■論 文———■

日本の金融・資本市場の課題

～金融構造の変革は実現するか？～

野村総合研究所 主席研究員
東京大学 客員教授
大崎 貞和

1．求められる金融構造の変革

本稿の目的は、2018年という新しい年を迎えて、日本の金融・資本市場が取り組むべき当面の課題を論じることである。

ちょうど4年前、筆者は同じようなテーマの論稿を本誌に掲載する機会を得た（注1）。その旧稿において、筆者は大要次のように述べた。

バブル崩壊以後の20数年間は、金融・資本市場をめぐる規制・制度について見れば、巷間言われるような「失われた20年」ではなく、たゆまぬ「改革の20年」であった。20年間に行われた一連の改革の狙いは、金融・資本市場の機能強化を通じて企業などの資金調達手段を多様化するとともに、個人金融資産の「貯蓄から投資へ」の移行を促し、高度成長期から続いてきた銀行中心の間接金融に過度に依存する日本の金融構造を改めることであった。しかし、現実には個人金融資産の過半は預貯金・現金にとどまり、企業金融についても間接金融主体の構造が持続するなど、制度改革の狙いは、いまだ達成されないままとなっている。

それから4年が過ぎた。旧稿執筆当時、「久々に活気を取り戻した」と表現した日本の株式市場は、その後も堅調に推移し、最近では日経平均株価が26年ぶりにバブル崩壊後の高値を回復するという局面もみられるまでになった。また、旧稿で取り上げた、少額投資非課税制度NISAの普及と定着を図るための対応、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の運用弾力化、ライツ・オファリング（株主への新株予約権無償割当による増資）

〈目 次〉

1．求められる金融構造の変革
2．なぜ「貯蓄から資産形成へ」なのか？
3．これまでの政府の取組
4．一億総株主化に向けて
5．フィンテックへの期待と課題

をめぐる制度改革、リスクマネー供給促進へ向けた制度改革など、当時優先度の高い課題とされていた諸施策は、その後、粛々と実施に移されてきた。

それにもかかわらず、日本の金融構造、とりわけ金融・資本市場が個人による資産運用の場として主要な役割を担ってはいないという状況には、当時から大きな変化はみられない。日本銀行の統計によれば、2017年６月末時点で1,832兆円に達する個人金融資産の51.5％は現金・預貯金で占められ、株式など証券の割合は17.2％に過ぎない（速報ベース）。

この構造を抜本的に変えること、端的に言えば個人金融資産の相当部分を現金・預貯金から株式や投資信託といったリスク性金融商品にシフトさせることこそが、2018年における日本の金融・資本市場にとっての最優先の課題なのである。

２．なぜ「貯蓄から資産形成へ」なのか？

⑴　経済の構造変化に合わせた金融機能再編

「貯蓄から投資へ」あるいは最近金融庁が用いているフレーズで言えば「貯蓄から資産形成へ」という個人金融資産の構造的変化は、一連の制度改革の起点となったとも言える1992年の業態別子会社方式による銀行と証券等の相互参入を認めた金融制度改革へ向けた検討が開始された1980年代半ばから、既に重要な課題として認識されていた。

もっとも、当時は、個人金融資産の構成変化が、それ自体として望ましいことと言うよりも、高度経済成長から安定成長への移行という経済構造の変化を反映して進められるべき金融機能再編の結果として生じる現象だと捉えられていたようである。

例えば、1990年代半ばに大蔵省銀行局長を務めた西村吉正氏は、1985年に着手された金融制度改革に向けた検討について、「安定成長への移行に伴う間接金融のオーバー・キャパシティーを解消するとともに、市場を中心とした金融機能の強化を図る」ことが主眼であったとし、「それは安定成長期の金融システムの構築作業であると同時に、高度成長期の金融体制からの撤退作戦という性格を持っていた」と述べている（注２）。

つまり当時は、企業の資金調達手段や金融機関の業務のあり方を変化させることこそが政策課題であり、それを実現するための制度改革の結果として、資金の最終的な出し手である家計・個人の金融資産構成が変化するという見方がとられていたのである。

こうした認識は、1990年代半ば以降の金融機関の不良債権問題を経験して、一層強められたように思われる。例えば、いわゆる「日本版金融ビッグバン」に続く制度改革のたたき台にするために1998年６月に取りまとめられた「新しい金融の流れに関する懇談会」の「論点整理」は、銀行システムに経済全体のリスクを丸抱え的に負担させる仕組みには限

界があるとして、投資信託を初めとする様々な投資ファンドを通じた「市場型の間接金融」の役割を強化することの意義を指摘していた。

⑵ 非合理ではなかった金融資産構成の偏り

この間、日本ではバブル経済の崩壊に伴って国内取引所上場企業の株価が長期間にわたって低迷する一方、経済のデフレ傾向が定着した。他方、銀行等の預貯金金利は、バブル末期の金融引き締め期には１年もの定期預金金利が６％という高さに達していたし、その後も1990年代前半までは１～２％程度で推移し、2000年頃でも0.2%を上回るなど、預金者に対して一定の運用リターンを提供し得ていたのである。

そうした現実を踏まえるならば、少なくとも2000年代初頭までは、リスクを加味したリターンが高いとは言えなかった株式等への投資を避け、預貯金に資金を滞留させることは、日本の個人にとって、それほど非合理な選択ではなかったと言える。働き盛りの世代が住宅取得や教育費などの重い負担を抱え、勤労者の多くが退職一時金という形で初めてまとまった資金を手にするという実情を反映して保有金融資産の分布が高齢者層に偏っていることも考えれば、預貯金への資産構成の偏りは一層良く理解できる。余命が相対的に短く、かつ自らの勤労所得によって投資損失を穴埋めすることの難しい高齢者が、低いリターンに甘んじてでも投資リスクを回避しようとすることは、極めて合理的な行動だからである。

⑶ 資金シフトは喫緊の課題

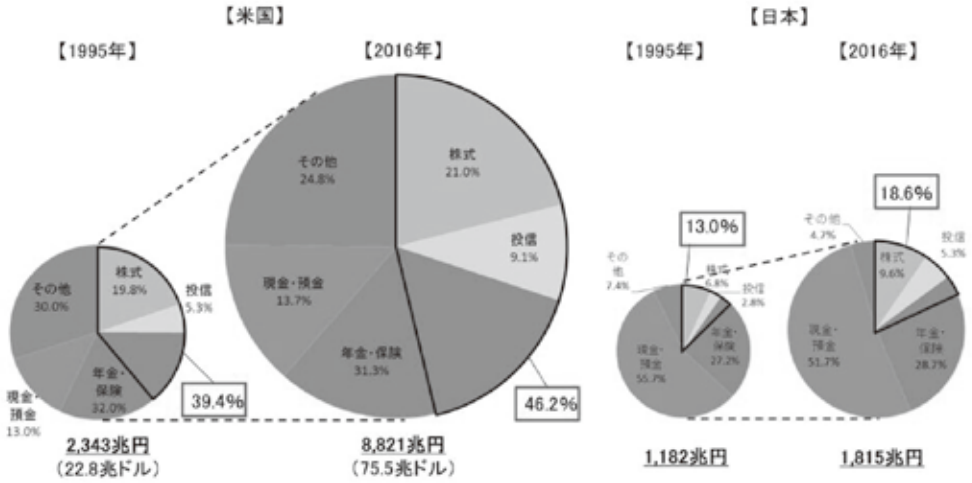
しかしながら、最近では、そうした「日本の個人金融資産が預貯金に偏っていても仕方がない」と言えるような構造的な背景事情は失われている。

まず、日本銀行の異次元金融緩和政策によって、預貯金金利はほぼゼロという水準が定着している。日本社会の高齢化はますます進み、財政の持続可能性という観点からは年金や医療、介護といった社会保障給付の伸びの抑制や削減が避けられない。しかも、経済活性化の観点からは早期の目標達成が求められるとはいえ、デフレ経済からの脱却が現実化すれば、効率的に運用されていない金融資産の実質的な価値は目減りしていくことになる。同時に、厚生年金基金の解散が相次ぐなど、公的年金の上乗せ部分については一定の給付が保障される確定給付型から加入者による投資判断が給付水準を左右する確定拠出型への移行が進む。

こうした状況の下で、財政の破綻を避けながら退職者を含む国民各層の生活水準を維持していくためには、より多くの国民が、現役時代からリスクを伴う投資を経験し、自助努力によって老後の生活資金を補充するための資産形成を進めることが必要不可欠になってきているのである。

最近金融庁は、「貯蓄から資産形成へ」と

（図表１）日米の家計金融資産の構成比較



（注１）□の部分は間接保有を含む株式・投資信託投資割合。
（注２）右の為替レートを使用（1995年末　１ドル＝102.9円、2016年末　１ドル＝116.9円）。
（資料）FRB、日本銀行より、金融庁作成。
（出所）『平成28事務年度　金融レポート』50頁。

いうスローガンを掲げ、国民の安定的な資産形成に向けた取組を国民運動として継続していきたいと強調する（注３）。その背景には、以上のような現状に対する問題意識があるのだろう。

このことは、2017年10月に同庁が公表した『平成28事務年度　金融レポート』からも読み取れる。そこでは日本の個人金融資産構成が偏っているために、低い運用リターンしか生まれず、金融資産の伸びが米国等に比べてはるかに低い水準にとどまっているとの認識が示されているのである（図表１）。

1990年代の制度改革論議においても、「高齢社会への移行によって個人の多様で効率的な資産運用というニーズが高まる」といった指摘はしばしばなされていた。しかし、定期預金に資金を寝かせておいても実質的な価値は目減りせず、むしろ少しずつでも金額が増えていくのが実情であった当時は、そうした議論は、やや誇張して言えば、机上の空論に過ぎなかった。これに対して、今や「貯蓄から資産形成へ」という資金シフトを現実化させなければ、将来の国民の生活水準低下を招きかねないのであり、リスク性投資への資金シフトは、喫緊の国民的課題となっているのである。

３．これまでの政府の取組

政府は、金融庁を中心に、ここ数年「貯蓄

（図表２）原則を採択し、取組方針の公表を行った金融事業者の業態別内訳

都市銀行等	60
地方銀行、第二地方銀行及びこれらの銀行持株会社	118
協同組織金融機関等	42
保険会社等	137
金融商品取引業者等（証券会社、投資運用会社など）	378
その他	1
合計	736

（出所）金融庁資料より作成。

から資産形成へ」の資金シフトを現実化するために、様々な施策を講じてきた。

まず、個人によるリスク性金融商品への投資を促す税制上の措置として2014年に導入された少額投資非課税制度NISAの普及が着実に進んでいる。加えて2018年１月からは長期・積立・分散投資を後押しする「つみたてNISA」が、配当・譲渡所得等を20年間にわたり非課税にする制度としてスタートする。毎月の掛金が所得控除され、運用益も非課税となる、自営業者や専業主婦、公務員も加入できる個人向け確定拠出年金制度iDeCo（イデコ）も2017年１月に導入された。

同時に金融庁は、投資信託などのリスク性金融商品の販売や組成に関わる銀行や証券会社、保険会社等の金融事業者に対して、顧客本位の業務運営の確立と定着を強く求めている。これまで金融事業者がともすれば目先の手数料稼ぎに傾斜しがちで、顧客本位とは言い難いような金融商品の組成と販売に注力してきたことが、日本の個人金融資産の低パフォーマンスの一因となっているとの問題意識からである。

2017年３月に金融庁が策定した「顧客本位の業務運営に関する原則」は同年９月末までに736の金融事業者によって採択され、取組方針が公表されている（図表２）。各金融事業者は、顧客本位の業務運営の定着度合いを客観的に評価できるようにするための成果指標（KPI）についても、策定と公表を進めている。

リスクを伴う投資の成果に対する課税を軽減し、リスク性金融商品の販売・組成に関わる金融事業者の姿勢を正したとしても、肝心の投資パフォーマンスが向上しないのであれば、「貯蓄から資産形成へ」の資金シフトは実現しない。毎年作成される政府の経済成長戦略において、スチュワードシップ・コードとコーポレートガバナンス・コードの採択とそのフォローアップを初めとする上場企業のコーポレートガバナンス改革の重要性が強調されるのはこのためである。

リスクを伴う投資を考える場合の投資対象は多種多様だが、多くの人が身近に感じやす

（図表３）上場企業の株式取引規制ルールの内容

（%）

	自社株式			他社株式		
	許可	届出	禁止	許可	届出	禁止
役員	71.9	17.1	6.4	17.2	5.2	7.0
一定の管理職	70.3	16.0	2.1	15.7	5.0	6.7
重要情報に接する可能性の高い部署の職員	71.0	15.6	3.1	16.5	5.0	6.9
上記以外の職員	59.4	15.5	1.6	13.0	5.3	6.0
派遣社員、パート・アルバイト	52.6	12.0	1.6	11.8	3.8	5.2
退職後１年以内の者	35.6	7.7	4.2	8.5	2.1	4.6
配偶者・同居家族	20.5	5.3	1.5	5.8	1.7	1.8

（注）回答には、このほか無関知、その他、不明があるため合計は100%にならない。
（出所）『第４回全国上場会社インサイダー取引管理アンケート調査報告書』より作成。

い自国の株式市場は、それまで投資になじみのなかった人への投資入門的な役割を担う。実際、投資先進国である米国においても、投資家としての個人の関心は、自国の株式市場に集中しがちである。先にみた日米の個人金融資産構成の大きな違いも、過去20年以上にわたる日米株式市場のパフォーマンスの大きな開きと密接に関わっていることは容易に想像できるであろう。

それだけに、「貯蓄から資産形成へ」の流れを定着させるためには日本の株式市場のパフォーマンス向上が不可欠であり、そのためには上場企業の「稼ぐ力」を高めるガバナンス改革を進めなければならない。そうした見方が、政府の進めるガバナンス改革の背景となっているのである。

４．一億総株主化に向けて

これまで政府・金融庁が講じてきた施策では、投資信託への投資の拡大が強く意識されてきた。このことは、とりわけ、対象商品が公募投資信託とETF（上場投資信託）に限定されるつみたてNISA制度や投資信託の組成・販売の場面における様々な問題点を指摘しつつ推進されてきた顧客本位の業務運営に関する原則などの施策に顕著に表れている。

投資信託は、投資に関する知識や経験が豊富でない一般個人が、プロであるファンドマネジャーに投資判断を委ね、小口でも投資分散を実現することのできる投資ツールであり、リスク性投資の手段として重要な役割を担うのは当然である。米国においても、401（k）制度と呼ばれる確定拠出型年金制度を通じた投資信託（ミューチュアル・ファンド）への投資の拡がりが、個人金融資産の成長を支えてきたのは周知の通りである。

しかしながら、投資信託が、理屈の上では投資の入門商品として最適なものであるにもかかわらず、少なくとも日本においては、ま

だ認知度が低く、その仕組みが十分に理解されているとは言えないのも事実である。例えば、日本証券業協会が行っている証券投資に関する意識調査の結果を見ても、投資信託の仕組みや性質に対する認知度は、株式に比べてかなり低いものとなっている（注４）。

その背景には、投資信託固有の仕組みの複雑さもあろうが、1990年代前半くらいまでスポット型投資信託がほとんどで、米国等では古くから親しまれており、日本においても現在では投資信託の主流となっているオープン・エンド型投資信託の普及という面で、それほど長い歴史がないという事情も影響しているのかも知れない。

それだけに、とりわけ現役世代を投資の世界に導き入れ、個人投資家の裾野を拡大しながら個人金融資産のリスク性商品へのシフトを現実の流れとしていくためには、投資信託に焦点を当てた従来の取組を粘り強く継続していくと同時に、株式への投資拡大にも力を注ぐ必要があるのではないだろうか。

幸い近年、東京証券取引所（東証）が、上場株式の投資単位を５万円から50万円の範囲に移行・維持することを上場企業に「望まれる事項」としてきた（東証有価証券上場規程445条）ことも奏功し、個別銘柄への株式投資は、かつてに比べれば敷居の低いものとなっている。「一億総活躍社会」ならぬ「一億総株主社会」を実現することで、全ての国民が、コーポレートガバナンス改革の成果としての企業の収益力向上による利益を享受できる環境を整えるべきである。

そのための施策としては様々なものがあろうが、例えば、すぐに実行できることとして上場企業の役職員による株式取引を規制する社内ルールの見直しがある。東証を初めとする取引所が行ったアンケート調査によれば、回答企業約２千社の約７割が役職員の自社株取引を許可制にし、２割以上が他社株の取引にも許可や届出などの手続を定め、約７％は他社株の取引を禁止している（図表３）（注５）。

こうした社内ルールの大義名分はインサイダー取引の未然防止だが、自社株についてはまだしも、他社株の取引まで許可制や届出制にしても管理者が不公正な取引かどうかを識別できるとは到底思えない。不公正な取引を真に防止することにはつながらず、上場企業の役職員の株式取引に対する心理的な抵抗を高めるだけの不合理な過剰規制である（注６）。各企業が、こうしたルールを見直し、役職員による株式投資を大いに奨励してみてはどうだろうか。

５．フィンテックへの期待と課題

近年、情報技術（IT）と金融の融合を図る、いわゆるフィンテックの様々な活用が拡がりつつある。

例えば、投資を検討している個人がスマートフォンのアプリなどを用いていくつかの質問に答えると、回答者のリスク選好や投資目

的に応じたポートフォリオ構成を提案したり、最適なポートフォリオへの投資を自動的に行ったりするロボアドバイザーと呼ばれるサービスが提供されるようになっている。こうしたサービスは、金融庁が「貯蓄から資産形成へ」の資金シフトの重要な鍵となると考えている長期・積立・分散投資の有力なツールとなり得る。

筆者がロボアドバイザー・サービスを提供している金融事業者から聞き取ったところでは、こうしたサービスの利用者には、ITリテラシーの高い20代、30代の投資未経験者が少なくないという。多くのサービスが月々の積立金額を１万円以上などとし、中には日常の買い物での釣り銭を自動的に投資するサービスを提供するなど、投資の敷居を低くしていることも若い世代に好感されているようである。このように、ロボアドバイザー・サービスは、投資の裾野を拡げる上で大きな役割を担うものと期待されるのである。

ブロックチェーン技術を活用するビットコインなどの仮想通貨の決済手段としての利用や売買も、投機の過熱が懸念されるような状況を伴いつつではあるが、拡がりをみせている。トークンと呼ばれる新たな仮想通貨やそれに類似するものを発行して資金を調達するICO（initial coin offerings）の試みも見られるようになってきた。

これらフィンテックの展開は、既存の金融事業者による活用も含め、金融サービスのあり方を大きく変えるポテンシャルを秘めており、投資の裾野拡大にも資するものと期待されるが、他方で投資家保護・利用者保護の観点からの問題点も残されたままとなっている。

例えば、仮想通貨については、日本では2017年４月に施行された改正資金決済法の下で仮想通貨と法定通貨の売買などを行う交換所に登録規制が課されるなど、国際的にみても制度整備が先行的に進んでいるものの、ICOについては法的な位置付けの不明確な点が残り、金融庁が注意喚起を行うなど、問題含みの状況にある（注７）。仮想通貨の売買をめぐる相場操縦的行為などに対する規制や監視も課題となっている。

一方、ロボアドバイザーについても、現在の仕組みの下で適合性原則に則った投資勧誘が行われていると考えて良いのかといった、更に検討を深めるべき論点がある。

また、ロボアドバイザー・サービスは、多くの場合、手数料や信託報酬といったコストの低さを重視してETFへの投資を行う仕組みをとっており、海外市場に上場するETFに投資するものも多い。その場合、海外市場に投資することに伴う様々なリスクや為替手数料などがどうなっているのか、またそれらの点について投資家に十分な情報が提供されているのかどうかといった点などが問題となり得る。中には東証上場ETFへの投資をうたうサービスもあるが、一部のレバレッジ型商品を除けば流動性の低さが目立つ東証市場で、効率的な投資が可能なのかどうかといっ

た問題点もあるだろう（注８）。

金融庁など規制監督当局は、勃興するフィンテックに対して、拙速な規制によって健全な発展に水を差すようなことのないよう留意しつつ、投資家保護・利用者保護を実効的に確保していくという難しい舵取りを求められているのである。

（注１）大崎貞和「2014年金融・資本市場の課題」『月刊資本市場』341号34頁（2014）。

（注２）西村吉正『日本の金融制度改革』東洋経済新報社（2003年）239頁。

（注３）例えば、金融審議会「市場ワーキング・グループ」第11回会合（2016年12月７日）における池田唯一金融庁総務企画局長発言。
http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/market_wg/gijiroku/20161207.html

（注４）http://www.jsda.or.jp/shiryo/chousa/data/files/h27/H27gaiyou.pdf
2015年に行われた調査では、例えば、株式が事業資金調達のために発行されることや株主が配当金等を受け取れることを知っているとした回答者はそれぞれ49.1%。67.7%に達した。一方、投資信託については専門家が投資・運用するものであることを39.7%しか知らず、知っているかどうかを尋ねられた投資信託に関する様々な事実について「知っていることはない」との回答が56.5%に上った。

（注５）第４回全国上場会社インサイダー取引管理アンケート調査報告書（2016年10月）。
http://www.jpx.co.jp/news/3050/nlsgeu0000020e7f.html

（注６）株式以外への投資、例えば投資用マンションや金塊の購入を許可制や届出制にしている企業は恐らく存在しないだろう。株式投資に限って上司や管理部門への申請が必要だとなれば、株式投資を避けようとする人が増えるのは当然ではないだろうか。

（注７）詳しくは、有吉尚哉「ICOに対する金融規制の適用関係に関する一考察」『NBL』1111号４頁（2017）参照。

（注８）東証上場ETFの流動性の低さについては2016年12月に取りまとめられた金融審議会市場ワーキング・グループ報告書でも問題として指摘され、とるべき改善策が提案されている。ちなみに、東証市場では2015年以降、残高の減少したETF10本の繰上償還（うち３本は2018年３月償還予定）が発表されている。なお、毎月少額の積立投資を行っている場合、買付時には流動性の低さの問題は意識されにくいかも知れないが、将来投資資金を回収する場合に円滑な売却が可能かどうかは深刻な問題となり得る。