

## 規制緩和と証券市場

この三月末、政府は規制緩和推進計画を改訂した。ちょうど一年前、五ヶ年計画で進められる予定で公表されたこの計画は、今回三ヶ年計画に改められ、前倒しで実施されることになった。証券市場プロパーに限ってみても、すでにこれまでにいくつかの規制が緩和・撤廃されている。たとえば起債関係では適債基準や財務制限条項が撤廃・緩和され、発行登録制度の要件も緩和されるなど、起債に関する制約はほとんどなくなっている。また店頭市場については特別市場の開設、公開会社数の制限撤廃がなされた。そのほか、証券会社の通貨スワップの解禁措置も取られている。今回は、これらに加えて時価発行増資にかかるガイドラインの撤廃、発行登録制度の店頭公開企業への開放、リース・クレジット債権にかかる資産担保型証券の導入、投資信託の運用規制の更なる緩和、店舗規制の原則撤廃、兼業業務の拡大（金融債権の売買の媒介）等の証券業務の効率化・多様化、報告書などの簡素化などの措置が取られた。

規制緩和の動きはこれにとどまらず、今後は、手数料の自由化、投資一任業務にかかる規制緩和、業態別子会社の業務分野規制の緩和、証券業の免許制から登録制への移行の可能性等についても検討されることになっている。こうした規制緩和の推進については行政改革委員会答申（昨年一二月発表）がかなりの影響力をもったことも特記すべきであろう。

他方、我が国の実体経済は九〇年代に入って、構造的な変革期にきているといわれている。現在進められている規制緩和の諸措置も、こうした日本経済の構造変化に即応したものでなければならぬのは言うまでもない。すなわち、これから検討の俎上に乗せられようとしている右記の項目の是非は、今後の日本経済における証券市場の機能と役割、またそのなかで仲介者たる証券業のあり方はいかにあるべきかという観点から判断すべきである。そこで以下では、日本経済はどのような構造的変化にあるかを簡単に整理し、これに即応して金融・証券市場の機能、銀行・証券会社はどう変わるべきか、したがって、これまで採られた規制緩和措置、今後検討されることになっている諸措置の是非について考えてみた。

### 日本経済の構造的変化

現在、我が国経済は変革期にきているといわれているが、それは九〇年代前半期の長期にわたる不況の特質に色濃く現れている。そこで、どのような構造変化が生じているのか、今回の不況の特徴をみておこう。

九一年から始まった今回の不況は三つの異なった不況要因が重なったものといわれている。まず、第一は循環的なものである。八〇年代後半の過剰投資が九〇年代にストック調整を必然化し、今回の不況となったというものである。そうだとすればいずれはその調整も終わって景気は回復するであろう。事実、住宅投資は九三年以後、民間設備投資は九五年以後、増勢に転じ、昨年から景気回復は顕著となっている。このように、今回の不況が過去と同じく循環性のものであるならば、財政金融政策の発動で不況の程度を和らげ、自生的な景気回復につなげれば良いということになる。しかしながら、今回の不況の最大の特徴は、九二年八月の総事業規模一〇兆円余の総合経済対策以来、これを含め六回もの景気対策（累計六五兆円）が打ち出されたにもかかわらず、景気がなかなか浮揚しなかったし、財政政策の発動が後退するやたちまち失速し、自生的な回復力が弱いということであった。

そこで第二に、今回の不況の特徴として金融的要因を指摘するものが多かった。たとえば、宮崎義一「複合不況」(中公新書、一九九二年)は、株価の下落により銀行の含み益が減少し、その結果BIS規制(銀行の自己資本比率規制)のからみから銀行の貸し渋りが起こり、これが循環性の不況をさらに強めていることを強調している。その後、土地価格の下落から貸付債権が不良化し、リスクに敏感になりすぎて銀行のクレジットクランチが強められたという主張が加わった。他方、同じ結果に帰着するが、マネーフローのミスマッチを指摘するものも多かった。すなわち、不良債権の累増が明らかになるにつれ、民間金融機関に対する信頼が低下し、定期預金が大銀行や特に郵便貯金へ流動性預金としてシフトし、資金遍在が顕著となったというものである。以上のような点からすると、対策は①金融機関のバランスシートの改善(証券化による貸付債権の切り離し等)、②金融機関の整理統合、③郵便貯金を始めとする公的金融の改革(民営化など)、④投資信託をはじめとする多様な資産運用ニーズの受け皿作りなどとなろう。

(3)

第三に構造的な不況要因が重なっているとの重要な指摘がある。すなわち、東南アジア地域における急速な変化が「日本経済の空洞化」をもたらし、産業構造の転換に迫られていること、急速な高齢化社会を迎え社会保障費や企業年金債務が膨張するということが、このような課題に対して我が国経済が十分に対応できていないことが自生的な回復力の弱さにつながっているという主張である。すなわち、新興工業国(韓国、台湾、香港、シンガポール)が鉄鋼、造船等の重化学工業分野でも日本の強力なライバルとして出現したこと、ASEAN諸国(タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシア等)、中国等が急激に工業化したこと、この結果、日本は一方では在来型の産業で競争力を失いつつある反面、他方ではASEAN等への最大の直接投資国としてこれらの地域のマーケットを技術や資本財の供給先として囲み込める位置に立つことになった。したがって、対策としては、かつて日本に急迫されたアメリカのように産業構造の高度化(ハイテクノロジー産業へのシフト)をはかり付加価値の高い産業を育成し、国内の余剰雇用を吸収する一方、東アジア地域に対してさらに進んだ技術、資本財の供給元として共存共栄を図る方向へ、産業構造を転換させることでなければいけない。そのためには、新しい産業・サービスの出現をはばむ規制を取り除き(規制緩和の推進)、企業経営の面では人材の流動化を図り(雇用慣行の見直し)日本の経営の見直し)、金融の面ではベンチャービジネスへのリスクキャピタルの効率的配分を図ることであろう。

また高齢化社会の突入についていえば、社会保障費の拡大にたいしては税制改革が、また企業年金債務の累増に対しては年金制度改革が課題となつてこよう。企業年金はこれから掛け金より給付金支払いが多くなり成熟期に入ることになり、資産運用の効率化に迫られることになるが、そのような観点からは資産運用規制などの画一的な規制は撤廃し、基金のディスクロージャー、セーフティネットの拡充等環境整備が必要となる。

(4)

#### 証券市場の課題

このように見ると、証券市場における規制緩和はあくまでも、今後、日本経済の構造変化に沿って証券市場に求められる新しい機能の拡充に資する方向性を持つものでなければならぬ。それは、具体的には何か。

#### 【リスクキャピタルの効率的配分】

まず、資産調達的面からいうと、資金のアーバビリティの絶対量の確保こそが至上命題であった高度成長期の時とは異なつて、今後は価格発見機能が十分働き、市場メカニズムに沿って成熟産業からは自社株買い等で資

金が株主に還元され、成長産業には店頭公開、時価発行増資等により資金が配分される市場になる必要がある。この点からいうと、商法改正（九四年一〇月）、みなし配当課税の九九年三月までの凍結（九五年一月）は自社株買いの環境を整備したことで意義深いことであった。また、店頭特別市場の発足、大証二部市場等の上場基準の緩和、起債基準の撤廃（九六年一月）、発行登録制度の店頭登録企業への開放などは、今後の日本経済の成長を担う産業・企業への資金調達促進、具体的には成長産業、ベンチャービジネスへ円滑に資金供給がおこなわれ、金融面から産業構造の転換を促進するという要請に合致する措置である。また時価発行増資にかかるガイドライン（九三年一二月公表）および利益配分ルールを今回撤廃したことも、市場メカニズムに沿ったリスクキヤピタルの配分に資するものといえよう。

#### 【バランスシートのリストラ】

企業・金融機関のバランスシートのリストラを進めるためには金融資産の証券化を進め、各種金融資産がそれに適した投資家に効率的に配分される市場にならなければならない。この点からすればリース、クレジット債権等の特定債権のみならず幅広く債権の証券化を推進することが必要であろう。また、過去に過剰に発行された転換社債、ワラント社債、過剰な銀行借入金も縮小の対象とされるべきものであり、これらが今までのところ円滑に普通社債によって借り換えられているという事実から、起債基準の撤廃、財務制限条項の緩和は意義あるものであった。今後は、持ち合い株など低収益資産の効率的運用という観点からカバードワラントなど新商品開発が積極的に行われる環境整備が必要となろう。

#### 【リスクの効率的配分】

これに関連して、資金の調達や金融資産の配分の結果生じる市場リスクについては、リスクの効率的配分、リスク管理の観点からデリバティブ市場にかかる規制の撤廃、市場整備・拡充が求められる。金融派生取引（デリバティブ）とは、金融・証券取引における種々のリスクのうち市場リスク（価格変動）を原取引である資金移転行為から切り離し、そのリスクの配分だけを行う取引を指す。したがって、元本無しでリスクテイク（投機）やヘッジ（保険繋ぎ）ができるので、リスク負担能力のあるものへのリスク移転を容易にしたり、低コストで多様な損益特性を作ることによりディーリング、ヘッジを促進し、金融市場の流動性を高めるなど、長期的には金融市場の効率性を高めるといふ効果がある。

#### 【資産の効率的運用】

他方、投資家サイドの多様なニーズに対応できる市場作りという観点からは、投資信託にかかる運用規制のさらなる緩和は多様な投資戦略に投資家がアクセスできるようになる点で望ましい。

また投資一任業務における新規参入を図る観点から一任業務の登録制への移行や認可基準のあり方が今後、検討の対象とされるが、それは企業年金基金等の資産配分・運用およびその評価の効率化の観点からその是非が検討されることになろう。さらに投資一任契約の最低額（現行一億円）の引下げ、一括発注の是非も検討予定とされているが、高齢化、ストック化を迎え多くの人々が老後の資産形成・運用を考えるとときにその効率化の観点から一任運用業務の大衆化を図る必要が生じてこようが、これはその対策の先駆けとなるものであろう。

さらに、取引執行の効率化の観点からは手数料の自由化をはじめとする取引システムの効率化が検討の対象と

されてこよう。

### 【仲介業者のあり方】

業態別子会社の分野規制の見直しや証券業者の登録制への移行も今後の検討対象とされているが、これらの問題は、今見たような、リスクキャピタルの効率的配分、金融資産の証券化や新金融商品の開発、投資家の資産運用の効率化という目的に資するかどうかという観点から判断すべきであろう。今後の証券業は仲介業者としてそのような目的を遂行していかなければならない。リスクキャピタルの効率的配分の観点から審査機能の充実が求められるし、店頭株式の情報提供能力、さらにベンチャー企業株式の流動性を向上させるためのマーケットメイク機能の向上が必要とされる。また既存のマーケットを利用して新商品を開発する機能も求められようし、金融資産の証券化とその分売の手腕も試される。そして、高齢化、ストック化を迎え高度な財産運用アドバイスが求められる。

(7)

銀行の証券子会社に幅広い業務分野を認めるべきかどうかという問題は、それによって取引コストが適正な水準になったか、業務にイノベーション（革新）がもたらされたか、すなわち引受業務において革新的なディールが生まれたか、発行側のバランスシートを改善しかつ投資ニーズに合致するような新商品の開発が促されたか、ブローカー業務において効率的な取引執行の手法の開発が促進されたか、財産運用アドバイスが向上したかという観点から判断すべきであろう。もちろん、新規参入のある無しにかかわらず既存の証券会社自身もそのような方向にそって業務を革新していくべきである。そして、われわれは外資系の証券会社が引受けやブローカー業務において革新的な手法を我が国市場に持ち込んで成功した例を知っている。それに比べ銀行の証券子会社はどうか。

これまでの経緯をみると、九三年四月の金融制度改革法の施行以後、業態別子会社方式による銀行・証券業務の相互参入が可能となり、一七社の証券子会社が設立された。これと時を同じくして、起債市場は拡大したが、銀行の証券子会社は昨年の普通社債発行案件二四二件のうち八〇件の主幹事を獲得しており、そのほとんどが親会社がメインバンクになっている起債会社である。親銀行が、融資の代わりに起債を薦め、その主幹事に子会社を押し付けたとしか解釈できない。主幹事の獲得は革新的な、あるいは競争的な発行案件のオリジネートに基づくものとはとてもいえないのである。

(二上)

(8)