

金融資産はどくへ行くか

求められる資産管理・運用能力の強化

日本版ビッグバン（金融改革）の目的は、一二〇〇兆円にのぼる個人金融資産の運用の効率化にあるとされている。一二〇〇兆円のうち銀行、郵便局等への預貯金が六割、保険が二割五分、これら併せて元利確定型の金融資産が八割五分を占めており、株式・債券・投資信託のリスク型金融資産が割五分程度しかない。金融資産のあり方としてなにか決まったものがあるわけではないが、金融機関による融資の不良債権化、財政投融资の不良化が喧伝されていることを勘案すると、元利確定型の金融資産の裏付けとなつてはならないのは事実である。その分が減失していることを意味するわけで、元利確定型の金融資産の一部はすでに「擬制資本化」している。そのようなあり方が健全であるはずがない。

しかもこのような不健全さは、なにも個人金融資産だけに限られるものではなく、二〇〇兆円の年金資産についても当てはまるわけである。従つて、金融に関する問題は、後ろ向き処理としては既に生じた損失をどのようにに負担するか、ということであるし、前向き問題としては、年金資産を含め、国民の金融資産の効率的な運用体制をいかに構築するか、という点になければならない。そして今、巷間で話題となつている日本版ビッグバンは、国民の金融資産の効率的な運用体制をいかに構築するか、という後段の問題にたいする回答でなければならない。

日本版ビッグバンの中身は、①手数料自由化や場外取引システムの自由化など証券取引システムの改革、②銀行・証券・保険業への参入促進、③外為法改正、④に大別できる。通常、アメリカのメイデーやイギリスのビッグバンとは証券取引所改革をさしているが、日本の場合にはこれプラス銀行、証券、保険分野の参入や取扱商品・業務の自由化、そして内外資金取引の自由化が加わつている。好意的にみると、日本版ビッグバンの効果としては、①低廉かつ効率的な証券取引システムを利用しつつ、②多種多様な仲介業者が③グローバルなスケールで資産運用・管理サービスの質やメニューの豊富さを競い合い、そのような状況の下で国民資産の効率的な運用を図るといふ点にあるのだと考えられる。そして、外為法改正は早々と決まり（九八年四月施行予定）、これに続いて取引システムの改革や業務分野参入規制の見直し、取扱商品・業務の自由化が検討の対象とされている。

外為法改正の内容

今回の外為法改正は資産取引についての内外の障壁を取り払うが、そのもつ効果は様々である。試みに資産取引を取引対象、取引の場、仲介業者の属性に分けてみると、外為法改正の効果としては、①金融資産が海外の証券や実物資産として流出しやすくなる効果、②それが取引される際のコストを低減させる効果、③金融資産が円資産としてとどまるが、その取引を海外で行おうとさせる効果、④資産運用・管理のサービスを海外の仲介業者にシフトさせる効果等が考えられる。これらの諸効果は、どのような影響をもたらすであろうか。以下では日本版ビッグバンのフロントランナーとされる外為法改正の影響について簡単にまとめてみた。⁽¹⁾

外為法改正の第一は、事前の許可・届出制の廃止（事後報告制の導入）である。現行の法制のもとでは、ユーザー（預金者・投資家）が為銀を経ないで外貨を売買したり、また指定証券会社を経ないで外貨証券を売買すると当局への事前の許可・届け出が必要とされる。また海外に預金口座を開くにも事前の許可・届け出が必要であ

る。この事前の許可・届け出制は実際上は面倒なので、たいいていのユーザーは外貨の売買や、外貨証券の売買を為銀や指定証券会社経由で行っている。

ところで、この事前の許可・届け出制は原則としてそうなのであって、いくつかの例外がある。第一に現地への海外預金口座については、残高が二億円以内の外貨預金であれば現行でも事前の許可・届け出が不要である。ただし、円預金については一円でも事前の許可・届け出が必要であり、たとえ申請しても許可は下りないとされる。第二に国内指定証券会社を経由せず現地の証券会社に直接発注する場合についても例外がある。株式以外（債券、C P等）については一件一億円までは現行でも事前の許可・届け出が不要である。ただし、株式については事前の許可・届け出が必要である。

外為法改正後は、海外に円預金口座を持つのが自由になるし、外貨預金の金額制限もなくなる。また直接に海外の証券会社へ株式売買を発注する事が自由になるし、外債売買に関する金額制限がなくなる。事前の許可・届け出が不要になるが、これに代わって事後報告制が導入される。

外為法改正の第二は、為銀制度の廃止、外為業務の自由化である。現行では外為業務の担い手は為銀（外国為替公認銀行）に限定されている。しかし、これも原則的にそうなのであって、証券サイドについてみれば、指定証券会社に関しては証券取引にかかる外為業務（いわゆる証券外為）はある程度認められているし、昨年の規制緩和によってその範囲はさらに拡大されている。そして、これら証券外為は持高限度の範囲内に止めるべきとされ、その範囲内においては個々の為銀との間で当日中にカバーをとる必要がないものとされている。

今回の外為法改正後、指定証券会社制度は廃止され、外為業務は自由に行えるようになる。すべての証券会社について、証券外為のみならず外為業務一般が行えるようになるわけである。また外為の持高規制についても廃止されることになった。

外為法改正の影響

今回の外為法改正の内容は以上の通りであるが、その効果や影響はどうか。今回の改正で、資金の対外的交流がしやすくなることはいうまでもない。そして、史上未曾有の低金利、株式市況の不振、金融機関への信認の低下ということを勘案すると、資金が国内へ流入するよりもむしろ国内の金融資産が海外へ流出する方が多くなると予想される。一昨年来ブームとなっている外債・外貨預金へのニーズには根強いものがあり、この傾向は当分続くであろう。このことは、今後さらに金融機関の不良債権の処理と並んで規制緩和を一層促進させる効果を持つであろう。

【取引コスト削減効果】

さらに、外為法改正によって、海外の金融機関・証券業者との直接取引の道が開けてきたことにより、第二に、外為手数料をはじめとする種々の手数料が比較され平準化していく効果があげられよう。ユーザーにとって日本での外為取引は上下の口銭が厚く、手数料も高く総じてコストが割高であると言われてきた。外為業務、両替業務の自由化により外為スプレッドは縮小するであろうし、外為手数料も低下していくであろう。証券取引にかかると外為取引については、証券会社にもある程度認められており、証券会社にとっても為替売買益のマージンは低下するであろう。また外貨証券の取引を海外に取次ぐ際の手数料、口座管理手数料についても引き下げあるいは平準化作用がおきるであろう。

【証券取引システム改革の促進効果】

第三は、取引そのものが海外にシフトしていく効果である。金額制限があったことを別にすると外貨預金の海外での口座開設・預入や外債の海外への直接発注については従来からも事前の許可・届出制の適用が除外されてきた。したがってユーザレベルでの効果としては、海外金融機関への円預金、株式の海外直接発注の解禁がもつともインパクトが高いと考えられる。すなわち海外に円預金口座を設けて日本株を海外で売買することが外為法の上からは可能になる。そこで、日本株の取引が海外に流出すれば日本の証券取引システムの改革（手数料自由化や有価証券取引税の撤廃、市場集中業務の撤廃による市場間競争の促進等）の促進材料になるとみられているのである。海外では手数料は自由化、有価証券取引税も無く、ロンドンのSEAQインターナショナルやアメリカのInstinetでは日本株も売買されているからである。

ところで、海外における日本株取引がどのような形で行われ、それが国内の証券取引システムにどのように影響しているのか。実は、これについては好例がある。年金福祉事業団は公的年金の一部を財政投融资から借り受けて株式等に自主運用しているが、そのうち投資顧問への一任運用は、海外に設立した投資組合（リミテッドパートナーシップ、LPS）からの発注という形を取っているのである⁽³⁾。また、LPS方式で海外から発注する場合には海外での受け渡しとなるため、年福はルクセンブルク東京三菱銀行やステートストリート信託銀行をカストディアンとして利用する。

さて、LPS方式による発注先は主としてロンドン所在の日系または外資系証券会社となるが、現地で業者が自己勘定で仕切ったとしても現時点では現地の流動性は低くポジションを解消できる可能性は小さいので東証でポジションをクリアするケースが多いと言われている。そこで海外の業者は東証会員業者に発注することになり、やはり手数料、有価証券取引税（売りの場合）は払わねばならない。取引コスト節約効果はあるにはあるが⁽⁴⁾、限られるし、カストディアンに指示して国際的な証券決済機関であるセテルやユーロクリアを経由した決済のコストも必要である。

しかしながら、日系業者の場合には東証への回送率は九割以上であるが、外資系の場合には六割にとどまっているとの推計がある。外資系の場合には、現物、デリバティブ、貸株を使った入り組んだ裁定取引が得意な業者が多く、こうした裁定取引を支えられて現物株に対しても流動性を提供できる能力が高いことがこのような数字の違いに現れているようである。外為法改正により発注ベースで日本株が海外に流出し、これに引きずられて執行ベースでも流出していくようだと、証券取引システムの改革は促進されることになる⁽⁵⁾。

【資産管理・運用サービスの競争促進効果】

第四の影響としては、資産の管理・運用サービスをめぐる業者間の競争の激化である。現在は「外証法」（外国証券業者に関する法律）により、海外証券業者は日本国内で免許を持たなければ営業行為は出来ない。しかし、投資家自ら海外に口座を設ければ、当該現地において営業活動のターゲットにされる。資産家の資金が海外の業者、例えばプライベートバンクに移ることも容易と考えられる。他方、インターネットで海外のデイスカウントブローカーにアクセスできる状況にあり、これに加え電子マネーが利用できるようになると、証券の決済・保管の問題は残るが、零細個人でも海外業者へ直接発注の可能性がでてくる。いずれにせよ、外貨証券の営業・一任運用については「外証法」の免許制の効果は弱まる。

他方、日本国内の顧客開拓のため、在日拠点を持たなかった海外業者の日本進出や在日拠点の機能強化の動きも予想される。これは日本版ビッグバンの期待した国際性の向上に資する効果であるが、いずれにせよ内外の証

券業者、投資顧問業者の競争激化は避けられない。

現在、業者レベルで起きていることは、投信と投資顧問業者の合併、海外の投信運用業者の進出、国内業者と海外運用業者との提携である。昨年来、顕著になってきたケースとしては、国内のリテール業者が海外の投資銀行や運用業者と提携するという構図である。一昨年来、円建て外債の個人消化が急増した⁽⁵⁾が、その多くは払い込み・利金は円建て、償還は外貨の二重通貨である。その際、販売は国内中堅・中小証券、主幹事は海外投資銀行という組み合わせが多かった。

また最近では、国内の証券会社が顧客資金をヘッジファンドに紹介して運用をまかせるといふ動きもある。昨年、米国では全国証券市場改革法案が成立し（九七年四月施行）、ヘッジファンドの投資家数の制限が緩和された。従来、ヘッジファンドは私募投信の扱いであり、投資家数が一〇〇人を越えると四〇年投資会社法の規定でSECに登録する業務が生じるし、そうなれば運用規制に縛られるので投資家数は九九人に抑えられていたのである。ところが今回の改正で、条件に適合した投資家であれば一〇〇人を越えてもよくなった。そこで、ヘッジファンドは日本の富裕層にねらいを当てたセールスを展開しているのである。他方、日本の証券会社としては外為法の改正により、海外証券の運用・管理サービスを高める必要がでてきているが、手っ取り早くヘッジファンドの力を借りようとするところもでてきているのである。

業者レベルでは資産運用・管理サービスを巡る競争が激化するだけでなく、そのアウトソーシング（提携などによる外部資源の利用）も活発になるであろう。それはまた、受注ベースで顧客に適合した運用業者の選別、斡旋のサービスにたいするあらたな需要が生じるわけであり、そこに日本の業者としてはビジネスチャンス求めることができるであろう。それは貯蓄過剰の国の強みでもある。

(二一)

(1) 外為法改正の影響として、別の機会（拙稿「証券会社は「一気に国際競争にさらされる」」「エコノミスト」誌九七年三月一八日号）に論じたことがあるが、これには不正確な記述があった。小稿は、その補正の意味もある。

(2) 昨年の規制緩和では、指定証券会社について、顧客との間で預かり証券に対するヘッジのための先物為替予約の締結ならびに買い注文にかかる先物為替予約の締結が新たに認められた。また顧客との間で証券取引に関連する通貨オプション取引を行うこと、ならびに外貨証券の購入に限らず通貨スワップ取引を行うことも認められた（ただしヘッジならびに買い注文に掛かる部分に限る。）さらに引受通貨スワップの提供についても、指定証券会社の現地法人が本邦企業の発行する外債の引受主幹事を行う際には従来から認められており、昨年には本邦公的機関の発行する外債、円建外債（サムライ債）についても発行代わり金、利金、償還金等を円で確定するための通貨スワップの提供が認められることになった。（大蔵省「対外決済に掛かる規制緩和及びいわゆる証券外為の拡大について」九六年三月二日。）

(3) なぜそのようなことになるかと言えば、年金福祉事業団法によれば、年福は直接に投資一任運用契約を結べないからである。そこで、まず国内の信託銀行に開設した指定単独金銭信託勘定に資金を預託し、その資金を税制上の理由により海外タックスヘブン（たとえばケイマン）に設立した投資組合に移転し、その投資組合が投資顧問業者と一任契約を結ぶことでその資金を運用するという複雑な手続きをとらざるを得なかったのである。

(4) 親子関係（例えば四社現地法人が親会社に発注）の場合には、適用料率は五〇%なので、投資家への手数料率も半額まで割り引く余裕はある。

(5) ちなみに、九六年中の発行額は三九、一三七億円で前年の二・五倍に膨らんでおり、その個人消化額は二五、四九一億円（六五%）である。