

# 日本版金融ビッグバンの評価

二上季代司

日本版金融ビッグバンを体現した金融システム改革関連法案が一九九八年一二月に施行されて既に三年半経った。スケジュールの最後に置かれていた保険の窓口販売も解禁されて一年経過している。日本版ビッグバンを総括すべき時期に来ているが、これを総体的に評価したものは案外少ない。日本証券経済研究所の報告書『二世紀の証券市場について』（二〇〇一年二月）があるだけである。同報告書は、市場改革の目的を「間接金融偏重を是正し、証券市場を通じた資金の流れを拡大すること」「金融市場における市場機能の向上」にあつたと規定した上で、現状はその政策目標から大きく乖離していること、それを是正するためには投資家（家計等）、発行会社および仲介業者（証券会社等）において長年定着してきた行動様式・意識等の変革が必要である、と指摘している。

この報告書の認識は基本的に正しいと筆者は考えるが、この報告書からさらに半年経過し、いくつかの変化が見られ始めた現在、金融改革の目的と内容について再度、点検する必要があるように思われる。以下では、この点について取り上げてみたい。

## 1 金融改革の目的

最初に明確にしておく必要があるのは、金融改革の目的である。例えば「間接金融偏重を是正し、証券市場を

通じた資金の流れを拡大すること」ということと「金融市場における市場機能の向上」ということが同一視とされているが、両者は必ずしも同じことではないのではないか。

金融改革の目的を「証券市場を通じた資金の流れを拡大すること」と言い切ってしまうと、家計の金融資産に占める証券保有の割合や企業の資金調達手段に占める証券発行の割合が高まること、目的達成のメルクマールにされてしまうだろう。しかし、家計の金融資産に占める証券の割合がピークを記録した年をみるとストック（八八年度末、一八二兆五千億円、二二・六％）でも、またフロー（八七年度、一〇兆六千億円の購入超、一九・五％）で見ても、そのピークは八〇年代後半のバブルの時期であった（日本銀行『資金循環勘定』より）。他方、資金調達サイドの企業から見ても、証券発行による資金調達の割合はやはり八〇年後半にピークを迎えている。しかし、バブルの時期が金融における市場機能が高まった時期であったとはいいいにくいだろう。

つまり、「証券市場を通じた資金の流れが拡大すること」が必ずしも「金融市場における市場機能向上」に直結するとは限らない過去があったわけである。改革の目的は金融における市場機能向上という点に絞るべきではなからうか。

第二に、「金融における市場機能の向上」ということになれば、改革の焦点は証券市場、証券会社に限られなくなる。間接金融においても本来、市場機能はあるはずなのである。むしろ銀行融資において信用リスクを反映しない金利設定がまかり通っていることが社債市場や資産証券化・流動化の成長を妨げているのである。さらにいえば、銀行が不良債権の処理を徹底しないために産業界におけるデッド・ストックが解消されず、株式価値向上の妨げとなっているのではないか。間接金融と直接金融は車の両輪とよく言われるが、それは二重の意味においてである。中小企業は銀行に依存し、大企業は資本市場に依存すると言う資金調達面での補完関係だけではな

く、一方において市場機能が働いていなければ他方においても市場機能が阻害されると言う相互作用的な関係においてもそう言えるのである。八〇年代後半、大手証券会社が銀行の企業に対するメインバンク関係に対抗して資金調達面での主導権をとろうとブローカー部門を動員して株価関与を強め、幹事会社に対して過度のエクイティファイナンスを煽ったことがバブルを一層激化させたことを思い出してみるのがよい。

## 2 金融における市場機能

では金融における市場機能とはどう言うことか。金融における市場機能とは、簡単にいえば市場で形成された価格（株価、債券利回り、金利）がシグナルとなって資金が配分される事を指す。事業（あるいは企業）の将来収益性における期待値（リターン）とそれがどの程度の確実性があるか（リスク）が査定され、その評価が株価、債券利回り、融資金利に反映される。リターンが高くリスクが低ければ株価は高く評価され、債券利回り、融資金利は低くなり、資金を調達しやすくなる。逆の場合には、株価は低く評価され、金利スプレッドが広がって債券利回り、融資金利は高くなり資金が調達しにくくなる。この結果、低い収益性の事業は切り捨てられてそこから資本がひきあげられ、高いリターンの事業に投せられる結果、経済全体の効率が高まるわけである。

しかし、これは自動的にそうなるわけではなく、資金供給側（投資家、貸し手）と資金需要側（企業等）、その間を取り持つ仲介機関の三者が市場原理・規律に則った行動をとることを通じてはじめて実現するのであって、とりわけプロフェッショナルである仲介機関（証券会社、銀行、投信など資産運用会社や機関投資家）と発行企業の行動が極めて重要である。

すなわち第一に、金融仲介機関は、資金を投じようとする企業（あるいは事業）のリスクとリターンを評価し

それに基づいて価格付け（プライシング）を適正に行わなければならない。これが、プライマリーマーケット（新規資金の調達）であれば、証券会社アンダーライター部門の引受審査（証券発行の是非）と発行価格の決定、また銀行の融資審査（融資の是非）と融資金利の決定がこれにあたる。もし評価が甘く、却下すべき案件にサインを出したり、また証券発行価格が高すぎたり、融資金利が低すぎたりすると、収益性の低い事業が採用されて効率性を損なうことに成るし、のちほどそれは株価や債券価格の下落、不良債権と言つ形で表れる。

すなわち、セカンダリーマーケットにおいても、証券会社ブローカー部門の顧客への情報提供あるいは個別銘柄の投資格付けや売り推奨・買い推奨などのアドバイス（これらが顧客たる投資家の売買となってあらわれる）、投信など機関投資家のファンドマネージャーによる銘柄選別や入れ替えが行われる。こうした売買もリスク・リターンから判断したファンダメンタル・バリューの評価に基づいているのであり、そこから見て高すぎる証券は売られ、割安の証券が買われ、それが次の価格形成に反映されていく。

直接金融の場合には投資家自らがリスクを引き受けるわけで、彼らに対する情報提供、アドバイスは極めて重要である。しかも企業情報や市場情報に関するアドバイスだけではない。投資家はリスク許容度に応じたポートフォリオを構築することではじめてリスクマネーを供給することが出来るのであるから、そうした資産管理や投資アイデアのアドバイスが金融仲介機関の側から適切に提供される必要がある。間接金融の場合には、融資条件の見直し、金利の再設定が、こうしたセカンダリーマーケットにおけるリスクとリターンの再評価に相当するものになる。

以上のように、金融の市場機能発揮のためには金融仲介機関がここで述べたような行動を取る必要がある。そのためにはそうした行動を取らなければ評判が落ちてビジネスを失う、あるいは自らの経営が苦しくなると言っ

市場規律が働いていなければならない。

第二に、株式、債券、金利の価格は資本コストを形成して一種のカット・オフ・レート（切り捨て率）の機能を果たすのだから、資金調達サイドである企業は、これを基準にした財務政策を取ることが必要条件となる。すなわち、カット・オフ・レートを下回る低いリターンの事業・資産は売却し、これを上回る事業や資産に投じるべきであるし（選択と集中）、そつした事業機会がなければ配当支払いや自社株買いなどの方法で余剰資金を株主に返済すべきである。こつした行動を通じてはじめて事業全体の収益性が高まっていくわけである。要するに、企業経営者に株主価値を高める財務・資本政策を採らしめる環境とインセンティブ、規律が必要ということになる。

### 3 金融改革の内容

このようにみると、九〇年代の金融改革の内容を評価する場合には金融仲介機関や発行会社に対して市場規律を課すこととどの程度、効果があつたか、という点から検討すべきだということになる。

九〇年代の金融改革は、主たる舞台が証券市場にあり、その内容は（１）証券市場取引全般に対するあらゆるレベルでの規制の撤廃・自由化と、（２）自由化に相応しい投資家保護策としての仲介者の健全性確保・破綻処理制度の整備から成り立っている。具体的に見ると、（１）では、投資対象の多様化、自由化（資産証券化商品の国内での発行・販売を可能にするための法整備や店頭デリバティブの解禁等）、信頼出来る効率的な市場づくり（市場集中義務の撤廃、場外取引の自由化、店頭登録市場の改善など）、手数料自由化、仲介業者間の競争促進（免許制から登録制への移行、持株会社を通じた銀行、証券等への相互参入）と業務の自由化等が唱

われており、(2)では自己資本規制比率の見直し、金融機関・証券会社に対するディスクロージャーの強化、証券会社における顧客資産の分別管理、投資家保護基金の創設などが挙げられる。

つまり、業務、商品、サービス、価格、組織形態等の自由化を進め、市場原理が十分に働く自由な市場に作り変えると言つことであるが、それは第一義的にはその仲介者である証券会社および投信など資産運用会社が対象になっている。従つて、金融改革の成否は、(1)証券会社・運用会社において市場規律が浸透するようになったか、どうか、によつて測られることになる。しかし、もちろんそれだけでは十分ではない。そのことがさらに進んで証券市場それ自体の市場原理の徹底に導いているか、が問題であるし、さらに(2)証券市場における市場原理の徹底が企業経営者に株主価値を高める財務資本政策を採らしめる方向に働いているか、(3)また間接金融の中軸である銀行の行動にも波及し、融資の可否・金利設定など融資行動が市場規律に基づいたものへと軌道修正を図る方向に働いているか、が重要である。直接金融・間接金融がともに手を携えて市場原理の働く市場に脱皮してはじめて金融改革は成就したと言えるからである。

#### 4 金融改革の評価

では、現状、金融改革はどの程度の成果が上つているのか。つまり金融改革はどのように評価できるのか。

##### (1) 証券会社レベル

金融改革は所期のスケジュール通りに行われ、仲介業者である証券会社レベルの段階ではその結果はすでに表れている。株式委託売買手数料自由化によつて手数料をめぐる競争は激しくなり、料率は劇的に下がっている。

また対面取引、通信取引では情報提供サービスなど顧客サービスの拡充に注力する傾向が窺え（日本証券業協会「第三回株式売買委託手数料実態調査」二〇〇二年三月）、サービス提供に見合った合理的な価格設定がなされる方向に向かつている。また、証券業への参入は依然として活発である一方、合併や自主廃業などで退出する業者もみられ、証券業界の新陳代謝も進んでいるのである。

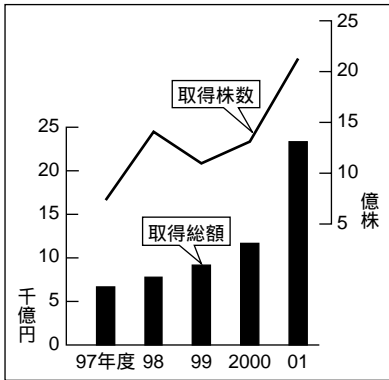
個人営業においても、オンラインブローカーがシェアを伸ばす一方、対面営業でも大手・準大手クラスで資産管理型営業へ注力する動きが見られ、多様なサービスが試みられている。法人営業では、外資系証券会社が急速にシェアをのばし、新興企業の株式公開業務においても準大手・中堅証券が進出している。

マネジメントにおいても持株会社の採用や分社化、アウトソーシングの利用などさまざまな経営組織、経営戦略が見られるようになった。

時として投信や社債の販売において営業姿勢が問われるケースもあるのだが、かつて問題視された手数料稼ぎの株式回販商いは無くなった。手数料自由化の下ではそうした営業行為は無意味になったからである。また問題のある営業行為は、激しい競争裡にあつて自らの評判を落としそれが経営に跳ね返って致命的な傷を負いかねない状況になりつつある。ここ数年、作為的な株価形成に關与して行政の摘発にあり、営業停止処分を食らうケースもでてきている。

要するに、証券業界において市場規律は十分、機能するようになったといつてよいだろう。その結果、株価形成の現状は以前に比べはるかに正常化した。収益性に応じて、業種・企業間に顕著な株価格差がつくようになったからである。

図1 上場企業の自社株買い実施状況



(注) 発表ベース、金額、株数は取得予定上限  
(出所) 『日本経済新聞』4月28日

(2) 発行会社および銀行レベル

バブル崩壊後の株価下落は株式持ち合い解消の発端となったが、金融改革と平仄をあわせて進められた企業会計改革(連結決算重視、時価会計の導入など)は持ち合い解消を促進させ、株価形成の正常化はさらに進展したといつてよい。

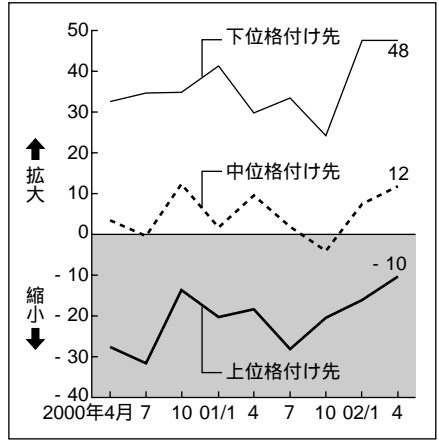
そして株価の急落が当該企業の破綻の引き金になるケースも出てくる中で、発行会社サイドにおいても株価を意識した財務政策が見られるようになりつつある。その顕著な例が自社株買いの急増である。昨年一〇月施行の改正商法で自社株買いの目的規定が基本的になくなり、自由に取得・保有できる「金庫株」が解禁されたのである。<sup>1)</sup> その結果、二〇〇一年度に上場企業が発表した自社株買い(計画の上限額)は二兆三四億円(三月末東証時価総額の〇・七%相当)に達し、なかでも本年の第一四半期(一月〜三月)は一兆八百億円に上っている

(『日本経済新聞』四月二八日、図1参照)。

他方、銀行の融資行動においても変化が見られる。日銀の主要銀行(五〇行)貸出動向調査によると、下位格付け企業、中位格付け企業だけではなく高格付け企業に対しても貸出金利を引き上げる方針の銀行が増えている。つまり利ざやを拡大する方向に向かっているのである(図2)。従来、日本の銀行の融資スプレッドは米銀の1/3程度と小さく、信用リスクを十分反映していないと言われてきた。そのため、企業は社債発行よりも借入れに依存するケースが多かった。また銀行にとっても、自らの融資債権を証券化して切り離そうとすればキ



図2 主要銀行の利ザヤ設定DIの変化



(注) 利ざや設定DI(「利ざや拡大」マイナス「利ざや縮小」)は過去3ヶ月間の利ざや設定の変化を示す。

(出所)『日経金融新聞』4月24日

ヤピタルロスを出してしまうので、証券化のインセンティブがおきなかった。しかし不良債権の処理損失が業務利益を上回る苦境が続き、銀行は収益力の向上に動き出さざるを得なくなったのである。こうした動きは、社債市場や資産証券化市場の拡大に寄与するであろう。そしてまた、社債市場、資産証券化市場が拡大し、市場参加者も増えてくればそこで形成される利回りが信頼のおけるものとなり、それがベンチマークとなつて融資金利はより信用リスクを反映したスプレッドを上乗せした形で設定されていくであろう。

現状、日本の普通社債は残高五〇兆円超であるのに対し銀行融資残高は四五〇兆円。従つて規模格差は極めて大きい。他方、アメリカはこれがほぼ拮抗しており、社債金利が貸出金利設定のベンチマークとなり両者は緊密に連動している。日本はその状況にはなお遠い。ただ、その方向に踏み出しつつあることは言えるだろう。

注

(1) その他、四月からの銀行預金のペイオフ解禁で、余剰資金の運用戦略に迫られ、資金を自社株に回した例もあるとされる。

(にかみ きよし・主任研究員)