

## 【研究論文】

## 我が国金融資本市場改革の回顧と展望

中 井 誠

(四天王寺大学)

## はじめに

我が国金融資本市場改革の発端は、証券会社による大口投資家への損失補填などの不祥事が発生したことを受けて、損失補填及び取引一任勘定を禁じる証券取引法の改正が行われたことに遡る。損失補填及び取引一任勘定の禁止は、1992年1月に施行された。1992年には、証券取引等監視委員会が発足、その翌年の1993年4月には、金融制度改革法が成立している。

証券不祥事が起こるきっかけとなったのは、当時の大蔵省から日本の企業に配布された通達（法人税基本通達6-3-3の2）だったと言われている。株式市場を活性化させるため、特金・ファントラを通じて、日本の事業会社に株式を購入してもらう必要があったのではないかと推測されている。特金とは営業特金のことで、証券会社に運用を一任した特定金銭信託のことをいう。証券会社に全てを任せるシステムで、取引一任勘定取引とも言われている。この取引は、複数の企業の口座を証券会社が預かるので証券会社の裁量で、それらの口座間の株式売買が可能となる便利なものであった<sup>①</sup>。1980年代末のバブル期にはこのような特金の取引を通じて大量に株式が購入されたため、株価が爆発的に上昇した。多くの企業が資本市場を通じて調達した資金で株を買うという、所謂、財テク（財務テクノロジーの略語）ブームを引き起

こしたのが、この営業特金で、バブル期の象徴的な商品だったのである。

多くの企業が当時、特金を利用して株を購入したのには理由がある。企業が自ら株式の売買をせずに特定金銭信託を利用すれば、簿価分離により税法上のメリットがあったからである。1987年10月のブラックマンデーで株価の暴落があったものの、その後、株価は回復し、1989年12月には、日経平均株価は38,915円にまで上昇した。

1990年代に入りバブルが崩壊、株価の暴落に伴う莫大な不良債権を抱える金融機関の貸し渋りなどもあり、失われた20年に突入する。1990年代から2000年代を通じて、株価を回復させるために何度も経済対策が講じられ、金融資本市場の改革が次々に実施されたものの、日本の株価ひいては株式市場は依然として低迷している。本報告では、我が国で実施された様々な経済対策および金融資本市場改革を回顧する。なかでも日本版ビッグバンについて、その詳細を整理し、日本版ビッグバン後の資本市場の推移についても考察を試みる。そして最後に、我が国の株式市場を活性化させるためには、これから何が必要なのかを模索したい。

## 1. 資本市場改革を促した証券不祥事

1988年から始まった金融制度改革は、1980年代半ば以降、その存在意義を問われるようになって

た長期信用銀行、信託銀行、外国為替専門銀行などの専門金融機関に対して、証券業務などの新たな分野への進出を認めようというものであった。その結果として1991年の春にまとまったのが「業態別子会社方式」で、子会社を通じて銀行には証券業務を証券会社には銀行業務を認めるという考え方である<sup>(2)</sup>。

1991年6月、読売新聞が野村証券と日興証券の損失補填を一面で報道したことで、損失補填問題が、証券不祥事として大きくクローズアップされることになる。証券会社が大口の法人顧客との間でその資産運用につき営業特金契約を事実上締結し、その結果、顧客の口座に損失が生じた場合、当該損失を補填していたことが発覚したのである。野村証券の大口顧客に対する損失補填額は、160億円と伝えられた。さらに当該口座に一定の利益が生じなかった場合にその差額を補填したことが明るみとなり、この証券不祥事は、その後大きな波紋を呼ぶこととなる。この証券会社による大口投資家への損失補填などの不祥事を受けて、損失補填及び取引一任勘定を禁じる証券取引法の改正が行われ、1992年1月から施行されることになる。1992年には、証券取引等監視委員会が発足、翌年4月には、金融制度改革法が成立した。

資本市場制度改革は、業態別子会社方式による相互参入解禁を提案する金融制度調査会および証券取引審議会の答申・報告が発表された1991年6月に端を発する。その後、同年9月には、前述した証券会社による大口投資家への損失補填不祥事を受けて、損失補填の禁止、取引一任勘定の禁止が改正証券取引法に盛り込まれ、翌1992年に実施された。

我が国資本市場は、その後も引き続き制度改革が行われ、1992年5月に証券取引等監視委員会の設置等に関する証券取引法改正が成立。1992年6月に金融制度改革法が成立し、7月には、5月の証券法改正を受けて、証券取引等監視委員会

が発足する。その後、1996年11月には、日本版ビッグバン構想が発表される。これにより、我が国における資本市場改革が本格的にスタートすることになる。

## 2. 日本版ビッグバンの導入

1996(平成8)年11月、橋本総理(当時)は、大蔵大臣等関係閣僚に対して、2001(平成13)年までに我が国金融市場がニューヨーク、ロンドン並みの国際金融市場に再生することを目標として、金融システム改革に取り組むように指示した。バブル崩壊後の相次ぐ証券不祥事や金融危機で低迷する日本の株式市場の活性化を狙うのが目的であった。

1997(平成9)年6月には関係審議会の報告書がまとまり、改革全体の具体的措置とスケジュールが明らかになる。我が国が世界に相応の貢献を果たしていくためには、円滑な資金の供給を国際的に行う必要があり、そのためには早急なる金融システムの改革が求められるとし、①フリー(市場原理が働く自由な市場)、②フェア(透明で信頼できる市場)、③グローバル(国際的で時代を先取りする市場)の3原則を基に抜本的な金融資本市場の改革を目指すというものである。

併せて、我が国金融市場の活力を甦らせるため、日本版ビッグバンの推進と並んで銀行の不良債権を速やかに処理することが、金融システムの安定に繋がるとして、銀行の経営改革が進められた。

ここで、日本版ビッグバンの主な内容を整理してみると、①持ち株会社の解禁、②業態別子会社の規制緩和、③銀行およびノンバンクによる社債発行の解禁、④外国為替業務の銀行独占の廃止、⑤銀行の投資信託および保険の販売、⑥商品ファンド・不動産投資信託など新しい投資信託商品の認可、⑦証券手数料の自由化、⑧保険・年金等の資産運用の自由化などである。これらの改革を一

言で表現すれば、①業務分野規制、②価格規制、③商品設計規制の撤廃もしくは緩和で、広い範囲での金融の自由化と規制緩和が進められたといえることができる<sup>(3)</sup>。

日本版ビッグバンが打ち出された1996（平成8）年末の日経平均株価は19,361円、その後、1997（平成9）年4月には消費税が5%に引き上げられ、11月には三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が経営破綻したこともあり、同年末には株価が13,842円まで下落した。

1997年にはアジア全域において金融危機が発生した。タイの通貨危機に始まり、危機はインドネシア、マレーシアへ波及し、年末には韓国が深刻な金融不安に見舞われた。

日本版ビッグバンによる金融資本市場改革は、改革後13年経った現在においても何の効果ももたらしていない。我が国の株式市場は低迷し続けたままである。金融システム改革を進めたことで、得るものより失ったものの方が多いといっても過言ではない。

1998年以降、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の実質破綻やITバブルの崩壊など資本市場を脅かす事態が目白押しであった。よって、市場環境の悪化が改革を頓挫させたという主張もある。しかしながら、金融システム改革によって、金融機関の競争が激化し、銀行や証券会社の淘汰が進み、外資系金融機関の相次ぐ参入で、株価形成が歪められたことも事実である。

日本版ビッグバンは、2001（平成13）年3月末に完了したが、個人金融資産の過半が依然として預貯金に留まっているなど、ビッグバンが目指した金融構造の転換は、目に見えるかたちでは進んでいない<sup>(4)</sup>。

日本版ビッグバンの進展で、①金融機関が顧客を選別するようになったり、②ビッグバン以降、日本の銀行の世界での地位が低下したり、③株式売買委託手数料の自由化でオンライン専門のディスカウント・ブローカーが証券業務に参入したことで、適正な株価形成が歪められるなど、デメリットの方が大きいように思われる。

表1 日経平均株価年末

昭和62年	21,564	平成16年	11,488
〃 63	30,159	〃 17	16,111
平成元	38,915	〃 18	17,225
〃 2	23,848	〃 19	15,307
〃 3	22,983	〃 20	8,859
〃 4	16,924		
〃 5	17,417	平成21.1	7,994
〃 6	19,723	〃 21.2	7,568
〃 7	19,868	〃 21.3	8,109
〃 8	19,361	〃 21.4	8,828
〃 9	15,258	〃 21.5	9,522
〃 10	13,842	〃 21.6	9,958
〃 11	18,934	〃 21.7	10,165
〃 12	13,785	〃 21.8	10,493
〃 13	10,542	〃 21.9	10,133
〃 14	8,578	〃 21.10	10,034
〃 15	10,676	〃 21.11	9,345

表2 TOPIX 年末

1991年	1,714.68
1992年	1,307.66
1993年	1,439.31
1994年	1,559.09
1995年	1,577.70
1996年	1,470.94
1997年	1,175.03
1998年	1,086.99
1999年	1,722.20
2000年	1,283.67
2001年	1,032.14
2002年	843.29
2003年	1,043.69
2004年	1,149.63
2005年	1,649.76
2006年	1,681.07
2007年	1,475.68
2008年	859.24
2009年	839.94

(注) 2009年は11月末。

投資信託の銀行等による窓口販売が解禁されたことで、2007年末には投資信託の純資産残高が約80兆円になるなど、投資信託の販売が活性化することは評価できる。ただ、銀行の手数料やサービスは差別化されていないし、預金金利が自由化されても相変わらず金利は横並びのままである。マーケットの大きな変化はみられないし、資本市場が改善したというよりも、改革によってもたらされている弊害の方が多い<sup>(5)</sup>。

### 3. 資本市場改革と経済対策

貯蓄から投資へのスローガンの下、小泉政権下で進められた資本市場活性化策は、2005年には堅調な企業業績に支えられ、日経平均株価は18,000円台まで回復した。同年末の株価は17,225円と平成8年以来、初めて17,000円を上回った。小泉政権下で進められた政策とは、①郵政民営化と小さな政府化の推進、②アメリカと強い絆を構

築することによる国際的役割の拡充、③リスクをとって自己主張し行動する外交展開である。そして、これらを可能にするために官邸の機能強化が進められた。これら小泉政権下で実施された改革は、1980年代における米レーガン、英サッチャー、中曽根政権の時代に始まり、1990年代には橋本龍太郎らによって進められた政策に他ならない。そういう意味では、橋本政権下で進められた、日本版ビッグバンは、小泉政権下である程度の成果を生み出したといっても良いのかもしれない。しかしながら、国民による株式の保有比率がこの時期以降高まったのかという点とそうでもない。今日における個人金融資産残高（2009年第1四半期）で、預貯金が占める割合は55.8%と相変わらず高く、株式が占める割合は5.6%にまで低下しているのが現状である。さらに今日においては、東京証券取引所の国際的ステイタスはバブル期と比べて大きく低下したままである。例えば、東証上場外国株の数は大きく減少し、ピーク時の125社か

表3 東証上場会社数の推移

年 末	第一部	第二部	マザーズ	外国会社	合 計
1991年	1,223	418		125	1,766
1992年	1,229	422		119	1,770
1993年	1,234	433		110	1,777
1994年	1,235	454		93	1,782
1995年	1,253	461		77	1,791
1996年	1,293	473		67	1,833
1997年	1,327	478		60	1,865
1998年	1,340	498		52	1,890
1999年	1,364	526	2	43	1,935
2000年	1,447	579	29	41	2,096
2001年	1,491	576	36	38	2,141
2002年	1,495	581	43	34	2,153
2003年	1,533	569	72	32	2,206
2004年	1,595	559	122	30	2,306
2005年	1,667	506	150	28	2,351
2006年	1,715	491	185	25	2,416
2007年	1,727	467	192	25	2,414
2008年	1,715	462	196	16	2,389
2009年	1,700	452	187	15	2,354

(出所) 東京証券取引所。

ら現在は15社にまで減っている。海外の企業にとって、東京証券取引所に上場するというインセンティブはかなり低下し、かつては東証外国部の主要な勢力であった欧米の企業の多くが東証から撤退し、今ではアジア関連の企業が過半を占めるに至っている。リーマン・ショック以降、株価は依然低迷したままで、回復の兆しもみえてこない状況である。

1998年以降、景気の低迷に喘ぐ日本経済を活性化させるため、幾度となく経済対策が講じられたことは周知の通りである。1998年に橋本政権下で打ち出された総合経済対策を皮切りに、1998年から1999年にかけて小淵政権下では、過去に例を見ないほどの大規模な経済対策が実施され、我が国の財政赤字は巨額なまでに膨れ上がった。これらの経済対策はその場しのぎ的な効果はあっ

たものの、日本経済に活力を促し、資本市場を活性化させることは出来なかった。これまで幾度となく打ち出された改革により、疲弊した経済を元に戻すだけの効果しかなかったとの見解もある。本来、改革はより良い社会を構築するため、豊かな経済を実現するためになされるものである。日米構造協議に始まった1990年代以降、我が国では、政治改革、行政改革、財政構造改革、年金改革、医療保険改革、三位一体の改革など、数々の改革が進められた。しかし、国民の生活は改善せず、株価は未だにバブル期の高値の半値にも戻っていない。橋本改革は金融不安を引き起こし、経済をデフレ経済へと陥れ、小泉改革は格差の拡大や地方経済の疲弊を招いただけで、何の効果ももたらしていない<sup>(6)</sup>。経済対策はこれらの改革で疲弊した経済を治癒するためのものでしかなかった

表4 これまでの主な経済対策

策定時期	内閣	経済対策名	事業規模 (兆円)	補正予算 (兆円)	主要な内容
1998年4月	橋本	総合経済対策	16	4.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>公共事業</li> <li>雇用対策</li> <li>特別減税</li> </ul>
1998年11月	小淵	緊急経済対策	24	7.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>金融システム安定</li> <li>恒久減税</li> </ul>
1999年11月		経済新生対策	18程度	6.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>中小企業金融対策</li> <li>介護対策</li> </ul>
2000年10月	森	日本新生新発展対策	11程度	3.9	<ul style="list-style-type: none"> <li>公共事業</li> <li>雇用対策</li> </ul>
2001年10月	小泉	改革先行プログラム	5.8	1	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用対策</li> <li>中小企業対策</li> </ul>
2002年12月		緊急対応プログラム	4.1	2.6	<ul style="list-style-type: none"> <li>公共事業</li> <li>IT推進</li> </ul>
2002年12月		改革加速プログラム	14.8	3	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用対策</li> <li>中小企業対策</li> </ul>
2008年8月	福田	安心実現緊急総合対策	11.7	1.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>防災対策</li> <li>中小企業金融対策</li> </ul>
2008年10月	麻生	生活対策	26.9	4.8	<ul style="list-style-type: none"> <li>定額給付金</li> <li>高速道路料金引き下げ</li> </ul>
2009年4月		経済危機対策	56.8	15.4	<ul style="list-style-type: none"> <li>低公害車・省エネ家電購入補助</li> </ul>

(資料) 東京新聞 2009.4.9/4.11

と言っても言い過ぎではないだろう。

## おわりに

我が国の金融資本市場を活性化させるため、金融庁は2007年に「金融・資本市場競争力強化プラン」を打ち出している。本プランには、①信頼と活力のある市場の構築、②金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備、③より良い規制環境（ベター・レギュレーション）の実現、④市場をめぐる周辺環境の整備の4つの分野にわたる競争力強化のための方策が盛り込まれている。これを受けて、2008年4月に「市場と制度の強靱性の強化に関する金融安定化フォーラム報告書」が発表された。事務局的な機能は、金融安定理事會が担うことになった<sup>(7)</sup>。

我が国でこれまでに実施されてきた諸々の改革と経済対策については、様々な問題点を内包しているものの、金融資本市場改革の柱である日本版ビッグバンの理念やビジョンについては間違っていない。たまたまその運用がうまくいかず、正常に機能しなかっただけである。したがって、我が国の金融資本市場を国際的なレベルからみても効率的で透明性の高い市場にするという日本版ビッグバンの発想は理にかなっている。今後は、証券化や債権流動化、クレジットデリバティブなどの活用で市場メカニズムを浸透させ、広くリスク分散を行いうる市場型間接金融を推進することに加えて、これらの市場をきちんと管理するゲートキーパーの役割も重要となつてこよう。闇雲に金融規制を強化すると、元に戻ってしまうので、金融危機を招いた新しい金融商品を市場に導入する際に

表5 主な出来事

年	月日	
昭和61	1/30	日本銀行、公定歩合4.5%に引き上げ
昭和62	1/22	ルーブル合意
	10/19	ブラックマンデー
昭和63	8/26	西独はじめ欧州各国が一斉利上げ
	9/3	TOPIX先物取引開始
平成元	4/1	消費税3%導入
	5/31	日本銀行9年ぶりに公定歩合引き上げ
	12/29	東証一部時価総額史上最高の590兆9,087億円
平成4	8/28	政府10兆7,000億円の総合経済対策を発表
平成5	4/13	政府13兆2,000億円の総合経済対策を決定
	9/16	政府6兆円の緊急経済対策を決定
平成6	2/8	政府15兆2,500億円の経済対策を決定
平成7	1/17	阪神大震災
	9/20	政府14兆2,200億円の総合経済対策を決定
平成8	11/11	橋本首相が金融システム改革として日本版ビッグバンを発表
平成9	4/1	消費税率5%に引き上げ
	11/24	山一証券経営破綻
平成10	4/24	政府16兆6,500億円の経済対策を決定
	11/16	政府23兆94億円の緊急経済対策を決定
	12/1	日本版ビッグバン実施へ
平成11	10/1	株式売買委託手数料完全自由化
平成12	10/19	政府11兆円の日本新生プランを決定
平成13	3/19	ゼロ金利実質復活
平成14	7/12	金融庁が金融システムと行政の将来ビジョンを発表
	8/6	金融庁が証券市場の改革促進プログラムを発表
平成18	6/1	金融商品取引法成立
平成21	1/1	株券の電子化

は、それらの金融商品のリスク管理を徹底して行う必要がある<sup>(8)</sup>。

我が国金融資本市場は、アジアを代表する国際金融センターとなることが義務付けられている。これまでに蓄積してきた金融技術やマーケットの知識などをベースに、アジアの資本市場全体を活性化させる役割を担うものとみられる。そのためには、我が国内投資家の資金運用と国内企業の資金調達をベースに、アジアの発展に金融面で貢献し、その成長の果実を取り込むような互恵的發展を目指すことが望まれよう。アジア域内での投融資や企業再編に伴う高付加価値の金融取引に関与していくことは、我が国の金融資本市場や金融機関にとって大きな収益機会となるだろう。国際金融の世界はマーケットを通じて一体性を強めている。規制の強化や危機対応に留まらず、新たな金融の枠組みづくりに官民あげて積極的に関与することが、我が国の資本市場の魅力を高めていくうえで重要となろう<sup>(9)</sup>。

グローバル時代に相応しいマーケットを構築していくためには、厳格なルールと罰則によって市場のルールが守られ、フェアな取引が常に行われていることがその前提となる<sup>(10)</sup>。そのためには、

我が国がこれまでの改革の失敗を真摯に受け止め、将来的には、洗練された資本市場を構築できるようなインフラの整備が必要であることは言及するまでもない。

〈注〉

- (1) 日本経済新聞社編、『金融迷走の10年』、日本経済新聞社、2000年、p. 7.
- (2) 前掲書、pp. 1-2.
- (3) 鈴木芳徳 (2004)『金融・証券ビッグバン — 金融・証券改革のゆくえ』、御茶の水書房、p. 19.
- (4) 大崎貞和 (2004)「資本市場制度改革の現状と課題」、財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』、9月。
- (5) 紺谷典子 (2008)『平成経済20年史』、幻冬社新書、pp. 133-140.
- (6) 前掲書、pp. 3-27.
- (7) 淵田康之、「グローバル金融改革：二つの懸念」、野村資本市場クォーターリー 2009年夏号。
- (8) 金融・資本市場委員会、「金融資本市場活性化とプレイヤー躍進への提言 — 金融イノベーションによるグローバル経営の実現に向けて —」、社団法人経済同友会、2008年3月、pp. 6-7.
- (9) 前掲書、p. 7.
- (10) 佐和良作 (1997)『日本のビッグバン — 待ったなしの金融・証券大改革 —』、ダイヤモンド社、pp. 217-218.