

日本の株式市場の構造変化

第三経営経済研究部担当研究官 大塚 明子

1. はじめに

1998年12月30日大納会の日経平均株価終値は、13,842円17銭、前日比4円73銭安で激動の1998年の市場は閉じられた。バブル絶頂期の1989年の終値は38,915円87銭であったから、現在はその3分の1近い水準である(図1)。

バブルの崩壊は次のような教訓を残した。その第一は、証券市場がマクロ経済と密接に関連していること。第二は、日本の証券市場が海外と比較して透明性に欠けること。第三は、免許制のもとで業界の保護に傾斜した証券行政。そして最後に、株主・投資家が軽視されてきたことなどが挙げられる。

これらの教訓を踏まえ、日本版ビッグバンの下で金融システムの改革が着々と進展している。改革の目的は、単に金融取引の国際化の進展や国際競争の激化への対応に留まらず、国民経済のインフラである金融市場の効率化を図ることによって、経済全体を活性化させることにある。

現在の市場を取り巻く国際的、技術的、社会的な環境変化は改革の速度以上に早く、市場は早急に解決すべき課題を次々に突きつけられている。

本稿では、バブル崩壊後から97年末までの約9年間の市場構造の変化を検討すると同時に、各市場参加者の行動変化と今後の課題を整理し、我が国の株式市場の展望について考察する。

2. 統計データでみる株式市場の変化

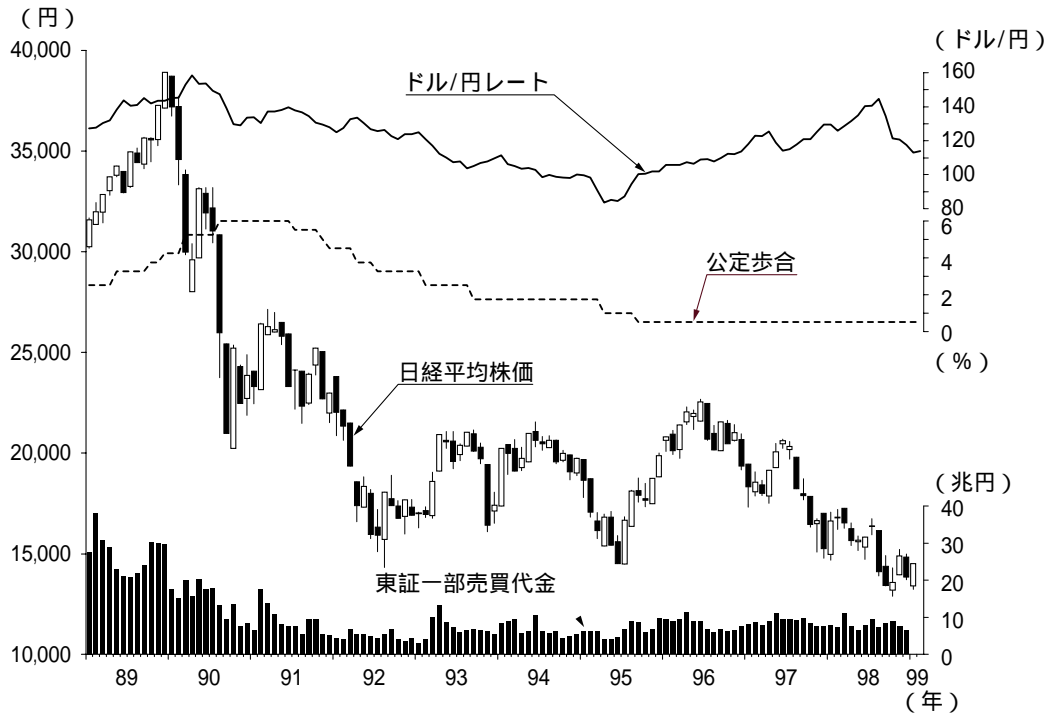
2.1 流通市場

日経平均株価が38,915円87銭をつけた89年末の東証1部の時価総額は約590兆円であったが、97年末には前者は15,258円74銭まで下落し、後者は273兆円と二分の一以下に縮小した。一日平均売買高は89年の8.8億株から97年には4.3億株に、一日平均売買代金は1.3兆円から4,340億円に低下した。株価の下落とともに取引量も大きく減少した(図1)。

株式投資収益率で見ても、89年には+22.4%であったが、97年には-9.4%にまで大きく低下している(図2)。

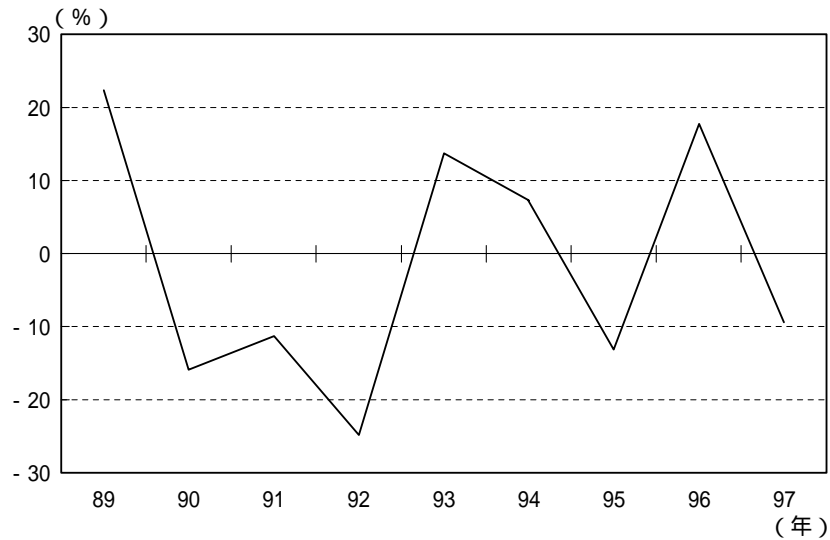
投資部門別売買代金の構成比で見ると、この9年間で日本株市場では個人から外国人投資家へと主役が交代したことがわかる(表1)。日本の株式市場における個人投資家比率は、89年に24.4%を記録したが、バブル崩壊以降は低下の一途をたどり97年には11.6%まで落ち込んだ。同様に、事業法人も89年の11.9%から97年には3.4%まで大きく低下した。逆にこの間、外国人投資家が8.8%から29.1%まで上昇した。このように外国人投資家が牽引者となって、市場の機関化が進んできたことがわかる(表1)。また、投資家別株式保有比率で見ると、外国人投資家は89年の4.2%から97年には13.4%まで上昇し、株主としてのプレゼンスも目立ってきている(表2)。一方、売買代金の構成比では減少している個人投資

図1 バブル崩壊以降の株式市場の推移



(資料) 日本銀行、東京証券取引所

図2 投資収益率(東証一部)の推移



(資料) 日本証券経済研究所

(注) 前年に購入した株式を当該年に売却した場合の数値。

$$\text{株式投資収益率(\%)} = \frac{\text{配当} + (\text{売却代金} - \text{購入代金})}{\text{購入代金}} \times 100$$

家や事業法人等の国内投資家の保有株比率は、それほど低下していない。国内投資家の多くは、損失確定の売却にも踏み切れないまま、含み損を抱

えていることが推測される(図3、4)。

証券市場の国際化を目指してバブル期に創設された先物・オプション市場も思わしくなく、低迷

表1 東証一部投資部門別売買代金構成比の推移（売り、買い合計、証券会社経由）

年	89	90	91	92	93	94	95	96	97
個人	24.4	23.6	23.6	20.8	20.1	16.1	17.4	15.7	11.6
銀行	20.2	16.8	13.2	11.3	14.3	15.1	13.9	15.4	17.7
保険会社	0.7	1.6	1.9	2.3	1.4	1.7	2.0	1.3	1.2
投資信託	9.0	10.0	11.2	10.0	9.1	6.8	4.5	4.6	2.9
事業法人	11.9	10.0	8.2	6.3	6.3	5.0	4.9	4.0	3.4
外国人	8.8	10.7	15.1	20.3	18.0	22.3	22.8	24.5	29.1
証券会社	2.5	3.1	2.9	2.9	2.4	2.1	2.0	1.9	1.6
自己	22.4	24.3	23.8	26.1	28.4	30.7	32.4	32.6	32.5

（資料）東京証券取引所

（注）証券会社は非会員証券会社。

表2 投資家別株式保有比率の推移（金額ベース）

年度末	89	90	91	92	93	94	95	96	97
個人	20.5	20.4	20.3	20.7	20.0	19.9	19.5	19.4	19.0
政府等	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
金融機関	23.2	22.5	22.3	22.3	22.2	22.9	22.4	22.8	22.6
年金信託	0.9	0.9	1.0	1.2	1.4	1.6	1.8	2.4	3.8
投資信託	3.7	3.7	3.4	3.2	2.9	2.6	2.2	2.0	1.6
保険会社	15.7	15.8	16.1	16.2	15.8	15.7	14.7	14.7	14.1
事業法人	29.5	30.1	29.0	28.5	28.3	27.7	27.2	25.6	24.6
外国人	4.2	4.7	6.0	6.3	7.7	8.1	10.5	11.9	13.4
証券会社	2.0	1.7	1.5	1.2	1.3	1.2	1.4	1.0	0.7

（資料）全国証券取引所協議会

（注）政府等は政府、地方公共団体。金融機関からは年金信託分、投資信託分、保険会社を除く。
対象は外国銘柄を除く全上場銘柄。

を続けている。また、公開基準の緩和等のでこ入れがなされた店頭市場も、大型の新規登録企業の登場等で一時的に盛り返したものの、最近では頭打ちの状況である（図5、6）。

2.2 発行市場

89年には株式による資金調達額は9兆円近くであったが、その後株式市場の低迷に伴い急速に減少し、97年には1兆円強に留まっている。これに対し、国内市場における社債は、景気後退を受けた設備投資の抑制等を背景に一旦減少したものの、長期金利の低下につれて発行額が増大している。しかし、社債発行額の増加は株式による資金調達額の減少分を完全にはカバーしきれず、証券市場を通じた資金調達額全体では大きく落ち込んで

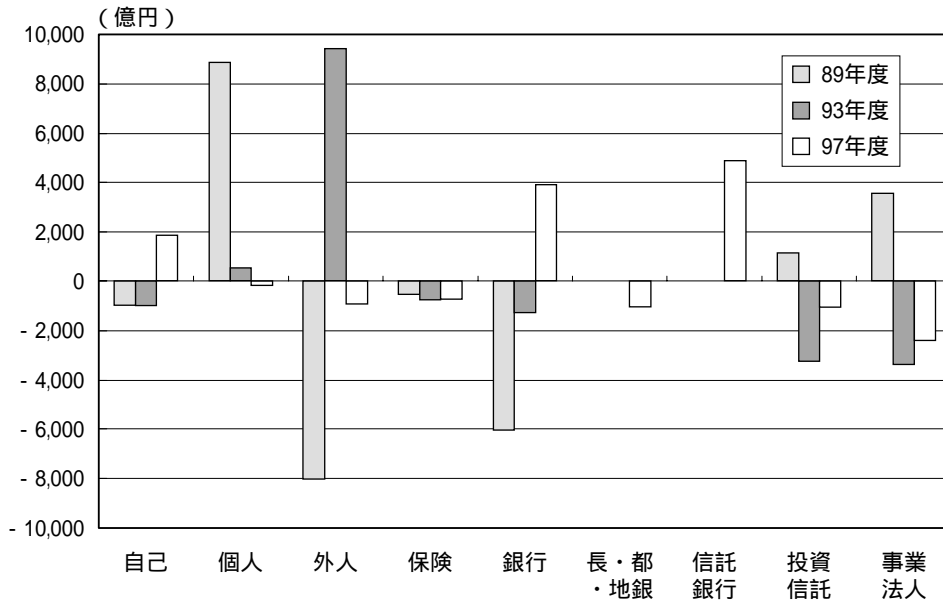
いないものの、伸び悩みの状況にある（図7）。

2.3 世界の株式市場の中での位置付け

バブル絶頂期の89年には、東京市場はニューヨーク市場を抜き、世界の三大金融センター合計でのシェア（売買代金ベース）は54.6%に達し、世界最大の株式市場にまで拡大した（図8）。しかし、96年には好景気を背景にニューヨーク市場は63.6%、ロンドン市場は21.7%にまで拡大を続け、この間東京市場は14.7%に低下した。

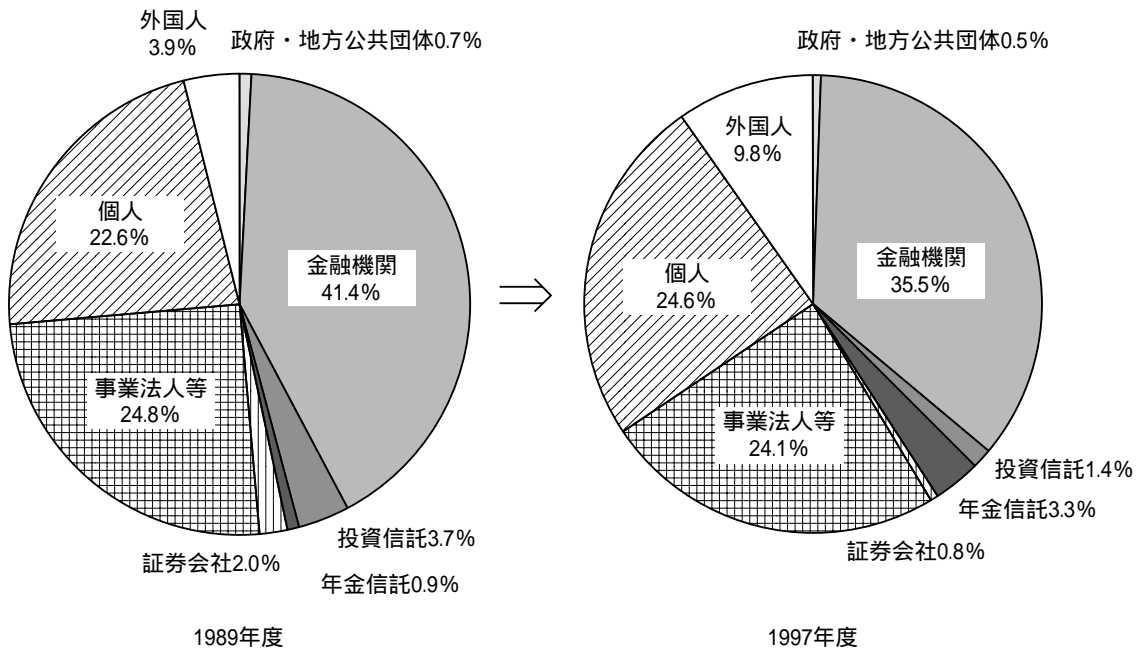
また、各市場での外国企業の上場状況を比較してみると、96年末では東京市場に上場する国内企業総数1,766社に対し外国企業は67社で、全体のわずか3.7%に過ぎない。これに対し、ニューヨーク市場での外国企業比率は10.5%、ロンドン

図3 主体別売買動向（東京・大阪・名古屋一・二部）



(資料) 東京証券取引所、大阪証券取引所、名古屋証券取引所

図4 主体別持株比率の推移（株式数ベース）



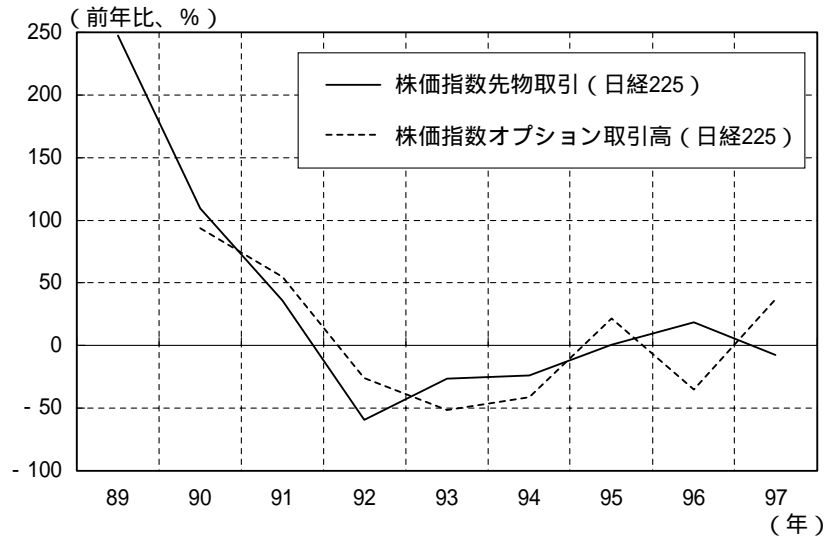
(資料) 東京証券取引所

市場では19.7%と、東京市場を大きく上回っている。しかも、東京市場では上場外国企業数が減少傾向にあるが、他の二市場では増加している。企業が資金調達のために外国市場に上場するのは、そこが規制や介入が少なく使い勝手が良いこと、

発行や上場維持コストの低廉さ、多数の有力な投資家の存在といった条件が整っているからである。この点、東京市場は見劣りがすると言わざるをえない。

また、ロンドン市場で取引される日本の国際優

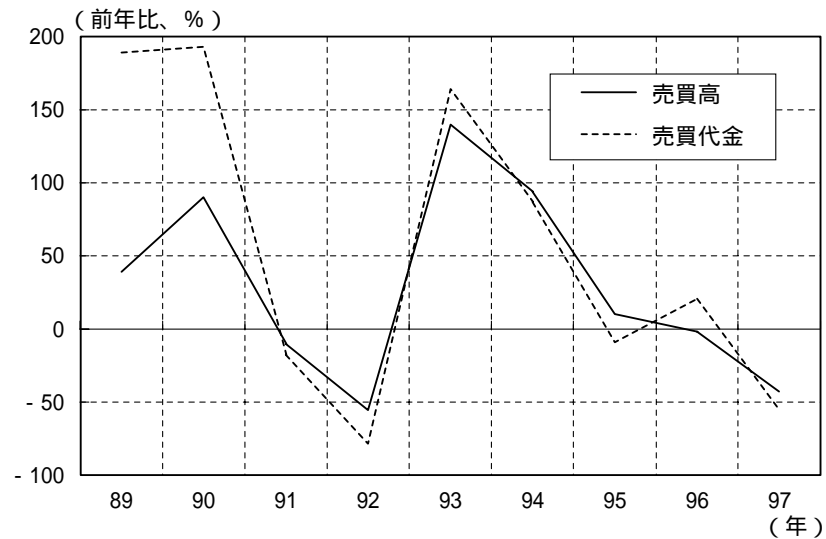
図5 先物・オプション取引高の推移



(資料) 東京証券取引所

(注) 日経225先物は88年9月取引開始。日経225オプションは89年6月取引開始。

図6 店頭市場の推移



(資料) 日本証券業協会

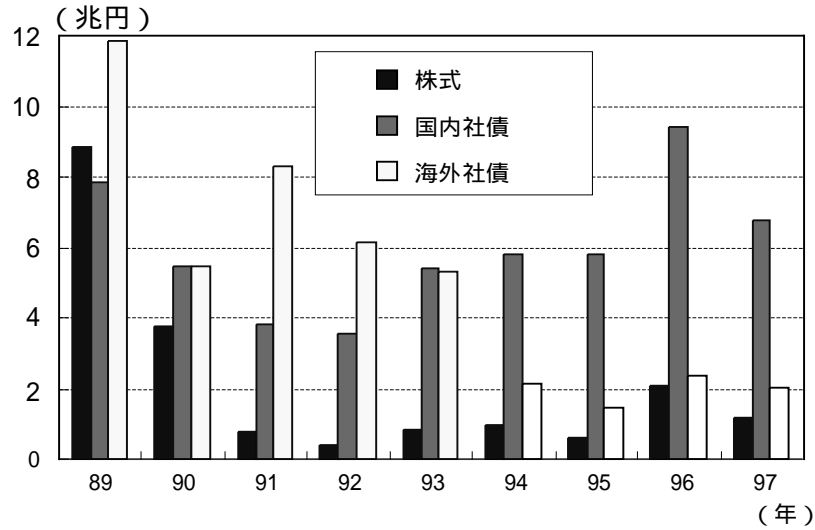
良株の取引高は、既に取引全体の20～30%に達しているとみられる。このことから、上場している株式の国籍にかかわらず、商品として優れていれば世界のどの市場でも取引可能であり、世界中の投資家を呼び込むことができるのである。東京市場は有価証券取引税や株式委託売買手数料等のコストが大きく、国際機関投資家の東京市場離れは進むとみられる。

金融ビッグバンは、こういった東京市場の相対的な地盤沈下や空洞化に歯止めを掛けると期待されているのである。

3. 主な株式市場の改革および活性化策

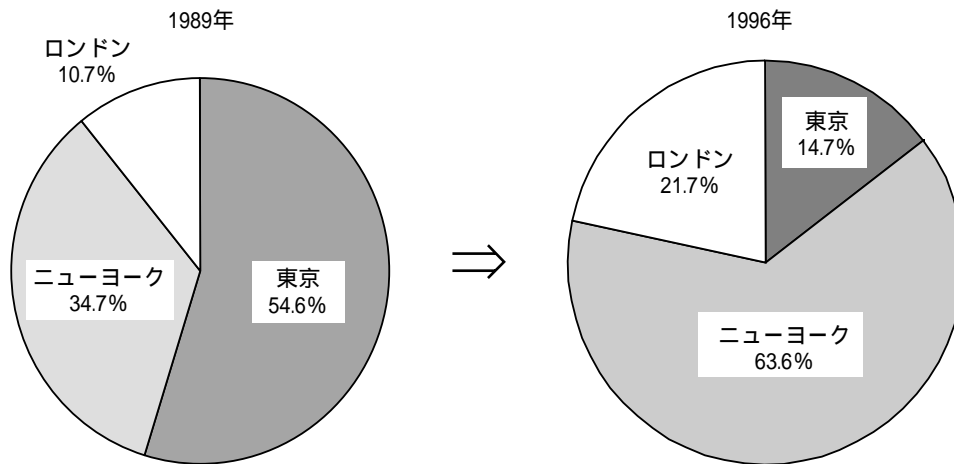
アメリカのメーデー¹から10年遅れ、イギリスのビッグバン²が実施され、さらに10年以上遅れた1998年4月から日本版ビッグバンが本格的にス

図7 企業の資金調達推移



(資料) 日本銀行、東京証券取引所、日本証券業協会、公社債引受協会

図8 三大金融センターの株式売買代金シェア



(資料) 東京証券取引所

スタートした。アメリカ・イギリスともに現在も改革はやむこと無く実施されている。結果的には、アメリカやイギリスとの格差が拡大してしまったが、バブル崩壊後の我が国でも、低迷する株式市場を活性化させ、空洞化に歯止めをかけるため、漸進的ではあるが改革が実施されてきた。

証券市場の活性化には、証券需要を直接増加させる景気拡大が最も有効である。しかし、ここでは活性化策として、証券投資に関する制度の見直しや商品の多様化等による「証券投資の需要創造」、および「市場機能の拡充と効率化」に分けて整理しながら、90年以降、96年に当時の橋本首相が東

¹ 1975年5月1日から、株式委託手数料が完全に自由化されたことから、アメリカの金融制度改革開始を象徴的に「メーデー」と呼んでいる。

² イギリスでは1986年の「金融サービス法」で新たな規制体制が確立した。その主な柱として、株式委託売買手数料の自由化、取引所フローで値付けをするジョーパート、これに注文を取り次ぐブローカーの合併やブローカーによる自己勘定取引の容認等、二重資格制の導入、銀行の証券会社への出資規制撤廃等、が挙げられる。

京市場の再生に向けた「我が国金融システムの改革」を表明し、日本版ビッグバンに着手するまでの市場改革の歩みを振り返ってみよう（表3）。

3.1 90～91年前半（証券投資の需要創造）

バブル期の89年には株価の上昇を追い風に、株式指数オプション取引の開始、外債の発行額・発行年限の上限規制の撤廃等、改革は市場機能拡充と効率化を重視したものであった。しかし、バブルが崩壊した90年以降は一転して、証券投資の需要創造を目的とした改革が目立つようになった。流通市場での需要喚起策としては、委託手数料の引下げ、発行市場については債券発行に関する制限の緩和、東証での上場基準の緩和等が実施された。また、市場の透明性の確保のため、株式の大量保有の状況に関する開示制度³の導入、公開買付制度の見直し等が盛り込まれ、諸外国の制度との調和が重視される傾向にあった。

3.2 91～92年前半（市場機能の拡充と効率化）

91年夏の証券不祥事はルールの不透明性や業界行政に対する批判が相次ぎ、証券市場に対する信頼が大きく損なわれた。これを契機に、証券市場のあり方について多くの議論が行なわれ、臨時行政改革推進審議会でも特別の答申が提出されるに至った。

証券市場への失われた信頼を取り戻すべく、91年の損失補填等の禁止を内容とする証券取引法改正に続き、証券取引の公正を確保する観点から、証券取引等監視委員会の設置、証券業協会等の自主規制機関の機能強化等の諸施策を内容とする「証券取引等の公正を確保するための証券取引法

等の一部を改正する法律」が成立し、これを受け、92年7月に証券取引等監視委員会が設置された。また、ルールの明確化を図る観点から、法律の施行に合わせ指導通達の廃止や整理・統合が行われた。

3.3 92～94年（市場機能の拡充と効率化、需要創造）

資本市場の自由化・国際化等の変化に対応していくために、証券取引の基本的制度の見直しが検討され、92年に「金融制度および証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律」⁴が成立した。これにより、日本の金融システムの最大の特徴である業態分離制度が取り払われ、子会社方式による相互乗り入れが可能となった。1993年は新しい時代の幕開けと言えよう。

またこの期間には、ディスクロージャーの充実といった投資家保護のための規則が設けられる一方、市場の効率化を図る観点から三回にわたり証券市場・証券取引に係る規制緩和や手続の簡素化等が実施された。その例として、投資信託の運用規制の緩和、社債の商品性の多様化、社債の財務制限条項の見直し等が挙げられる。

こうした中、92年8月、株価は14,309円41銭まで下落し、バブル崩壊後の最安値を記録した。政府は、証券市場の活性化のための施策を盛り込んだ総合経済対策を発表した。その内容として次のものが挙げられる。①決算時の株式評価損の償却や配当性向基準対策のための企業・金融機関の益出し目的の株式売却に歯止めをかける、②融資対応力の確保や不良資産の処理等、金融システムの信頼性回復、③公的資金の株式運用強化のために

³ 一般に「5%ルール」と呼ばれている。上場企業や店頭公開企業の株式を発行済株式数の5%を超えて保有する者（大量保有者）が、大量保有者となった日から5日以内にその株式数や発行済株式数に占める保有割合等を開示しなければならない。

⁴ 一般に「金融制度改革法」と呼ばれている。同法における証券制度改革の骨子は、業態別子会社方式による銀行と証券の相互参加、有価証券の定義の弾力化と新たな有価証券に関する仲介業務への金融機関の参加、私募債ルール、公募発行ルール等、発行市場に関する諸慣行・規制の見直しである。

表3 我が国証券市場の主な出来事（株式市場を中心にして）

1989年 4月	・内部者取引規制関係法令全面施行 ・株式公開制度の改善
6月	・大証で株式指数オプション取引開始
7月	・円建て外債の発行額、発行年限の上限に係る制限の撤廃
10月	・名証で株式指数オプション取引開始
12月	・東証で株式指数オプション取引開始 ・東証会員定数の拡大（114社 124社）
1990年 4月	・証券会社の自己資本規制の本格実施 ・厚生年金基金の自主運用（運用拡大）スタート
5月	・東証、国債証券先物オプション取引開始
6月	・取引所株式等の委託手数料引き下げ ・「証券取引法の一部を改正する法律」（公開買付制度、5%ルール、国際調査協力関係）成立
11月	・普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の適債基準及び財務制限条項の見直し
1991年 2月	・大証、理事会で「株先50」を事実上休止することを決定
4月	・「商法等の一部を改正する法律」が施行（社債発行限度の緩和）
10月	・東証等、立会時間を30分延長 ・改正証券法（証券会社の一任勘定取引の禁止、証券会社による損失補填、損失保障の禁止等）参院本会議可決、同法成立（92年1月1日施行）
1992年 1月	・東証、上場諸基準の緩和を発表
5月	・証券各社、MMFの取扱開始
6月	・制度改革法、参院本会議可決、同法成立（92年6月公布）
7月	・公正確保法の施行に伴い、大蔵省の下に証券取引等監視委員会を設立
8月	・大蔵省、社債発行登録制度の発行基準を緩和 ・政府、「総合経済対策」発表。証券市場の活性化のための施策も盛り込まれる（本文参照）。
1993年 2月	・株式累積投資制度スタート
3月	・普通社債、転換社債及び新株引受権付社債の適債基準及び財務制限条項の見直し
4月	・金融制度改革法施行（証券・銀行等の相互参入進める）
10月	・「商法等の一部を改正する法律」が施行（株主代表訴訟の提起手数料が8,200円に引き下げ）
1994年 2月	・大証、「日経株価指数300」を対象にした新たな先物・オプション取引開始
4月	・株券の約定代金のうち10億円を超える部分に係る委託手数料の自由化を実施
10月	・商法改正（自社株式の利益による消却制度の導入）
12月	・大蔵省、外国株の上場基準の見直し、外国企業に係る開示費用の軽減を発表
1995年 2月	・東証、株価指数先物取引等の委託証拠金及び取引証拠金の率に関する規制措置の解除を発表
4月	・年金福祉事業団の運用規則の見直し
7月	・日本証券業協会、理事会で店頭登録特別銘柄制度を創設することに伴う関係諸規則の改正を決議
10月	・日本証券業協会、店頭登録登録特別銘柄の株式公開に際し、ブックビルディング方式を導入することに伴う関係諸規則等を改正
11月	・「租税特別措置法の一部を改正する法律」の公布、施行。株式利益消却の場合のみなし配当課税について特例措置が設けられた。
1996年 1月	・大蔵省、社債発行基準にかかる適債基準を撤廃
4月	・厚生年金等の運用規則の緩和 ・大蔵省、大型私募債の発行限度を廃止 ・日本証券業協会、利益配分ルールを撤廃 ・日本証券業協会、91年に原則禁止になった上場企業の時価発行増資の規制撤廃を決定
11月	・橋本首相、金融・証券両市場活性化のための包括的金融システム改革案（日本版ビッグバン）を指示
1997年 6月	・ストックオプション制度導入に係る商法改正法案及び株式消却の手續きに関する商法特例法、施行
7月	・税制適格年金の資産配分規制を撤廃
10月	・未公開株取引解禁 ・東証・大証、日本で初の個別株オプション取引開始
11月	・証券総合口座解禁
12月	・東証、機関投資家向け大口、バスケットのクロス取引の立会外売開始 ・投信投資顧問・投信会社、間借方式による投信の銀行・保険窓口販売開始
1998年 1月	・大蔵省、株価安定化策（①風説の流布に対する監視委員会による厳正な対応、②東証による集中的な売買審査等、③空売り規制の見直し、④ルール違反に対する厳正な対応）を発表
2月	・東証、債券売買立会会場を閉場、システム売買へ移行
3月	・自民党、自社株買いの規制緩和、確定拠出型年金の導入などを盛り込んだ第4次緊急経済対策を発表
4月	・東証、株式の売買注文を全面システム売買に ・株式の消却の手續に関する法律案、参院本会議で可決、成立、即日公布
9月	・証券会社、約定代金5,000万円超10億円以下の株式売買委託手数料を自由化
10月	・有価証券取引税率引き下げ ・東証、株式売買立会場の廃止を決定
11月	・東証、東証株価指数先物取引の立会外売開始
12月	・空売り規制に係る金融システム改革法の改革法案、参院本会議で可決、成立 ・大蔵省、日本投資者保護基金（仮称）の細目を定めた政令を交付・施行 ・投信の銀行・保険窓口販売開始 ・取引所集中義務の撤廃 ・証券会社が免許制から登録制に移行

財投資金を追加する、④NTT、JR東日本、JTの政府保有株売却を凍結する、⑤先物取引の見直し等が主な内容である。これらの対策により株式市場は一息をつくことができたのである。

3.4 95～96年（ビッグバン着手）

長引く不況に加え、金融機関の不良債権処理問題や円高の進行等から不活発な相場展開を続けた。95年7月には、ザラ場で一時バブル崩壊後の最安値を付け、政府は再度証券市場の活性化策を打ち出した。適債基準や時価発行公募増資にかかるガイドラインの撤廃といった発行市場の活性化策、店頭特別市場の創設、税制面では自己株式の利益償却の促進のための施策等、市場機能の拡充と効率化と証券投資の需要創造の両面からの活性化策が実施された。その後、金融緩和と相俟って、株価は徐々に持ち直した。しかし、96年後半には再び軟調な相場展開となり、もはや金融機関の不良債権問題を乗り切るためには、金融業界の活性化以外にない状況に追い込まれていた。96年11月、橋本首相は日本版ビッグバンに着手したのである。

4. 市場参加者の特色と行動変化

4.1 個人投資家

日銀統計の資金循環勘定の部門別資金過不足をみると、法人企業部門等において資金不足が生じることが散見されるのに対して、個人部門は大幅な資金余剰が生じている。個人部門が法人企業部門の資金不足を埋め合わせてきたことが読み取れる。

97年末の個人金融資産残高は約1,230兆円に達している。その内訳は定期性預金等が50%近くを占め、これに現金を加えて、「現金・預金」で60%以上となる。次いで、保険・年金⁵が30%近くと

なっている。これに対し、株式が4.8%、その他有価証券（主として債券）が2.5%、投資信託が2.3%と、有価証券全体でも10%に満たない。「財テク」という言葉が頻繁に聞かれた89年には、株式は13.9%も占めていたが、大きくシェアが後退した。債券、投資信託も同様である。証券市場をめぐる一連の諸問題、株価の低迷の影響から個人の株式離れが進んだとみられる。最近の低金利を考慮すれば、理論的には株式投資に再びシフトするきっかけになると考えられるが、投資家は証券投資、なかでも株式投資を遠ざける傾向に陥っているのである（図9）。

これに対し、米国では保険・年金⁵は同水準の割合となっているが、「現金・預金」は15%強に過ぎない。株式は21.2%も占め、有価証券全体では37.4%に達する（図10）。

4.2 企業

バブル期の企業は、規模拡大を追求し、低コストのエクイティ・ファイナンスを積極的に活用した結果、株主資本、発行済株式数が大きく膨らんだ。この時期には、特に大企業の多くが従来型のメインバンクを通じた間接金融ではなく、市場に直接アクセスする直接金融のメリットに着目しはじめ、資金調達方法が大きく変化した。この背景には、高度経済成長期のように慢性的な資金不足ではなくなり、かつ証券市場が整備されてきたため、株式の持ち合いを通じた銀行等の金融機関と長期安定的な取引関係を維持する必要性が薄れてきたことが挙げられる。ちなみに、全国上場企業の自己資本比率は、89年度の29.4%から97年度には33.3%まで上昇している。

バブル崩壊後の企業は、景気低迷から業績不振にあえぎ、経営のスリム化やリストラを進めざる

⁵ 年金（拠出金）は、我が国では統計上金融資産に含まれないが、今後急速に増加することが見込まれる。

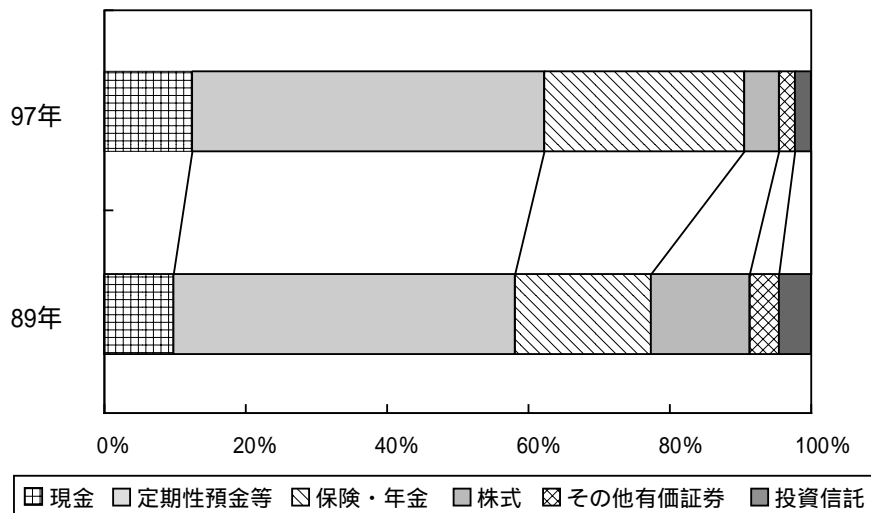
を得ない状況に陥る中で、株主資本や発行済株式数が過剰となり、経営の重荷となってきた。同時に株価の下落から、株式の持ち合いを継続することのコストの高さが意識させられた。投資家から、評価損の発生リスクをも抱えながら、果実を産まない投資を抱えることへの批判が高まっている。投資収益性の観点からも、株式の持ち合い構造の限界が露呈している。かつては株式持ち合いによる含み益比率の高さが企業経営のバッファーとしての機能を果たしてきたが、今や持ち合いの意義

は急速に低下してきた。

全国証券取引所協議会「株主分布状況調査」によると、事業法人等が保有している株式の保有金額全体に占める金融機関株の割合が急速に低下している(図11)。同比率は92年度では43.3%であったが、97年度には32.1%まで低下している。これは、単に業績悪化を補う目的で簿価の低い持ち合い株式を益出しのため売却しているとも推測され、ここ数年持ち合い解消が進んでいるとみられる。

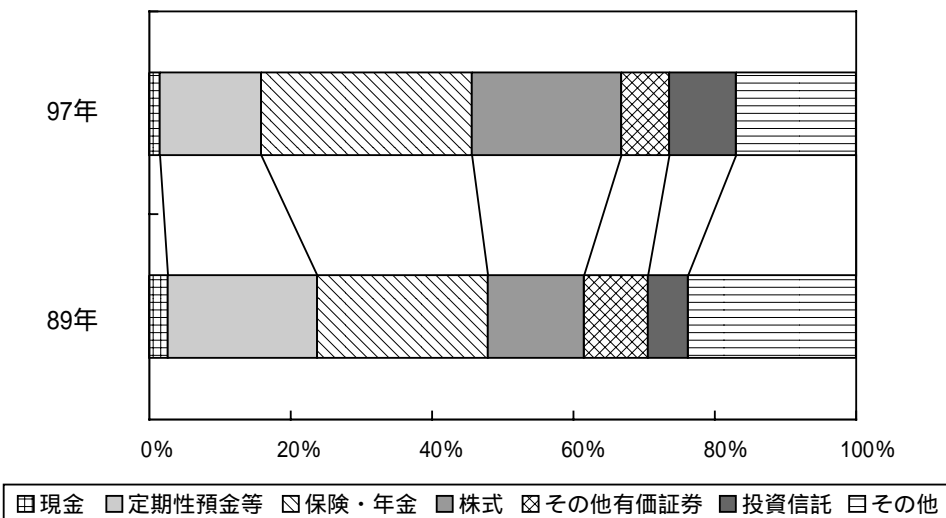
現在のような貸し渋り現象が続くと、間接金融

図9 日本の個人金融資産残高構成の変化



(資料) 日本銀行

図10 米国の個人金融資産残高構成の変化



(資料) 日本銀行

優位からの脱却が加速することになり、メインバンク機能の低下に拍車がかかるとみられる。その結果、株主重視型の経営へと日本的経営の基軸を根本的に転換させる必要がある。これまでメインバンクを中心とする銀行数行という限られた対象に設備投資計画等の経営計画を説明し理解さえしてもらえれば、企業は資金調達が可能であった。一般株主や投資家への説明は、ほとんど必要が無かった。実際、株主の過半数がメインバンクとそのグループ企業であったからである。

現在になって、株主への利益還元や情報サービスを怠ってきたことによる歪みが、株主代表訴訟の増加等、様々な面に出てきている。今後の直接金融では不特定多数の投資家に資金の引き受け手になってもらわねばならないため、より広い層の投資家に理解してもらう必要性が出て来ているのである。

4.3 機関投資家

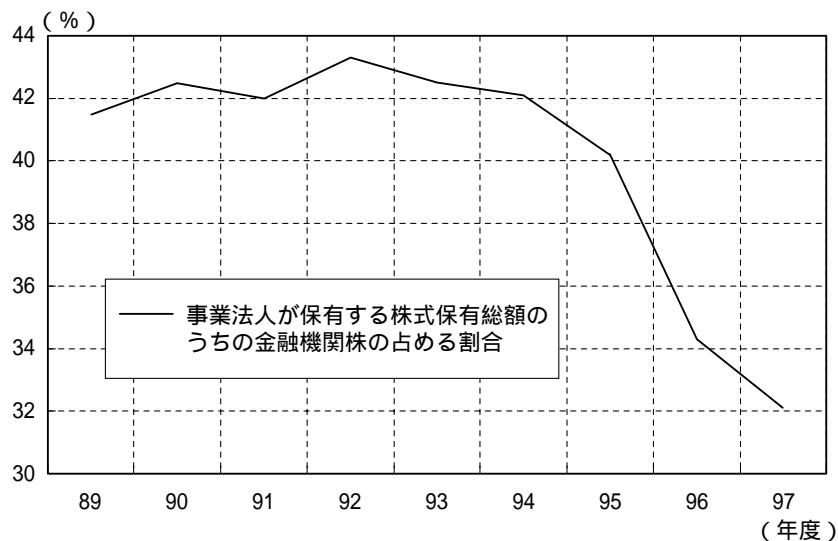
バブル崩壊後の株式市場では個人投資家の影響

力が低下したとき、同時に浮上してきたのが機関投資家である。個人投資家が株式保有割合を低下させた分だけ、機関投資家が保有割合を増加させている。この9年間にいわゆる機関化現象がかなり進んでいる。

ここで、機関投資家の定義を確認しておきたい。機関投資家⁶とは、個人投資家のために投資代行機能、もしくは投資仲介機能を果たしている投資家である。その機関投資家に資金を委託している投資家のために証券投資から得られるインカム・ゲインやキャピタル・ゲインの効率的な獲得のみを目的として行動している。

この定義に基づけば、我が国には欧米で言う機関投資家と呼べる機関がほとんど無いに等しい。例えば、生命保険会社では保険契約の種類別にかかわらずほとんど同じ手法で資産運用するケースが多く、必ずしも各契約者に対して契約の目的にふさわしい運用と成果を提供していない。社債市場の規制により、企業への貸付けの方が収益性が高く安定していたからである。

図11 顕在化する株式持ち合いの解消



(資料) 全国証券取引所協議会「株式分布状況調査」

(注) 金融機関とは銀行・証券・保険・その他金融業を指す。

⁶ 非金融法人、株式の安定保有を意識した投資スタイルをとっている銀行は機関投資家ではないことになる。

代表的な企業年金である厚生年金基金では、90年に始まった運用規制の緩和により、生命保険会社と信託銀行に加えて、投資顧問会社を通じた資産運用が可能となった。また、年金資産運用に課されていた資産配分規制⁷は段階的に緩和され、98年には完全撤廃された。もう一つの企業年金である税制適格年金においても、97年に『5・3・3・2規制』の廃止や投資顧問会社を通じた運用解禁などの規制緩和が実現した。運用機関の間の競争促進と、個別の年金基金に合わせた運用方法の採用が可能となってきた。公的年金である共済年金や年金福祉事業団の運用においても同様に、規制緩和が進められている。しかし、制度設計、資産配分、運用等の機能分化が必ずしも明確でなく、ガバナンスが確立しているとは言い難い。

これまで、年金制度の普及の遅れや各種非営利機関の資産運用についての規制から、保険、共済、信託、年金等も、法人企業部門の大幅な資金不足を背景に、資産の相当部分を企業に直接貸し付ける傾向が強く、機関投資家の資産運用においては有価証券投資の占める比率は必ずしも高くなかった。従って、その運用方法もパッシブ運用⁸が中心で多様化が遅れていた。

規制緩和といった投資環境整備無しには、機関投資家はその専門性を生かすことができず、発展も望めなかったのである。

4.4 外国人投資家（欧米中心）

主体別持株比率（金額ベース）をみると、89～90年では外国人投資家はわずか4%台に留まっていた。これは、87年のブラック・マンデーの後始

末といった自国の都合により、日本株を大量に手放すことを余儀なくされたためと考えられる。その後、日本の株式市場が低迷したにもかかわらず、外国人投資家は着実に日本株を組み入れてきた結果、98年には13.4%に達している（表2）。我が国の機関投資家の保守的なスタンスとは対照的である。このような変化は、海外機関投資家の国際分散投資の一層の高まりを示したものと思われる。外国株式への投資規制を緩和する動きがその背景にあった。

株主としてみれば、外国人機関投資家の影響力はそれほど大きくない。しかし、企業に対し、情報開示等の要求を示しはじめている点は重要である。

しかし、委託売買（金額ベース）でみると、外国人機関投資家のシェアは89年に9%弱であったが、97年には30%近くにまで上昇し、マーケットにおける影響力は大きくなっている。委託売買のうちの約3分の1を外国人投資家が占めている（表1）。この間、個人投資家、事業法人、投信委託のシェアを吸い上げ、株式市場での需給バランスを左右するまでになっている。その理由としては、アクティブ運用⁹を採用し、回転が比較的早いこと、派生取引に伴う現物取引の活性化等が挙げられる。外国人投資家の投資行動をみると、国内投資家と異なることがわかる。為替レートが円高局面にある期間は、ドル安を享受し株式を買い越してきた。円安に転じてからは、円安の恩恵を受け大幅増益となった輸出関連銘柄に対する投資を急増させ、いわゆる「二極化相場」をリードしたのは記憶に新しい。最近の円高で外国人投資

⁷ 元本保証資産50%以上、株式30%以下、外貨建て資産30%以下、不動産20%以下とされ、『5・3・3・2規制』と呼ばれた。

⁸ 機関投資家が株式ポートフォリオの運用に際し、市場平均並みの成果を上げることを目的とする。例えば、日経平均株価や東証株価指数等、代表的な株価指数にポートフォリオの資産額が連動するように運用する。

⁹ 機関投資家が株式ポートフォリオの運用に際し、株式市場での個々の銘柄の価格形成が必ずしも効率的ではないとの認識に基づいて、市場平均以上の成果を上げることを狙う運用。個別銘柄のファンダメンタルズ調査を踏まえ、様々な投資尺度から割安と思われる銘柄に投資するのが一般的である。

家の全般的な株式投資収益率（ドル・ベース）が改善していると思われる（図12、13）。

4.5 証券会社

80年代後半の証券市場の拡大とともに証券会社も収益を伸ばしたが、そしてその後の景気・株式市場の低迷期で業績は急速に悪化し、さらに追い打ちをかけるように証券不祥事が表面化した。短期間で経営環境が大きく変化したことにより、従来の成長を前提とした大規模化・総合化指向の証券会社経営と、顧客のニーズと間のズレの大きさが認識された。バブル崩壊後の証券会社は、リストラを断行しつつ、自らの進むべき道を模索している。大量推奨販売から資産運用コンサルティング営業へ移行するなど、経営方針を大幅に転換せざるをえなかった。証券業界に従事する人員は91年度末の15.6万人をピークに減少傾向が続き、97年度末には11.3万人まで落ち込み、27.8%も減少した（図14）。また、収益の柱である委託手数料収入が収益に占める比率はここ数年一貫して低下傾向にあり、89年度には57.2%であったものが、98年度には34.7%まで低下した（図15）。

以下、この期間に表面化した証券経営の問題点を挙げてみよう。

- ① 発行会社の利益を重視した販売戦略や、顧客の投資決定を誘導する推奨販売が、市場のエンドユーザーである個人投資家の証券市場と証券会社に対する不信を生み出した。
- ② 販売力を基軸とした大規模化・総合化は、市場の縮小に応じた費用の弾力的調整を困難にし、その結果、固定費用が証券経営を圧迫した。総合証券経営は、複数の証券業務にまたがる共通要素の利用により範囲の経済性を追求できると

いうメリットがある半面、個々の業務ごとのパフォーマンスやリスクの評価がなおざりにされたため、経営組織全体での非効率さが表面化してきた。一方、中小証券は株式売買に偏重した収益構造からの脱却が困難になっている。

- ③ 市場の機関化に伴う売買の大口化は世界的な需給の構造変化であるが、このトレンドには従来型のフロー・ビジネス的証券経営では対応しきれなくなってきた。そのため、保有有価証券保有限度枠規制と上場証券売買の取引所集中義務という制度¹⁰を残しながらも、クロス売買制度¹¹が導入された。しかし、意図的に取引の薄い時期や市場での特定顧客との取引の頻度が高まり、価格形成の公正さに疑念が持たれた。
- ④ 顧客の立場に立ち良質の情報を提供するという情報産業としての経営方針が確立していなかったため、顧客のニーズを先取りした新しい市場や商品・サービスの開拓という点で欧米の証券会社に遅れをとることとなった。デリバティブ市場における取り組みの遅れはこの一例である。
- ⑤ 販売力に依存した引受業務を行う体質であったために、投資家に優良な商品を開拓し提供するというアンダーライター本来の審査機能とマーケティング機能が軽視される傾向があった。日本の証券会社は以上の問題を解決する前に、長引く不況の中で体力を消耗し、経営余力を失い、ビッグバンを目前に業界の再編が起きはじめている。

5. ビッグバンと期待される市場参加者

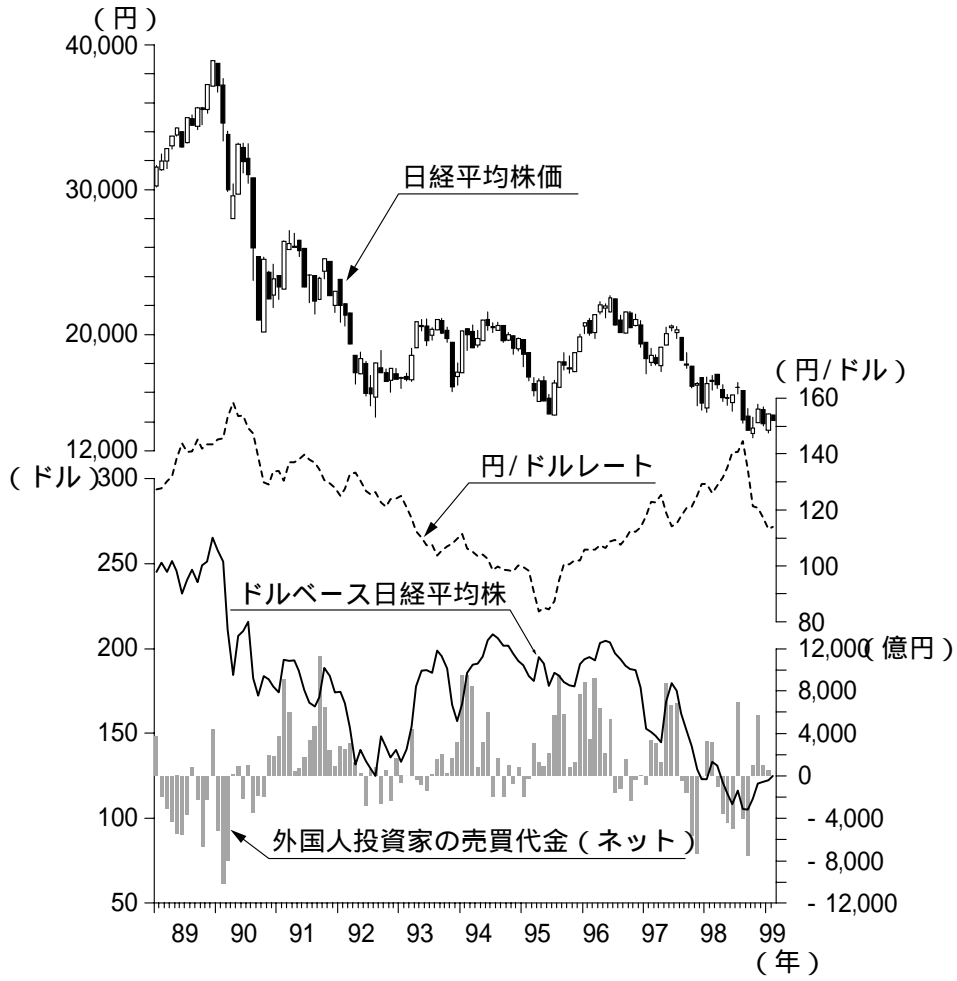
5.1 個人投資家

第二次世界対戦後のベビーブーマー世代が高齢

¹⁰ 98年12月1日の金融システム改革法施行で、有価証券取引の取引所集中義務が撤廃され、取引所外取引が解禁になった。

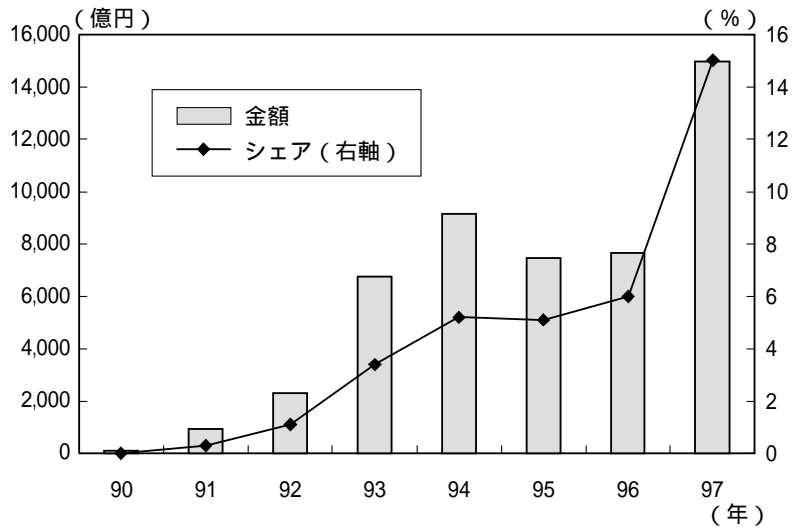
¹¹ 証券取引所の会員である証券会社がある銘柄について同じ値段で大量の売り注文と大量の買い注文を持っている場合に、その売り注文と買い注文をザラバで対当させ、売買契約を締結することをいう。大量の売り注文と買い注文を株価に変動を与えないで一挙に処理する方法として利用されている。

図12 外国人投資家の動向



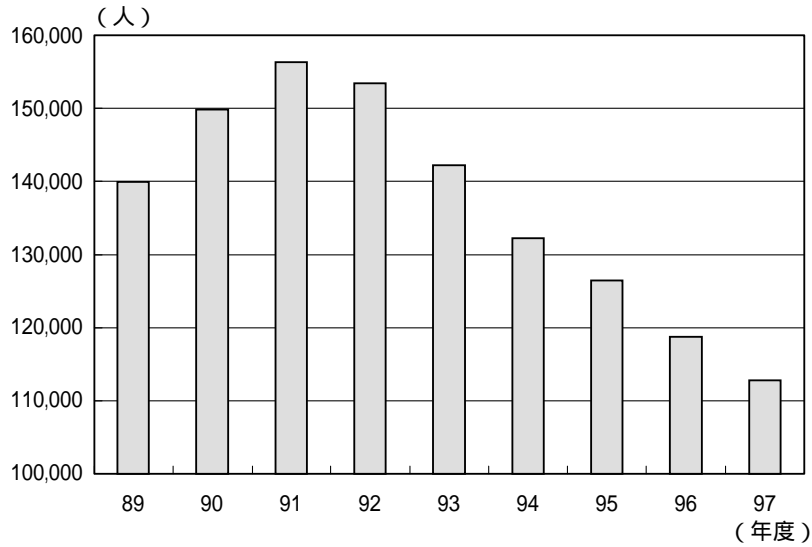
(資料) 日本銀行、東京証券取引所

図13 外資系投信会社の市場参入状況



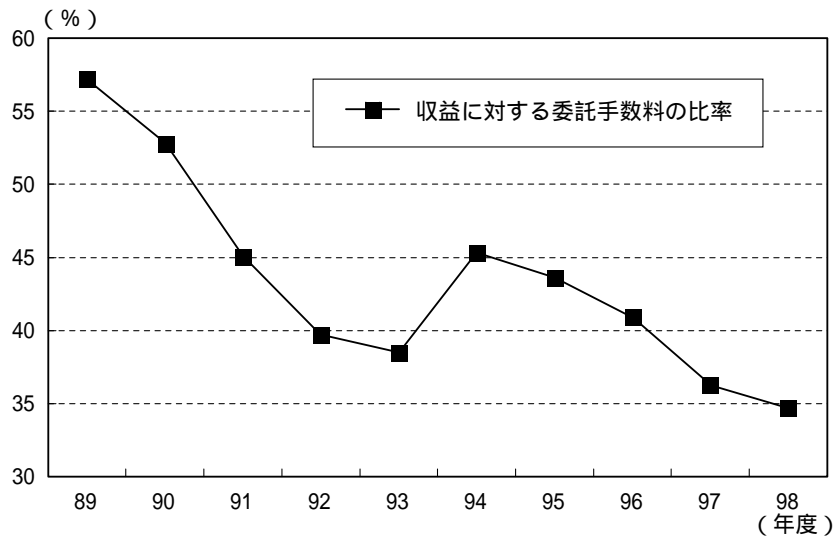
(資料) 証券投資信託協会「投資信託」各号

図14 減少する証券人口



(資料) 日本証券業協会

図15 低下する委託手数料収入のウエイト



(資料) 日本証券業協会

(注) 89年度は6か月決算。

者の仲間入りをする2000年頃、我が国の労働人口はピークを付け、2020年頃には65才以上の高齢者が我が国の全人口の4分の1以上を占めると予想されている。このような高齢化や少子化の進展は、公的年金に大きな影響をもたらし、将来的な年金給付額の引下げという形で跳ね返る可能性がある。また、企業年金も運用難等の理由から解散を余儀なくされている基金が出始めており、確定拠出型

年金の導入を求める声が高まるなど、年金制度は大きな曲がり角に立っている。現行制度の崩壊は、国民に自助努力と自己責任による資産形成を求めることとなる。従来のように金融資産のほとんどが銀行預金や郵便貯金といった確定利付商品中心の運用から、様々な程度リスクを含む金融商品にも分散して投資するポートフォリオ運用を指向する必要性が出て来る。

その中では、投資信託の浸透がカギとなる（図16）。個人投資家の金融商品に対するニーズは、年齢、家族構成、資産内容、人生設計、投資の知識の度合等により千差万別である。投資信託は多様な品揃えにより多様なニーズに応えられ得る唯一の金融商品である。また、98年12月から銀行、保険会社等に投資信託の販売が認められ、販売チャネルが急速に拡大している。

しかし、我が国の個人投資家の多くは投資やリスクに対する知識や認識が欠如しており、自己責任の原則が十分確立していない。そのため、投資信託等のリスク商品の保有割合が極めて低いのである（図19）。証券・投資信託業界には、個人投資家へのリスク商品に対する啓蒙や自己責任の徹底を図ることが求められる。一方、投資信託の評価機関も期待される。個人が速やかにポートフォリオ運用に移行するための条件として、第三者による公正な投資信託の評価制度の整備や、貯蓄目的・資産内容等の顧客の特性を掌握した上で、顧客のニーズに応じたリスク説明を行うコンサルティング営業が必要と考えられる。

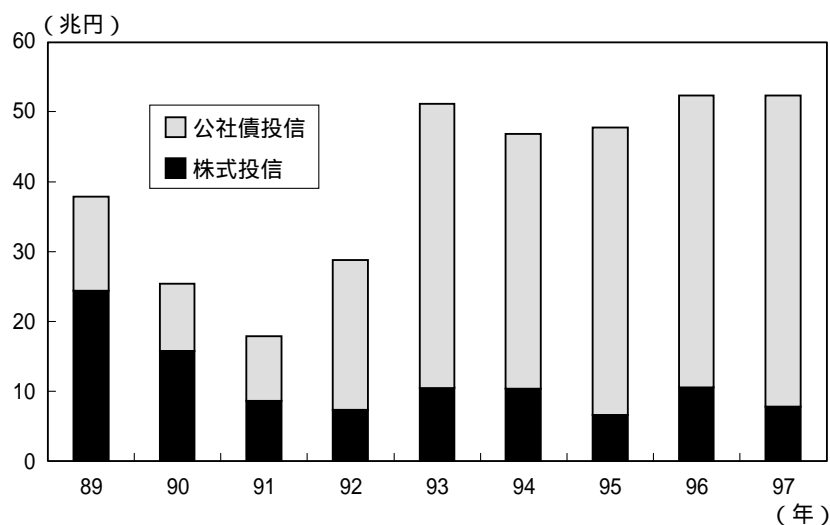
5.2 企業

バブル崩壊後は、企業間の株式持ち合い関係が弱まり、企業の株主構成が大きく変化すると予想される（表2）。メインバンクや系列企業が保有していた株式が市場に放出され、今後M&Aが増加することになる。そのため、企業は安定株主を早急に確保する必要に迫られる。国内の年金や投資信託等の機関投資家、外国人投資家、投資やリスクを十分理解した個人投資家が新たな安定株主として浮上してきている。

これらの新しいタイプの投資家は、企業に対し十分なディスクロージャーを求め、従来のメインバンクが行ってきたモニタリング機能の役割を果たすと期待されている。

国内の機関投資家は熾烈な運用パフォーマンスの競争にさらされ、企業に対し高水準のIR活動¹²を要求するものと考えられる。個人投資家も、資産のポートフォリオ運用というコンセプトが浸透し、株式への直接投資や投資信託等を通じた間接投資から、株式保有比率は上昇すると予測される。従って、企業は現在ほとんど手が付けられていない個人投資家向けのIR活動も必要となる。外

図16 投資信託純資産総額の推移



(資料) 証券投資信託協会

¹² Investor Relationsの略。投資家向けの財務広報。

国人投資家も、国際分散化投資の進展に伴い、日本株の組み入れ比率を引き上げる可能性が高く、IR先進国である欧米の機関投資家に耐え得るIR活動が望まれる。一定水準以上のIR活動がなされてはじめて投資対象とみなされるのである。日本企業は欧米企業のようにコーポレート・ガバナンスを強く意識した、株主の持ち分を最大化する「効率経営」に移行しなければ、安定的な株主の確保や株価水準の維持も困難になる。すでに、日本株の購入を通じて、海外の機関投資家が「モノ言う投資家」として積極的に議決権を行使し、日本企業の経営にまでコミットする兆しが見えている。今後は日本の投資家・株主による経営モニタリング機能が本格的に始動することになるだろう。

今後、金融市場で規制緩和が進むにつれ、資金調達面での利便性が飛躍的に向上する。これまで格付けが低い企業、あるいは非公開企業には不可能であった資金調達手段に道が開け、調達手段は確実に多様化する。さらに、異業種の企業や企業グループが証券等の金融業に参入してくるなど、トータルでの経営効率のアップや業用の拡大を狙うことも可能となっている。イギリスのように小売業が金融業を兼ねる例等が予想され、これらの動きは金融業界での競争を刺激し、市場の活性化につながるだろう。

5.3 機関投資家

経済のストック化の進展による金融資産の累積は、金融機関に対して単なる取引の仲介、金融商品の販売だけではなく、多様で高度化した資産運用サービスに対する需要を高めることになるだろう。今後の金融仲介機能は、従来の預金・貸出中心から、年金基金や投資信託などの機関投資家を通じた多角的な金融仲介機能の比重が高まっていくと予想される。そこでは、預金や保険のような元本保証商品の金融商品ではなく、投資家のニーズに

応えられる、多様で高度な資産運用サービスが求められることになるだろう。つまり、21世紀の金融サービス産業を担うものは、投資顧問会社、投資信託会社、保険会社等を含む資産運用業といえよう。

欧米同様、年金や投資信託の運用規制緩和により、一段と資産運用の効率化を図ると同時に、新規参入による運用機関の多様化が必要となる。特に、我が国の高齢化の加速化に伴い、年金の重要性と問題点が拡大している。年金資産の残高は現在220兆円に達しており、資産運用の効率化が既に緊急課題となっている。

運用規制の緩和等が進み、機関投資家が育ちうる環境が整いつつある。その資金規模が膨大なものとなるだけに、それらの資産運用が従来のスタイルから変貌を遂げるのであれば、株式市場をはじめとする証券市場が多大な影響を受けるのは間違いない。

問題は、一般投資家（年金の場合は受益者）の意識にある。機関投資家を機関投資家として利用するかどうか、また、自己責任原則が個人投資家に浸透するかどうかである。個人投資家が機関投資家に対する監視を強め、その結果として機関投資家が育つものである。そのためには、その機関投資家側の運用技術レベルの向上も不可欠である。欧米の機関投資家に比較して、我が国の機関投資家の運用技術はかなり遅れているが、それは長年にわたる運用規制が、運用技術の進歩を妨げてきたためである。早急な運用技術の改善が求められる。

5.4 証券会社

ビッグバンのターゲットの一つが証券市場であることを考えると、その主役は証券業界、証券会社ということになる。この場合証券会社には、一般的・伝統的な証券会社だけでなく、金融制度改

革によって誕生した銀行系証券子会社、保険会社系証券子会社も含まれる。また、商社・為替専門会社・会計事務所・製造業等の他業界から進出する動きがみられ、新しい証券会社の設立が活発になると思われる。もちろん、すでに日本に進出している外資系証券会社も主役となる。「ウインブルドン現象」が生じるかもしれない。

ビッグバンによって、これまで業務制限があった銀行系証券会社は、どのような証券業務を営んでもよいことになり、横一線での競争になる¹³。証券業務には、①ブローカー（証券の委託販売）、②ディーラー（証券の自己売買）、③アンダーライター（証券の引き受け）、④セリング（証券の売り出し）という、四種の業務内容に変化はないものの、専門義務が廃止される。従って、周辺業務に進出する証券会社、新規の業務を目指して創設される証券会社も現れることになり、競争の激化が予想される。

ビッグバンの最大のテーマであるブローカー業務の株式売買委託手数料の完全自由化は、99年10月までに実施される予定である。大手の証券会社はすでに収入の多角化をかなり進めているが、委託手数料に依存する収益構造である中小証券会社は、厳しい現実に直面することとなる。投資家に支持された証券会社のみが手数料を獲得でき、そうでない証券会社はブローカー業務からの収入は期待できなくなる。そのカギとなるのは、投資情報サービスの提供能力と売買執行能力である。

アメリカでは、証券アナリストによる優れた株式分析能力に基づいた投資情報を武器に、高水準の手数料を設定する証券会社がある。投資情報を提供しているのに、注文を出さない顧客には提供を止めてしまうこともあるほどである。また、機関投資家の大量注文を迅速に適正な価格で執行で

きる能力を持つことは、証券会社自身の負担で大量の株式を調達できる資本力があるということである。これら二つの能力では大手の証券会社が有利となる。しかしその一方、格安の手数料で単に投資家からの注文を取り次ぐだけで、投資情報等の他のサービスを提供しないスタイルのディスカウント・ブローカーも出現している。中小証券会社も自身の特色のある分野を伸ばすことで生き延びることができるのである。いずれにしても、多様な投資家の要望にマッチする付加価値の高いサービスを提供できる証券会社のみが競争を打ち勝っていくのである。

6. 今後の株式市場の課題と展望

これまでみてきたように、日本の金融市場では依然として間接金融が中心である。しかし、最終的な資金の借り手である企業が、証券を発行し資金を調達するという形態は定着してきている。銀行をも含めた間接金融機関の資産運用（借り手への資金供給）が、貸出以外の形態、すなわち証券形態に傾斜しつつある。経営や市場を取り巻く環境変化が加速し、企業はよりタイムリーな資金調達を求めており、直接金融を主軸とするシステムに移行することは世界的な潮流である。

直接金融システムを形成する重要な基盤である株式市場の役割は、国民の資産を健全に形成・維持することと、資金需要のある産業に効率的に資金を配分するという二つの機能にあり、このためのシステム改革がフリー、フェア、グローバルの三原則をうたう日本版ビッグバンである。

ビッグバンは、市場参加者にとって利便性の高い市場に改善し、日本市場の地盤沈下や空洞化に歯止めを掛けるものである。それには、市場内外の競争と革新を阻止する規制を撤廃し、法制度だ

¹³ 98年12月1日の金融システム改革法施行で、証券会社は免許制から登録制に移行した。

けでなく、会計制度、税制等、市場のインフラを少なくともグローバル・スタンダードを満たすように改革することが必要である。同時に、ディスクロージャーを促進させるための制度を整備する必要がある。自由競争には、一定水準以上のディスクロージャーの実現と、投資家の情報へのアクセスを改善することが重要である。

金融の自由化・国際化のスピードは、市場を取り巻く環境、特に社会の成熟化、通信・情報処理技術という面での変化の速さにより、加速されている。従って、インフラ整備やディスクロージャーが不十分であれば、資本取引のチャンスが失われたり、取引のリスクが増大することにもなる。

投資家保護の考え方も大きく転換する。これまでの投資家保護の考え方は、投資家に損失を出さずにはならず、投資のリスクから投資家を遠ざけるというものであった。その背景には、株式市場は国民共有のインフラであるのにもかかわらず、株式を保有することが倫理的に問題視されるような風潮が未だに根強く残っているためである。このような風潮は本来の市場の本質と相入れないものである。今後はリスクの存在と自己責任原則を投資家に周知徹底することと同時に、この投資家保護の観点から、ディスクロージャーの徹底が今後の市場ルールの柱とならなければならない。

また、投資家保護の観点のみならず、そもそも市場が市場として機能するには、不公正な取引に

対する厳しい措置が必要である。公正な取引の維持は、新たな商品のサービスが開発・導入され、取引が高度化・複雑化していくほど、重要となる。証券会社の業務範囲の拡大、インターネットをはじめとする電子取引の拡大、デリバティブ取引の導入等にみられるような取引形態の多様化等に対応し、利益相反行為の防止、インサイダー取引等の相場操作禁止を徹底するために関連するルールを拡充・整備していくことが欠かせない。特に、インサイダー取引規制の罰則強化は不可欠と思われる。こうした行為への規制の実行性を担保するため、証券取引等監視委員会の機能強化をはじめとする検査・監視・処理体制の充実が要請される。

自由化の方向は必然的ではあるが、それは自由放任ということではない。行政制度、法制度、会計制度、租税制度といった制度的なインフラへの整備や、行政面での監視は必要不可欠である。これまでの市場の規制の枠組みが、法体系としても行政上の運用からみても、市場参加者の創意工夫の芽を摘み、他国の市場に比較して商品開発や取引を促進するようなものになっていない。

以上のような改革に対して、市場関係者のすべてが意識改革を行うことがビッグバンの成功のカギとなる。ビッグバンが成功したとしても、それは金融制度改革の終了を意味するのではなく、今後も新たな改革へのスタートと受け止めねばならないと考えられる。

参考文献・資料：

青木孝徳他、『図説 日本の証券市場 平成9年版』(1997年)、財経詳報社

井手正介、高橋文郎『株主価値創造革命』(1998年)、東洋経済新報社

内田茂男『日本証券史3』(1995年)、日本経済新聞社

川北英隆『日本型株式市場の構造変化 金融システムの再編成とガバナンス』(1995年)、東洋経済新報社

木村由紀雄『新しい証券市場の創造 日本版ビッグバンへの最終報告』(1998年)、中央経済社

鈴木健 『メインバンクと企業集団』(1998年) ミネルヴァ書房
日興リサーチセンター企業調査部編 『全詳解 金融大改革のすべて』(1997年) 東洋経済新報社
野口悠紀雄 『バブルの経済学 日本経済に何が起こったのか』(1992年) 日本経済新聞社
深尾光洋、森田泰子 『企業ガバナンス構造の国際比較』(1997年) 日本経済新聞社
村松勝弘 『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス構造の国際比較』(1997年) 中央経済社
保田圭司 『外国人投資家』(1995年) 日本経済新聞社
蠟山昌一 『証券市場読本』(1997年) 東洋経済新報社
証券団体協議会議 『証券市場の改革と今後の課題』(1997年)
証券団体協議会議 『証券市場をめぐる諸問題と規制緩和』(1996年)
証券投資信託協会 『投資信託』各号
証券年報編集委員会 『証券年報』(各号)
全国証券取引所協議会 『株主分布状況調査』(各号)
東京証券取引所 『東証統計年報』(各号)
東京証券取引所 『東証要覧』(各号)
日本銀行 『経済統計年報』(各号)
日本銀行 『国際比較統計』(各号)
日本証券業協会 『FACT BOOK 1998 証券会社の決算概況と証券市場の動向』
日本証券経済研究所 『株式投資収益率 '97』
日本証券経済研究所 『証券年表』(各号)
日経金融新聞
日本経済新聞