

「金融ビッグ・バンの経済的側面」

経済調査部 副主任研究員 高橋 智彦
(現日本生命 資金証券部 課長代理)

<要旨>

1. 橋本内閣から 96 年 11 月に提唱された金融ビッグ・バン（日本版ビッグ・バン）は、日本経済・金融の構造変化の中、不可避であったものであり、既に不可逆なものとなっている。
2. 特に東京市場の地位の相対的低下、個人金融資産 1,200 兆円の存在は金融ビッグ・バンを進める大きな要因となっている。
3. メインバンクシステムなど借入中心の間接金融優位の金融システムは「貸し渋り」に見られるように、十分に機能しなくなってきた。直接金融でのファイナンスをスムーズに行わしめるためのシステム作りが必要である。
4. 金融ビッグ・バンの効果を部門別に分析すると、個人はその金融資産が保守的な年齢層に偏在しているものの、外貨預金や投信などへ一部シフトしよう。金融資産の多様化によって、財産所得の向上が見込まれ、これは家計消費にもプラスの影響がある。
5. 外為法改正によるネットィングや外貨建て決済の普及は事業法人に対する銀行のモニターを難しくし、崩壊しつつあるメインバンクシステムに打撃を与えよう。証券市場改革や資金供給チャネルとしての投信の改革などは事業法人の資金調達の多様化に寄与しよう。
6. 個人、企業の運用効率やコストが改善される分、金融機関は厳しい状況になるが、人的資源や店舗、情報の共有などによる範囲の経済性の発揮が重要であり、発揮し得ない場合は業務の絞り込みも必要となろう。
7. 機関投資家にとっては資産運用の効率化が見込める上に、本体、ないしは持ち株会社方式により他の金融業への参入の可能性が出てきた。また、カストディー（証券預かり）業務、PTS（私設取引システム）など新規業務も検討に値しよう。
8. 民間の変化に伴い、政府セクターも変わらざるを得ない。財投機関には民業を圧迫することなく、民業補完に徹することが望まれる。中央銀行である日銀も新日銀法により、法律上独立性が向上するが、このことは将来のインフレ圧力や長期金利上昇圧力を弱めよう。
9. 税制の未整備、依然不透明な退出ルール、金融サービス法制定などによる投資家保護の問題など残された課題は多い。
10. 金融ビッグ・バンが成功裏に終わった場合には国内の潜在的需要がファイナンスされる。反面、うまくいかない時には、国内の貯蓄超過が国内の潜在的資金需要に向かわずに海外に流出する可能性がある。

<目次>

I. 金融ビッグ・バンの経緯と必然性	23
1. 金融ビッグ・バンの概要	23
2. 東京市場の相対的地位	25
3. 個人金融資産の可能性	28
4. 間接金融に偏った市場	30
II. 効果と経済的側面	34
1. 個人金融資産の流動化	34
2. 事業法人の資金調達への影響	37
3. 金融機関の変化	40
4. 政府セクターと金融ビッグ・バン	43
5. 貯蓄—投資バランスから見た金融ビッグ・バン	47
III. 残された課題	49
1. 税制の問題	49
2. 敗者退出の問題	49
3. 投資家保護の問題	50
ま と め	51

I. 金融ビッグ・バンの経緯と必然性

1. 金融ビッグ・バンの概要

96年11月11日に橋本総理大臣が三塚大蔵大臣と松浦法務大臣に指示を出す形で金融ビッグ・バンは正式に始まった。ここではFree, Fair, Globalを三原則として始まったわが国の金融システム改革を「金融ビッグ・バン」として扱う。これは86年に行われた英国の証券市場改革を「ビッグ・バン」と呼んだことにあやかっている。英国の元祖ビッグ・バンが証券市場の参加者のあり方や、外資規制の緩和などにとどまったのに対して、日本の金融ビッグ・バンは証券市場改革以外にも、外為、業際規制の緩和など多岐の分野にわたっている。97年6月には関係審議会の答申が出され改革の具体的なスケジュールが決まった。

金融システム改革、すなわち金融ビッグ・バンは橋本6大改革の一角をなすものであるが、その波及効果は多方面にわたり、最も主要な改革と言えるものである。財政構造改革など他の改革が頓挫しそうになっているが、対外経済基本法である外為法の改正も含めた様々な法改正を済ました金融ビッグ・バンはすでに動き出している。

さらに金融ビッグ・バンは日本銀行法の改正や金融監督庁の新設など、政策当局の改革を促し、取引所や企業金融をも巻き込む改革に発展している。

金融ビッグ・バンはその定義もまちまちであり、様々な出版物は出ているものの、全体の影響を定量分析を含めて見たものは少ない。本稿では、まず、金融ビッグ・バンの背景をまとめ、各々の経済主体への影響を定量分析や相互関係も含め分析した。また、残された課題についても簡単に記した。

今回の改革への道筋を決定的にしたのは外為法改正である。96年6月の外為審報告書で80年以来の外為法改正が打ち出された。80年の改正で対外取引はかなり自由化されていたが、事前届出を要するものも多かった。これに対して今回の改正では対外取引の原則自由化となった。

さらに為銀集中主義の撤廃が決まり外為業務が完全に自由化された。これは従来の金融機関内の業態を崩すのみならず、金融業への参入障壁が低くなったことを意味する。従って、為銀主義の撤廃を打ち出した96年6月の外為審報告書をもって、同年11月の橋本首相指示を待つまでもなく、事実上ビッグ・バンへの道は敷かれていたと言える。新外為法施行がビッグ・バンのフロント・ランナーと言われるのもそのためである。

図表－1 外為法改正の主な内容

項目	内容
法律名の改正	外国為替及び外国貿易管理法→外国為替及び外国貿易法
電子マネーへの対応	支払手段として電子マネーを追加
為銀主義の撤廃	外国為替公認銀行及び両替商の認可制度廃止
ネットィング	相殺など特殊な決済方法による支払等に関する許可制度廃止
資本取引の自由化	資本取引について原則として許可又は事前届出を不要とする。

(資料) 大蔵省資料他より作成

97年6月に金融制度調査会、証券取引審議会、保険審議会など関係審議会が出した答申が出され、外為法改正と併せ、金融ビッグ・バンの具体的内容が出そろった。

図表-2 金融ビッグ・バンの具体的事項と内容

事 項	1997	1998	1999	2000	2001	備 考
投資家、資金調達者の選択肢拡大(Free)						
・投資信託の商品多様化						
・証券総合口座導入						
・証券デリバティブの全面解禁						個別オプションは97年7月～
・ABSなど債権等の流動化						
・外国為替法改正						98年4月1日施行
仲介者サービスの質向上と競争促進(Free)						
・証券会社の業務多様化						
・持ち株会社制度の活用						97年12月5日可決成立
・株式売買委託手数料の自由化						99年末完全自由化
・証券会社の免許制→原則登録制						
・証券、信託子会社の業務範囲						99年度下期中に制限撤廃
・保険会社と金融他業態間の参入						2001年までに実現
利用しやすい市場の整備(Fair)						
・取引所集中義務の撤廃						
・店頭登録市場での流通面改善						97年7月に借株制度導入
・未上場、未登録株式市場の整備						
公正、透明取引の枠組み等整備(Global)						
・連結財務諸表制度の見直し						
・証券取引法の公正取引ルール整備						罰則強化97年12月末より
・投資家保護基金、契約者保護機構創設						

(注) 大蔵省資料他から筆者作成、網掛け部分は実施される時期

改革はどれも、大きな影響を与えるものだが、外為法改正により個人も海外預金ができるようになり、個人向けの外貨建て金融商品の開発が自由化されたことは個人と外銀の取引を増加させると思われる。

また、既に97年12月より店舗貸し方式で始まった銀行での投信販売は、98年末より銀行本体による販売となる。これは、外資の参入もあいまって、投信販売の流れを変え、日本の個人金融資産における投信の位置が確立した際には、企業の資金調達にも影響しよう。

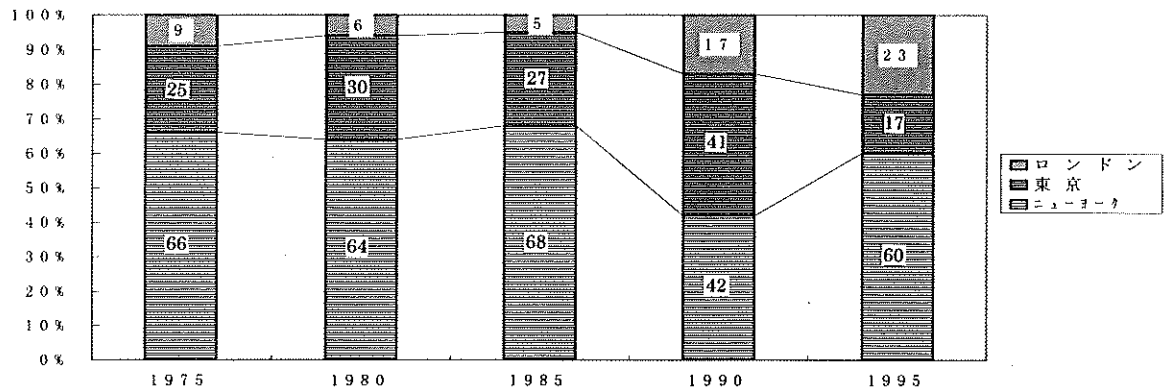
株式売買手数料の自由化は運用側の効率を上昇させるとともに証券会社の経営に脅威となろう。その見返りの97年10月にスタートした証券総合口座は本来、証券会社に資金を流入させる有力な武器となるはずであったが、97年11月に連続した大手、準大手証券会社の経営破綻、給与振り込み関連の法律整備の遅れにより、スタート後、半年は1社のみでの取扱いとなっている。

2. 東京市場の相対的地位

(1) 東京市場の地盤沈下

金融ビッグ・バン推進の大きなモチーフとなっているのが東京市場の地位の相対的低下である。バブル崩壊とともに東京市場のロンドン、ニューヨーク市場などに比しての相対的地位は低下してきている。

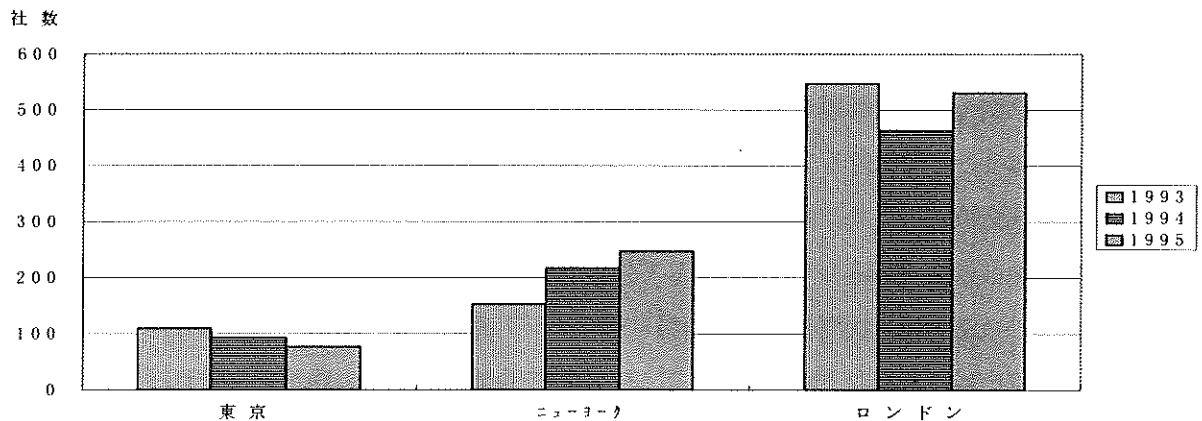
図表-3 三大金融センターの株式売買シェア



(資料) 東京証券取引所「東証要覧」、「証券」、証券取引審議会「証券市場の総合的改革」

株式市場、債券市場、短期金融市場ともに市場未整備や信用リスク問題もあり、十分な機能発揮を果たしていないが、特に株式市場の機能低下は著しく、市況低迷の中、公募増資の動きが止まり、店頭市場も低迷するなど内外の企業にとっての資金調達の間としての役割が低下している。

図表-4 三大金融センター上場外国企業数



(資料) 東京証券取引所「東証要覧」、「証券」、証券取引審議会「証券市場の総合的改革」

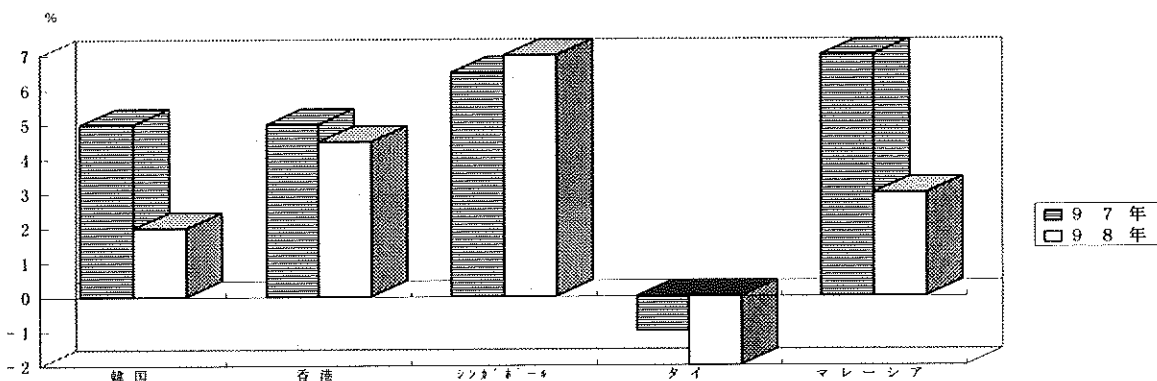
ニューヨーク市場が 75 年の株式売買手数料自由化（メーデー）を経て地盤沈下を防ぎ、ロンドン市場が証券市場改革（元祖ビッグ・バン）を経て浮揚したことからも、金融ビッグ・バンを経て東京市場の使い勝手を良くし、地盤沈下を防ぐことが金融ビッグ・バンを行う上で行政側からも狙いとしてあった。

(2) アジア、ユーロと円の国際化

東京市場は潜在的成長力の大きいアジアの一角に位置している点で有利な環境にある。

アジア全体としては 97 年こそ通貨危機に見舞われ、その成長力に疑念が呈されたが、長期的にみた成長可能性が損なわれたわけではなく、目先の成長率も世界的に見れば相対的に高い。

図表－5 アジア主要国の成長率見通し



(資料) ニッセイ基礎研究所「98年度経済見通し(97年12月)」

97年のアジア通貨危機の大きな要因となったのが、各国のドル依存体質である。各国の外貨準備、決済通貨に占めるドルの比率が大きく、通貨危機発生時に自国通貨がドルに連動しているドル・ペッグ制や許容変動幅を定めている通貨バスケット制を採用していたために、ドルが円に対して強くなると、円に対してアジア通貨が強くなり、国際競争力を失った。

アジアは成長持続のために多くの民間外資を必要としており、オフショア市場などの整備により外資を自国市場に呼び込んでいる。そして三大金融センターの中で唯一アジアの一角に位置し、時差も少ない東京市場は民間外資調達の間としてアジア諸国の自国市場の未整備を補い得る存在である。東京市場に規制などが少なく、アジア諸国の企業にとり使い勝手がよければ、資金調達手段の厚みも違ったはずである。

もし、決済通貨に占める円の比率がより大きければ、対日で為替リスクはより小さいものであったと思われる。日本における貿易の円建比率は96年3月で輸出が36%、輸入が21%に過ぎず、輸出については93年3月の43%をピークに落ち続けている。準備通貨のプレゼンスでも、各国

通貨当局保有外貨の通貨別構成比に占める円の割合は 95 年で 7%と、56%を占めるドルを補完するどころか、14%を占めるマルクの半分に過ぎない。欧州では 99 年に通貨統合が行われ、統一通貨ユーロが誕生する。準備通貨、決済通貨としても今までのマルク以上にユーロが用いられることが見込まれ、円の相対的地位の低下が予想されている。

ジャパン・プレミアム問題で、邦銀が外貨調達の際に、多額のプレミアムを要求されたことも、円の国際化の必要性を広く認識させた。

このままでは円が純然たるローカル・カレンシーになるという危機感も政府部内にあり、欧州通貨統合前の 98 年 4 月に外為法を改正し、円の使い勝手を良くするというのが今回の外為法改正の大きな狙いだった。

(3) 短期金融市場の不備

円の国際化のためには使い勝手の良い債券市場、株式市場、短期金融市場といったインフラが不可欠である。そして先述のように東京市場は地盤沈下を起こしている。また、逆に円が国際化した時に、海外の円が国内に環流してきた時に、中央銀行がオペレーションで過剰流動性を吸い上げる場としての短期金融市場には不備が目立つ。

日本の短期金融市場は間接金融が優位で、かつ事業法人の資金不足が恒常的であったことから、コール市場や手形市場といったインターバンク（銀行間）市場中心に発達してきた。しかし、決済方法の変化から手形市場が伸び悩むなどインターバンク市場規模が伸びなやんだのに対して、国債の大量発行や事業法人の資金余剰主体が増加したことから債券現先市場、CD（譲渡性預金）市場といった銀行以外の主体が参加できるオープン市場が発達した。特に 84 年の日米円ドル委員会報告書以降は各種のオープン市場ができた。オープン市場では BA（銀行引受手形）市場は育たなかったものの、CDを中心に拡大し、短期金融市場の中核となっている。

ところで、円の国際化を進める観点から見ると、国際的な資金交流が盛んになる中で、還流してきた円資金の一般的な受け皿、および中央銀行の公開市場操作の中核的な場としてはコール、手形市場のような銀行間市場は不適當であり、CD、CP（商業手形）市場も商品の単一性や信用リスクの面で問題を残している。97 年 11 月には大手証券会社や都銀の経営破綻が相次ぎ、市場が信用リスクに過敏になる中で、レートが上昇し、個別銘柄間格差も拡大した。流通にも支障をきたし、日銀が CP オペを行うなど、信用リスクの問題が大きくなっている。信用の高い単一性のある商品が不可欠である。

その有力な候補が FB（政府短期証券）である。政府の発行する短期の証券である FB は、信用性や単一性（発行されているのは外国為替資金証券を中心に、大蔵省証券、食糧証券の 3 種）に優れているが、事実上全額日銀が引き受け、自由な流通市場が形成されていない。FB の流通市場は 81 年から形成されているが、流通市場ではいったん日銀から短資会社に売却された後、転売されるという管理市場になっている。日銀が市場の実勢金利より低い金利で引き受けること

により、政府の財政を支えることになっている。残高が 30 兆円を越え、かつ、継続的に残高があるということからすれば、国債引き受けと類似の問題を生起する。新日銀法でも F B の引き受けに関する記述は曖昧なままである。F B の価格決定が市中公募方式になることが、市場の発展には不可欠である。

円の国際化を進める中で、他の候補としては割引短期国債 (T B) がある。この市場は 86 年に形成され、F B とは異なり、公募入札方式による。しかし、規模が充分ではなく、「プラチナ・ペーパー」と言われるほど入手しにくい。

97 年度以降債券レポ市場が急拡大しているものの、まだ、制度上、税制など未整備な点も多く、単一性という点も満たしていない。

このような短期金融市場には金融ビッグ・バン、円の国際化を迎えるにあたり、不備が多い。F B 市場に関して見直しを行っている旨、日銀が表明しているが、その帰結が注視される。

3. 個人金融資産の可能性

(1) 1,200 兆円の存在

今回の金融ビッグ・バン遂行にあたり、もう 1 つの大きな事由となったのが、96 年末に 1,200 兆円にも達した個人金融資産の有効活用である。

図表－6 家計利子所得と公定歩合

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
家計利子所得 (兆円)	23.4	22.5	24.6	31.6	32.6	29.6	28.3	24.0	22.1	19.8
公定歩合 (%)	2.50	2.50	3.53	5.69	5.31	3.29	2.10	1.75	0.75	0.50

(注) 公定歩合は年度平均値

(資料) 経済企画庁「国民経済計算年報」、日本銀行「経済統計月報」

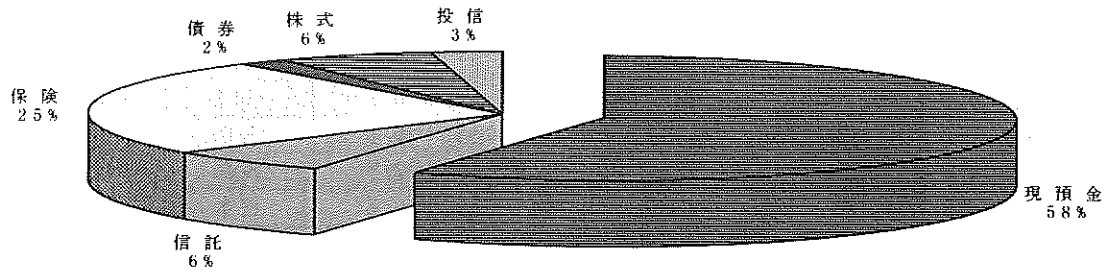
内訳を見るとその約 6 割が預貯金に偏在しているために、公定歩合が史上最低水準の 0.5% に据え置かれる中、金利低下の影響がダイレクトに出て、家計の利子所得が減少している。

現在、超低金利政策および株式市況低迷の中、家計の財産所得全体が低迷しているが、これらの個人金融資産の活性化は家計のダイナミズムに大きく影響するはずである。

有価証券は債券、株式、投信合わせても全体の約 1 割に過ぎず、個人の資金が直接金融に向かっていない。とりわけ投信は株式市況が低迷する中、全体の 3% に過ぎない。

これは米国の 95 年末の家計資産に占める預金の割合が 16% に過ぎず、債券などが 9%、株式が 20%、投信が 6% など有価証券の占める割合が高いのと対照的である。

図表一 7 日本の個人金融資産の内訳 (96 年末)



(資料) 日本銀行「経済統計月報」

(2) 偏在する個人金融資産

日本は比較的貧富の差が少ないというのが通説だが、他国同様、日本の場合も、その金融資産を保有している層が多く貯蓄を持つ富裕層に偏っている。総務庁の「貯蓄動向調査」によると世帯貯蓄が 1000 万円以上の層が 4 割を越えている一方で、世帯貯蓄が 600 万円未満の層が 4 割近くある。

また、世帯主年齢別に見ても、負債保有世帯では 20 歳代、30 歳代に実物資産購入があるために、50 歳代にして、ようやく貯蓄が負債を上回り、余裕が出てくる。このように大きく偏りがあり、金融機関は高齢者富裕層を主要なターゲットとしてくると思われるが、この層は資産運用に際して概して保守的であり、この偏りが資産多様化の妨げにならないかが注目されている。

図表一 8 世帯主年齢別、貯蓄階層別内訳 (96 年末)

年齢階層	30 歳未満	30 歳代	40 歳代	50 歳代	60 歳以上
貯蓄現在高	239.1 万円	770.8 万円	1036.4 万円	1304.1 万円	2060.1 万円
貯蓄階層別	200 万円未満	200～600 万円	600～1000 万円	1000～2000 万円	2000 万円以上
占 率	10.0%	26.4%	20.5%	25.7%	17.4%

(注) 年齢階級別は負債保有世帯

(資料) 総務庁「貯蓄動向調査年報」

預金、貯金の形で集まっても、出口の貸出は低迷しており、個人資産の預金、貯金集中の形が金融に閉塞感を強めている。

全国銀行の貸出は預金が伸び悩むなか、伸び悩み傾向にあった。早期是正措置の導入を控え自己査定が本格化した 97 年度上期には預金残高が 2.7 兆円増加したにもかかわらず、貸出残高は 4.3 兆円減少となった。

他方、同時期に郵便貯金は 6.8 兆円残高を増やしたにもかかわらず、それらを主な原資とする

政府系金融の貸出残高の増加は 3.1 兆円しか増加せず、官民ともに預貯金の増加が貸出に回っていない。

図表－9 官民金融機関の預貯金残高と貸出前年比 (%)

項目年度	91	92	93	94	95	96	97 上期
全銀預金	-3.1	-2.7	0.8	0.7	-0.1	-0.1	-0.4
全銀貸出	3.2	2.6	0.5	0.1	1.0	-0.1	-0.1
郵便貯金	14.2	9.3	7.9	7.7	8.0	5.4	5.3
政府系貸出	7.7	8.7	11.0	9.8	0.4	4.8	4.5

(注) 政府系貸出は日本開発銀行、日本輸出入銀行、国民金融公庫、住宅金融公庫、農林漁業金融公庫、中小企業金融公庫、北海道東北開発公庫、公営企業金融公庫、中小企業信用保険公庫、環境衛生金融公庫、沖縄振興開発金融公庫の貸出の合計

(資料) 日本銀行「経済統計月報」

全国銀行の貸出に回らない資金は自己資本比率でリスクウェイトが低い国債を中心とする債券にまわっている。また、郵便貯金で吸収された資金は、資金運用部に預託され、政府系金融機関の貸出が伸びないなか、やはり国債購入などにまわっている。

財政再建で新規国債発行を抑制しようというなかで、官民ともに預貯金の増加した分が国債購入などにまわっており、間接金融機関に預貯金が集まっても効率的に資金がまわっているとは言いがたい状況になっている。

4. 間接金融に偏った市場

(1) メインバンク制度の限界

個人の預貯金選好の強さは、民間銀行や資金運用部を通じて政府系銀行へ資金が集まることになり、日本では間接金融中心の金融システムが構築されてきた。これを資金調達側の企業から見れば、本来、市場が効率的であり、モジリアニ＝ミラーの定理が成立すれば、企業の資金調達形態の影響は企業利益などに対して中立的のはずである。しかし、税制や規制、情報コストの非対称性、などもあり、間接金融中心の調達となっていた。

日本において間接金融の比率が高い理由の一つにはメインバンク制度があった。メインバンクの情報生産活動、救済活動などが間接金融依存体質を形成してきた側面がある。メインバンクと企業は株式持ち合いなどの資本関係、人材派遣などの人的関係を結び、日頃からの安定的関係から企業経営監視のためのモニタリング・コストや新規取引先開拓のための営業コストを節約して銀行の低金利での資金供給を可能にした。

図表-10 株式持ち合い比率の推移

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
全体	21.6	21.5	21.4	21.1	21.2	20.8	19.6
事業会社株	16.3	16.4	16.0	15.8	16.0	15.7	15.6
(内銀行と持ち合い)	9.8	9.8	9.7	9.5	9.5	9.4	9.4
金融機関株	31.2	30.1	29.6	31.0	30.2	30.6	28.2
(内銀行と持ち合い)	1.9	2.1	1.7	1.8	1.9	1.8	1.8

(資料) ニッセイ基礎研究所 金融調査部「株式持ち合い状況調査」

代替的金融調達手段である社債制度が未整備であり、格付け会社のモニタリング・コストや社債発行手数料が高かったことや、主な社債の引受け手が銀行であり、流動性が低かったことも、メインバンクを中心とする借入中心の資金調達を助長した。

中小企業の場合、資本市場が未発達だったことや、資本市場での資金調達に必要な「名声」を持たないことから銀行借入に依存し、メインバンクから人材を得たり、経営コンサルティングを受けることも可能だった。銀行側もメインバンクとなることにより、大企業よりも情報が一般に開示されていない中小企業の設備投資等の情報を独占できるという利点があることから、貸出を行った。

企業側から見てメインバンクの救済行動も資金調達をメインバンクに頼る誘因だった。メインバンクはその会社に融資している他の銀行に対する自行の「名声」維持などのために救済活動を行った。その救済費用も安定的関係によるその後の取引の中で回収可能だった。

このように情報生産能力と救済活動を柱とするメインバンクシステムが長く機能してきた。しかし、情報生産能力を発揮するためには、十分な情報蓄積を必要とするが、バブル期に銀行が貸し込んだ不動産、建設、金融・保険などの業種は、貸出を行う時期に担保価値が急激に上昇したため、審査などが安易になり、取引などの情報を十分に貸出行動に生かせなかった。こうした面から銀行の情報生産能力にも疑念がもたれるようになった。

資金調達のための市場も以前とは変化した。社債市場、格付け機関の整備により、社債発行のためのモニタリング・コストや手数料が逡減し、事業会社にとりメインバンクからの借入のコスト的な優位性も薄れていった。株式市場において外人投資家の存在が大きくなるにつれてROEなどのグローバル・スタンダードの財務比率が投資尺度として重要視されるようになってきており、自行の株価低下要因となりかねない追い貸しなどの救済型貸出はこの面からもしにくいものとなってきている。

さらに、93年3月期からは国際業務を行う銀行にBISの自己資本比率規制が適用され、リスクウェイトの大きい貸出を増大させることが難しくなった。さらに98年度から全ての預金取扱機関に早期は正措置が導入されることになり、先述のように97年度に入り、貸出を回収する動きも見られた。

(2) 企業金融の変容

企業側の要因からも、外部資金依存などの財務体質が変わり、メインバンクシステムは崩れつつある。バブル期には大企業を中心にエクイティ・ファイナンスが増えたものの、借入などで調達した資金を、金利自由化進展過程での金利体系の歪みについて運用する財テク運用があったことから、旺盛な中小企業の借入に加え、大企業を中心とする財テク向け借入需要により全体の借入需要は強かった。

図表-11 資金需給状況の変遷 (兆円)

項目/年度	88	89	90	91	92	93	94	95	96
外部資金	47.6	69.1	63.0	37.9	22.7	11.3	6.9	3.7	2.9
増資	7.4	11.8	5.0	2.7	1.2	2.2	2.1	1.8	3.8
社債	3.1	9.6	3.6	4.7	-0.1	2.6	-0.3	-2.1	-1.1
借入金	37.1	47.7	54.4	30.6	21.7	6.5	5.1	4.0	0.3
内部資金	58.3	70.4	63.6	65.0	47.9	33.6	43.0	44.0	45.4
内部留保	29.5	38.5	29.6	27.9	8.1	-6.3	2.8	3.7	4.7
減価償却	28.7	32.0	34.0	37.1	39.9	39.9	40.2	40.3	40.7
資金調達計	105.8	139.5	126.6	102.9	70.7	44.9	49.9	47.7	48.3
固定資産投資	50.4	63.2	72.5	80.1	68.1	52.8	49.7	50.6	50.5
設備投資	41.3	50.4	57.5	64.2	57.5	46.4	42.4	44.0	45.6
土地	8.5	12.3	14.0	15.1	9.7	6.0	5.8	6.3	4.6
無形固定資産	0.7	0.5	1.1	0.9	0.9	0.5	1.5	0.3	0.3
運転資金	24.2	32.5	36.7	21.8	2.1	-6.9	-3.1	2.7	1.3
在庫投資	12.4	13.2	19.1	13.3	-0.8	-5.8	-1.4	1.1	-1.2
企業間信用差	5.7	5.3	5.0	1.1	1.5	*	0.2	2.0	0.1
その他	6.0	13.9	12.6	7.4	1.4	-1.1	-1.8	-0.4	2.4
資金需要計	74.6	95.7	109.2	101.9	70.2	46.0	46.6	53.3	51.8
現金・預金	16.4	21.6	-1.1	-8.3	-7.2	-5.5	-1.0	-3.6	-2.3
有価証券	9.4	13.5	9.6	3.8	2.5	-0.7	1.8	5.6	2.3
その他投資	5.4	8.8	8.8	5.5	5.1	3.6	2.5	2.4	2.8
資金運用計	31.2	43.9	17.4	1.0	0.5	-1.1	3.3	4.4	2.8

(注) 増資=資本金+資本準備金

内部留保=利益留保(利益準備金+その他準備金)+引当金+特別法上の準備金+その他負債

企業間信用差(与信超)=(受取手形+売掛金+受取手形割引残高)-(支払手形+買掛金)

ただし、値が負の場合は*として内部留保に含む

(資料) 大蔵省「法人企業統計年報」

資金調達と資金需要、資金運用の関係を見ると、バブル崩壊後は財テク運用の破綻から、資金需要に応じた資金調達となっている。バブル期の末期には地価高騰により土地の購入費がかさんだが、資金需要は設備投資が基本的に鍵を握っている。また、在庫投資も在庫積み上がり局面には資金需要のかなりの部分を占める。

資金調達の多くが90年代前半には内部資金により賄われた。95年度には設備投資は下げ止ま

ったが、多くが外部資金ではなく、内部資金により賄われている。内部資金は大別して内部留保と減価償却からなる。内部留保は利益に連動し、定量的にも利益で推計すると有意な結果となるが、バブル崩壊後の92年度から大幅に減少した。それにもかかわらず、内部資金が潤沢になったのはバブル末期の過大な設備投資の余波から減価償却が膨らんだことによる。93年度以降は減価償却を中心とする内部資金は趨勢的に増加している。

外部資金のうち、バブル期にはエクイティの隆盛により社債、増資による調達が増えたが、その償還もあり、社債等は伸びていない、中心はやはり借入金である。

外部負債に占める借入の割合である借入比率は利益や自己資本比率などの諸要因に左右されるが、貸出需要関数は定量的には名目民間設備投資や民間在庫投資などから説明される。足もとの投資需要は弱く、現在の借入金の低迷はまず、需要面の低迷から説明される。さらにはB I S自己資本規制などを抱える銀行の供給面からも説明されよう。

バブル期のエクイティファイナンスの償還も一巡化しつつある中、96年初めには適債基準の撤廃により普通社債が発行しやすくなった。従来、代替手段がないこととバブル期の金融機関の積極的営業活動などにより、借入比率の高かった中堅、中小企業も銀行の貸出態度に危機感を形成し、直接金融でのファイナンスの可能性をより真剣に探るようになってきている。趨勢的に借入比率は低下してくるものと思われる。

97年度には、銀行のリスクテイク能力が低下しつつある中、預貯金で集まった資金が国債購入に向かい、運転資金に困った企業が高利で普通社債でファイナンスを行うような状況に陥った。

このような事態を避けるためにも直接金融市場に効率的に資金を流す必要性が出てきている。

II. 効果と経済的側面

I でみてきたように必然的な流れとなりつつある金融ビッグ・バンであるが、その影響は税制、法制、会計など社会制度全般の多岐の分野に及び、定量化は容易ではない。ここでは実証も含めて、金融ビッグ・バンのいくつかの影響を部門毎にマクロ、ミクロの視点から分析してみた。

1. 個人金融資産の流動化

(1) 外為法改正と資産シフト

B I S の “Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity “ によると世界全体での外国為替取引（ネット）は 95 年 4 月で日額 1.5 兆ドル、うち国境を越えてのクロスボーダー取引は 1.1 兆ドルである。ただし、非金融顧客の取引は国内取引が多く、クロスボーダー取引にしめる割合は 15% ほどである。日本の外国為替取引（ネット）は日額 1,613 億ドルと巨大な額にのぼる。しかし、外為法改正による個人の資金シフトについては諸外国並みにマネーサプライ（M2 + CD）の 5% 程度の 25~30 兆円の個人の資金が一度に外貨預金や海外預金にシフトすれば、この巨大な外為市場においても影響を与え、円安要因となろう。

もともと、日本の個人金融資産は先にみたように富裕層や保守的な高齢者層に偏っており、各種アンケートなどでも外貨建て資産保有に積極性が見られない結果となっている。既に金利感応的な層は国内の銀行の外貨預金を始めていることも勘案すると、為替レート動向と相互依存的ではあるが、新外為法施行をもって、外貨預金、海外預金に数十兆円単位で急激に資金が流れるとは考えにくい。日本銀行が 97 年 6 月に実施した「貯蓄と消費に関する世論調査」では今後外貨建て金融商品を保有したいという世帯は調査対象世帯の 7.8% にとどまっている。

従って、外為法改正による個人の資産シフトのマクロ的影響としては、後に示す企業の影響と同じく、為替レート決定要因における資本移動要因が大きくなると予想される（図表 17 参照）。

(2) 投信と個人金融資産

先にみた外貨預金のほか、金融ビッグ・バンにおいては投信の販売チャンネルが銀行を中心に広がり、その種類も外為法改正で外貨建て投信などの種類が増えることが確実視されている。

従来、投信は販売チャンネルが証券会社中心で、手数料が高い、回転売買をさせるなどという批判が多かった。また、株式市場の低迷で株式型投信が元本割れしたほか、97 年末にかけて大手、準大手証券会社の経営破綻から、保護されるにもかかわらず不安感から投信の解約が相次いだ。

図表-12 投信種別基準価額騰落率 (98年1月末) (%)

	過去6カ月間	過去1年間	過去3年間	過去5年間
国際株式型一般型	- 6.7	- 3.5	24.1	58.4
国内株式型別枠型	-17.1	- 9.6	-13.0	- 6.4
派生商品型	-15.8	-12.6	-15.3	データなし
転換社債型	- 6.1	0.9	9.5	12.3
TOPIX	-17.9	- 7.6	-13.4	- 2.4
NYダウ工業30種	- 3.8	16.0	105.7	123.4

(注) 値はその型の商品の分配金込みの基準価額の平均騰落率、日米株価は配当除き
 (資料)証券投資信託協会資料より作成

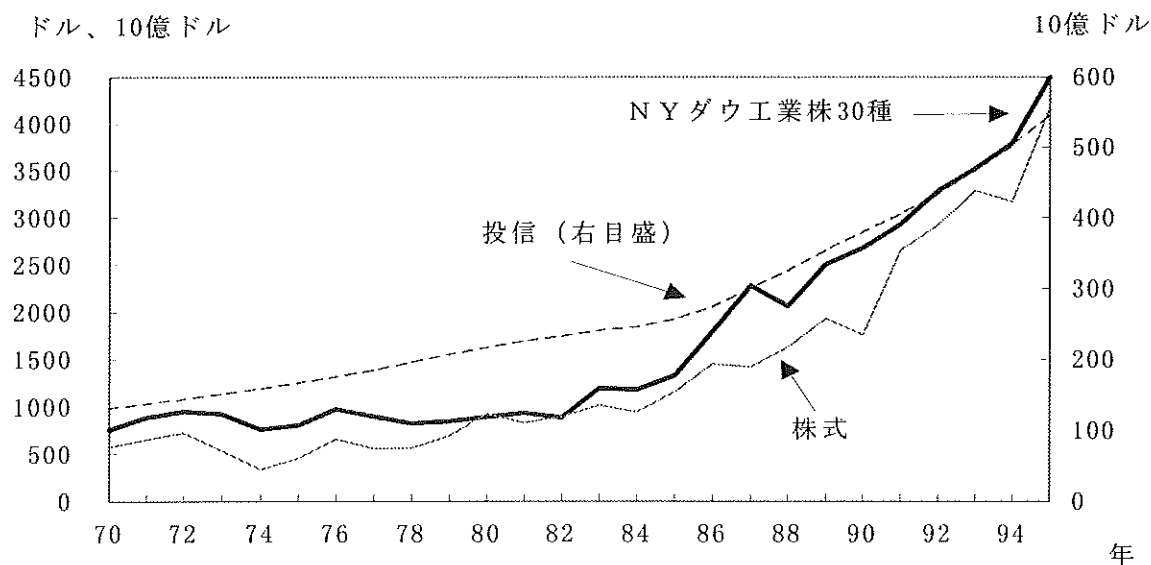
しかし、今後は豊富なチャネル、金融商品に、新規参入組の積極営業などから個人金融資産におけるプレゼンスを高めて来よう。投信と相場は相互依存的であり、相場環境が悪い時期にはやはり、パフォーマンスは落ちるが、それでも3~5年単位で見れば、種類によっては国内の低金利の中、個人では直接買にくい海外の株を扱った投信など高収益をあげているものも見られる。

そのため、評価機関などによる情報提供が進めば、低金利下で預貯金で低収益に甘んじていた預金者が資産を高収益の投信に移す可能性がある。過去にもある金融商品が相対的に有利になると90年のワイド騒動にみられるように数兆円単位で資金が移動した。

株式型の投信は、小口で本来、単独で市場に入っていない資金をまとめ、株式市場に投入するために、株式投信が増加すると限界的な株式投資が増加し、需給好転から株価が上昇する傾向がある。投信について歴史もあり、資産運用手段としても定着している米国の例を見ても、401Kなどの資金がミューチュアルファンドに流れ、株式市場を支える構図がある。また、安定的な運用を望む資金は公社債投信に流れる。

株価と投資信託保有額の間をみると、下の図のように相関がはっきりわかる。

図表-13 米国株価と個人の投信、株式保有額

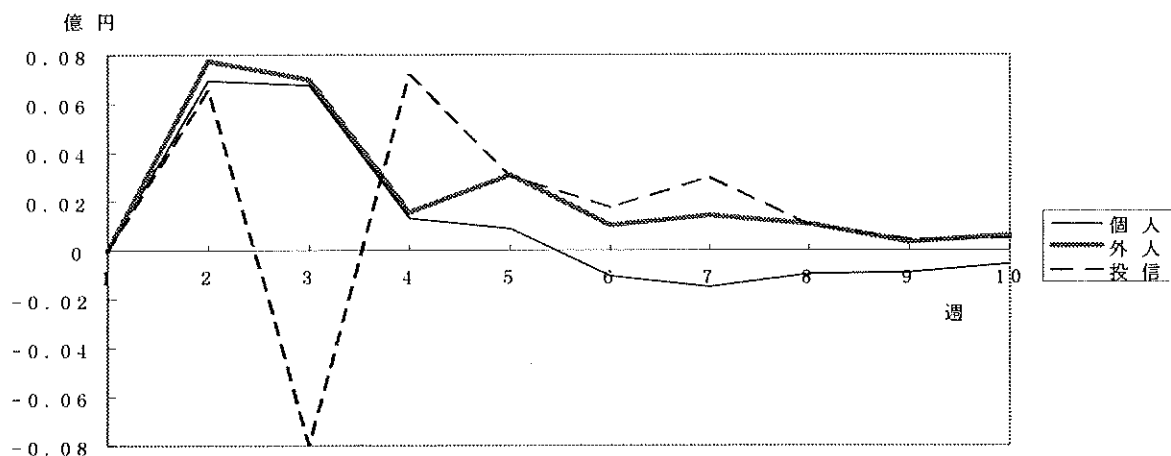


(資料)FRB "Flow of Funds"

日本でも確定拠出型年金の導入が自民党の第4弾の経済対策である「緊急国民経済対策」(98年2月20日)等が出てきており、その資金のかなりの割合が投信に流れることが期待されている。特に株式投信を通じて株式市場への資金流入が注視される。

91年～97年上期の週次の日経平均株価上昇幅、個人、外人、証券、保険、銀行、その他金融、投信、事業会社の各主体の株の買い越し額(東証・名証、大証)のデータからなる多変量自己回帰(VAR)モデルを用いて分析した結果では、分散分解の結果、投信は株価上昇幅、個人買い越し額、外人買い越し額などにより株を買い越すという結果となった。株式市況、個人の株式選好、ベンチマークとなる外人の動向などで投信の資金は株式市場に入ってきている。

図表14 日経平均1円上昇の際の投資家別買い越し額



(資料) 東証、大証、名証資料他

さらに同じフレームのVARモデルのインパルス応答関数を計測し、日経平均株価上昇率と主体別買い越し額を見ると個人、外人などは基本的には順張りの投資となっている。投信は初期は順張りですがその後、逆張りにも転じるが、基本的には順張り投資である。これらの結果から、株価上昇局面では投信資金の株式市場流入による相乗効果が期待できる。日本の株式市場においては金融機関、事業法人の持ち合い解消の中、外人頼みの状況が近年続いている。個人のリスク・テイク能力に限界があるなか、個人金融資産を株式市場に呼び込む有力な手段として株式投信が位置付けられよう。

(3) 収益率と家計

高齢化社会の到来でマクロ的な貯蓄性向が低下し、家計の貯蓄超過が減少すると言われて久しい。

しかし、家計の貯蓄率はバブル期の資産価格の高騰を背景とする旺盛な消費から、消費性向が上昇し、バブル期末期の90年に貯蓄率が10%を切ったものの、近年は12%程度で安定している。

今後も漸減的な傾向が予想されるものの、ニッセイ基礎研究所の中期予測の結果などからは、ビッグ・バンの完了する2001年までには急激な低下は見込まれない。個人の旺盛な貯蓄意欲による個人金融資産の蓄積は続くと思われる。

図表-15 家計貯蓄率の推移

(%)

	88	89	90	91	92	93	94	95	96
家計貯蓄率	11.8	11	9.9	11.2	11.2	11.1	12.5	12	11.6

(資料)経済企画庁「国民経済計算年報」

なお、貯蓄の裏返しである消費への個人金融資産流動化の影響を見ると、投信などへのシフトによる収益率アップは財産所得向上を通じて消費に影響する。

経済企画庁の第5次世界経済モデルの消費関数では実質民間最終消費支出に対する実質家計保有分の純資産の係数は0.00497となっている。

消費関数は自己ラグなどを用いているためにパラメータは実際の影響よりも過小評価されているが、実質家計純資産が1単位(10億円)増加すると実質民間最終消費支出が0.00497単位(約500万円)増加することになる。

名目ベースの家計の利子所得が96年度で約20兆円であることを考えると、投信シフトなどによるわずかな収益率上昇が家計純資産増加に寄与し民間最終消費支出上昇に結びつく可能性があろう。

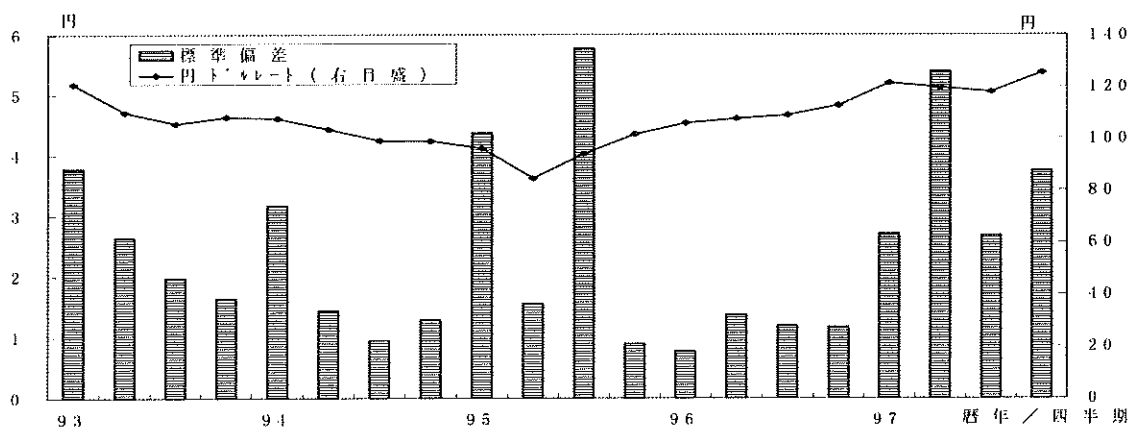
2. 事業法人の資金調達への影響

(1) 外為法改正の影響

外為法改正については当初個人金融資産への影響が大きく報じられたが、むしろ企業金融への影響が大きい。

輸出入決済の7割は外貨建てであり、為替リスクにさらされている。円ドルレートで見ると四半期で標準偏差が5円を越える期もあり、変動リスクは大きい。また、決算要因から変動係数(標準偏差/平均値)が1-3月期に上昇する季節変動要因もある。

図表-16 為替レートと変動



(注) 円ドルレートは東京直物終値の日次データの四半期平均

(資料)日本経済新聞他より作成

為替変動リスクは、為替予約などによってヘッジされている分もあるが全部はカバーしない。外為法改正で居住者間の外貨建て決済が自由化されたことは為替リスク軽減につながる。次にネットィング（債権、債務の相殺）の自由化の影響がある。旧外為法の下でも認められていたが、通産大臣や大蔵大臣の許可が必要だった。97年3月の規制緩和により条件が緩和されたが、外為法改正により、従来以上に自由に行うことができる。

企業の決済効率化の影響は企業の為替リスク軽減をもたらすと同時に、為替リスク決定要因における実需に基づく決済需要要因の寄与を相対的に少なくし、資本取引要因の寄与を相対的に大きくする可能性が大きい。ポートフォリオ・バランス・アプローチに基づく一般的な為替レート推計結果は次の通りである。

図表-17 円ドルレートの推計結果

推計期間	a	t 値	b	t 値	c	t 値	修正R ²	D. W	標準誤差
88:1-97:12	0.002	0.30	-0.266	-10.2	6.433	39.9	0.465	0.119	0.103
89:1-97:12	0.003	0.39	-0.263	-9.70	6.410	38.1	0.464	0.116	0.107
90:1-97:12	0.002	0.20	-0.246	-8.55	6.288	36.6	0.450	0.118	0.107
91:1-97:12	0.012	1.41	-0.202	-6.69	5.991	31.3	0.363	0.091	0.100
92:1-97:12	0.016	1.64	-0.142	-2.86	5.593	17.4	0.166	0.083	0.101
93:1-97:12	0.025	3.16	-0.125	-3.05	5.447	20.6	0.320	0.141	0.081

(注) 推計式 $\text{LOG}(\text{円ドルレート}) = a * \text{日米実質長期金利差} + b * \text{LOG}(\text{累積経常収支}) + c(\text{定数項})$ 推計は月次、日米実質長期金利は10年国債金利-CPI上昇率、累積経常収支は6期前～当期でドル建て

推計期間が最近になるほど、為替レート決定における実需に基づく決済要因を表す累積経常収支黒字の係数が下がり、資本移動を表す日米実質長期金利差の係数や有意性が増加している。これには海外生産の進展やネットィングの規制緩和などにより決済需要が減少する一方で、ヘッジファンドに見られるような投機筋による資本移動の与える影響が大きくなってきたことによる。今後、決済需要要因の寄与はより減少し、為替レート決定要因における資本移動要因による寄与が大きくなる。

さらに、法人も今まで以上に海外預金口座を自由に利用できるようになるために、非居住者に対する決済が、海外にある口座を用いて自由にできるようになる。ネットィングや海外預金の自由化は崩壊しつつあるメインバンク制度や間接金融優位を変える可能性がある。

従来のメインバンクシステムの下では人的交流などのほかに、企業のメインバンクを通じての決済やメインバンクへの預金をモニターすることで、メインバンクは低コストで企業をモニターすることができた。このことが低モニタリング・コストにつながり、社債発行の際の格付け機関などのモニタリング・コストへの優位性につながっていた。しかし、決済が相殺され、預金が海外に流出することで、モニタリング・コストは上昇すると見られる。

役員派遣などの人的交流も株式持ち合い希薄化で資本関係が薄まり、銀行による救済融資など

ができなくなる環境のなかで、従来よりも減少すると見られ、この面からもモニタリングコストが上昇するなど、メインバンク制度の根幹である、低コストの資金融通、株式持ち合いによる買収阻止、もしもの時の救済などの条件が全て崩れることになる。

金融機関の激しい競争は外為手数料削減につながり、この面からも企業金融は効率化しよう。

(2) 資金調達手段の多様化

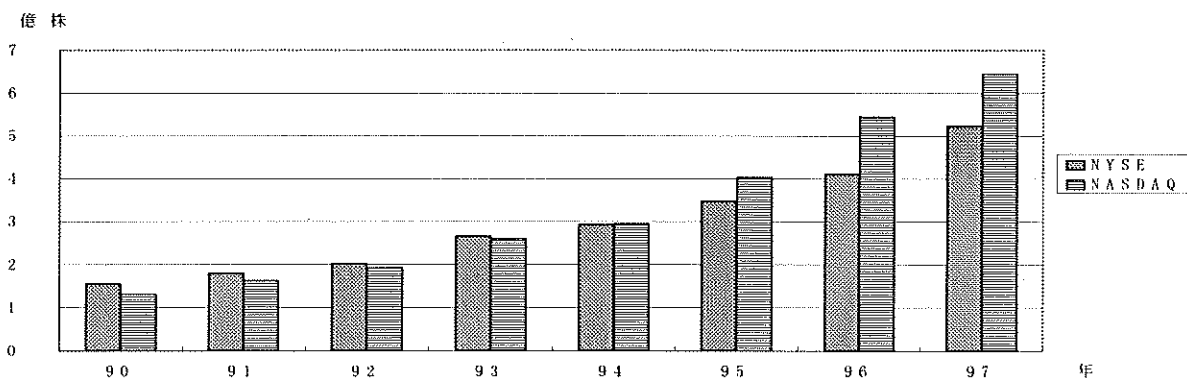
金融ビッグ・バンはモニタリング・コストの面からメインバンクシステムを動揺させ、結果として借入依存度を減らすのみならず、借入代替手段の市場整備、市場への資金供給システムを整備することで直接金融化を進める。

今回の証券市場改革で店頭登録市場での流通面改革がはかられ、97年7月には借株制度が導入された。しかし、店頭市場は依然流動性を欠いたままである。ベンチャー企業向け融資においてはソフトの担保価値の変動の大きさなど間接金融に馴染まない点多々ある。こうした面でもベンチャー企業をファイナンスするシステムとして店頭市場の成長が必要となる。

ここで日本以外の国、米国、英国、ドイツなど各国の中小企業金融の様子を簡単に見てみると次のとおりである。

米国では店頭市場であるNASDAQがニューヨーク証券取引所（NYSE）と比肩する売買高を誇っている。

図表-18 米国株式市場の平均出来高



(資料) ニューヨーク証券取引所、全国証券業協会資料

元祖ビッグ・バンの国、英国でも中小、中堅企業を対象とする証券市場USMが80年に創設され急速な拡大を遂げたがビッグ・バン後の87年のブラック・マンデー後は成長ペースが鈍化した。こうした停滞に危機感を持ったロンドン証券取引所はこれに代わる市場として95年にAIMを開設した。このように、英国のビッグ・バンのように証券市場改革のみでは、中小金融のファイナンスは必ずしも進まない。

その点、日本と同じように間接金融優位であったドイツでも 99 年の欧州通貨統合に向け 96 年に経済改革案の柱の一つとして証券市場改革、投信改革が打ち出されている。また、97 年 3 月に新興企業向けのノイア・マルクトが新設されている。ただし、ドイツでは株式会社そのものが多くなく、市場規模は十分でない。

これに対して日本でも東京店頭市場機械化システム（JASDAQ）が稼動し始めているが、活動は低迷している。「貸し渋り」にもかかわらず、中小企業の直接金融化は遅れている。日本の投信に占める株式投信と公社債投信の割合は 90 年にはほぼ 3 対 1 の割合だったが、97 年にはその逆になっている。今回の改革で店頭株を含む株式市場に投信資金が流入することが期待されている。

投信には格付けの低い債券に投資するものもある。米国ではジャンク債をまとめた投信が人気を集めている。ジャンク債型の投信は値動きが逆になるような債券を組み合わせることでリスクを軽減している。

投信経由で店頭株、ジャンク債のような流動性、価格変動リスクの高い商品に本来入りにくい個人資金が入ることが可能になり、中小企業金融に厚みが増すことになる。

3. 金融機関の変化

(1) 金融機関の範囲の経済性

伝統的なメインバンクシステムが崩れ、リスク・テイクをして貸出を行う能力が低下している金融機関は例えば投信販売などのほか、業務進出や、逆に不採算分野からの撤退などの業務リスクが避けられない。そこで重要な概念は「範囲の経済性」である。

範囲の経済性とは「複数の業務分野にわたり生産要素を共通利用することで費用（収入）を小さく（大きく）すること」と定義できる。範囲の経済性があるとき、生産物 Y_1 , Y_2 , Y_3 の時最小費用 C を (Y_1, Y_2, Y_3) に対応させる費用関数は以下の通りである。

$$C(Y_1, Y_2, Y_3) < C(Y_1, 0, 0) + C(0, Y_2, 0) + C(0, 0, Y_3)$$

このような関係になる場合に費用の範囲の経済性があるという。

80 年代から 90 年代初頭にかけて銀行と証券の相互参入問題、いわゆる銀証問題への示唆を得ることを目的として範囲の経済性の分析が盛んになった。

当時の分析では貸出業務とディーリングなど有価証券業務に範囲の経済性があるという結果が一般的であり、銀証相互参入の一つの理論付けになった。

その後、銀行の証券子会社形式での証券参入などが実現するなど現実の相互参入が進んだものの、事態に進展がなかったために、この問題の分析は下火になった。しかし、相互参入や新規参入の進む金融ビッグ・バンにおいてはやはり、この「範囲の経済性」を発揮し得るかが重要になる。

ここでは木下・太田(1991)、和合・伴(1995)などを参考に資金、実物資本、人を生産要素として、トランス=ログ型コスト関数を用いて97年3月決算期の都長銀(信託兼営の大和を除き、拓銀は含む)データで推計を行い分析を行った。

(生産物)

Y_M 貸出金収益 : 貸付金利息+手形割引料+有価証券利息・配当金

Y_K 手数料収益 : 受入手数料

Y_L ディーリング益 : 商品有価証券売買益+外為売買益+その他受入利息

(要素価格)

P_M 資金調達価格 : 資金調達支出/調達費用平残

P_K 実物資本価格 : 土地建物機械賃借料/建物面積

P_L 人件費価格 : 人件費/従業員数

以上から作成される費用関数を1次同次、対称性などのパラメータ制約を課して要素投入価格に関して偏微分して得られるトランス=ログ型コスト=シェア関数は以下の通り。

$$S_M = A_M + B_{MM} * \text{LOG} (P_M / P_L) + B_{MK} * \text{LOG} (P_K / P_L)$$

$$S_K = A_K + B_{MK} * \text{LOG} (P_M / P_L) + B_{KK} * \text{LOG} (P_K / P_L)$$

$$B_{KM} = B_{MK}, \quad B_{ML} = B_{LM}, \quad B_{KL} = B_{LK}$$

$$B_{LM} = -B_{MM} - B_{KM}$$

$$B_{LK} = -B_{MK} - B_{KK}$$

この B_{MK} 、 B_{LM} 、 B_{LK} といったクロス項の符号条件を推計して負になるかを検証することで費用の範囲の経済性があるかがわかる。

(推計結果1)

$$S_M = 0.495 - 0.042 * \text{LOG} (P_M / P_L) - 0.024 * \text{LOG} (P_K / P_L)$$

(2.265) (-0.977) (-3.232)

決定係数=0.055、標準誤差=0.070

$$S_K = -0.133 - 0.024 * \text{LOG} (P_M / P_L) - 0.006 * \text{LOG} (P_K / P_L)$$

(-1.871) (-3.232) (-0.529)

決定係数=0.473、標準誤差=0.012

$$B_{LM} = 0.030$$

$$B_{LK} = 0.066$$

以上の結果からは貸出業務と手数料業務に範囲の経済性があるが、貸出業務とディーリング業務、手数料業務とディーリング業務の間に範囲の経済性は働いていない。

通常、範囲の経済性を貸出業務と他の業務に関して発揮し得るのは、貸出業務を行う際に審査を行いその情報を他の業務に生かし得る、また決済情報など他の業務の情報を貸出業務に生かせるからという「情報の共通利用性がある」という理由が最も大きいと考えられる。

例えば預金で得た情報が貸し倒れリスクの軽減などに役立ち、審査コストを削減するならば預金業務と貸出業務には費用の範囲の経済性があることになる。

かつての銀証問題が議論されたときと異なり、貸出業務が不良債権を抱えて情報生産能力が落ち、ディーリング業務とのファイア・ウォールも確立された中で、範囲の経済性は発揮されにくい。人材的にも両業務、特にディーリング業務のスペシャリスト化が進んでおり、人材の共有化による範囲の経済性は発揮しにくい。

反面、貸出業務と手数料業務との間に範囲の経済性を発揮しているのは店舗、人的資源などの共通資源を持つことによる。また、手数料業務とディーリング業務の間に範囲の経済性がみられないのは、やはり、貸出業務との関係同様、人的資源の共通化等メリットがないことによる。

計測結果のインプリケーションを考えると、金融ビッグ・バンにともない銀行が単に業務範囲を拡張しても必ずしも有利の結果を生まないことを示唆している。

それまでのコアの業務と新規業務に範囲の経済性を発揮し得るような新規参入ができるかが、逆に業務間に範囲の経済性を発揮し得ない場合に業務リストラをして絞り込みを行えるかが、金融ビッグ・バンにおける銀行の将来に影響する。

(2) 機関投資家のビジネスチャンス

範囲の経済性は先に計測した銀行のように、生命保険のような機関投資家にも働き得る。現在既に一部の保険会社が投信の店舗貸し販売に参入するなど、新業務への参入の動きが見られる。また、持ち株会社形式で信託業務、証券業務などに参入するという予想もある。保険会社の場合、その生産物を保険料にするか、契約件数にするか、契約高にするかは論議がある。保険会社の生産物を契約高にした計測例⁽¹⁾では保険会社の保険業務と資産運用業務に範囲の経済性があるとしている。これは保険業務によって得た情報が資産運用を有利にし運用収入を高める可能性などが理由として指摘されている。

機関投資家にとって金融ビッグ・バンは既存業務分野でさらに範囲の経済性を発揮すると同時に、新規業務への参入チャンスをもたらす。新規業務参入を考える上で、多くの有価証券を保有

⁽¹⁾ 茶野努 (1997)「国際競争時代の日本の生命保険」では1976年度～1989年度までのデータを用いてトランス・ログ生産関数を用いて検証している。

し取引しているという事実は機関投資家にとり重要である。株主としてコーポレート・ガバナンスを強めたりするほかに、カストディー業務やPTS（私設取引システム）の設立への関与なども業務内容として検討に値する。

ドイツ銀行は93年以降カストディー業務に本格参入し、取扱い高は年間4,500億ドルまでになっている。日本においてもいくつかの機関投資家の参入が予想される。カストディー業務は採算にのるまで期間を要するが、逆に証券などを預かってもらう手数料を節約できる。

PTSは私設市場とも言われるが、証券取引所以外のもので運営する電子取引ネットワークを指す。米国では多くの機関投資家が直接参加している。米国ではNYSE上場株の1.4%、NASDAQ上場株の15%(93年上半期)がPTSで取引されている。PTSについては取引所とみなすかは各国によって取扱が異なっている。日本でも97年6月の証取審報告書で取引所集中義務の撤廃が打ち出され、PTSのあり方についても証取審の市場整備部会を中心に議論が進んでいる。

PTSは既存取引所の終値などを利用するなど価格形成コストが安く、大口取引に絞ることで取引コストを削減するなど既存取引所を脅かしている。機関投資家はPTSを利用することで安く取引すると同時に競争関係にある既存取引所を牽制することができ、取引コスト削減に役立てることができる。また機関投資家が既存の取引所で注文を出すことで仲介者に情報を利用されることを防ぐため、PTSで注文を見ることができる対象を絞って取引するなどの効用もある。

日本での議論ではPTSは高い価格形成機能を持つ場合には取引所としての規制を受けるべきだが、認可業務としてはどうかという方向で議論が進んでいる。

証券会社の場外取引や市場とPTSの概念の相違は曖昧になっているが、機関投資家の新しいビジネスチャンスの一形態であることは間違いないところであろう。

さらに、金融ビッグ・バンは機関投資家にとり、運用効率を高めるチャンスでもある。米国では401Kプランなどの確定拠出型年金の相当割合が投信で運用され、高いパフォーマンスを挙げている。日本でも今後、様々な形態での運用も可能になり、運用機関の評価も進むことから、自らも評価されることも含めて機関投資家の運用効率化が進もう。

4. 政府セクターと金融ビッグ・バン

金融ビッグ・バンは基本的には財政構造改革とセットで行われる。その他、財政投融资や日銀の改革など政府セクターも巻き込んだ改革である。

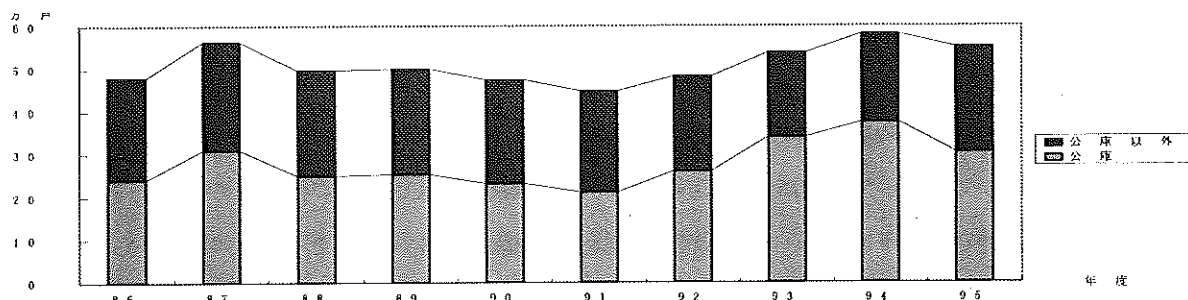
(1) 財政投融资の存在

財政投融资制度は第二の予算と言われるように入口の郵便貯金、簡易保険、年金等から、中間に位置する資金運用部、出口の政府系金融や各種公団までの巨大なシステムである。しかし、民間金融機関が激しい競争に入ろうとしているなか、政府系金融機関や郵便貯金も変貌せざるを得ない。

財政投融资を巡る問題は入口の郵便貯金に対する民間金融機関の批判を中心に長年なされてきた。ビッグ・バン関連の各投信に先駆けて産業構造審議会産業資金部会の産業金融小委員会の中間報告書ではビッグ・バンの市場メカニズム発揮のためには公的金融の原資についても市場においての公正な競争を行うことが必要と政府側の審議会の立場でも金融ビッグ・バンのために財政投融资改革が欠かせないという立場を明らかにした。その後、資金運用審議会で財投機関債や財投債の発行の考え方が示されるなど改革へ向けて動き始めている。

民間金融機関は今後、範囲の経済性なども見極めながら、逆に不採算分野から撤退し、地域金融に特化したり、個人金融に注力したりする機関が出てくるものと思われる。その際に収益性の高い住宅ローンに住宅金融公庫が大きな位置を占め続けるなどの事態は避けなければならない。この点では財政投融资のプレゼンスが下がることが期待される。

図表-19 持ち家に占める住宅公庫



(出所)「財政投融资の将来」研究会報告書

逆に金融ビッグ・バンの過渡期において、直接金融化が進む過程で、金融機関の貸出におけるリスク・テイク能力が下がる場面では中小企業に対する資金供給能力が低下する局面も予想される。直近の貸し渋り対策でも政府系金融機関の中小向け貸出は大きな役割を担っている。この面ではプレゼンスを高めることが期待される。

財投債、財投機関債のあり方は債券市場の価格形成過程に大きく影響しよう。政府セクターでその多くを保有すれば、財投システムの財政節度が失われるし、逆に民間で保有インセンティブが働くように財投機関債発行機関が業務を拡大すれば、民業圧迫の危険がある。資金運用審議会答申では財投機関債の発行条件整備、財投債の発行額の国会議決対象化など歯止めを言及している。

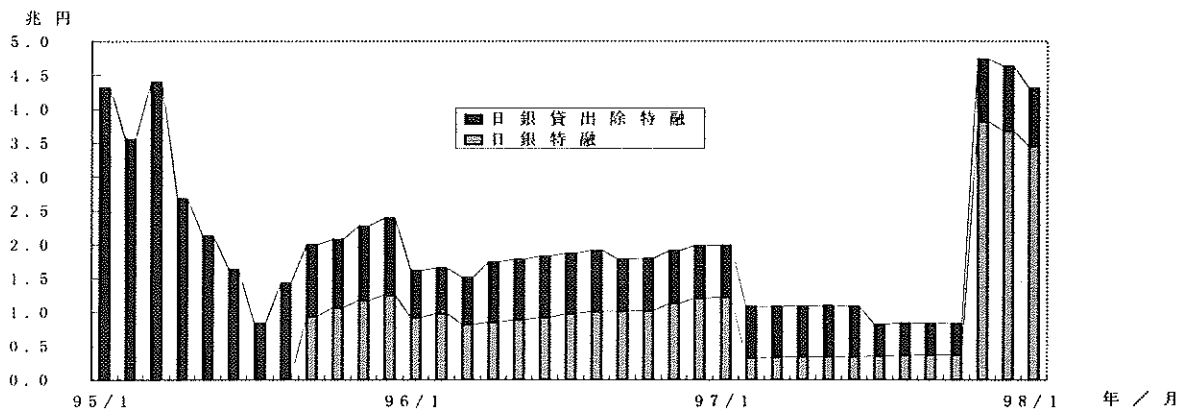
(3) 日銀法改正の影響

金融ビッグ・バンの遂行にあたり、金融の基本法である日本銀行法も半世紀ぶりに改定され98年4月から改正日銀法が施行される。これによる日銀の改革も金融ビッグ・バンの重要な一角を占める。今回の改正で最も重要なことは政策目標の一層の明確化、主務大臣による一般監督権の

消滅や総裁の地位強化などによる日本銀行の独立性の向上があった。改正された日銀法は法律自体は独立性を増し、物価上昇や長期金利上昇に対してより抵抗力を持つものとなっており（次頁参照）、金融ビッグ・バンを側面支援する形となっている。

さらに、改正法では日銀の銀行監督政策への関与が明確化された。日銀考査の法定化で銀行監督者としての日銀の責任が明確となった点は評価できるが、同時に派生的機能である銀行監督政策の遂行状況から、本来の機能である金融政策全般への信頼性を損なう危険を内包することとなった。また、金融機関の経営状況を知り、責任をもつことが、金融引き締め政策を取りにくくする懸念もあろう。

図表－20 日銀貸出の推移



(資料)日本銀行「経済統計月報」

日銀貸出は長い間、金融調節の中核的存在であったが、95年7月7日の短期金利の低め誘導決定以降は短期市場金利が日銀貸出の金利である公定歩合を平均的に下回るようになったために、通常の日銀貸出は市場で資金が取れない金融機関を中心に行われている。さらに95年秋からは夏場の信用組合や第二地銀の経営破綻から日銀特融が復活している。

新日銀法が施行される以前の97年11月には大手証券会社、準大手証券会社、都銀の経営破綻が続出し、つなぎ資金の名目で、その後の法律改正で政府保証がつけられることになったが、政府保証なども決定しないままに3.8兆円もの日銀特融が行われた。

現行法25条に「信用制度ノ保持育成ノタメノ業務」と曖昧に規定されていた日銀特融は、改正法38条では「最後の貸し手」としての機能を明確にする形で、具体的に規定された。短期には回収しきれない債権をどうするか、日銀自体の財務内容を悪化させずにどのように行うかなど問題は多い。無制限の特融等は、貨幣の膨張と日銀の財務内容の悪化を通じた信頼性低下で、目的の理念である物価安定との関係に矛盾を生じるものであり、問題と考えられる。

(参考)

中央銀行の独立性を定量的にみることは難しいが、手段としては中央銀行独立性指数というものがある。中央銀行独立性指数とは各国の中央銀行の独立性を総裁の地位の強固さなど様々な項目で採点し定量化した指数である。代表的な中央銀行独立性指数としては Cukierman 他¹⁾の開発した指数がある。その採点項目に従い新旧の日本銀行法について独自に採点してみると以下の通りとなった。

図表-21 日本銀行の中央銀行独立性指数得点表

大項目	小項目	旧日銀法	新日銀法
(1) 最高責任者 ①*0.25+②*0.25+③*0.25+④*0.25		0.52	0.65
	①総裁の任期	0.50	0.50
	②誰が任命するか	0.25	0.25
	③解雇	0.83	0.83
	④政府内での兼務	0.50	1.00
(2) 政策決定 ①*0.25+②*0.5+③*0.25		0.17	0.27
	①金融政策の立案者	0.67	0.67
	②対立時の最終決定者	0.00	0.20
	③政府予算への発言権	0.00	0.00
(3) 政策目標	政策目標	0.00	0.60
(4) 政府への無担保貸出	政府への無担保貸出	0.00	0.33
(5) 政府への有担保貸出	政府への有担保貸出	0.00	0.00
(6) 貸出条件決定	貸出条件決定	0.33	0.33
(7) 潜在的借り手	潜在的借り手		
(8) 信用供与制限	信用供与制限		
(9) 信用期限	信用期限	0.00	0.00
(10) 金利規制	金利規制	0.25	0.25
(11) 国債 Primary Market への参入	国債 Primary Market への参入	0.00	0.00
総計		0.18	0.37

(資料) Alex Cukierman, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti (1992) "Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes" The World Bank Economic Review 92vol6

採点者の恣意性は強く残るが中央銀行独立性指数は「0.18」から「0.37」に0.19上昇する。

中央銀行独立性指数とインフレ率(CPI)についてOECD加盟国の内16カ国(オーストラリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フランス、ドイツ、イタリヤ、日本、オランダ、ノルウェー、ニュージーランド、スペイン、スウェーデン、スイス、イギリス、アメリカ)の3局面(1960-71, 1972-79, 1980-89)のパネル・データで推計すると次の通りとなった。

(推計結果2)

$$CPI \text{ 平均上昇率} = -8.395 \times \text{中央銀行独立性指数} + 9.717$$

$$(-3.066) \qquad (9.406)$$

$$\text{自由度修正済み決定係数} = 0.359, \text{標準誤差} = 1.713 \quad () \text{ 内 } t \text{ 値}$$

中央銀行独立性指数が高い方が物価上昇率が有意に低いという結果になった。この推計はインフレ期を含むため過大に推計しているが、0.1 程度独立性指数が上昇すると世界の先進国の例からは長い単位で見れば各局面で平均 0.8%程の物価押し下げ要因となることを示す。

さらに、長期金利と中央銀行の独立性の関係を定量的に推計した。英国の労働党が総選挙に勝利した後の蔵相声明でも中央銀行改革の理由のところで競争国よりも高い長期金利を中央銀行の独立性、信頼性と関連付けている。一般に独立性のない中央銀行では先に見たようにインフレ的になりやすいほかに、国債の安易な引受などが行われ需給面からも長期国債市場が崩れやすい。

データ制約から先述のOECD加盟中 16 カ国のうち9カ国（ベルギー、カナダ、フランス、ドイツ、イギリス、ニュージーランド、スイス、イギリス、アメリカ）の3局面（1960-71, 1972-79, 1980-89）のパネル・データで推計をすると以下の通り。

（推計結果3）

$$\text{代表的長期金利} = -6.790 \times \text{中央銀行独立性指数} + 11.038$$
$$(-2.302) \qquad (8.987)$$

$$\text{自由度修正済み決定係数} = 0.349、\text{標準誤差} = 1.452 \quad () \text{内 } t \text{ 値}$$

これも自由度不足ではあるが中央銀行の独立性が高い国の方が有意に代表的な長期金利が低いという計測結果となった。0.1 中央銀行独立性指数が上昇すると 0.7%程度、長期金利の下押し要因となるという結果となった。

それぞれのパネル・データの推計は各々の国の期間の平均値でクロス・セクションの分析をするビットウィーン法による。しかし、定数項が確率変数となる変量効果推計でも中央銀行独立性指数はインフレ率、長期金利に対して有意に負となった。

中央銀行の独立性が増加するとインフレ率や長期金利が抑えられるのは、独立性が増加することで、政府の圧力により、景気拡張的な金利政策をとったり、金融機関救済のために過剰流動性を生まないからである。その意味で金融ビッグ・バンの敗者退出にともない、過度に中央銀行が傷つき、通貨価値が損なわれないようにするために必要な法律改正であったといえる。

5. 貯蓄—投資バランスからみた金融ビッグ・バン

金融ビッグ・バンの個人、事業法人、金融機関、政府セクターなど各経済主体に対する影響を個別に見てきた。各セクターの貯蓄—投資バランスの相互関係からマクロ的に理解するとどうなるであろうか。金融ビッグ・バンの完成の目安時期とされる 2001 年頃までの中期で考えてみる。

一般にマクロの貯蓄—投資バランスは事後的に次の恒等式によって表される。

$$(\text{民間貯蓄} - \text{民間投資}) + (\text{政府貯蓄} - \text{政府投資}) = (\text{輸出} - \text{輸入})$$

→民間貯蓄超過+政府財政黒字=国内貯蓄超過=貿易収支黒字=対外純投資

この影響の因果関係の方向性は貿易収支黒字があるから富が蓄積されて国内が貯蓄超過になるのか、国内が貯蓄超過だから貿易収支が黒字になるのかは論争があり、不明である。

96年度の日本経済でみると民間が29.5兆円の貯蓄超過、一般政府が20.7兆円の赤字、海外部門が6.9兆円の黒字、統計上の不突合が1.9兆円というバランスになっている。特に非金融法人が貯蓄超過になるなど、国内で貯蓄超過を使い切れず、海外に資金が流出している。国内投資機会が少ないという考え方もできるが、中小企業を中心にファイナンスできない故に潜在的な投資意欲が損なわれた例も多いと考えられる。

現在、足もとでは財政措置をとまなう景気対策が求められているが、財政構造改革下で中期の財政収支は改善方向に向かう、ないしは政府の投資は抑制されると見られている。そこでビッグ・バンにより投資機会に見合うファイナンスがされれば、潜在的な投資需要が掘り起こされる可能性はある。その場合は政府投資超過の縮小は民間の投資増加で相殺され、貿易収支黒字は増大せず、その裏返しである対外への資金流出は小幅となる。

逆に財政構造改革下でビッグ・バンによる直接金融化が進まず、「貸し渋り」などにより潜在的投資需要が減退するなどの場合、景気への悪影響が予想され、国内で有利な投資機会がないまま政府貯蓄のみならず、民間貯蓄も増加し、国内貯蓄超過幅は大きくなる。所得が伸びず、輸入が増えず、輸出に流れるなか、貿易収支黒字が膨らみ、その背景として海外への資金流出は外為法の改正による海外預金の増加、外貨建て資産の増加などに後押しされる形で大きくなる。

どちらのパスも為替レートの調整機能が働くために前者の場合は円高による輸出減退、後者の場合は円安による輸出促進などにより、バランスは中和されるが、そこに向かうパスが異なることにより、中期的な金融システム改革のあり方は異なることになる。

なお、前者のパスで財政構造改革が頓挫した場合は政府部門のバランスは悪化するが、クレンジングアウト効果により民間の貯蓄超過幅が大きくなるかによって、国内の貯蓄超過幅が縮小するかは異なる。この場合国債市場がより大きくなることにより、社債市場の円滑な発展に支障をきたす、国債関連商品が多くなるなどビッグ・バンがやや異なる様相になる可能性がある。

Ⅲ. 残された課題

既に、98年4月の外為法改正を待たずに走り出している金融ビッグ・バンであるが、多くの課題が残っている。その全てを挙げることはできないが、ここでは代表的な問題点をチェック・ポイントとして断片的に挙げてみた。

1. 税制の問題

ビッグ・バンの動きに合わせて98年度税制改正で有価証券取引税が半減となった。99年末に向けて撤廃の方向である。これはビッグ・バンの大きな目的が東京市場の相対的地位の上昇であることを考えれば当然である。

ただし、ビッグ・バンの影響は証券取引の税制のみならず、社会全般にわたり、その事情に見合った税制改革が求められる。企業の資金調達で借入が有利だったことは配当課税と法人税の二重課税や、法人実効税率が高いことなども絡む。持ち株会社化は連結納税問題を解決しなければならない。また、海外預金が自由化されるなど資金の補足が難しくなることは必然的であるが、住民基本台帳などを転用して所得を補足することはコストも高く、プライバシー保護の観点からの反対も多い。海外への個人金融資産流出は所得税や資産課税とも絡み、総合課税か分離課税か、税率を海外との相対関係からどうするか、代替財源をどうするかなど、社会的なコンセンサスを求めながら決めなければならないことが多い。時価主義会計など国際会計基準をにらみながら、時価評価したものへの課税をどうするか決めなければならない。しかし、税制はそれぞれが既得権と大きく結びついているために改正するのは容易ではなく、ビッグ・バンの一応の完成の目安時期が2001年とされているのに対して税制改革には時間を要しそうである。

2. 敗者退出の問題

ビッグ・バンで金融業への参入が自由になるかわりに、競争に敗れた敗者の退出のあり方も問題となる。この考え方としては早期是正措置のような事前措置と、預金保険機構の預金者保護のための一般勘定、特例業務勘定のようなセイフティーネットの問題がある。

一般的には事前措置で敗者を退出させる方が、事後的な措置よりは経営の悪化度合いが少なく、社会的コストも小さくて済む。しかし、事前的措置は導入時にその業界全体が事前的措置のクリアに向けて動くために、初期費用がかかる。早期是正措置を巡り自己資本比率4%をクリアするために貸し渋りが起きたとする説が97年暮れには有力となった。しかし、93年3月以降にBISの自己資本比率規制の対象となっている金融機関も貸出を伸ばしておらず、自己資本比率が原因と言うよりは、早期是正措置導入にともなう、自己査定を開始が金融機関が問題債権を生み出すことに過度に慎重になる結果を生んだと考えられる。これなどは事前的措置導入にともなう初期

費用の例である。

事前的措置に関してはその導入途上のクリア状況が市場に明らかになった段階で市場が退出を促すことがある。これが事後的措置のコストを一時的にかえって増加させることもあり得る。早期是正措置の導入にあたっては 96 年 12 月の中間報告で国内基準を修正する際に自己資本比率の分母をそれまでの総資産からリスクアセットに変えることや劣後債務を分子に参入できるなどの慮がなされたものの、自己査定の出に与える影響を軽視した点がある。事前的措置導入時の社会的コストを睨みつつの弾力的運用が望まれる。

預金保険機構内の預金者保護のための勘定や証券業界の寄託証券補償基金のようなセイフティ・ネットは事後的措置である。

事後的措置はどこまで何を保護するか判断基準が難しい。97 年 11 月には都銀、大手証券の連続破綻の余波から緊急措置として 2001 年 3 月末まで預金等が保護されることになったが、預金保護の上限が明記されていない他、金融債など対象商品の範囲もわからない。緊急措置があけて、預金保護を理由に高利回り商品売り込むなどのモラル・ハザードを防止することが重要である。

また、98 年 2 月成立の金融システム関連 2 法案で預金保護だけに最大 17 兆円の公的資金が導入されることになったが、証券、保険など総合的な保護のあり方については議論のないままである。

既存のものだけでなく、新しく認められる私募投信のようなものについても退出ルールを整備することが必要であろう。

3. 投資家保護の問題

投資家保護の問題は退出の事後的問題とも絡むが、より一般的な金融サービス取引が複雑になっていくなかで、消費者、投資家を如何に保護するかという問題がある。

現行法は銀行法や証券取引法で規制されているが、商品や不動産からむの金融商品はまた異なる法律で規制されている。関係官庁もまたがり、今後の商品の複雑化に対応しにくい状況である。

関係官庁の勉強会的位置づけとして「新しい金融の流れに関する懇談会」が 97 年 7 月以降開催され、こうした問題について話し合われている。

今後、金融商品の複雑化の中で勧奨者側と消費者や投資家の間の情報の非対称性が大きくなると予想され、情報のある「プロ」と情報のない「アマ」の峻別が求められている。

インターネットでの宣伝が勧誘にあたるかなど媒体の問題がある。

英蘭銀行ではアマ中心のリテイルとプロ中心のホール・セールを峻別している。その上で、アマを中心に金融サービス法で守られている。

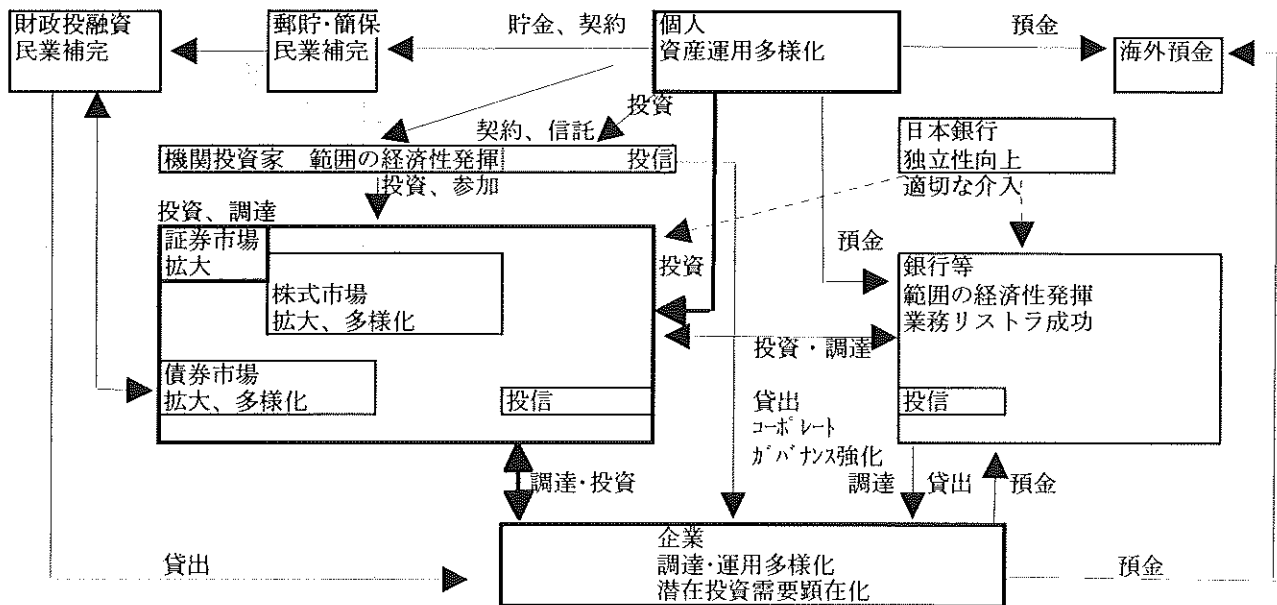
日本でも投資家の自己責任原則は確立しつつ、情報弱者は守られる必要がある。また、業態間のサービスの境界が証券総合口座や金利感応型の保険など、曖昧になってきている。業態間の相違に関わりなく、情報弱者を守る投資家保護のあり方が求められている。

ま と め

本稿ではビッグ・バン全体を鳥瞰視し、それぞれの経済主体との関わりや問題点をみてきた。日本経済は個人の豊富な金融資産が預貯金の形で銀行、郵便貯金に流れ、それが貸出に回って事業法人をファイナンスしていた。銀行が決済、預金、人的交流などの銀行との日常取引を通じて、モニタリング・コストを削減し、メインバンク・システムが維持されるなど、間接金融優位となっていた。

しかし、世界的潮流から東京市場の相対的地位を保つ、あるいは向上させるためには、外為法の改正を余儀なくされ、為銀主義の撤廃は外国為替業務への他産業の参入を促進する。またネットィング、外貨決済など決済システムの変化はモニタリングを難しくし、メインバンクシステムを揺るがす。銀行側も収益率向上、自己資本比率向上を求められるなかで、これまでのような救済融資などはしにくく、業務の多様化、逆に絞り込みのなかで企業との関係は希薄化し、持ち合いや人的交流も解消していくであろう。社債市場も発達し、間接金融偏重の理由は薄れている。しかし、直接金融の間口は未だ狭く、事業法人の資金調達に「貸し渋り」のなか、困難を極めている。ビッグ・バンはこうした流れを変えるものである。

図表-22 ビッグ・バンの成功したケース



(注) 矢印は資金の流れ、太い方が因果関係が大きい

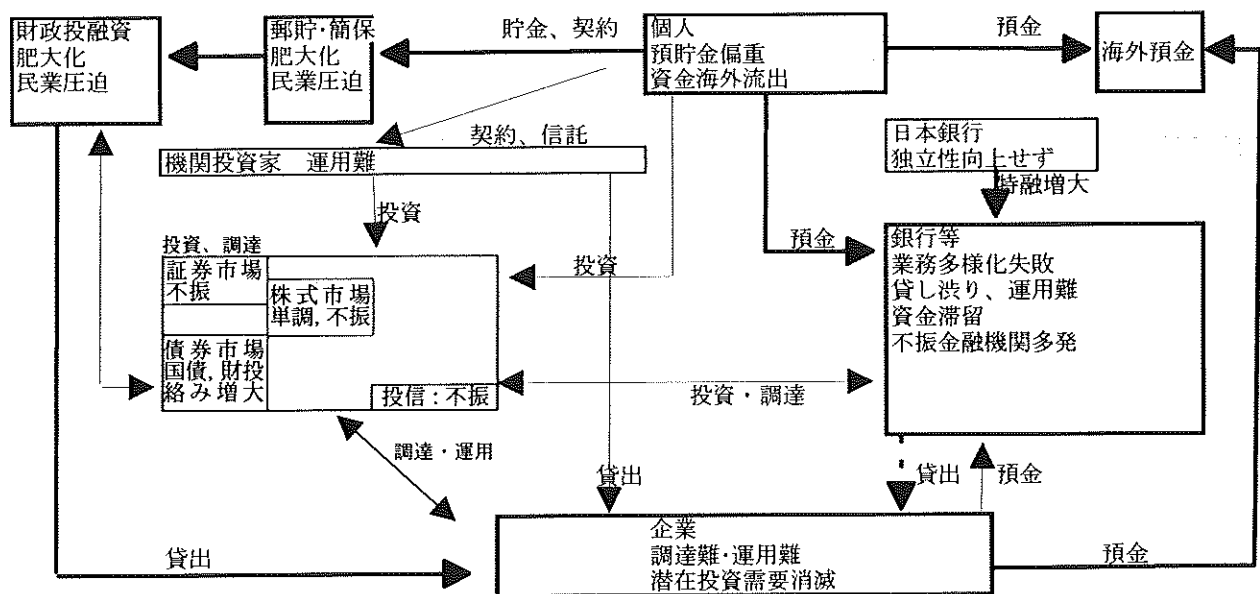
(資料) 証券取引審議会資料などをもとに筆者作成

ビッグ・バンによる証券市場改革、販売チャネルの多様化は、個人金融資産を投信などを通じて産業金融のファイナンスに流すことに有用である。投信はこの数年外人以外に有力な買い手がいなかった株式市場に個人資金を流す手段でもある。また、店頭株型、ベンチャー型、ジャンク債型など、それまで手薄だった中小企業金融を補完することで、国内の潜在的投資を顕在化させる。財政構造改革のなかで政府部門の投資超過が減じ、経済構造改革で潜在的国内投資機会が増える方向性のなかで国内の潜在的投資需要を引き出せば、海外摩擦も減じる。また、チャネル多様化の中で金融機関、機関投資家にはビジネスチャンスをつかむために範囲の経済性の発揮が必要である。

ビッグ・バンが失敗した時には、国内の潜在的民間投資需要がファイナンスされず、国内に投資機会が見だしにくいなかで、資金は海外に向かおう。外為法改正は資金の流出を促すのみに終わり、東京市場の活性化にもつながらず、円も国際化しないというシナリオになりかねない。

ビッグ・バンを成功裏に終わらすためにも税制、敗者退出のルール、投資家保護の法整備などを進め、高齢化社会に至る前の日本国内のインフラを整備する必要がある。

図表-23 ビッグ・バンの失敗したケース



(注) 矢印は資金の流れ、太い方が因果関係が大きい

(資料) 証券取引審議会資料などをもとに筆者作成

主要参考文献

(書籍)

- 岩田一政、深尾光洋編(1998)「財政投融资の経済分析」日本経済新聞社
- 井出正介、大場昭義(1997)「資産運用ビッグ・バン」東洋経済新報社
- 川北英隆(1997)「財政投融资ビッグ・バン」東洋経済新報社
- 忽那憲治(1997)「中小企業金融とベンチャー・ファイナンス」東洋経済新報社
- 茶野努(1997)「国際競争時代の日本の生命保険業」東洋経済新報社
- 高月昭年(1997)「改正外為法」金融財政事情研究会
- 田尻嗣夫(1997)「中央銀行危機の時代」日本経済新聞社
- 堀内昭義、吉野直行編(1992)「現代日本の経済分析」東京大学出版会
- 藪下史郎(1995)「金融システムと情報の理論」東京大学出版会
- 米澤康博(1996)「株式市場の経済学」日本経済新聞社
- ロンドン資本市場研究会編(1997)「機関投資家と証券市場」日本証券経済研究所
- 和合肇、伴金美(1995)「TSPデータによる経済データの分析(第2版)」東京大学出版会

(論文)

- Alex Cukierman, Steven B. Webb, and Bilin Neyapti(1992)“Measuring the Independence of Central Banks and Its Effect on Policy Outcomes”The World Bank Economic Review 92vol6
- 相沢幸悦(1997)「書評『貸借対照表能力論の展開』証券経済研究所「証券経済研究 97.11」
- 井上道広(1998)「投資信託の現状と今後の課題」東京証券取引所「証券 98.1」
- 木下貴雄、太田誠(1991)「日本の銀行業における範囲の経済性、規模の経済性および技術進歩 1881-1988年度」大蔵省「ファイナンシャルレビュー 91.11」
- 佐賀卓雄(1997)「米国商業銀行の投資信託販売について」証券経済研究所「証券経済研究 97.3」
- 佐賀卓雄(1997)「銀行の投資信託販売について」証券経済研究所「証券経済研究 97.5」
- 清水葉子(1997)「アメリカの私設取引システム(PTS)と市場間競争」証券経済研究所「証券経済研究 97.5」
- 高橋智彦(1997)「改正日銀法の意義と今後の課題」ニッセイ基礎研究所「ニッセイ基礎研 REPORT97.9」
- 竹内文則(1998)「改正外為法の衝撃」QRI REPORT98.1
- 田中宏(1997)「日独証券市場改革の比較」山一証券経済研究所「YRI証券月報 97.10」
- 藤本裕(1996)「中央銀行独立性指数について」日本銀行金融研究所「金融研究」第15巻第1号
- 藤本裕(1996)「中央銀行独立性指数を用いた経済分析の再検討」日本銀行金融研究所「金融研究」第15巻第1号
- 二上季代司(1997)「証券取引所とPTS」証券経済研究所「証券経済研究 97.3」