

株式市場の現状と改革の方策について

平成 13 年 4 月 2 日
本 間 正 明

※ 本資料は、経済財政諮問会議・株式市場活性化検討プロジェクトにおける議論を踏まえ、本間議員により取りまとめられ、平成 13 年 4 月 2 日の経済財政諮問会議に提出されたものである。本資料は、同月 6 日の緊急経済対策取りまとめ後に公表された。

株式市場の現状と改革の方策について（概要）

平成 13 年 4 月 2 日

本 間 正 明

I はじめに

現在の株式市場の問題は、戦後の経済発展の中で形成された経済社会システムを 21 世紀に求められる新たなシステムへと再構築する過程で発生している現象である。この問題は、株主、経営者、従業員ばかりでなく、株を持っていない国民の一人一人にとっても大きく関わっている。株式市場を思い切って改革し、正常な姿とすることは、日本経済の新たな出発の条件を整えることである。

そのために先ず何よりも重要なことは、企業自らが、経営を効率化して付加価値を高めることである。株式市場の透明化、市場参加者の意識と行動の改革も重要である。政府は、構造改革を推進するとともに、必要な市場環境の整備に向けて大胆に取り組む必要がある。この結果、日本の将来に対する自信と確信をもつことができるであろう。

II 今なぜ株式市場改革が必要なのか－新たな出発のための条件整備－

1. 金融システムの安定化は極めて重要かつ緊急の課題

銀行が大量の株式を保有しているため、銀行経営が株価によって影響を受けやすくなり、その一方で、株価変動が銀行行動を通じて経済に影響を及ぼすという不安定な構造になっている。

2. 新しい日本経済の創造には、株式市場改革を通じて市場の効率化を図ることが不可欠

- ① 銀行の持合解消を通じて、市場の透明性、効率性が向上し、市場によるコーポレートガバナンスが機能する。
- ② 個人投資家の市場参入拡大は市場の多様化と安定化をもたらす（個人の意識と行動を「貯蓄者」から「投資家」へ）。

3. 株式市場の発展は、21 世紀のわが国の産業、個人のライフプランを多様化

- ① 新しい産業、新しい事業の発展のためにはリスクマネーが不可欠（企業の資金調達も、一部の大企業を除き、依然として銀行依存が続いている）。
- ② 少子高齢化の時代において、個人が多様な資産を対象として合理的なポートフォリオ運用を行うことを通じて、自分のライフプランの可能性も拡大する。

Ⅲ わが国株式市場の特徴

1. 市場参加者が薄く株式市場が不安定

- ① 金融商品に対する税制、元本等にかかるリスクの取扱い等も影響し、個人金融資産の 8 割が預貯金等安全資産、保険・年金に偏向している。株式市場等に対する信頼も不十分で、個人の株式投資が拡大しにくい状況にある。このため、株式相場が銀行や外国人等一部の大口投資家の動向に過度に影響されている。
- ② 多様な保有・売買動機を有している個人投資家層が薄く、また、年金等の機関投資家については運用規制が強かったことから、企業経営を監視し、投資家利益の最大化を図るとの視点が十分でない。

2. 日本経済に構造的影響を与えている銀行の株式保有

- ① 銀行が株式を大量にもつことはリスク管理の点で不健全である。
- ② 企業に対し、融資者としての立場と出資者としての立場の間で利益相反が発生する。
- ③ 株価変動が銀行行動を通じて信用創造に同調的・増幅的影響を与える。

- ④ 不良債権処理、株価変動で著しい資本毀損を招く場合には、公的資本の追加注入、国有化等政府管理の強化につながる可能性がある。

3. 株式市場の効率化、ガバナンスへの障害としての株式持合

- ① 株式持合は、実質的な資本の移動を伴わずに、企業の財務内容を実体よりもよくみせる効果を有しており、企業の経営状況について正確な情報が提供されていないことになる。
- ② 株式持合はその他の株主の権利を希薄化させている。
- ③ 株式持合による経営者の緊張感の低下は、効率的な経営を妨げ、結果として株主利益を阻害することにもつながる。
- ④ 株式市場の価格形成をゆがめている可能性がある。

IV 構造改革の視点に立った政策の方向性

1. 株式市場の透明性の向上による信頼性の確保

- ① 市場監視・取締体制を充実させる。
- ② インサイダー取引や株価操縦等不公正取引に対するルールを厳格化・明確化する。
- ③ 会計基準・会計監査を一層厳格化する。

2. コーポレートガバナンスの向上

- ① 広く利害関係にある当事者間における友好的関係を基礎とするグッドコーポレートガバナンスの構築を図る。
- ② 経営者・従業員等に対するインセンティブ報酬制度を確立する（ストックオプション制度の拡充、ESOP等）。
- ③ 運用機関は受託者責任を果たすために企業の経営に株主としての権利を行使する。

3. 銀行保有株式の削減

- ① 銀行行動と株価との連動性を断ち切り、与信機能を健全化するために、当面、銀行の株式保有を、例えば自己資本の額と同額程度に制限する。また、銀行の株式保有のあり方についても、今後、より広範な視点から検討する。
- ② 銀行保有株式の削減は日本経済に広範な影響を及ぼす課題であり、公的な支援も必要な範囲で、また、合理的な範囲で検討されるべき。
 - ・ 銀行と事業会社間の時価での相対取引による株式消却がもっとも望ましい。
 - ・ 銀行の体力不足から、消却というやり方では円滑に進まない場合、現物拋出型の上場型株式投信や一時的には株式保有解消機構を検討する。なお、株式保有削減が確実に実施され、かつ、市場の攪乱要因にならないという2点が重要である。

4. 個人投資家の市場参加のための政策（貯蓄優遇から投資優遇へ）

- ① 金融資産の預貯金への偏向の是正
 - ・ 預貯金の優遇措置を是正する。
 - ・ 一定の限度額を考慮した米国型のIRA（個人退職勘定）やドイツ型の株式投資奨励金等を参考にした小口の優遇措置を検討する。
- ② リスク資産の保有を促すために、小口投資家がリスクに挑戦できる環境を整備する。
- ③ 投資信託の商品性を比較できるように統一ルール下で情報開示をする。
- ④ 株式の投資単位当たりの純資産額基準撤廃を急ぐ。
- ⑤ 確定拠出年金法案の早期成立。将来的には、公務員の年金設計として、同様の年金システムを検討する。

（以上）

株式市場の現状と改革の方策について

平成 13 年 4 月 2 日

本 間 正 明

I はじめに ー今なぜ株式市場の改革が必要なのかー

1 日本経済の現状認識と問題点

わが国においては、自律的な景気回復と 21 世紀の新たな経済発展に向けて、構造改革を断行する必要がある。80 年代末のバブル崩壊後、負の遺産の処理がこれほど長期にわたっているのも、いわば行き詰まった日本経済を自ら変革できず、挑戦を避けてきたからである。ここで指摘しようとすることは、戦後の高度経済成長をもたらした日本経済を再設計し、苦しみに耐え、新たな出発への条件を整えることに他ならない。

2 株式市場の位置付けと意義

わが国経済成長は、銀行を通じた間接金融システムの下で実現されてきた。このシステムは、限られた資金を重点分野に政策的に配分する上で大いに機能した。今や銀行は、バブルの後遺症である不良債権の処理に窮し、グローバル化の波に遅れている。バブル崩壊後、銀行は貸出を縮小させ、その一方で公的金融機関の貸出割合が補完的に増大した。また、大手銀行等には公的資本が注入されるなど、わが国金融システムにおいて、結果的に「公」の役割がますます高まった。今こそ銀行の経営体質を抜本的に改め、国際競争力のある金融機関に再生する必要がある。

また、その間、家計や企業の銀行離れが生じたかという点、家計部門の資金は安定志向をますます強め、わが国の個人金融資産 1400 兆円の約 8 割が依然郵便貯金をはじめとする預貯金・年金・保険で占められている。資金を効率的に配分する場として株式市場の機能が期待されているにもかかわらず、企業の資金調達には、一部の大企業を除き、依然として銀行依存が続いている。

わが国株式市場をみると、銀行が大量の株式を保有しているため、銀行経営が株価によって影響を受けやすくなり、銀行の行動を通じて経済に影響を及ぼすという不安定な構造となっている。また、機関投資家も、企業経営を監視し、投資家利益の最大化を図るという視点が十分でない。個人を中心とする市場参加者が拡大するためには、投資対象として魅力ある企業の育成、公正な価格形成の場としての株式市場のインフラ整備が必要である。

魅力ある株式市場を通じて企業の経営とファイナンスの効率化が図られ、生産性や将来性の高い企業に資金が流れるメカニズムが構築されれば、その結果として人も技術も引きつけられる。また、株式市場は適正な価格を発見する場であり、いわば「実体経済の現在と未来を映す鏡」として機能しなければならない。

3 株式市場の参加者とその役割

株式市場の改革を図ることは、市場参加者それぞれの意識改革と効率性の追求を促すことにつながる。株式市場を思い切って正常な姿とすることは、日本経済の新たな出発の条件を整えることである。政府は市場参加者の合理的な行動を妨げないよう、市場の環境を整備しなければならない。

まず、株式市場改革を実現する上で、企業経営を効率化して、付加価値を高める必要がある。メインバンク制と株式持合、終身雇用制等の日本的経営システムの下で、外的な評価や競争にさらされていなかったわが国企業の統治（ガバナンス）構造は、グローバリゼーションの流れの中で、その多くが機能不全に陥り、むしろ経営の効率化や新たな起業を阻害さえしている。株主が企業活動に伴うリスクを負担する一方で、企業は、株主価値の長期的な最大化を図る。経営者は、企業の目的を実現する責任を有しており、そのために目標を決め、従業員とともにその達成に努め、市場の評価を受けなければならない。企業のパフォーマンスを向上するには、このような株主と経営者ばかりではなく、広く利害関係にある当事者間に

おける友好的関係を基礎とするグッドコーポレートガバナンスの仕組みを築くことが重要である。

株式市場がその魅力と透明性を増し、個人も果敢にリスクに挑戦できる環境が整備されると、個人の意識と行動も「貯蓄者」から「投資家」へと変わり、市場参加者が拡大・多様化する。この結果、効率的な価格が形成され、取引の厚みも増して市場の安定化が図られる。このためには、株式持合解消は避けて通れない緊急の構造問題である。また、運用機関は、投資家の代理人として利益最大化のために行動する責任を負い、一般投資家からの信頼を十分に得ることが必要である。

また、変化の激しい21世紀に最も早く少子高齢化を迎える日本では、個々人にとっても、株式市場を活用しながら、長期的視野に立って自分のライフプランを考えることが有益になる。平成14年4月からは、預金についても一定の限度額を超えると元本が保証されないという意味でリスク資産になる。個人は、自己責任原則の下、多様な資産を対象として合理的なポートフォリオ運用を行うこととなる。株式市場も、多様な金融商品を生み出すことによって、ライフプランも多様化してこよう。

このような認識のもと、政府としては、民間の自助努力を一層促すとともに、株式市場改革のための制度的枠組みを含む環境整備の促進、規制緩和等を強力に進める一方、株式持合構造の解消や個人投資家の育成等の面で、官民の役割を念頭におきつつ、必要と考えられる大胆な措置を講じなければならない。

こうした対応を通じて、行き詰まった日本経済を再設計し、効率と適切な資源配分をもたらす新しい日本経済に変革していかなければならない。

Ⅱ わが国株式市場の現状とそれを取り巻く環境について

1 株式市場の現状

株式市場の動きをみると、昨年春にピークを打った後下落基調で推移し、3月14日には、TOPIXが1161.97と、平成11年3月以来の水準に低下するなど、軟調な相場が続いている。バブル崩壊後、外国人投資家の参入が積極化しており、特に、日本の構造改革の進展度合い、ROE、EVA等の経営指標を通じて企業の財務体質の改善状況に着目しながら、市場における価格形成を主導している。また、昨年以降、米国のITバブル崩壊の影響もわが国株式市場に直接波及している。さらに、過大な株式保有を削減する観点から、民間銀行や事業法人が持合解消売りを実施する局面では、市況は軟化する傾向がある。

2 不良債権問題と銀行の現状 ーわが国株式市場問題と表裏一体の問題ー

80年代を通じて、右上がりの土地価格を前提に、銀行は大幅に貸出を増やした結果、バブルの崩壊後、不良債権が増大した。平成8年11月、当時の橋本首相のイニシアティブにより、日本が世界の金融市場として復権するために、金融システム改革を開始したが、同時に、市場改革と金融機関の不良債権処理とを車の両輪としていくとの課題が提示されていたことは、記憶に新しい。平成10年2月には「預金保険法の一部を改正する法律」及び「金融機能の安定化のための緊急措置に関する法律」が、同年10月には「金融機能の再生のための緊急措置に関する法律」及び「金融機能の早期健全化のための緊急措置に関する法律」が成立し、金融システム安定化のための枠組みが構築された。同年12月には「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」、いわゆる金融ビッグバン法が施行されるなど、わが国で幾多の改革が急速に進められてきている。しかしながら、不動産、建設、流通といった非製造業の低生産性が依然として解消されないこと、地価や株価といった担保価値の下落が止まらないことによる資産デフレ等を背景として、不良債権の処理は進んでいない。銀行がコスト削減とリスク管理の強化等を通じて、収益体質を回復するこ

とが、不良債権を処理していくことの基礎を形づくるものである。

3 わが国株式市場構造の特徴 ―市場参加者層の薄さとわが国株式市場の未成熟―

市場の参加者が多様化することは、市場に対する見解や投資視野の異なる主体、異なる行動原理に従う主体の参加を促すこととなり、株式市場の安定化に資する。特に個人投資家は、機関投資家に比べて多様な動機によって株式を保有・売買しており、市場参加者層の多様化が図られる上で効果的である。しかしながら、わが国の場合、個人投資家層が薄い上に、年金等の機関投資家は運用規制が強かったことなどから、株式取引が一部の投資家に偏り、銀行の持合解消売りや外国人の動向に過度に影響される構造になっている。

機関投資家についていえば、郵貯・年金等の巨額な公的資金は、財政投融资機関への貸付、国債等の引受等にその大部分が利用されている。株式投資に当たっては指定単（単独運用指定金銭信託）で運用されている。従来、資金運用を受託する信託銀行においても、株主議決権の行使を通じた十分な企業統治が行われているとはいえなかった。13年度から、郵貯・厚生年金等の公的資金は、資金運用部への義務預託がはずされ、全額自主運用への移行が開始される。将来的にはこれらの機関投資家によるガバナンス活動の動向が資本市場全体に大きな影響を及ぼすものと考えられる。一方、企業年金の資産は、最近まで運用規制が厳しかったこともあり、その資産を効率的に運用する機能を十分には備えていなかった。このように巨額な資金が、投資家利益の最大化、そのための企業経営の監視や規律付けを重視していなかったことが、英国や米国と異なるわが国の問題点であるといえよう。

4 株式持合の進展 ―株式市場における不安定化装置―

株式持合は、日本のメインバンク制を支えてきた一つの仕組みであり、

継続的かつ安定的な企業と銀行の関係を維持する手段であった。特に、80年代中盤以降、銀行がB I S基準を達成するために大量の時価発行増資を実施し、安易な経営安定化策として一層の進展を見た。また、膨大な保有株式の含み益もその一部がB I S基準に算入されることとなった。このため、銀行経営が株価によって影響を受けやすくなり、銀行の与信行動を通じて経済に影響を及ぼすという不安定な構造が組み込まれた。わが国全国銀行の株式保有額は、簿価で40兆円強であり、そのうち銀行が持合保有している株式は約20兆円である。事業会社が保有している銀行株式を入れれば約30兆円もの持合が行われている。

株式持合は、多くの場合、実質的な資本の移動を伴っておらず、企業の財務内容を実体よりもよくみせる効果を有し、その経営状況について正確な情報が提供されていないことになる。また、株式持合は、その他の株主の権利を希薄化させている。さらに、株式持合による経営者の緊張感の低下は、効率的な経営を妨げ、結果として株主利益を阻害することにもつながる。また、株式市場の価格形成をゆがめている可能性がある。実際に、金融機関は、不良債権処理のため、持合株式の売却により利益を実現しており、結果的に株式市場にインパクトを与え、相場の不安定をもたらしている。

米国では金融制度改革法が成立し、銀行・証券の垣根が撤廃されたが、銀行が本体で株式の引受け等を実施することは禁止されている。ドイツでは、銀行の株式保有について、自己資本の一定割合までといった制限をかけている。わが国においても、株式持合の解消を含めて、今後、銀行の株式保有のあり方について、より広範な視点から検討すべきであろう。

5 個人金融資産の現状 一安全資産偏重一

平成12年3月末時点でわが国の家計は合計1400兆円(資金循環勘定)、一世帯当たりでは約1500万円(貯蓄と消費に関する世論調査)の金融資産を保有しており、その8割が預貯金・保険・年金であり、株式へ

の投資は、投資信託を含め全体の1割程度である。米国ではそれぞれ、4割、5割となっている。また、30歳代と高齢者世代がこのところ貯蓄を増やしているが、フローでみると、そのほとんどが預貯金、年金を指向している。また、平成12年度の証券貯蓄調査や日銀の調査等によれば、株式を保有している世帯は全体の約1～2割、さらに、米国と異なり、高齢者世帯ほど株式保有割合が高いという結果が出ている。一方、家計全体では、平成12年3月末の段階で393兆円の負債を有しており、このかなりの部分は住宅ローンである。

こうした結果、将来に不安を感じているといわれている若い世代は、住宅ローン返済をしながら低金利の中で預貯金に励み、高齢者世代も貯蓄をしながら、その中の高所得者層が余裕資金の一部を株式投資に充てているという姿が浮かび上がる。

6 わが国の個人金融関連政策 一貯蓄優遇の政策体系一

わが国では、戦後復興、高度成長期を通じて貯蓄が奨励され、その資金が金融機関を通じて産業界に流されてきた。現在でも、元本550万円までの非課税措置のある財形年金・財形住宅貯蓄、65歳以上の老人等が利用できるマル優（預貯金等で合計1050万円）といった貯蓄優遇措置が存在する。これらの非課税貯蓄については、安定した収益の確保を目的として安定運用する株式組入れ率70%未満の株式投資信託が対象となっている。そのほかに、生命保険料控除及び個人年金保険料控除がそれぞれ年間5万円を限度として、損害保険料控除が年間1万5千円を限度として講じられている。

預貯金利子、株式投資信託収益分配金の場合は20%の源泉分離課税が課されるのに対して、株式配当の場合は、20%の税率で源泉徴収された上で、原則総合課税となるが、1銘柄当たり1回の支払配当金額が5万円（年1回10万円）までは確定申告不要とされている。株式譲渡益課税については、申告分離課税を選択する場合には譲渡益の26%が課税され、

源泉分離課税の場合は譲渡益にかかわらず売値の1.05%が課税される。譲渡損失については、繰越控除や損益通算はできない。

元本等にかかるリスクの取扱いについては、平成14年3月末まで預金は全額保護、その後は外貨預金、譲渡性預金等を除く預金等について元本1000万円までとその利息が保護される。一方、株式については、当然のことながら、そのような保証はない。

国民の金融資産が預貯金等安全資産、保険・年金準備金に偏っているのは上記のような政策の影響もあると考えられる。米国では80年代からストックオプションや預貯金、債券、株式等を対象とする確定拠出年金(401k)、個人退職勘定(IR A)の優遇措置の拡大等が実施されはじめた。英国では、サッチャー政権が、英国のビッグバンとともに、誰もが株主になる社会を目指し、個人持ち株政策を促進し、制度を変えつつも(預金、生命保険も対象)今に至っている。ドイツでは個人財産形成の観点から一定の所得以下の者に対して、株式取得の補助金が出されている。

これら諸外国の小口貯蓄制度の在り方については是非があろうが、少なくとも、貯蓄の中で株式投資が他の金融商品と同等ないしそれ以上に扱われていることには注目すべきである。

Ⅲ 構造改革の視点に立った政策の方向性 一何が必要か一

1 先ず必要なこと

まず、何よりも重要なのは、企業の活性化、株式市場の透明性と魅力向上のためのインフラ整備、市場参加者の意識と行動の改革、不良債権問題の解決等に代表される構造改革の推進である。政府は不退転の決意で、市場構造の整備や構造改革を推進する。この結果、国民は日本の将来に対する自信と確信をもつことができるであろう。

株式市場構造を改革するには、株式市場の透明性と魅力向上のためのイ

ンフラ整備を図りつつ、預貯金への過度の偏向を是正し、家計部門が資本市場を通じて株式等のリスク資産を直接消化するパイプを太くする。同時に、投資家の判断を通じて成長部門に資金が効率的に流れるようにすることが求められる。企業経営をモニターし、貸出や人材派遣を通じて企業を規律付けしてきたといわれるメインバンクシステムによるガバナンスの機能が急速に低下している。こうした現状において、家計部門の株式市場への参加を促す環境を整備することは、株主として個人の企業経営への関心を高め、その効率化のために株主自らが能動的に企業を規律づける新しいガバナンス体制を確立することに資する。また、株式市場にとっても、市場参加者層の多様化によってその安定化が図られる。

特に、市場への影響を最小限度にとどめながら、株式市場の不安定化装置となっている株式持合を解消し、同時に銀行の保有株式を削減していくことが求められている。

さらに、金融システム改革以降、株式市場に関する各種の制度やルール of 改革が進められ、また、市場監視についても様々な努力が行われているが、不公正取引が見られることも事実であり、株式市場への信頼が低い。さらに、株式市場への一般投資家などの参加を促進し、価格形成の効率化を一層図るためには、市場監視・取締体制の充実、インサイダー取引や株価操縦等不公正取引に対するルールの厳格化・明確化、会計基準・会計監査の一層の厳格化等により、市場の透明性を向上させることが必要である。また、金融行政の透明性向上の観点からは、運用が始まった法令適用事前確認手続き（ノー・アクション・レター）の積極的活用も望まれる。

2 コーポレートガバナンスの強化と受託者の責任

株式市場の活性化には、企業自らが、生産性と収益の向上に積極的に取り組むなど、株主利益の最大化に不断の努力を傾ける必要がある。このためには、経営者としての専門性の確立、経営者・従業員等に対するインセンティブ報酬制度の導入（例えば、ストックオプション制度の拡充や米国

等で導入されている主に自社株に投資する確定拠出年金制度（E S O P）等）、新しい合理的な経営目標の導入、企業年金・投資信託などによる受託者責任の確立といったことが、株式市場機能の整備とともに進められる必要がある。

特に、市場参加者の意識と行動様式の抜本的見直しのためには、一般個人投資家に自己責任原則が求められるのはいうまでもないが、その前提として、運用機関に対してその受託者責任がそれ以上に求められなければならない。アンケート結果によれば、個人投資家が株式投資に消極的な理由には、十分な知識を有していないというほかに、株式投資や証券会社等に対する悪いイメージがある。個人投資家が納得してリスクを伴う投資信託等の金融商品を選択するためには、運用機関や投資委託会社等が投資家の代理人としてその利益の最大化を図るという信頼関係が必要である。投資家保護、ガバナンスという観点から受託者責任に関する制度整備の明確化が必要である。

3 株式持合解消とそのための手段

一般的に、銀行が株式を大量に保有することは、リスク管理の点で不健全であり、企業に対し、融資者としての立場と出資者としての立場の間で利益相反が発生する。また、株価変動が銀行行動を通じて信用創造に同調的、増幅的影響を与える等の問題を有している。銀行行動を株価との連動から断ち切り、その与信機能を活性化するため、株式の持合解消を早急に進める必要がある。放置すれば、不良債権処理、株価変動等で著しい資本毀損を招き、公的資本の追加注入、国有化等政府管理の強化につながる可能性がある。従って、当面、銀行の株式保有を、例えば自己資本の額と同額程度に制限することが必要ではないか。また、銀行の株式保有のあり方についても、今後、より広範な視点から検討すべきであろう。

他方、銀行の保有株式の規模は、株式市場の需給からすると極めて巨額であり、例えば自己資本額を上回る額を短期間に解消するとすれば市場に

過大なインパクトを与えずに民間の力だけで円滑に解消することは困難である。しかしながら、持合株式の解消や銀行保有株の削減は、日本の資本市場を再構築する上で極めて重要な課題である。その意味で、銀行経営という一企業、一業界の問題にとどまらず、日本経済に広範な影響を及ぼす課題であり、公的な支援も必要な範囲で、また、合理的な範囲で検討されるべきである。

自らの努力で、市場にインパクトを与えないで実施できるという観点に立つと、銀行と事業会社間の相対での時価取引による株式消却が最も適した手段であると考えられる。しかしながら、銀行の体力不足から、消却というやり方では円滑に進まないのであれば、現物拋出型の上場型株式投信や一時的には株式保有解消機構といった方式も検討されるべきである。どの選択肢をとる場合であっても、株式保有削減が確実に実施され、かつ、市場の攪乱要因にならないという2点が重要である。

4 個人投資家の育成のための政策 ー貯蓄優遇から投資優遇へー

わが国の場合、7割の世帯が株式投資の経験を有しておらず、かつ、そのうちの3／4が今後とも株式投資を行う意向はないという調査結果がでている。従って、国民に、株式投資をより身近に、魅力的にする必要がある。

先ず、第一は、現在の株式の取引単位では、少なくとも百万円前後の投資資金が必要となり、これでは、資金の流動性に制約がある個人投資家は参入できない。株式の単位投資当たりの純資産額基準撤廃に向けて今国会中の対応が検討されているところであり、その実現を急ぐ必要がある。また、投資信託を通じた個人の株式保有を促すためには、各投信間の商品性を容易に比較できるよう統一化されたルールの下で情報開示が行われるようにすべきである。さらに、米国においても、個人投資家の株式選好が進んだのは、401kやESOPなどの確定拠出年金の導入が影響したとの見方もあり、現在国会にて提出されている確定拠出年金法案の早期成立

に努めることも重要である。なお、将来的には、公務員の年金設計として、同様の年金システムが検討されてもよいのではないか。

個人の投資優遇措置については、個人の選択であって政府が政策的に講じる必要性はないという意見もみられる。しかしながら、21世紀におけるリスクマネーの重要性、わが国金融資産の預貯金への偏向等の実状にかんがみれば、預貯金の優遇措置のひずみをなくし、個人のライフプランの選択に任せるという観点や、一定の限度額を考慮しつつ、米国型のIRA（個人退職勘定）やドイツ型の株式投資奨励金等諸外国の例も参考にして小口の優遇措置を講じるとの観点から、具体的な仕組みを構築してはどうか。

5 変化の激しい時代のライフプランのために 一戦略的なリスク資産の位置づけへー

各種資産の持つリスクについて考えてみると、多額の借入れをして取得した土地・住宅の評価額が資産デフレで目減しており、土地神話も崩壊した。預金も、今後、元本ベースで1000万円を超える額は保証されなくなるなど、どの金融資産であれ、土地であれ、例外なくリスクを有することとなる。国民各人が、それぞれの資産が持つリスク、流動性、収益性を考えながら、自分のライフプランに沿った様々な資産構成を考えていくことが望まれる。

その際、株式を保有するということは、自由に売買できるという点で流動性が高いものの、投資した金額や配当が保証されておらず企業収益に一義的に依存するリスク商品となる。家計が、このようなリスク資産の保有を進めるためには、株式による損失を最小化する手段が必要である。政府税制調査会が指摘しているように、わが国の現行の株式譲渡益課税の問題点が、「申告分離と源泉分離の選択性により、意図的な税負担の軽減を図りうる」点にあるのであれば、選択方式の一本化やさらには総合課税の方向に向けた検討を早急に行い、それとともに、譲渡損失の控除などを可能

にし、多くの小口投資家がリスクに挑戦できる環境を整備すべきである。

IV おわりに

わが国で、企業経営や株式市場の改革が進み、個人金融資産に占める株式の比率が結果的に約3%上昇し、ドイツ並みの株式保有比率(99年末9.4%)となった場合、約40兆円、市場の厚みが増加する(持合規模と同程度)。これは、それだけわが国株式市場は薄い、つまり、日本経済における個人投資家の役割も小さいということを意味している。また、株式持合構造は、企業のガバナンスを低下させることから、このままでは、株式市場も日本経済も潜在的な可能性を十分に発揮できないまま、行き詰まってしまうおそれがある。

現在の株式市場の問題は、戦後の経済発展の中で形成された経済社会システムを21世紀に求められる新たなシステムへと再構築する過程で発生している現象である。この問題は、株主、経営者、従業員ばかりでなく、株を持っていない国民の一人一人にとっても大きく関わっている。再構築の過程で発生している困難な諸問題により、様々な経済的影響が国民経済に出ている。株式市場を思い切って改革し、正常な姿とすることは、日本経済の新たな出発の条件を整えることである。政府は、構造改革をすすめるとともに、必要な市場環境の整備に向けて大胆に取り組む必要がある。

本報告の冒頭で申し上げたように、株式市場は「実体経済の現在と未来を映す鏡」である。そこに映る市場参加者の意識と行動を改革し、政府はそのための環境整備をする。その結果として、日本の将来が輝いてくるものと確信している。

(以上)

(別 添)

本報告のとりまとめに当たっては、以下の先生方から貴重なご意見をいただいた。

翁	百合	株式会社日本総合研究所調査部 主席研究員
神田	秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科 教授
末村	篤	日本経済新聞社編集局証券部 編集委員兼論説委員
深尾	光洋	慶應義塾大学商学部 教授
三國	陽夫	三國事務所 代表取締役
水口	弘一	株式会社野村総合研究所 顧問
若杉	敬明	東京大学大学院経済学研究科 教授

(以 上)