

## 【巻頭言】

# 「賢い投資家」

蠟山昌一\*

(高岡短期大学長)

98年12月1日、金融システム改革法(いわゆる金融ビッグ・バン)が施行された。金融と言うと、もっぱら銀行の不良債権がらみの諸問題が注目される。しかし、長い目で見ると、日本の金融制度を根本から変革する第一歩が刻まれた日として、この12月1日は長く記憶されることだろう。では、実際にどのような変化が起きるのか。この日の新聞を見ると、投信の2文字が至る所で踊っている。銀行や保険会社の窓口で投信が販売されるようになったのだ。この商機を逃してはなるものかと、銀行・保険は一斉に大々的な広告宣伝を繰り広げている。もちろん、証券会社も投信会社も負けてはいない。この活発なキャンペーンで目にとまるのは、カタカナの投信が多いことだ。カタカナのものがすべて海外からというわけではない。だが、海外の資産運用機関がこの機をとらえて日本の資産運用市場に参入しようとしていることが、十分に読みとれる。投信の銀行窓販売解禁が注目される理由のひとつは、この点にある。これによって海外からの金融サービスの輸入が一段と促されることになったのだ。

もちろん、銀行等が投信を売れるようになったことの最大の注目点は、これによって銀行と証券という分野の隔たりが大きく縮まったことである。40年体制という言葉があるが、日本の金融制度は1940年代の戦時総動員以来とくに強固に専門分野規制を敷いてきた。富国強兵の目的は放棄されたが、殖産興業は生き残り、経済面での欧米へのキャッチ・アップは新しい国是ともいうべきものだった。この目的実現のために有効に機能したひとつが金融での専門分野規制であった。しかし、いま戦後50年の国是がほぼ達成された現在、この規制は害あって益なしの存在となってしまった。普通銀行、長期信用銀行、信託銀行、証券、生命保険、損害保険等々業態毎に仕切られた垣根を取り払い、多角的な経営を可能にするだけでなく、内外からの新規参入を容易にし、金融サービス業を競争的にすることが、必要となったのである。今回の制度改革のもうひとつの柱である証券業の免許制から登録制への移行とならんで、銀行等の投信窓販売は日本の金融サービス業の競争促進を実現させる出発点としての意味がある。歴史的に言えば、金融面での40年体制からの離脱のはしりということになろう。これまでも注意深く言葉を選んだのだが、今回の制度改革はあくまでも第一歩であり、出発点であり、はしりである。そして、ひとたび競争的な金融市場に向けての改革に走り出した以上、それを止めることは許

\*1939年生まれ。63年東京大学経済学部卒業。同大学院修士課程終了。66年東京大学経済学部助手。69年大阪大学経済学部講師。以後、助教授、教授を経て、94年4月、大阪大学大学院国際公共政策研究科教授。98年4月より国立高岡短期大学学長、現在に至る。大阪大学経済学博士。大阪大学名誉教授。この間、University of Washington 客員研究員(Visiting Scholar)、日本銀行金融研究所客員研究員、University of London (School of Oriental and African Studies) 客員教授(Visiting Professor)、大阪大学経済学部長を歴任。大学外では、政策提言集団「政策構想フォーラム」研究員、大阪証券取引所公益代表理事、大蔵省金融審議会会長代理(昨年7月廃止された証券取引審議会などの後を受けて創設された。なお、証取審では会長代理を務めた。)など。金融ビッグバンの立案に際しては、以下の委員会の座長、委員として参画。証取審総合部会座長(その後、市場整備部会部会長として継続の後、98年金融システム改革法の国会上程で解散)、ノンバンク懇談会座長(一昨年6月に報告書をまとめて解散)、金融制度調査会金融機能活性化委員会委員(左に同じ)。新しい金融の流れに関する懇談会座長(昨年6月、報告書をまとめて解散)。主な編著書は、『日本の金融システム』(東洋経済新報社、昭和57年)、『金融自由化の経済学』(日本経済新聞社、昭和63年)、The Transition of Finance in Japan and US: A Comparative Perspective, Hoover Inst., 1988、『証券用語辞典』(東洋経済新報社、平成7年)、『証券市場読本』(東洋経済新報社、平成9年)など。上記、『日本の金融システム』により毎日新聞社昭和58年度「エコノミスト」賞受賞。

されない。今後、改革の種が豊かに結実するようあらゆる努力が払われなければならない。そうした努力の対象として、これまで十分に考えられてこなかった一例が「賢い投資家創り」という問題である。今次の金融制度改革の原案とも言うべき証券取引審議会答申『証券市場の総合的改革～豊かで多様な21世紀の実現のために～』（平成9年6月13日公表）は、「...市場の再生において最も基本的なことは、我が国の仲介者、企業、投資家が新たに獲得した自由をどう活用するかである。自由で効率的な市場の枠組みが真の活性化をもたらすかどうかは、最終的には、市場参加者の行動にかかっている。改革後の証券市場の枠組みの中で、仲介者がダイナミズムと創意工夫を発揮し、証券市場の中核として活躍することが期待される。また、自由には規律と責任が伴う。すべての市場参加者が自由を最大限に活用し、主体性と高い倫理観に裏打ちされた規律をもって行動することが望まれる。証券取引審議会としては、我々国民のこうした能力と意識を信じたい。今後、改革の具体化を図っていく過程において検討すべき細目も残されてはいるが、引き続き広く国民の意見を反映した上で、行政において制度整備を早急に行うことを要請する。これにより、我が国証券市場の発展の基盤が整い、公正で活力のみなざる経済社会を創造していく礎が築かれることを期待したい。」と述べ、答申を締めくくった。「国民の...能力と意識」なしに、市場が機能するはずがないことは当然である。したがって、市場において商機を見出し、市場で活動することに意義が存在するこれからの金融サービス業は、こぞって、国民ひとりひとりの能力と意識の向上・維持に気を配らなければならないはずである。

日本の金融サービス業はこれまで国民に十分に配慮してきたか。必ずしもそうではなかった。まず、一般に個人の金融資産運用の成果がこれまで長期に渡って低下の傾向にあったことを指摘したい。バブルの崩壊以降、資産運用の成果は特に悪くなったと思われがちである。しかし、それは必ずしも適切な判断ではない。70年代以降、個人金融資産の収益率は低迷し続けている。図1を参照してほしい。これは、国民経済計算に基づき家計部門の保有する金融資産の収益率の1970年から直近の1996年までのデータおよびその図である。これによると、家計の金融資産所得収益率は70年代はじめの7%前半から、1975年に8%を超えて以来、ほぼ一貫して低下し、今や2%前半にまで落ちこんでしまっている。こうした傾向は、より大きな変動幅をもつが、キャピタル・ゲインを含めた総収益率でも見られる。これは、もちろん市場金利自体の低下傾向からの影響を受けていることは無視できない。しかし、それだけではない。

図2は、保有金融資産収益率を金融機関について、家計と同様に計算したものである。ここから、家計部門の場合と同じように、金融機関保有資産収益率にも長期的な低下傾向のあることが読みとれる。しかし、変動係数を比較するまでもなく、収益率の年々の変動の程度は、家計部門の場合よりも金融機関の場合の方が明らかに小さい。より注目すべきは、金融機関の金融資産収益率が家計部門のそれよりも際だって大きいことである。また、キャピタル・ゲインを含んだ資産収益率については、家計部門ではマイナスを記録した年が2年あったのに対し、金融機関の場合には、そういう年はなかった。要するに、家計部門の金融資産収益率と金融機関のそれとは相当に異なる動きを示し、しかも、別の表現をとれば、家計部門の金融資産運用の成果は金融機関とは格段に劣ったものであったということになる。さらに、金融部門と家計部門との収益率格差の大きさとその動きを示した図3で明らかのように、近年、個人部門の金融資産収益率が大きく低下しているにもかかわらず、この格差にはほとんど変化が見られない。他方、家計金融資産の過半の運用が金融機関に委ねられていることとあわせ考えれば、金融機関がその収益を十分に個人に還元せず、代理人の機能を果たしてこなかった傾向にあり、とくに最近はこの傾向が強まっていると言える。こうした長期的傾向を反映して、国民の間では伝統的な当事者型金融機関（資産運用機関である銀行、生保）に対する不満がくすぶっていると見るべきである。これに最近は公的資金の投入による銀行の不良債権問題処理が加わり、金融サービス業に対する潜在的な不満はより強くなっていると考えられる。

こうした過去の評価に加えて、これからの新しいシステムがうまくいくかどうかという観点が相まって、金融サービスのエンドユーザーである個人が「マーケットの原理」「市場の規律」に対して信頼を置く、そして市場のメカニズムに対して十分な理解を示すことは、きわめて大切なことである。金融サービス業はそのために努力のすべてを払わなければならないはずだ。

インターネットで「インベスター・エデュケーション」というサイトを見つけて入ってみたところ、大変興味を引かれた。それは、Alliance for Investor Education（投資家教育連盟）のホームページ（アドレス：<http://www.investoreducation.org>）である。これはどういう組織かということ、アメリカでの様々な金融規制当局および業界団体が加盟している非利益法人で、投資家教育、啓蒙が目的となっている。このサイトの「投資の5大原則」というところをクリックすると、例えば「分散投資がいかに大事か」ということが簡潔に書かれている。また、どういうセミナーがどこで開かれているのかとか、金融機関からセールスの電話を受けたときにどういう風に対応すべきか、電話での勧誘があったときにどんな点を書き留めておかなければならないか、問題が起きたときにどこへ電話をしたらいいのか等々、非常に事細かに、投資家の啓蒙を行っている。「貯蓄しよう、それは将来の富を生みます。しかし、こういう時にはこういうことに注意なさい、そして、文句があったらここに電話を架けなさい、E mailを出しなさい、セールスマンに逢うときはこういう点に注意しなければいけません。」と懇切丁寧に解説している。もちろん、株式をはじめ各種の金融商品がどのような性質のものか、パンフレットもインターネットでダウンロードできるようになっている。かつて日本でも、証券業協会や投資信託協会が「小学校から証券教育を」と提言したことがあったが、Alliance for Investor Education のホームページを見ると、活動の質が違う、大変幅が広く底が深いと言わざるを得ない。

こういう公共的な活動が、アメリカの株式ブーム、投信ブームについてはアメリカの金融サービス業の今日を支えるひとつの要因となっているのである。翻って日本を考えてみると、株価が大きく下がると、風説の流布があったからではないか、それを禁じないルールがおかしい、ルールを変えようという声が出てきたり、株式買い取り機関を作ろうと提案されたり、小手先の対応に追われてしまう。適切な市場ルールの設定は株価の動向とは関係なく、必要であるし、税金等を通しての政府からの直接間接の補助なしに、八方上手くまとまる買い取り機関が果たして考えられるかといったことは議論の片隅に追いやられてしまう。こうした小手先の対策よりももっとも大切なことは、エンドユーザーに「金融証券市場」の意味をきちんと理解してもらう事である。エンドユーザーの観点からいえば、今の貯蓄が将来どれほどの収益をもたらすか、自分の財産がどうなるかが問題である。それが商品ファンドであろうと、投資信託であろうと、貸付信託であろうと、預金であろうと、エンドユーザーにとっては二の次の問題の筈である。だから、共通にこれからの新しい金融のあり方を認識するならば、マーケット・メカニズムが金融の場においてうまく機能するよう、賢い投資家を沢山育てていこうとする運動を、業界を越えて、業界が共同で、共通の目標として展開する必要がある。「賢い投資家創り」という点では、業界の利害の対立はない。あってはならないのである。

「賢い投資家創り」は政府をはじめとする公共部門も無関心ではありえない。政府自身の資金調達やその負債管理は今後いっそう市場の原理にそって行われることになる。その際、現実の金融資本市場が市場の原理の貫徹する「良い市場」であるかどうかを左右する条件のひとつは、投資家が賢いかどうかである。さらに、金融当局の行う金融行政のあり方も現実がどの程度「良い市場」であるか、「賢い投資家」が市場を支配しているかどうかにかかっている。あるいは、いま現在大きな政策課題となっている銀行不良資産処理も年金制度改革も、投資家が賢い存在であるか否か、市場メカニズムが貫徹しているかどうかで、解決の方策ががらりと変わってくる。このように、「賢い投資家創り」は政府にとっても重要な政策課題である。文部省にとどまらず政府全体がこの運動を支援する必要がある。時には先頭に立つことも考えられよう。かつて日本は、政府も

ふくめて、賢い消費者創りに挑戦し、それなりの成果を収め、この動きは完全に定着しているといってよい。その金融版が「賢い投資家創り」に他ならないのである。

図1：家計保有金融資産収益率  
1970-1996

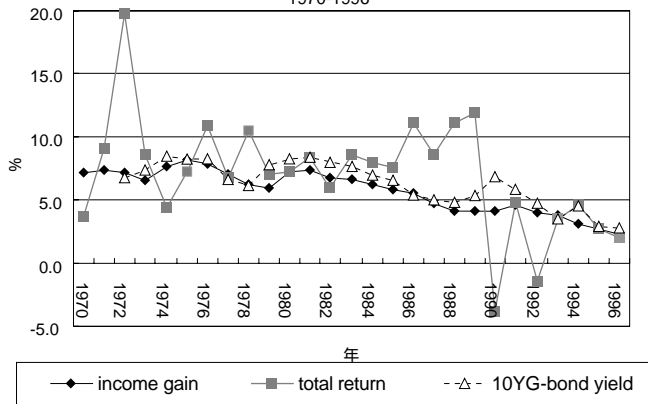


図2：金融機関保有金融資産収益率  
1970-1996

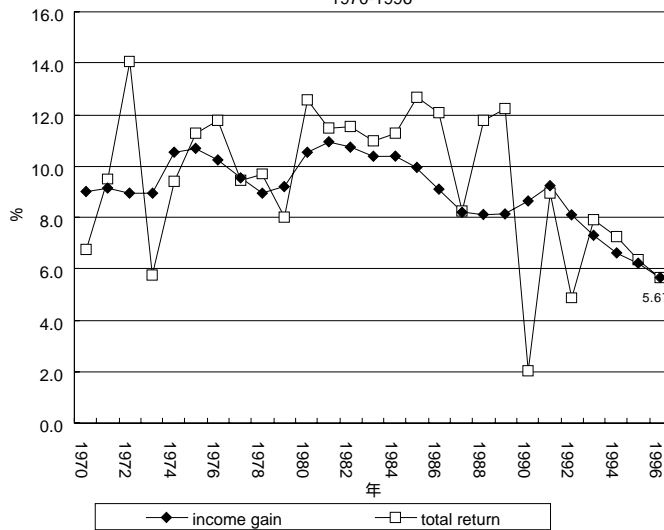


図3：収益率格差：金融機関と個人

