



Title	直接金融時代と地方証券市場の役割
Author(s)	濱田, 康行; 中村, 宙正
Citation	証券アナリストジャーナル, 43(11), 129-140
Issue Date	2005-11
Doc URL	http://hdl.handle.net/2115/833
Type	article (author version)
Note	本稿は証券アナリストジャーナル誌に掲載された論文から同誌の許可を得て、転載するものである。『証券アナリストジャーナル』第43巻第11号の特集論文（特集2「証券取引所と市場間競争」）に該当する。
File Information	hamada_shoken-analysts-j_43(11).pdf



[Instructions for use](#)

要約

地方経済の苦境が続いている中で、わが国の地方証券取引所の現状と問題点について考察する。通信技術の飛躍的発達もあって証券取引所の東京一極集中が進んでおり、各地方証券取引所は市場間競争にさらされている。大阪、福岡、名古屋、札幌の順に、ジュニアマーケットの活性化策などを中心に見てみる。最後に、大きな意味での金融構造の変化の中で、理論的に見て地方証券取引所の存在意義が見いだせるかどうかを検討する。

はじめに

地方の時代と言われて久しいが、現状では地方経済の苦境は続いている。景気回復は東京だけのことで、地方は置いていかれたという気持ちは地方経済人の共通感覚である。

他方、通信技術の飛躍的発達もあって証券取引所の集中・統合が進んでいる。それは、グローバルズムの大潮流の一部であり誰にも止められないようにもみえる。

地方証券取引所はかつて地方経済の主要なインフラであったが、いまやその役割を終えたのだという考え方は有力である。しかし、日本経済の再生という課題を考えると、地方経済が停滞したままでそれが達成されとも考えにくい。地方証券取引所が、地方経済の財産であることは事実なのだから、その利用方法を考えてみる事は意義がある。広く定着した無用論を越えられるかどうかはわからないが、最終の議論をしてみる時期に来ている。

本稿では、前半で各取引所の活性化策を検討し、後半では大きな意味での金融構造の変化の中で理論的に見て地方証券取引所の存在意義が見いだせるかどうかを検討する。

第1章 地方証券取引所の活性化策

東京以外の各地の証券取引所の最近の動きを見ておこう。

周知のように四つの市場があるが、それらはそれぞれ特色がある。大阪は東京と並び得る可能性を持つ唯一の市場である。最近では、東京に引き離されているが、歴史的には二大市場の一つであった。対東京という意識は現在でもあり、その気概が先物市場を成功させたとも言える。

名古屋は、地方市場と全国市場の中間的な性質を持つが、現在でも中京経済圏という後ろ盾を使って再生しようとしているように見える。

純然たる地方市場は福岡と札幌であるが、地方経済界の力量と団結という点では前者がまさっている。それだけに、札幌の対応は他に比べてユニークである。以下、大阪、福岡、名古屋、札幌の順に、最近の活性化等を検討する。

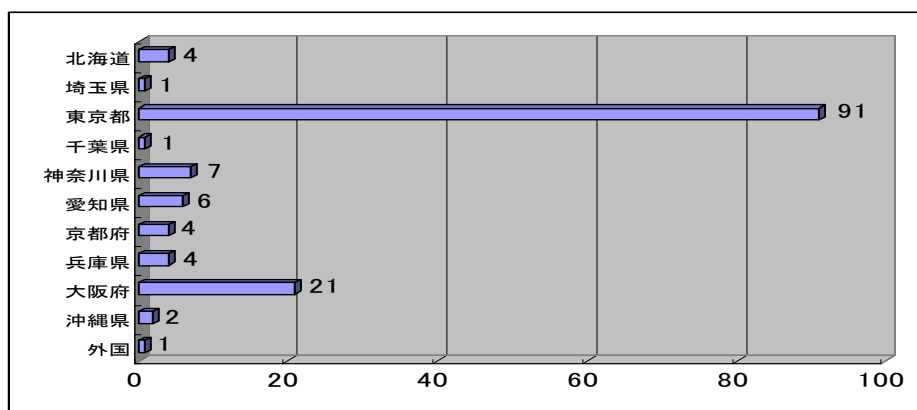
< 大阪証券取引所 >

大証の現状を検討するに先立って、東証と比較してみよう。上場会社数は全体で東証の47.0%であるが、ヘラクレスとマザーズでは大きな差が見られず(92.4%)、上場株式時価総額も64.8%と健闘している。また発祥地ということもあって、先物・オプション取引高

は東証の 3.12 倍である。株式売買高、営業収益、経常利益、当期純利益は、東証に及んでいない。

次に、ヘラクレスとマザーズにおける新規上場会社の売上高と経常利益を見る(2004年)。売上高ベースで見ると、マザーズでは10億円超20億円以下が33.9%と構成比が最も大きい。ヘラクレスでは50億円超70億円以下が25.0%、70億円超100億円以下が18.7%と、売上高が大きいほど構成比が高くなっている。一方、経常利益ベースにおいても、総じてヘラクレスの方が、経常利益が大きいほど構成比は高い。ヘラクレスでは5億円超の企業が37.5%、1億円以下の企業が6.3%であるのに対し、マザーズでは16.1%、33.9%である。ヘラクレスについて注目すべきは、公開企業の本社所在地が全国にまたがっており、かつ地域別では東京都が多いことだ(図1)。これは、設立当初の事情にもよるが、全国版のジュニアマーケット(補論参照)になり得る可能性を示していると同時に、大阪地域の少なさはこの地域の経済力の低下を示しており、ヘラクレスの足元の弱点を示している。

図1 上場会社の本社所在地別会社数



出典)「ヘラクレス市場の概要」株式会社大阪証券取引所 東京支社 ヘラクレス本部、平成17年9月。

ヘラクレスの売買代金・時価総額などの推移をしてみる。2001年から04年まで売買代金は5.15倍、売買高は94.1倍、上場企業数は1.34倍、時価総額は1.41倍上昇しており、市場としては成長を続けている。しかし新規上場企業数は、33社(2001年)から16社(2004年)へと減少している。

< 堺屋委員会 >

大阪証券取引所はかつて東京証券取引所と勢力を二分する一大取引所であったが、第二次大戦後、特に高度成長期に相対的に縮小した。現在では、いくつかの大阪銘柄に一部市場は頼っている。先物市場では東京がTopix先物、大阪が日経225と住み分けたが、こちらの方では大阪が成功した。現在の大阪取引所の収益のかなりの部分を、この先物市場が

稼いでいる。ジュニアマーケットについては、1983年、日本で初めてベンチャー市場の先駆けである新二部市場を創設し、2000年にはナスダックジャパンがスタートした。当初は注目を集め新規公開が盛んであったが、アメリカのナスダックと提携が解消されたのを機会に、名称をヘラクレスと変えたものの、システム問題も重なり新規公開会社数の減少が続いている。こうした中、大阪取引所の復活をかけて、ある委員会が発足した。それが堺屋委員会（2002年7月）と呼ばれるものである。報告書は東京一極集中を懸念して次のように言う。

「近年証券市場における東京証券取引所の存在感が増し、その独占的地位の弊害が懸念されている。そして現在、東証に対抗しうる市場インフラやノウハウを有する組織は大証のみとなっている。大証のヘラクレスにおいて理想の証券市場を実現することは、わが国証券市場における競争原理を機能させ、東証による独占の弊害懸念を打破する上で、極めて大きな意味を持つ。」（第1回 堺屋委員会報告書）

「このまま東証一極集中が進展すれば、日本における証券取引コストの適正水準が不明となり、「コスト＋適正利潤＝適正価格」という官僚型決定に陥りかねない。それは「企業の上場手数料・賦課金の高止まり」「取引所の各種制度の硬直化」ひいては「取引に係る売買手数料の引上げ」といった最終的な投資家負担を拡大する独占の弊害発生も予測される。当然このことは国際競争上日本市場の不利となり、日本経済全体の不幸にもなるだろう。」

（第2回 堺屋委員会報告書）

以上の基本認識の上に次のような提案をしている。

「大証とJASDAQとの間にシステムの共同使用が実現すれば、双方の経営に大きく貢献し、利用者の利便を高め、負担を軽減することができる。」（同上）

大証の主張の根拠は、先立って提出された金融審議会のワーキング・グループの報告書にある「市場間競争を促進する」である¹。その上で新興企業向け株式市場の実質的な統合を進め、東京市場と対等に競争し得る一大市場を形成することで、我が国株式取引における東証への一極集中を阻止するとしている。

具体的な方策として

- ・大証とJASDAQの協力
- ・システムの協力関係の構築・相互利用
- ・共同市場運営委員会を設立し長期ビジョンを共有
- ・地方三市場と大証およびJASDAQの協力
- ・バックアップの共有
- ・新興企業に対して大証とJASDAQの統一ブランドを立ち上げる。ベンチャー市場ネットワーク構想。

¹ 「市場機能を中核とする金融システムにむけて」金融審議会金融分科会第一部会報告、平成15年12月24日。

等を提案している。

< 福岡証券取引所 >

福岡証券取引所は 2002 年から現在まで積極的な“営業活動”を展開し、それを地元財界が支援している。取引所への公開を促進する活動を短期戦略と位置づけ、以下のような方策を展開している。

第 1 は株式公開促進支援活動である。九州・沖縄・山口の公開志向先企業を積極的に訪問し、新規上場の促進にむけて取り組んでいる。その結果、平成 16 年度には(株)ジェイエムネット(福岡)、(株)タイセイ(大分)、(株)エムピーエス(山口)の 3 社が Q-Board 市場に新規上場した。また平成 16 年度には、年間企業訪問件数は過去最高である 220 社の訪問を重ねており、有望な新規公開企業の発掘を試みている。また平成 15 年 2 月には Q-Board クラブを発足させ、講演会などを行っている。

さらに、新しい活動として九州地域における中小企業、ベンチャー企業を集中的に育成し、株式公開企業を増やすことにより地域経済の活性化を図ることを目的とした支援組織「九州中小・ベンチャー企業 IPO 支援プロジェクト(通称 QSP)」を創設した。参加団体は、福岡県産業・科学技術振興財団、九州ニュービジネス協議会、中小企業基盤整備機構九州支部と本所の 4 団体であり、『業務連携・協力に関する協定書』を平成 16 年 3 月に締結した。

第 2 は取引所での売買促進であり、特に立会外取引の増加である。九州・沖縄・山口の金融機関 20 社に対し立会外取引の活用を依頼し、取引促進につとめた。平成 15 年度は大口の取引がなく低調に終わったが、平成 16 年度には前年度より増加した。単独上場企業に対して流動性向上を目的として立会外分売の活用を勧めたが、実績は平成 15 年度、16 年度、共に 1 社 1 銘柄に留まった。

第 3 は市場におけるプレーヤーの増強である。すなわち会員増強運動である。その結果、平成 16 年 3 月以降にカブドットコム証券(株)(特定正会員)、日本証券代行(株)(一般正会員)、(株)だいら証券ビジネス(一般正会員)、ライブドア証券(株)(特定正会員)、ウツミ屋証券(株)(特定正会員)、IPO 証券(株)(特定正会員)が加入した。この結果平成 12 年度末に 17 社だったものが平成 16 年度末には 27 社に増加した。これら、いわゆるネット系証券の加入により、単独上場銘柄の取引高はかなり増加した。

中期戦略として以下の活動がある。第 1 は収入構造の見直しである。運営の安定性を確保するため、平成 17 年 4 月から新しい会費制度を施行することとなり、定額会費の体系から会員が応能的に負担する制度へ見直した。

第 2 に、地元ならではの商品を取り扱うことであり、不動産投資信託(REIT)市場と未公開企業ファンド市場について他取引所の制度内容を調査し、関係諸機関からヒアリングを行った。不動産投資信託(REIT)市場については、平成 16 年 8 月に金融庁認可を受け、同月に市場を開設した。

第3に、アジアとの連携である。平成15年度は特に韓国をターゲットとして調査研究を行っている。11月にソウルの取引所・証券会社等を訪問し調査を行ったほか、韓国株式を対象とした株価指数連動型上場投資信託(ETF)の導入を検討した。しかし問題点も多く、実現への道は遠いようだ。

平成16年度は特に中国をターゲットとし、中国ベンチャー投資(株)の提案により、「中国新興企業向けの福証チャイナボードの創設」について検討したが、これも多くの問題点がある。

福岡は典型的な地方市場のひとつだが、付録に示したように早くから活性化策を模索している。他市場、特に札幌と比べて特徴的なのは、地元九州経済界との連携・協力があることである。言葉を換えて言えば、地域ナショナリズムに良い意味で融合していることである。また、アジア株志向などは、地理的条件を生かした対応策である。こうした活動によって、単独上場銘柄数を維持し、Qボード銘柄数も増加させていることは注目に値する。福岡市場では歴代の理事長以下役職員が地元企業への福岡市場での株式公開を説いている。現体制もそれを継承発展させているが、その結果は表れている。

< 付録 >

福岡証券取引所活性化推進協議会設立趣旨

福岡証券取引所は、昭和24年に設立されて以来、地場産業の育成、上場促進に努め、地域経済の発展に貢献してきた。

しかしながら、近年、福岡証券取引所は、他の地方証券取引所と同じく、売買高の減少、新規上場企業数の低迷などにより、市場としての機能が低下し、上場市場としての魅力が失われつつある。また、規制緩和、情報技術の進展に伴う地方市場の衰退も懸念され、今後の存在意義が問われている。

今後も、九州が、アジア経済の発展の中で、経済の一層の高度化を図りつつ、拠点的役割を果たしていくためには、地方証券取引所の機能は、是非とも維持しなければならない、極めて重要な機能であり、いわば貴重な社会資本とも言えるものである。

特に、アジアの拠点都市を標榜する福岡においては、金融市場という高次な機能を保持することは、都市のステータスの高揚のために必要不可欠であり、福岡証券取引所の活性化は喫緊の課題となっている。

したがって、ここに地元経済界、行政が一体となって福岡証券取引所の活性化対策に取り組むこととし、その推進のために「福岡証券取引所活性化推進協議会」を設立するものである。(設立は平成10年6月2日)

<名古屋証券取引所>

名古屋の取引所は、地方取引所と全国的取引所の間間的な性格を持ち続けたことに特徴があるが、現状は他の地方と同様、取引高の減少、新規公開の伸び悩み、そして収益構造の悪化と問題をかかえている。当然ながらここでも様々な生き残り等が検討・実施されている。これまでは、不動産投資信託（REIT）市場創設の検討、PFI等公的機関が検討しはじめた資金調達に対応した新市場の研究、海外子会社資金調達株式市場の研究、国内各証券取引所・業界団体との連携の強化、海外証券取引所との情報交換・調査の強化、業際を超えた提携戦略の調査・検討、などを指針として取引所の再生が目指されてきた。

事業戦略の中心は、第1に、セントレックスを中心とした上場促進である。セントレックスは、上場のファーストステージという位置付けであり、企業の成長過程における資金需要のタイミングを逃すことなく上場が可能なマーケットであるという特長の浸透に努める。中部地区はもとより、全国の成長企業を対象に上場促進活動を引き続き実施している。2005年以降は新規上場15社をめざす数値目標を掲げている。

第2は市場規模の維持である。近年、上場会社数が減少傾向にあり、このままでは市場規模の縮小がもたらすマイナスイメージの増大が、売買高・売買代金のさらなる減少を招くとともに、新規上場の促進にも影響を及ぼすことが懸念される。したがって、上場廃止申請を最少限にとどめるためにも、上場会社のIR活動や中部地区における広報活動のサポートを通して、名証上場のメリットを向上させようとしている。

第3は取引参加者の拡大である。名証の発行市場および流通市場の活性化を図るためには、発行市場と未上場会社あるいは流通市場と投資家との橋渡しを行う証券会社が、数多く名証市場に参加することが必要である。一方、証券業界においては、証券会社間の合併や経営統合など、今後も業界の再編が予測され、それに伴う取引参加社数の減少が想定されるが、新規の獲得によって数を維持しようとしている。

第4は中国等外国企業の上場促進である。2005年6月、名証市場へ外国企業が上場することができるよう上場制度を整備する。2007年度中に外国企業の第1号として中国企業をセントレックスへ上場させることを目指している。

第5は効率のよい組織を構築する。人員体制について、2005年中に決定するシステムに関する方針など、今後の事業展開を踏まえ、名証の円滑な業務遂行のための適正人員を想定するとともに、不足が生じる場合は、人件費を考慮し、新規採用も視野に入れつつ採用計画を策定する。

第6は名証の自主規制業務（売買審査および考査）について、機能の維持・向上を図るとともに、関係機関との連携を強化することで、名証市場の公正性・信頼性を確保する。

第7は個人投資家の拡大である。具体的には、名証テクニカル・インベストメント・ブランナー講座を通じ、個人投資家等へのテクニカル分析に関する教育を実施するとともに、IR関連イベントにおける講演・セミナーや証券関連団体・証券会社等と協力したセミナーを開催していく。

以上のように名古屋の場合も新規上場の促進、既存公開会社の維持、会員の増強、海外志向、市場の効率化等が掲げられ各地とほぼ共通している。しかし、中国企業などをめぐっては解決すべき問題も多く、かつ他の市場との競合も予想される。数々の戦略を挙げているが、ここでも焦点はジュニアマーケットであるセントレックスであろう。“上場のファーストステージ”という位置付けは、要は囲い込み戦略だが、それを中京地区のみならず全国を対象にすることになると他市場との競合は避けられない。ジュニアマーケットの拡大は後で述べるが、各市場がそれぞれに試みるのでは限界がある。

<札幌証券取引所の戦略>

札幌証券取引所では、重複上場銘柄の売買高の増加策として立会外取引制度を平成 10 年に導入後、価格交渉取引、VWAP 取引と制度を拡充し、併せて証券会社から徴収している売買に係る会費を証券会社にとって全国で最も有利となる水準にまで引き下げた。こうした新しい制度の創設により、札幌の重複上場銘柄の出来高を総売買高の 26%にまで引き上げ、一定の結果を挙げるに至っている。

しかし 2003 年には、上場廃止が急増した。10 月末日までに 45 社から上場廃止申請があり、企業の再編、法的整理による上場廃止会社を含めると、2002 年よりも 38 社多い 53 社が上場廃止となった。危機感を募らせた札幌は、現状の機能をいかに変革すべきか、どのように北海道経済に貢献できるかについて、7 月に札幌未来戦略研究会を設立し、6 回にわたって検討がなされた。報告書は大阪の堺屋委員会報告に先立って、平成 15 年 11 月に中間報告書が、同年 12 月に最終報告書が出されているが、そこには札幌が今後進めるべき方策として以下の 3 点が示されている。

第 1 は新規公開の促進のための方策である。札幌のアンビシャス市場は 2005 年時点でようやく 2 社であるが、その上場予備軍はアンビシャスクラブとして組織されており、月例の研究会等を開催して公開促進活動を展開している。平成 15 年の会員数は 208 社であり、これらが程度の差はあれ、将来の上場を意識して活動している。上記の報告書も 3 年以内に 10 社の上場を目標に掲げている。2004 年には待望の 2 社が上場した。

第 2 は北海道資本市場の構想である。札幌は北海道における直接金融市場の中心的役割を果たすべきであり、道内資金のスイッチボードとなるべきである。北海道拓殖銀行が健全だった時代からそうであったように、道内銀行は集めた預金を津軽海峡をこえて融資している。その一方で道内の地方には、直接金融で資金を調達したい地方公共団体や中小企業などが多数存在する。地方公共債や社債などの起債市場として札幌を機能させる提案もある²。

ただし提案を具体化するのには簡単ではない。政令指定都市ではない市町村は起債できず、中小企業も社債では資金調達コストが高く効率的ではない。法改正など、構想の具体化に

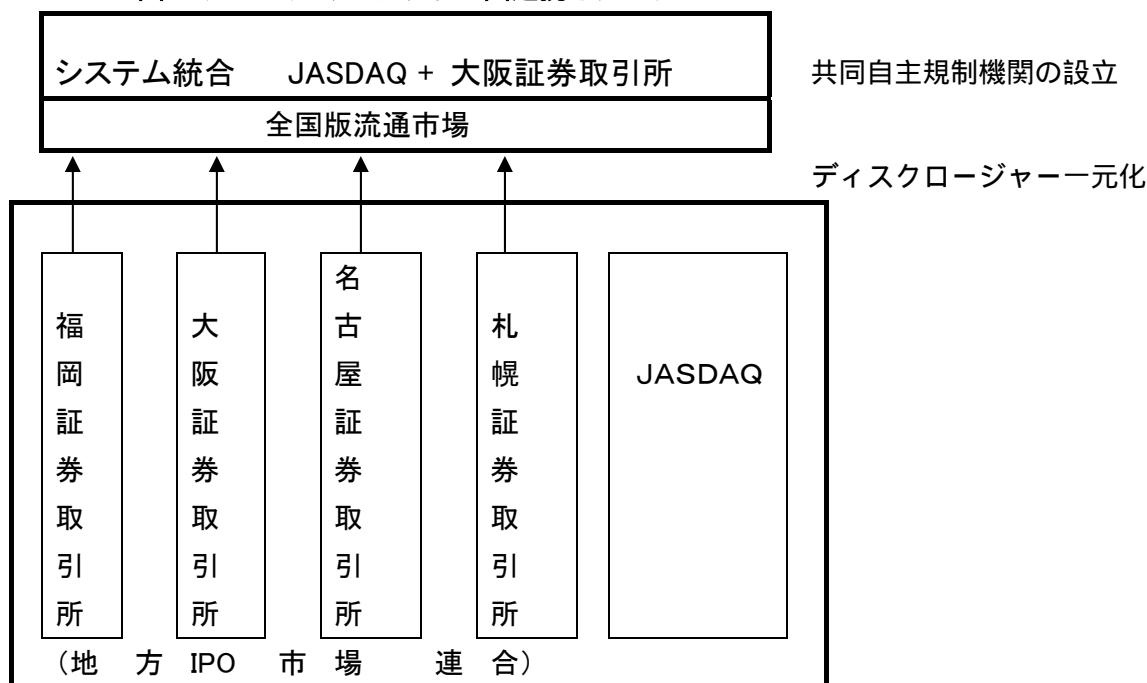
² 札幌未来戦略研究会中間報告（札幌証券取引所 平成 15 年 11 月）最終報告は同年の 12 月に提出されている。

むけた体制を確立すべきであろう。また地方の資金循環のスイッチボードとなるには証券会社だけを会員とする現在の組織では無理であり、ここには地元金融機関の参加が不可欠であるが、そうするには証券取引法上の制約をなんらかの形（経済特区等）で乗り越える必要がある。

そもそも地方証券市場の存在意義が何であったかを考えれば、それは地方の遊休資金を地方の資金需要者に供給するための直接金融機構であるから、この提案はいわば原点に帰る発想であり、一つのアイデアとして検討されてもよいであろう。

第 3 は、他の取引所との連携である。札幌市場ではもはや自力で流通市場を維持することはできないし、そうすべきではないとの認識がある。この認識に基づいて、他市場との連携案（図 2）が示されている。流通市場としては JASDAQ と大証の連携で成長企業に焦点をおいた一大市場を構築し、そこに企業を送り込む、いわば入口を各地の証券市場が担当するという案になっている。地元企業のことをよく理解しているのは地元の経済界であるから、企業の発掘から育成そして発行市場に導くところまでは地方の仕事とするという案である。しかし、こうなると、伝統的に取引所の機能と考えられてきた流通市場機能が縮小し、いわゆる取引所らしくなくなるという問題がある。しかし流通市場の機能は捨ててでも発行市場として存続していこうとしているところに提案の特色がある。この構想を示したのが図 2 である。

図 2 ジュニアマーケット全国連携イメージ



出典)「札幌未来戦略研究会報告書」札幌未来戦略研究会、平成 15 年 12

月 18 日、14 頁。

<地場証券会社の事情>

福岡と札幌に共通して言えることだが、どちらにも公開引受けを実施できる地場の証券会社がない。地元には本社のある証券会社はあるが、それらはいずれも流通市場を対象にビジネスを行っている。企業の公開を支援するということになるが、“数名のスタッフで1年がかり”とよく言われるが、小規模の証券会社では人的余裕もなく、かつ現状ではそうした訓練を受けた職員も少ないのである。たとえば、チームづくりができたにしても、それが恒常的に機能する程の公開数が地方では得られず、一事業部門として採算がとれないという問題がある。かといって、大手証券会社は公開会社が一定の規模でないと採算上興味を示さない。そこで、各取引所は、さまざまな形で公開支援のできる証券会社を会員として呼び込む必要がある。

現状では地場証券会社の活動の中心は、どうしても既存の単独上場銘柄の取引になる。福岡の場合でも、「福岡単独上場の会」への参加や、既上場企業への資本政策のアフターケアなどが中心となっている。地場証券会社は地方市場活性化の一つのカギを握る存在だが、いかにすれば彼らの発行機能を高められるかが課題である。

第2章 直接金融時代の地方証券取引所の意義と役割

地方証券取引所について、使用期限切れ、無用論が一般的だが、金融構造が大きく変化している現時点でもなおそうなのか再論してみよう。

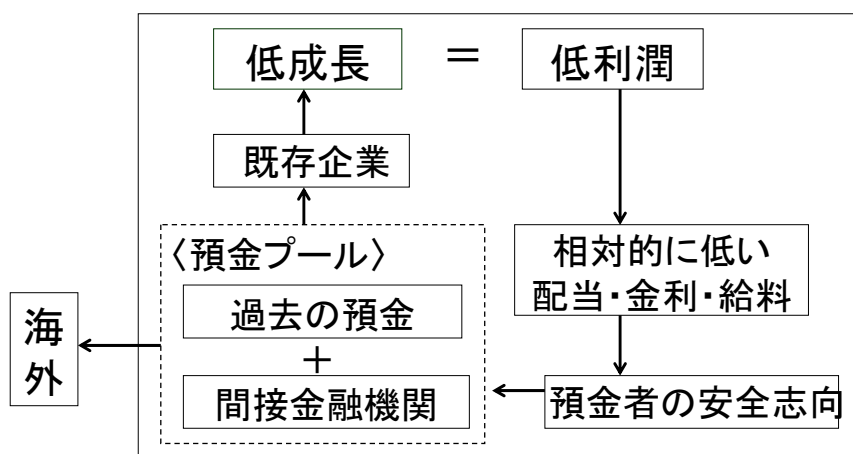
今日の運動は直間比率の単なる是正ではなく、金融機能の重点そのものを間接金融から直接金融に移そうとするところに特徴がある。こうした動きは様々な角度から観測される。ひとつは経済政策的課題、つまり日本経済の再生とそれに対応した金融構造という角度からのアプローチである。

間接金融中心の構造は日本経済の発展に少なからぬ貢献をしたのは事実だが、ここに来てその限界も明らかになっている。それは、間接金融機構そのものが低成長、ゼロ成長が長期化した事によって硬直化、保守化したことである。低成長は低利潤であり、その分割部分である金利も低金利だが、そうなると所得の総計は減る。利潤も収入も、そして不況のため給料も減少すれば人々は将来不安を感じて安全志向に入る。当然、リスクを避けるから多くの資金は間接金融ルートに入ってしまう。この資金と過去に蓄積された預金と一緒にあって貸出原資となるが、これも安全志向だから多くは既存企業に向かう。既存企業は成熟産業であることが多く、成長性も利潤率は高くない。これで吸収しきれない部分は海外に流れる。海外流出分を除けば、低成長経済での間接金融はクローズ・閉鎖型である（図3）。

これではいつまでたっても低成長からは抜け出せない。必要なのは、この閉鎖体系から新しい産業・企業に向かう資金が飛び出してくることだ。しかし、そういう企業はリスクが高く間接金融では対応できない。だから、“飛び出し”には新しい構造が必要だ。それは間接金融構造の外側を廻るように形成されている（図4）。

新しい構造はいくつかの要因で支えられる必要がある。ひとつは、間接金融の中にいる預金者のスタンスの変化である。リスクを許容する方向に動くかどうか焦点である。これは預金金利だけでなく、物価が安定的であるかどうか、資金の海外シフトの大小等様々な要因がある。ここ数年の傾向をみると、状況は徐々に“飛び出す”方向にある（後述）。第2の要因は、新しい産業分野が育つかどうかである。投資したい人がいても、その受け手

図3 間接金融の閉鎖サイクル



出典) 北大濱田研究室作成

がいなくてはどうにもならない。今、日本中でベンチャー企業を求める大騒ぎがあるのはこのためである。静かであるべき大学でさえもこの騒ぎに巻き込まれ、大学発ベンチャーのスローガンが声高く叫ばれている。

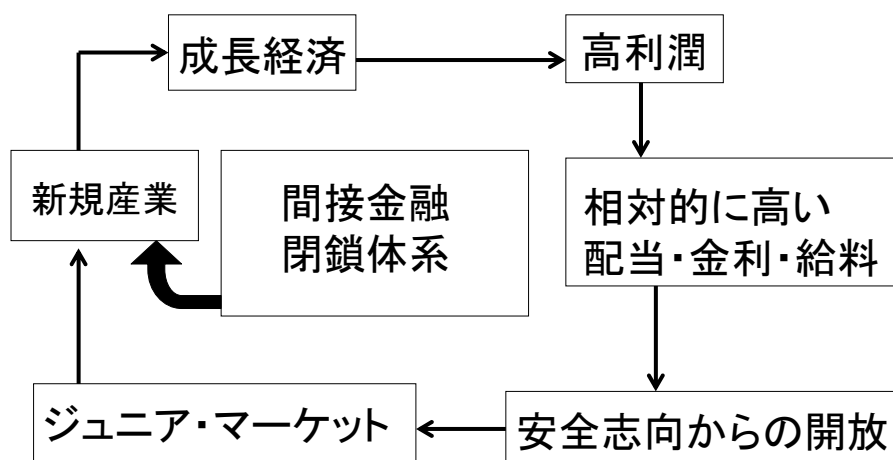
第3の不可欠な要素は、図4にあるジュニアマーケットである（補論参照）。だから前段で述べた地方市場の存続問題にはこの要素が欠かせない。事実、各市場の活性化等の焦点はこれであった。

<銀行の事情>

金融機関にも、間接金融から直接金融に重点を移す理由がある。様子が変わってきたのは80年代。まず銀行による国債の窓口販売が皮切りだった。今では、銀行の名前のついた証券会社の看板が目につくようになった。証券業界は攻められる一方の印象だったが、ようやく業界最大手が銀行業進出声明を出し反攻に出た。勝負の行方はともかく、これで銀行と証券が分離されていた時代は完全に終了した。

なぜ日本の銀行は直接金融に向かって動き始めたのだろうか。一つは古巣である間接金融世界に不具合、不都合が生じたこと、もう一つは新居である直接金融世界が魅力的であることだ。要は、私達が引っ越しをする時に似ている。転居するのは転勤などの外部強制

図4 直接金融のイノベーションサイクル



出典) 北大濱田研究室作成

要因を除けば、古い家が住みにくくなったか、新しい家に強い魅力を感じたかのどちらかである。

銀行にとって間接金融は住みにくくなっているのだろうか。間接金融は、銀行・仲介者が預金を集めそれを又貸しするのを基本構造とし、そこでの利益方程式は、 $利潤 = 貸出利息 - (預金利息 + 諸経費)$ である。古い家に住みにくくなったというのは、この方程式が異常をきたし、好ましくない方向に変化したものと推察できる。

ところが実際に調べてみると、大手銀行の2005年3月期の決算は極めて良好なのである。それどころか一部では史上空前の利益であった。大手7行の合計で本業の儲けを示す業務純益は3兆9000億円もあったのに、なぜ彼らは“新居”を目指すのか。

考えうる一つの答え。それは、古巣では将来的に現在のような利潤は見込めないと彼らが見通しているからだ。

方程式の項目の一つは諸経費だが、その中心は人件費。大手銀行は一連の金融再編過程で実に多くの人員の削減を行った。これまでに10万人以上の金融マンが“リストラ”の憂き目に会ったし、三菱東京とUFJの統合ではさらに6000人の削減が予定されている。第二の固定費は店舗費だがこれも統合で激減した。しかし、こうした経費削減もそろそろ限界である。

特殊要因がなくなれば、底流に潜んでいた一般的な傾向が目立ってくるはずだ。それは、金利の低い局面、金利が低下した後しばらくすると利鞘縮小によって金融機関の収益が低下するという一般的な傾向である。

公定歩合は過去にそうであった程の効果を持たない政策金利だが、通常それは、銀行の収益改善をねらって変更されるものである。この10年間以上、公定歩合は下げられ続けたが、引き下げのあった翌年の銀行の業績をみると以下のような結果が得られる。

まず銀行の業績について、各年度末の税引後利益の上昇率から非製造業の経常利益の上昇率を割り引いた修正済みの業績上昇率を算出し、その各行の平均を時系列で分析した。尚、各年度ごとに、不良債権処理などのため 100 億円以上の税引後赤字を計上した事例について、異常値としてこれを除いた。公定歩合は 1993 年に 2 度の引き下げがあったが、翌年(タイムラグをみて一年後の決算をみている)の収益は対製造業修正済みでマイナス 9%、同様に二度の引き下げのあった 95 年の翌年もマイナスが拡大している。2001 年は 3 度も引き下げがあったが、2002 年はマイナス幅の改善があったものの 50%以上の減である。

株価の対前年上昇率であるが、各年度末の資本異動修正済み株価の上昇率から TOPIX のそれを割り引いたエクセスリターンを示している。業績についての分析と同様、100 億円以上の赤字を計上した事例について、異常値としてこれを除いた。これによると、1994 年 3 月、1996 年 3 月、2002 年 3 月について、エクセスリターンは、0.35%、17.50%、12.42% であり、2002 年 3 月のみで引き下げの効果がみられた。ただし 2001 年 3 月の上昇率は 24.29% であり、2002 年 3 月の効果も限定的である。

もちろん、銀行収益の決定要因は様々だが、金利が低下すると利鞘の取れる範囲が縮小し、銀行の収益可能性が狭くなるのが限定的だが示されている。つまり超低金利時代は銀行にとっては危ない時代なのである。危険が現実になる前に銀行は動かなければならないようだ。

方程式の神髄は、貸出利息マイナス預金利息、すなわち利鞘であるが、これがある程度保証されているのは預金金利がほとんどゼロという日本の異常な状況による。アメリカなら暴動が起きるような預金のゼロ金利が 10 年以上も続いているが、これも長くは続かないと思われる。

銀行が間接金融から離れたがる理由のひとつに大企業という優良顧客が銀行離れを起こしていることがあげられる。上場企業の純有利子負債の残高を見ると、1998 年に 128 兆円だったものが毎年減少し 2005 年 3 月末には 97 兆円と、実に 24%も減少したのである。逆に無借金経営という銀行にとっては好ましくない企業が増加した。武田薬品は 1 兆 5000 億、任天堂は 8000 億、松下は 4000 億以上の手元超過資金がある。“銀行よサヨウナラ”は有力企業にとってはとくに現実なのだ。しかも顧客が減っている時に料金の値上げはできない。これはすべての事業に共通の原理である。唯一の例外は独占企業・独占価格だが、今のところメガバンク間の競争は続きそうだし、ここに海外の有力銀行の姿もみえている。

以下に述べる事実も大手銀行の動きを説明する要因となりうる。それは、日本の大銀行の海外収益が激減している事実である。

国内銀行の海外支店の貸出資産残高は、1997 年 4 月の 84 兆円をピークに年々減少を続け、1998 年 8 月には 60 兆円、1999 年 5 月には 41 兆円、2002 年 12 月には 20 兆円、と下降の一途をたどっている。2004 年 3 月には 13 兆円まで低落し、その後、16 兆円(2005 年 7 月)まで回復したものの、20 兆円には到達していない。このように国内銀行は、海外における融資からの収益に見切りをつけている。

第三に、国債価格下落の危険性である。2000年以降、内国債の発行額は年平均12.4%で増加し続けている。発行額ベースでみると、2000年3月末には343兆1336億円であったが、2005年3月末には626兆3633億円にふくれあがっており、約1.83倍もの増大となっている。しかし、今後予想される金利の上昇局面で国債価格の下落が生じうる。この予想される損失に対応する収益源を別に開拓しておかねばならない。それはやはり直接金融の世界にある。

< 将来像 >

将来的には間接金融のコアは個人顧客と中小企業になる。大企業・中堅企業がここから抜ける分、間接金融は縮小する。図4で示したようにその外側にベンチャーファイナンスのシステムが形成され、ここでの主要な制度的枠組みはジュニアマーケットである。さらに外側にメインボードとしての証券市場があり、ここには既存の大企業、中堅企業が存在する。うずを巻きながら中心部（間接金融）から資金と企業が外側に押し出されて来る。第二層を形成するベンチャーファイナンスの部分は、これまで証券市場の特殊な部分という位置づけだったが、将来的には発行市場の主要な場所として、かつ証券市場の基礎的な制度となる。

誤解を避けるために一言しておきたい。間接金融のコアは縮小するがなくなる。それが、全金融機構の中心であることは変わらない。むしろ、このコアをしっかりと自分の領域にしなければ外への展開はない。資金はここから出て来るのである。だから、日本の大銀行にとって郵便貯金の問題は避けて通れなかった課題だったのである。また、金融機関が外に出るためには、日本版のグラススティーガル体制は余計な枠組みであり、それを廃棄して新しい“銀証融合”体制が必要だった。

補論：ジュニアマーケット³

図4へ飛躍するためのもう一つの準備は、いわゆるジュニアマーケットの整備である。ジュニアマーケットとは中小企業でも株式公開できる株式市場のことで、1971年のアメリカのナスダックの成立から世界へ伝播したものである。もっともナスダックは中小企業・新興企業の市場というより新しい通信時代の市場としての面も持っている。世界で初めてのノンプレイスのマーケットで、それが成功したことで成長企業のマーケットという側面も注目されるようになった。ナスダックがモデルになったために、ジュニアマーケット、いわゆる新興市場はノンプレイスの通信市場として各国で発展している。日本では1985年の店頭市場の改革から始まり、ほぼ15年をかけて様々なジュニアマーケットが整備され、それなりの実績を示した。しかし、ここにも問題があった。それはジュニアマーケットの前衛たるべきベンチャーキャピタルの活動からも見られることだが、地方からの株式公開

³ ジュニアマーケットの成生史については『第三の証券市場』を参照。

件数が少ないことである。ベンチャーキャピタルの投資先をみると 2002 年の調査で、約 80%は東京を中心とする関東圏に集中している⁴。北海道や東北はその人口比よりもずっと少ない投資額である。つまり地方からの公開企業は極めて少ないのである。資本主義の展開が歴史的に基軸から周辺であったことを考えれば、これは当然であり問題にすべきことでもないようだが、傾向をみると東京への集中はより進んでいるのである。

むすびにかえて

一極集中への東証側の言い分もある。グローバル時代に必要なのはロンドン、ニューヨークの各市場に対抗しうる強力な市場であり、国内競争などといっている時代ではない。主要国の証券市場は既に国内統一を済ませている。イギリスのビッグバンは、まさに国内統一の促進という点で意味があった。おそらく以上のような主張だろう。だから、メインボードは当然のことながら、ジュニアマーケットについても東証マザーズを中心に編成しようとしているのだ。地方市場はこうした東証の論理への対抗哲学を持つ必要もある。それは取引所の単なる延命という問題でなく、低迷している地方経済の再生に取引所がいかなる役割を果たせるかという広い視点でなされるべきである。

単なる直間比率の是正から、金融機関の軸足そのものが直接金融に移ることになる。金融界の再編、メガバンクの形成、銀行と証券の垣根の消滅、郵貯問題、リレーションシップバンキングの大騒ぎ、等の現象がこの大変動の一現象である。そして、この動きは当然のこととして、日本の証券市場の編成はいかにあるべきかという最後の大問題をつきつける。グローバリズムの今日に、東京一極集中は当然と考えるのか、地方の時代をもう一度考えようとするのかの選択が迫られている。地方証券市場の問題も、生き残りが可能かどうかではなく、グローバリズムか地方重視かの広い視点での議論が必要であろう。

⁴ 「ベンチャーキャピタル投資動向調査 ベンチャーキャピタル・ファンド・ベンチマーク調査」2003年3月、財団法人ベンチャーエンタープライズセンター、を参照。