

演 金融システムの活性化をもとめて

—証券市場の新たな役割—

講

蠟山昌一

小山理事長 定刻になりましたので、講演会を始めます。

本日の講師は、大阪大学大学院教授の蠟山昌一先生です。蠟山先生は、皆様もよくご存じの大変高名な方ですが、恒例ですので、私から先生の略歴を簡単に紹介させていただきます。

蠟山先生は、昭和三八年に東京大学経済学部をご卒業、同大学大学院修士課程を終了されました後、昭和四五年に大阪大学経済学部助教授に、五七年には同教授に就任され、また平成六年六月からは大阪大学大学院国際公共政策研究科教授に就任され、現在に至っております。この間、日本銀行金融研究所客員研究員や、ロンドン大学客員教授等のご経歴も持ちです。

先生は、ご専門の金融論、経済政策論関係の著作、論文を数多く発表されるなど、この分野の代表的なリーダーとして活躍しておられますことは、皆様もご承知のとおりでございます。

先生は、現在証券取引審議会会長代理のほか、デリバティブ部会及びこのたび発足することになりました総合部会の部会長を、それぞれお務めになっておられます。また、証券局社債受渡決済制度研究会座長として、先月末発表されました報告書を取りまとめられます。このほか金融制度調査会金融機能活性化委員会の委員長代理をお務めになるなど、各種審議会等の場で、国の政策形成に幅広く関与しております。

本日は、その蠟山先生に、「金融システムの活性化

をもとめて——証券市場の新たな役割——」というテーマでお話しいただくことといたしました。ご清聴をお願いいたします。

蠟山でございます。

只今ご紹介を頂きましたが、余り評判のよくない大蔵省の仕事をたくさんさせられておりまして、授業も今七コマを教えていて火曜日と金曜日しか動けず、そのほとんどを東京の仕事に使っておりますので、「あなたはほとんど東京にいるのですか、大阪へ出稼ぎに行っているのですか」といわれるのですが、私はそうではありませんで、関西に住んで東京に通勤しているというこのごろです。

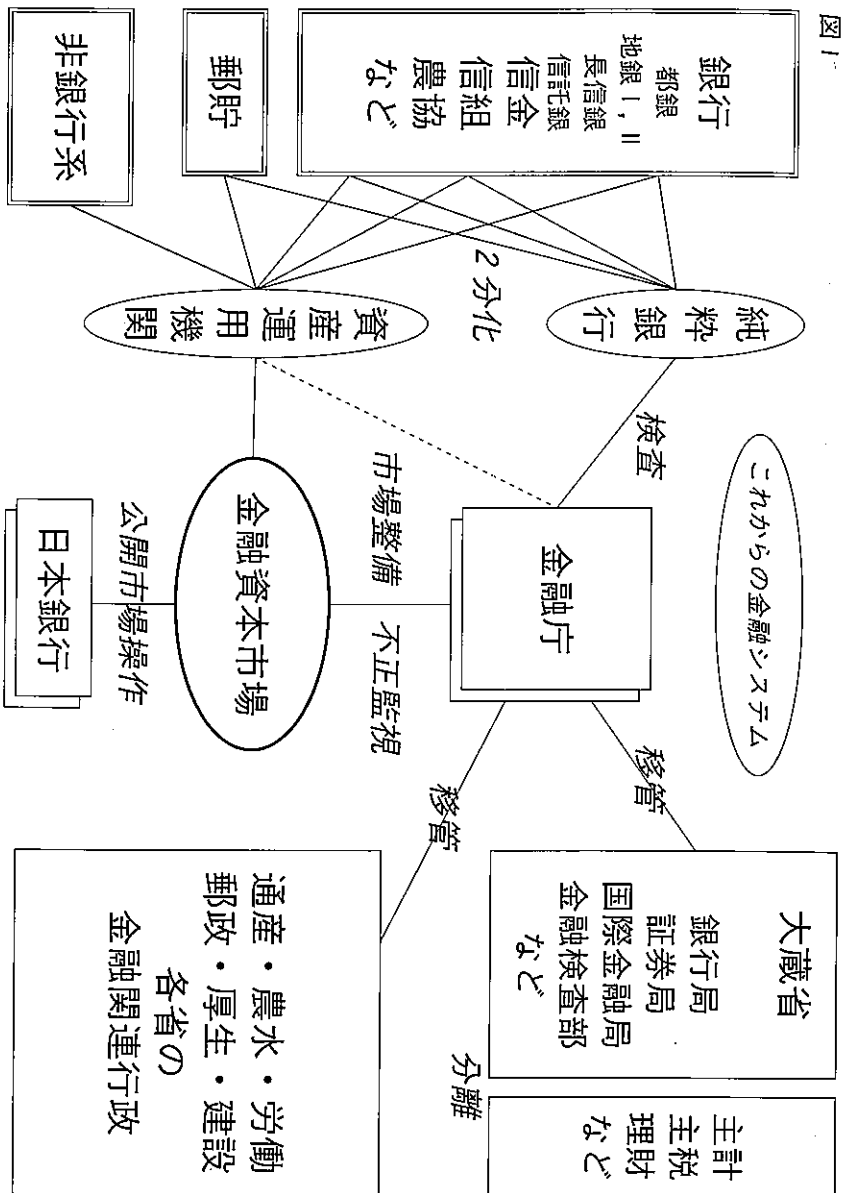
きょうは、「金融システムの活性化をもとめて」というテーマで、日本の金融に関するこれからの

ビジョンといったものをしゃべらせていただきましたと思います。きちんと文章にしたものを読むのは苦手ですが、最近ではOHPといったものが活用できます。簡単につくれますので、こういうものを使いながら、与えられたテーマについてお話をさせていただきます。

教壇は高いのがやりやすいのですが、今回はマイクが低いので、大変やりにくい面もあります(笑)。

一、住專問題の示唆するものと 金融五法

いい古されたことですが、これからは、図1の「これからの金融システム」の中ごろに位置する金融資本市場が、日本の金融システムの一つの大きな柱になる、そして、競争的な市場シス



テムをどういうふうに確立するかが、最大の課題であろうと思います。それには銀行システムも当然包含されるわけですが、俗にいえば、直接金融の世界をどういうふうに確立するかにあるのではないかと思えます。

ただ、こういう問題は昔からいい古されてきたわけでありまして、私の記憶する限りでは、金融制度調査会が、澄田銀行局長時代の一九七一年にいわゆる効率化答申をまとめまして、そこでは、市場機構という言葉が正面から取り上げられ、市場機構の活用、適正な競争原理の導入がうたい文句になったのではないかと記憶しております。しかし、そのころの競争原理とかあるいは市場メカニズムという点は、ある意味ではうたい文句にすぎないものでありまして、ちょうど効率化答申のあたりに設立された住宅金融専門会社の今日の状態あるいは今日に至るまでの過程を考えてみます

ニズムを活用する方向で政策が誘導される、あるいはそうした環境をつくり上げることに成功していたならば、いわば市場をうまく活用しようという考え方で住専に対処していたならば、住専問題は恐らく違った展開をとったのではないかと思えます。

どういうことかといえば、不動産の証券化あるいは住専のさまざまな担保付貸し出しの証券化をもっと活用することが、市場メカニズムを生かしながら住宅金融を充実させる途ではなかったかと思われまます。確かに、住宅ローン債権信託あるいは抵当証券とか、不十分な形でありましたが、直接住専がマーケットから資金を調達する途が与えられましたけれども、それはごくわずかであり、結局は母体行、一般行あるいは農協からの資金の借り入れを通じてしか、住宅金融専門会社は資金調達の途を持っていなかったわけでありま

と、市場メカニズムを活用することの不十分さがあの問題となって露呈したのではないかと、私は理解しております。

しかし市場メカニズムを本当に活用するということであれば、特別の目的をもった専門金融機関を創設して、そこにノウハウを集中し、資金を集中すれば、特定の目的が実現されるという伝統的な専門金融機関制度の導入は、ある政策目的への資金の配分の誘導という観点からみれば、有効性が低いという認識に立つべきではなかったかと思えます。いわば専門金融機関制度と市場メカニズムの徹底とは、両立するのが難しいわけでありま

す。しかし、当時は、不十分な形で市場メカニズムを活用しようという考え方でしたから、ああいう住専といったものができました。その後の過程を考えてみましても、住専に関してもっと市場メカ

す。これでは、本体の方が住宅金融に熱心になれば、競争力を失うことは当然のことでありまして、住専の経営がうまく立ち行かなくなる、そこで、事業者向け金融の方に活路を見出す、それがバブルの中でまみれてしまい、今日のこの状況をつくり上げたのだらうと思えます。

あのとき、一九七〇年代の当初はともかく、その後八〇年代に入るあたりから、もう少し住宅金融のための資金調達がマーケットから直接行われるという制度の方向に動いていったならば、この住専問題は違った展開をとったのではないかと思えます。違った展開と申しますのは、仮に経営がうまくいかなかったときに、マーケットからの影響力は、恐らくもっと直截なものであって、某都市銀行が某住専をもうつぶそうとした一九九三年ごろには、恐らくマーケットからの圧力に抗し切れず、早々と店じまいをすることになったの

ではないだろうか。いわゆるマーケットからのガバナンスの力をうまく生かせば、ずるずると今日まで住専問題を引き延ばすことができにくかったのではないかと思います。

そういう点で、個人向けの住宅金融を充実させるという目的、あるいはそれと照らし合わせて住宅金融専門会社の制度が、果たしてマーケット・メカニズムと整合的なものだったかどうか、あるいは仮にそうしたものをつくったとしても、その後の展開において、マーケットから直接資金を調達する途をもっと開放すべきではなかったか、そういう環境を整えることに大蔵省は熱心であるべきではなかったのか、さらには、仮に業容が悪化する過程において、マーケット・メカニズムをもっとうまく生かしていたならば、もっと早目の対応が可能だったのではないか。こういう点で、住専問題は、日本の金融においてマーケット・メカ

ニズムが不十分にしか活用されてこなかったことの一つの証左ではないかと思われれます。

きょう金融五法が成立いたしました。そこでは、これまで以上にマーケット・メカニズムを生かす部分は生かし、また行政が関与する部分は関与するという方向でのさまざまな新しい法律ができたとは私は理解しています。ただ、そこにはいろんな法律が含まれていますので、全体像についての理解は人によって違うかと思いますが、私の理解する限りにおいては、新しい金融法の諸体系の核心は早期是正措置にあるのではないかと思えます。アメリカが、S & Lその他について導入したケースを、うまく日本のケースに当てはめて、こうした早期是正措置がつけられたのだと理解されていますが、本当にその点はどうなのかについて、二、三コメントをさせていただきます。

余り細かな点にまで触れることはできないわけですが、アメリカでは、一九九一年に、連邦預金保険公社に関する新しい法律によって早期是正措置が導入されました。ここでは、プロンプト・コレクティブ・アクション・プロビジョンズ (Prompt Corrective Action Provisions) という名前がつけられておりますが、それは、どれぐらい自己資本を充実しているかに応じて、FDICのもとにある銀行、S & L等の金融機関を五つのカテゴリーに分けます。五つのカテゴリーは、ウェル・キャピタライズド (Well capitalized)、アディクエトリー・キャピタライズド (Adequately capitalized) から、最後にはクリティカルリー・アンダーキャピタライズド (Critically undercapitalized) となります。最後のランクは、自己資本がとて不十分だということです。そういう

五つのタイプに行政の側で分ける。

その分け方は、基本的には自己資本比率でありまして、BIS規制に準じる形で、トータルで10%以上、Tier1で6%以上、レバレッジ (Leverage) で5%以上であると、ウェル・キャピタライズドになります。早期是正措置には、マンダトリー・プロビジョン (Mandatory Provisions) とディスクレショナリー・プロビジョン (Discretionary Provisions) とがありますが、ウェル・キャピタライズドに属するものに対しては、何も書いてなく、どうぞ自由に何でもやってくださいということですが。

しかし、だんだん経営の内容が悪化してきますと、マンデトリー・プロビジョン、いわば強制的に必ずこうしなければならぬということが幾つかふえてきます。そして金融当局がある種の判断を加えて、ディスクレショナリー・プロビジョンによるこうなさいという指令がまた幾つか対応

しています。細かなことはともかくとしまして、考え方は、まず一つは、銀行の経営の内容を、自己資本比率によることが適切であるかどうかは議論はあるでしょうけれども、ともかく数値でもつてきちんとしてらえて、銀行を分類する。いい銀行か悪い銀行かを幾つかに分類するわけです。そして分類された状況に応じて、必ずやらなければいけないことが法律で決まっている。それがマンドレー・プロビジョンです。さらにその上で、行政当局の判断に応じて、ある種の判断が加わるけれども、やらなくてはならない指令的なことがつけ加わります。一言でいえば、アメリカで一九九一年に法律で制度化された新しい金融行政上の早期是正措置は、そういう行政の客観的なルール化という考え方で貫かれているわけであります。

このたびできた日本の金融関係諸法は、形の上では、ある程度までこれをまねてはいるわけですが、ストラクチャード・アーリー・インターベンション・アンド・レゾリューション (Structured early intervention and resolution) 略してSEIR (シーヤ) といわれることもあり、重要な点は、ストラクチャード、要するに制度化することである。早期の介入 (アーリー・インターベンション) と問題解決処理 (レゾリューション) に関して、ストラクチャードされた、制度化されたということが重要であるわけでありまして、こういう点で、必ずしも十分にストラクチャードされたものが、日本のきょう議会を通りました早期是正措置に代表される諸法にはないのではないかと思われま。

二、金融庁構想

これからの日本の金融は、行政の面でも大きな

けれども、ここまでアメリカのように踏み込んだ形で、数値行政といえますか、客観的なルールに基づく行政を展開しているわけではありません。早期是正措置の内容はまだ不明確でありますし、また、今後、経営のよしあしを判断する指標をつくろうという研究会が組織されるそうであり、けれども、さらに重要な点は、その数値で区別された銀行に応じて、それぞれこういうことをしなければいけない、こういうことをしてはいけないという規制がきちんと区別されることが重要であるわけです。そういう点で、日本における早期是正措置に代表される、これからの金融行政のあるべき姿が、新しい金融諸法の中には、必ずしも十分に反映されていないように私には思われるわけでありま。

ちなみに先ほどのプロンプト・コレクティブ・アクション・プロビジョンズは、別の言葉でいい変化を示さなければならぬと思われま。それは、マーケットを生かす形で行政が展開されなければならぬわけでありま。証券行政も含めていろいろの金融行政が存在し、そのためには金融庁といった、金融を専門にする、これは必ずしも銀行ということではありません、金融資本市場に対して行政的な権限を行使する役所を金融庁として、大蔵省あるいは財政当局から独立させるべきなのではないかと考えておりま。

大蔵省に権限が集中しているから、金融を財政から分離すべきであるという意見もあるようでありまけれども、私自身は金融のために、金融行政は大蔵省から独立しなければならぬと考えています。その点は、先週「論壇」に書かせていただきましたので、もしもご関心がある向きは、お読みいただければと思いま。

論旨は簡単であります。きょうこの場にも金融

行政のOBの方々がおられるので非常にいいにくいわけでありませうけれども、大蔵省の証券局あるいは銀行局とおつき合ひさせていただきまして、それぞれの方々は大変優秀だろうと思います。谷村さんがおられるのでそう申し上げているのでは決してありません(笑)。優秀だと思えます。しかし、銀行局なり証券局なりに組織として専門的な能力が蓄積されているかという点、必ずしもそうではないと思います。重要な点は、これからは市場を対象に行政を展開しなければいけないという点で、行政の側で市場に関するノウハウを蓄積し、それを後世に伝達していかねければならぬと思われるわけでありまして、そうした専門的なノウハウの蓄積なしには、これからの金融行政はうまくいかないし、金融資本市場の機能も不十分なものになってしまうのではないだろうか。そういう金融行政の有効性を維持するために、私はノ

ウハウが必要であり、その蓄積は独立な組織で行われた方が、よりうまくゆく、専門的な能力が育つと考えております。それが一つの理由です。

もう一つの理由は、私がここで金融資本市場ということを通じていたのは、あるいは広い意味で証券市場といってもいいわけですが、現在の証券法で規定されている有価証券に対する市場は、金融資本市場の一つのマーケットであり、部分市場であるわけで、この金融資本市場に関するさまざまな活動は、今や非常に広い範囲にわたっているわけでありませう。

いいかえると、それを所管する行政省庁も大変広い。私が思いつくだけでも、通産省は、例えばリース業あるいはリース市場や、特定債権法で規定されているような商品ファンドも扱っています。農水省はいまでもありません。労働省は財形貯蓄がございませう。郵政省は郵貯、簡保その他、

厚生省は年金の問題に関与しています。建設省は不動産特定共同事業法という法律により、不動産の小口化を図っていますが、これもまた広い意味での金融市場であり、マーケットに関与する主体省庁は建設省である。それぞれの市場が大きくなるポテンシャルを持っていると思います。いいかえるならば、銀行局や証券局や国際金融局が対象としている範囲では、今や日本の金融資本市場はカバーし切れなくなるほど大きくなっている。それをやはり統一的、総合的に所管する必要があるだろう。

それでは、通産省の商品ファンドを扱う所管部が、大蔵省の傘下にはせ参じるかという点、とてもそれは信じられません。そんなことはあり得ないと思います。しかし、必要な点は総合的、統一的な行政であります。そうするためにはそれぞれが金融庁という新しい組織に集まることが一番

自然なのではないだろうかと思えます。「いや、ばらばらでもちゃんとうまく総合されているよ、統一的に行われているよ」という反論があるかもしれませんが、私もそれは信じられません。もしもそうだとするならば、現在の農協をめぐる諸問題のようなものは起こりにくかったのではないだろうかと思えます。全く起こらないとはいいません。業界の中には、競争的、対立的な動きが絶えずあるわけです。しかし、行政が幾つにも分かれているということは、そういう民間の業界の中での、あるいはそれぞれの業態間での競争をある点では助長してしまうと思われるわけです。

そういう二つの理由で、これからの金融のことを考えると、私は金融庁という、あるいは大金融庁と私の仲間の植田君は「東洋経済」に書いていますけれども、少なくともそういう大きな権限、対象という点では、今まで以上に大きな金融庁と

いう行政組織を持つべきなのではないだろうかと思ひます。

しかし、重要な点は、金融庁をつくることではなくて、広い範囲の金融資本市場に対して有効な市場行政を展開することでありまして、また別な組織形態の方がより有効性が高い、より統一的、総合的にできるということであれば、この議論は引込めてもいいと思ひますけれども、少なくとも現在の大蔵省の中での金融行政というのは、今後の日本の金融を考えてみると、問題が多過ぎると思ひます。今申し上げたような二つの点に対して、今のままでもうまくいくという点については、私はそうではないと思ひているということをおし上げたいと思ひます。

三、金融改革の背景

要するに、これまで二つのことを申し上げましたが、中心は、金融において競争的な市場機構を本当の意味で確立することであり、金融資本市場の競争的な状態によって金融がうまく機能するよううに、金融行政は今後期待されるということであります。しかし、それだけで十分かということ、私は今の情勢を考え、動きを展望してみると、私におぼつかないと思ひます。ご本尊の金融システム自体に、相当な改革の芽が必要ではないかと考えているからであります。改革が必要な理由は幾つかあると思ひますが、競争的な市場メカニズムの確立はもう二十年以上にわたっていわれてきているわけであり、この点は改めて強調しても強調し過ぎることはないと思ひています。

もう一つ重要なのは家計の金融資産運用成果の改善という点であります。日本はいろんな意味で大国であり、一時期は金融大国といわれましたが、この大国の意味の中で、長い目で見ても最後まで大国であり続けてほしいと思ふのは、貯蓄大国という面であります。しかし、この膨大な貯蓄を実行している主体は家計であります。家計の貯蓄の成果は非常に冷遇されていると思ひます。しかも、時代を逐って家計の金融資産運用のパフォーマンスは低下している。ここを改善するような改革が必要ではないだろうか。

日本は全体として、成長期においては、実物資産の収益率は非常に高かったわけですから、結果的にそれを反映して金融資産の収益率もある程度高水準でしたが、だんだん経済が、成熟化してきますと、当然実物資産の収益率も鈍化し、そういうものを反映して、家計の金融資産の収益率が低

下することは理解できませんし、また、何とか海外へ新しい投資先を求めて資産が運用され、そういう点で家計の金融資産の国内でのパフォーマンスの低下をカバーすることが考えられる。しかし、日本の現状はそれだけではないと思ひます。それは、金融機関の運用する資産収益率の動きを見てみますと、これまた全体の動きを反映して低下していますけれども、依然として家計と比べてみると高い水準にあるわけです。いいかえれば、金融部門が全体として競争的に新しい商品を開発して家計に提供し、その成果が家計部門の高いパフォーマンスとして実現するような構造がそこで断ち切られているわけであります。

しかし、それでは気がついてみたら貯蓄をするインセンティブが非常に低下してしまつて、もう貯蓄をするよりも、消費をする方がいいとなつてしまつては大変だ。問題は、そこからでは遅過ぎ

ると思われます。今のうちから、家計に蓄積された一二〇兆円弱の金融資産のパフォーマンスの改善という方向に、金融としても少し目を向けなければならぬと思います。

そして、三番目の課題が、競争的な市場メカニズムの確立を実現しながら、ここで過去のウミを全部なくすことでありまして、銀行の不良資産の処理を図らなければいけない。

こういう三つの大きな課題に対して、住専国会なり、あるいはそこで議論された新しい金融諸法が正面から答えているかという点、私はそうではないといわざるを得ない。しかし、ここで正面からこういう問題に答えないと、今申し上げたような状況が実現しない。すなわち金融サービス業は、これからますます沈滞化していく。決済システムについては、これはマーケットのインフラストラクチャーと広く理解していただいてもいいで

億円とどこが違うのだろうか。ほとんど違いがないと思います。直接的な形態であるのか、間接的な形態であるのかは別にしまして、究極的には国民の負担になっていくわけです。

しかし、現在の住宅金融専門会社の処理から見ると、直接的なものではできるだけ避けようということが窺えます。ですから、今度基金をつくって、高いレート・オブ・リターンで回すということがいわれているようですが、これは政治的には正しい選択であるのかもしれませんが、国民の目に直接さらされない形で、何とか物事を解決するという政治的な意図から考えると、非常に上出来の答案であるのかもしれませんが、経済的な面から考えてみれば、私はいずれにせよ間接的な経路を経て、結局は国民が負担することであるのだと思います。

このままではいけますと、経済学的な意味での公

すし、また資金決済のマナーの世界だけをお考えになってもどちらでもかまいませんが、ともかく不安定かつ非効率のまま取り残されている。そして、公的資金は不十分と投入されて、ごまかされながら相当たくさんのお金が投入されることになるのではないだろうかと思えます。

これまででも不良資産の処理といえますか、銀行破綻の解決のために、預金保険機構は、約一兆円の金額を投入しているわけでありまして。日本銀行も、相当な資金を低利で供給したりあるいは贈与を行ったりしている。我々は、これは国民の負担ではないように考えているわけです。ジャーナリズムも余り騒ぎません。予算を通して、予算書に載りますと、六八〇〇億円プラス五〇億円で、世論がワットとなる。しかし、経済学者の観点からいえば、預金保険機構が提供するさまざまな贈与の資金は、国が国債を発行して供給する六八〇〇

的資金、国民の負担が今後不十分と拡大して、気がついてみると、こんなにたくさんのお金を使っていたのかということになるのではないだろうか。そうなるから、やれ、行政改革だ、何だかんだといっても、遅いのではないだろうか。

逆にいいますと、公的資金を投入するならば、長い目で見てそれが一番少なくなるように、今の時点で早くから公的資金を思い切った目に見える形で投入すべきで、一挙に銀行の不良資産の処理をしなければならぬのではないだろうか。

我々はこの点ではいい先例を持っているわけでありまして、最近気がつかれましたが、国鉄清算事業団の二兆八千億ともいわれる負債は、まさに不十分と見てきたことの結果である。この二兆八千億と重なりますと大変ですから、ばらばらにごまかしながらというふうに思いますが、結局は公的資金を投入することになってしまっただけ

い。直接、間接の国民の負担を仰げる公的資金を一挙にかつ有効に銀行不良資産の処理のために活用すべきです。

最近の技術の成果を十分に生かす形で、安定かつ効率的な決済システムを確立する、市場のインフラストラクチャーをつくり出す方向で考えなければならぬし、いわんや金融サービス業は、生き生きとした成長産業として伸びていかなければならない。

四、「銀行二分化」の提唱

そのためには、今までのご本尊だった銀行が変わらなければならぬと思うのです。それぞれの銀行は頑張っているところもあるのは認めますが、しかし、全体としてのシステムが変わらなければいけないのではないかと。この場合、私が銀行と申

し上げるのは、狭い意味での決済システムを提供しているものです。

郵貯も含めて、銀行は二つの機能を国民経済に提供しているわけです。一つは決済サービス、いかにすれば決済性の預金を提供している。その背後には、全銀システムなり郵便貯金システムといった相当なインフラストラクチャーが情報処理システムとして存在している。こういう決済サービスを提供する仕組みは、それ自体として極めて公共的な存在でありまして、競争的なメカニズムといたっても限界がある。どうしてもそこには一定の集団的な行為が必要になってきます。他方では、お金を預かって運用するという役割を果たしています。資産運用、資金供給をしているわけです。この二つの機能が一緒になったのが銀行です。

歴史的な理由、技術的な理由もあるでしょうが、この二つは切っても切り離せないと考えられ

ているわけです。しかし、本当でしょうか。今の技術では決してそんなことはないと思います。

後でも触れますが、例えば決済の仕組みはほとんどリアルタイムの決済に変わってきている。昔の技術でありますと、決済をするのに、郵便を使ったりその他で何日もかかる。その間信用を供与しなければ、決済の機能はうまくいかない。そういう技術的な理由が中心で、決済業務と信用供与、貸出業務は不即不離の関係で一つにまとまっていたわけで、そこにシナジー効果、相乗的な効果が働いたと理解されます。しかし、現在は、決済がほとんどリアルタイムの方に近づき、それだけ便利であり、リスクも少ない。

そういう情勢を考えると、今や銀行が、決済性の業務と、他人のお金を預かってそれを貸し出しに回す信用供与の業務とを両方兼営している必然性はない。しかし、法律は、両方兼営するこ

とを「銀行」と呼んで、特権を与えているわけです。そのことが、金融資本市場で資産を運用する、資金を供給する銀行に特別の地位を与えているように思われてなりません。

二つの業務を兼ねることが当然であると考えないで、二つの業務を別々の組織で行う新しい制度をつくって見たらどうであろうか。つまり、銀行制度をⅠのように二分化して、決済性の預金を扱う、受け入れる組織にのみ「銀行」という名前をつけることを許す。これは、決済システムのメンバーであるわけですから、倒産してもらっては困る。公共的な使命が経営の主たる目的であるわけ、その範囲の中で収益を上げる。大体銀行が倒産するのは運用に失敗した結果でありますから、安全な資産にしか投資をすることを許さない。

例えば現在のS銀行は、S純粹銀行を一つつくる。同時に、残りの業務はすべてS資産運用機関

で行う。そこでは何をやってもいい。「何でもあり」の世界である。ただし、逆に保護は何もない。ですから、お金を預ける人は、自己責任でお金を預けなければいけない。持ち株会社をつくってもいいでしょうし、さまざまな業務を展開する。もちろん、決済性の預金を受け入れる以外の部分については、ユニバーサル化することも結構でしょう。投資信託を初め銀行以外の資産運用機関もたくさんあるわけですから、そういうところと基本的に市場の原理に従った運用競争を行う。こういう姿が、これからの銀行システム、あるいは金融システムの柱の一つとして考えられるのではないだろうか。

これは学者の空理空論かも知れませんが、ルーズベルトの時代に、シカゴの経済学者がニューディールの金融改革の一環として提唱したアイデアを借りているわけでありまして、その後その学者

のお弟子さんたちはたくさんノーベル賞をもらったりしています。

いい忘れましたが、郵貯も、国営の純粹銀行として、そして国営の資産運用機関として、同じように二分化されなければいけません。純粹銀行の面では、同じように資産運用の制約を受ける。また、郵貯は国営であるということを考えるならば、資産運用機関の面でも「何でもあり」という世界に飛び込んでもらうのは困るわけで、国営であるがゆえに、資産運用面である種の制限を加えなければいけないでしょう。

そういうふうには郵貯も変わって行くということになりますと、今の財投のメカニズムも変わります。財政投融资の原資として使われる資金運用部が発行する預託証書はオープン化されなければならぬでしょう。こういう形で、公的金融システムにもマーケットの波が押し寄せるという姿が考

えられるのではないだろうかと思います。

この程度の思い切った改革と同時に、国債を発行して不良資産を置きかえる。そして、住専処理機構のような小規模なものではなく、それこそ日本版RTCを設立し、国債を発行して、そのかわり入手した不良資産の処理に当たる。これくらいの大規模な制度改革を伴う銀行の不良資産処理であれば、国民の納得が得られるのではないかと思われれます。

試算によりましても、何十兆というような数値にはならず、先ほど指摘いたしました三つの大きな問題の処理が可能だと思えます。すなわち、競争的な市場メカニズムの確立、銀行の不良資産の処理、家計の金融資産の運用成果の改善が期待できるわけですし、それに付随して、新しいシステムののもとで金融サービスも活性化することで、決済システムも専門化することになり、純粹

銀行の中で生き残っていくためには、最近の技術進歩を早く導入した方が勝ちだということになるわけで、効率的な決済システムを確立する方向に動くでしょう。また、国債の思い切った活用によって、銀行の不良資産の処理が一举に進むことも可能になるのではないかと思うわけでありまして。こういうアイデアは、すべてが一举に実現することは難しいかもしれませんが、少なくともこうしたビジョン、考え方の基軸を置いてみることは必要ではないかと思われれます。

五、証券市場再生の途

その中で一番の中核はやはり金融資本市場であります。金融資本市場の基盤整備が制度的にどういうふうに行われるかということについては、これからの金融資本市場の柱として、既存の証券市

場が存在するわけです。証券市場は、これからの拡大を見通した市場基盤の見直しにこれから専念していかねばならないと思われれます。

株式市場、債券市場、先物市場、そして証券化商品市場等、幾つか伝統的な市場が存在するわけですが、株式市場については何が課題かといえれば取引システムであり、取引所システムと店頭取引システムとの間の相互補完的な関係をどのように確立していくかということではないかと思えます。

店頭特則銘柄制度が設立されて、近々具体的な例が出てくるのではないかと期待されるわけですが、恐らくあの制度ができたためでしょう、幾つかの取引所における新二部市場の創設案なり見直しが進みました。これはまさに補完的な関係があるからこそ、相互に競争を意識しているのではないかと思えます。ただ競争するのではなく、相互に補完的な関係を認めつつも、その枠組みの

中での積極的な競合、競争の体制をとることが必要ではないかというわけです。

考えてみますと、各種の取引システムの間がどういう関係であるべきかということに関する議論の整理は不十分だと思われれます。出世市場といえますか、二部から一部になると、皆さん「おめでとう」といのですが、私はよくわからないわけです。縦の関係はあるのかもしれませんが。しかし、縦の関係よりも重要な点は横の関係で、二部市場と一部市場、あるいは二部市場と新二部市場、新二部市場と店頭市場の間が、それぞれ輪のような形で相互に競合する。そして、全体とすれば一つにまとまって株式取引システムとして機能する。こういう整理の仕方が必要ではないか。そういう点で、株式についての取引システムをもう一度見直して、全体としての株式市場の活性化を図る必要があるのではないかと思えます。

また、取引所システムに限っていうならば、現在の取引所システムが唯一無二のものかどうかということも見直しておく必要があるでしょう。

例えば資産運用を業とする機関投資家が、今後これまで以上に大きな役割を担わなければいけなくなってくる。そう展望してみると、現在のような取引システムでそうした機関化現象を正面から受けとめられるかどうか、考えてみなければならぬのではないかと思えます。

債券市場については、先ほどちょっと紹介を頂きましたが、流通システムの面で社債受渡決済制度の改革が実現しました。そのときの説明のために使った資料が図2ですが、現在の制度では、どうしても決済リスクが大きく、かつ決済にかかわる事務負担やコストが無視できない。

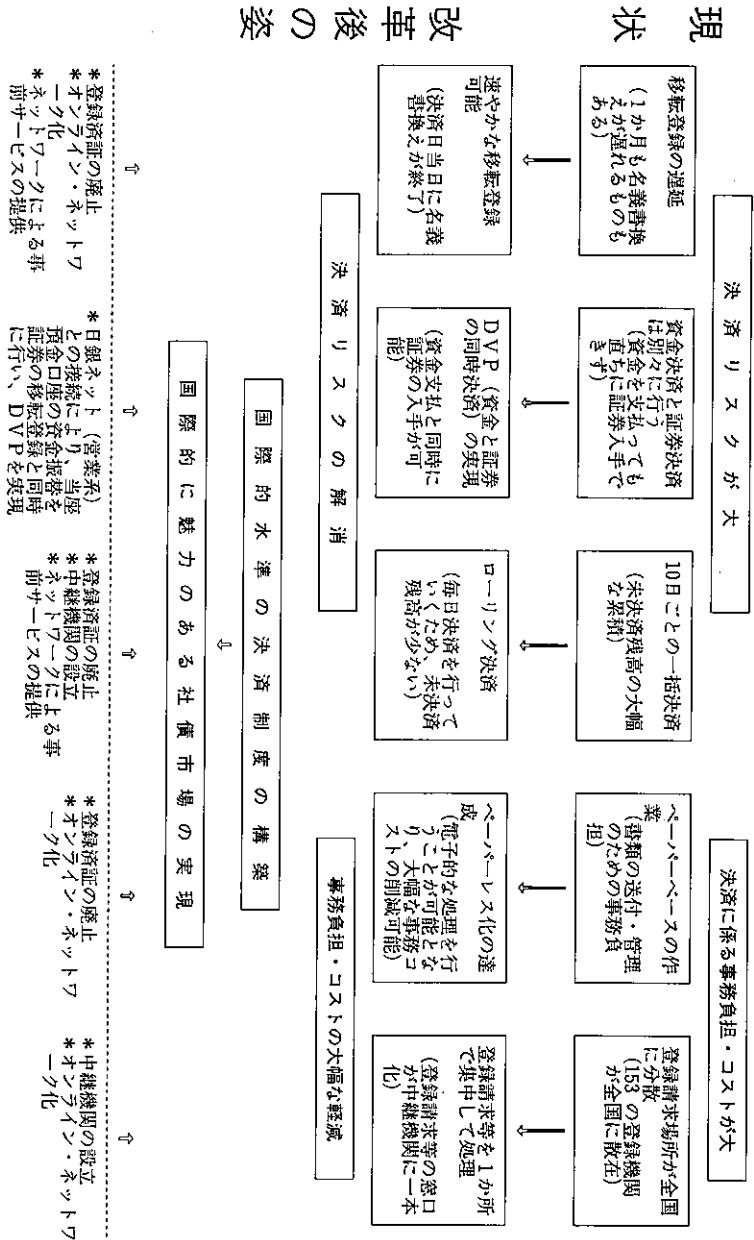
そこで、決済リスクを解消し、できるだけコストを低くするシステムができないかということでは

すが、決済日当日に名義書きかえが終了するような速やかな移転登録は可能でありますし、資金と証券の同時決済(DVP、デリバリー・ヴァーサス・ペイメント)を実現する、また、毎日決済を繰り返しているいわゆるローリング決済を導入する、こういうことが可能であれば、決済リスクは解消していくでしょう。

また、事務負担を小さくするためには、ペーパーレス化の推進をやらなければなりません。確かにオリジナルのペーパーをなくすという点では、登録制度は昭和一七年にできた制度にしては大変画期的ですが、そのかわりに登録済証の流通を導入してしまっただけですから、ペーパーレス化にはなっていないわけで、登録済証を廃止するといったようなことも含めて、ペーパーレス化の達成が期待されるわけです。

現在は百五十余りの機関に分散して登録され、

社債受渡し・決済制度の現状と改革後の姿



またそこで処理されているわけですから、できるだけ一カ所で集中して処理することが望ましい。

新しい制度としては、現在細かな内容が詰められているわけですが、登録済証制度を廃止し、取引をする当事者と登録者を結ぶオンラインのネットワークを構築する。そして、その節目に中継機関を設立し、そのネットワーク全体の運営管理に当たる法人とする。そして、このネットワークの中で、例えば券面の並べかえといった必要なさまざまな処理を実施する。同時に、この中継機関は、日本銀行とオンラインで結ぶことにより、資金決済も可能になる。こういう中継機関の設立を中心とする新しい社債受渡し決済制度ができるだけ早く設立されることが望ましいという提言をいたしました。それが実現されることが期待されるわけでありませう。

社債の受渡し決済制度のファンクションから見ると、日本は今まであらゆる面でバツがついていた。ユーロクリアや米国、あるいは英国で今考えられているCRESTなんかと比較しても、あらゆるディメンションにおいて劣る制度を持っていないわけですが、これが改革されることにより、相対的に丸印がつく。いわばグローバルなスタンダードに追いつく面が多くなっていくわけでありませう。

そして、ただ単にそれが社債だけではなくて、さまざまな債券にまで活用される。場合によっては、将来、あらゆる証券についての受渡し決済の模範になるということであれば、非常に画期的なものとして評価されることが期待されるわけでありませう。

債券市場については、現在の国債中心の流通市場から、広く一般に債券全般の流通市場が達成されるような制度的な仕組みを何とかして確立する

ことが必要だと思えます。

さらに、先物・オプション取引については、最近、取引にかかわる証拠金制度を変えてはどうかという提案を証取審としていたしました。現在は特に追い証制度が注目されるわけですが、先日のベアリングスの事件等の反省から、会員と顧客の間の委託証拠金について値洗いの制度を導入することを一つの論点とした新しい証拠金制度を導入する答申をつい先日まとめたわけであります。

これは一つのきっかけでありますけれども、商法の部分的な改正ということで、トレーディング部門への時価会計の導入もされるわけでありまして、細かなことかもしれませんが、リスク管理のシステムも着々と改善が進んでいるわけでありまして。

さらにまた最近では、証券化商品につきまして、不良資産処理との絡みでまた関心が集まっています。

剰な証拠金をいただいているような場合には、実はその部分は、会員である証券会社のある種の期待されざる利益になってくる。値洗いの制度になると、その分はちゃんとお返しをすることになるわけで、既得権益からいえば、当然証券会社は追い証制度にこだわってもよかったですと思います。しかし、この答申をまとめる段階においては、ほとんどそうしたこだわりはなかった。既得権益にしがみついた意見はなかったと私は理解しています。あるいは、社債受渡決済制度の改善についても、テクニカルな問題を多分に含むけれども、十年越しの銀証問題だといわれてきました。結局非常にスムーズに物事が運びました。

それは、一つは、目に見えぬ無言の国際的なプレッシャーがあり、またグローバルスタンダードへの認識が深まったということもあるでしょう。技術的な進歩に関する理解も深まったということ

る。さまざまな債権の流動化、あるいは不動産の証券化に関して関心が集まりつつある。つい先月の末に発表された日本銀行のいわゆる「金融白書」においても、この点が最後に指摘されて強調されていたと思えます。障害はたくさんありますけれども、また新たに証券化の問題が注目を浴びているのも特記すべきではないだろうか。

六、二一世紀に向けたビジョン づくり

これからの日本の金融の柱となる金融資本市場、さらにその大黒柱となるべく、証券市場の改革は、少しずつですが、しかし着実に進んでいると私は判断していますが、そういう点では非常に時代は変わったと思えます。

追い証制度はお客からの一方通行ですから、過

もあるかと思えます。しかし、基本的には、業態のいかにかわららず、これからはいいマーケットをつくっていかねばいけない。人々が安い費用で効率よく使えるマーケットを日本の金融の中に広く浸透させなければいけないという時代の流れに関する考え方を人々が共有することができるようになったからではないかと、私は楽観的に考えております。

その流れに乗って、これからの日本の証券市場を考えるビジョンづくりが必要になることはいままでもないことであります。個々の分野において、そうした流れを支える具体的な改革がある程度進んできている。今後も一つ一つ進まなければならぬわけですが、それと同時に、証券市場のあり方を全体の観点でつかまえる必要がある。いわば二一世紀に目を向けて、ここでしっかりと証券市場を日本の金融資本市場、日本の金融システ

ムの大黒柱として確立する認識を持ち、具体的な施策を展開する必要があるのではないだろうか。証券取引審議会の中にできました総合部会の役割はそういうものだとは私は理解していませんし、大蔵省も、そういう観点で総合部会をつくったのではないかと思えます。

総合部会を発足するに当たって証券取引審議会で配付された資料を見ますと、先ほど競争的な市場メカニズムの確立ということを申し上げましたが、まず金融の自由化・国際化の進展があり、グローバルスタンダード（国際的な基準）としてどうかという考え方が絶えず念頭に置かれるようになった。国際的な市場間競争が昂進し、逆にそこから敗退すれば、空洞化という問題が生じるという認識も深まっているわけです。

また、日本の経済成長は新しい段階にきていて、今や成熟社会ともいふべきものになりつつあ

る。そこでは新しい産業の育成が必要です。これは、店頭特則銘柄の導入の背景にあった一つの認識であります。それが全体に広がらなければいけない。他方で、産業金融だけでなく、これも先ほど強調しましたが、家計を中心とした資産運用の効率、パフォーマンスを十分に上げていかなければならない。一方では、決済システムに代表されるような通信情報処理技術が非常に向上しており、その進んだ技術を活用しなければならぬ。そうでなければ、外側からそうした技術を引っさげた海外の金融サービス業にマーケットを蚕食されますし、商品の品ぞろえも不十分な状況になってしまふ。これまた、競争という点で、グローバルな状況の中でポテンシャルを生かし切れないうことでは困る。

日本の中の自由化・国際化、競争的な市場が大事だという考え方の浸透、社会全体のニーズの

変化、さらに技術的な変化を受けて、証券市場、金融資本市場、特に証券市場は、全体の金融資本市場の大黒柱として、市場並びにそれを支えている証券会社・市場仲介者、そして証券行政について、市場の効率化並びに機能の向上、新しいタイプの産業金融も含めて企業の資金調達の円滑化という伝統的な方向、さらには、投資家の運用ニーズ、いずれにもこたえるという観点から、そういう三つのファンクションをうまく整理し直して、それを支える制度の改革を含めて、二一世紀に向けた証券市場の確立をビジョンとして提起しなければならぬのではないかと思っています。

これからこういうマーケットに変わっていくんです、変えるんですという方向性の明示は、何も強制的に押しつけるということではなくて、ある種の指針として、今後のマーケットの展開、産業の発展に応じて必要になってくる。そういうもの

を展望する中から、ビジョンと照らし合わせて、多くの皆様方がご関心を持っていますが、例えば手数料の問題はどうするか、あるいは免許制度をどうするか、投資信託商品を銀行の窓口で販売すべきかどうかというものも含めて、具体的なインユーが論議されなければならないのではないだろうか。

全体の総合的なビジョンなしに一つ一つの案件を議論する、どう処理したらいいか考えるということは、物差しなしに、この問題は大きい小さいかをいうようなものでありまして、生産的ではない、政治的になりやすいと思います。しかも、日本の証券市場を取り巻く状況は、三年前とはさま変わりをしているわけでありまして、そういう点で、こうしたビジョンの形成の必要性はいや増していると思います。

そういう中で、国民経済の観点から見て、どう

いう新しい積極的な証券市場の役割を強化する方向が考えられるかということは、私なりにありますけれども、きょうはそれを申し上げる時間はなくなってしまったようでありませぬ。

ともかく、証券取引審議会の総合部会は、少なくとも私の理解では、今申し上げたような発想からつくられたものでありまして、利害調整のため、あるいは一つのフォーマットを業界に押しつけるため、証券行政は健全なりということを見せつけるためにつくられたものではないということをお申し上げたいと思います。

実は今週の金曜日から総合部会が始まります。しばらくは、アジェンダをどうつくっていくか、イシューを整理してどういうふうな議題を取り上げていくか、その取り上げ方についての論議がまず始まると思いますが、長野証券局長は、この総合部会をつくることを証券取引審議会に提案しま

したときに、「聖域やタブーを設けることなく、検討課題をあらかじめ設定することなく、議論をお願いしたい」といっておりました。僕としては珍しくメモをとっていますので(笑)、これに忠実に議事を進行させていきたいと思っっているわけです。

どうもご清聴ありがとうございました。(拍手)
 それでは、お時間が残り残っておりませんが、ぜひご質問なさりたいという方がございましたら、お受けしていただきたいと思えます。ございますでしょうか。——よろしゅうございますか。
 小山理事長 それでは、時間になりましたので、これで本日の講演会を終わらせていただきます。ありがとうございます。(拍手)

(ろっやま しょういち・大阪大学教授
 本稿は、平成八年六月一八日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)