

演 金融ビッグ・バンと証券界

講

植 田 和 男

小山理事長 ただいまから本日の講演会を始めます。

本日の講師は、東京大学経済学部教授の植田和男先生です。植田先生には昨年五月にもこの講演会の講師をお願いしていますが、恒例でございますので、最初に私から簡単に講師のご経歴等をご紹介しますいただきます。

植田先生は昭和四九年に東京大学理学部数学科を卒業になり、経済学部大学院で学ばれた後、マサチューセッツ工科大学大学院を昭和五五年にご卒業になられました。Ph.D.の資格をお取りになっておられます。

その後、ブリティッシュ・コロンビア大学や大阪大学で教鞭をおとりになりました後、平成元年東京大学経済学部助教授に、また平成五年から同教授に就任さ

れまして、現在に至っておられます。

先生は、ご専門の国際経済や金融システムの分野で、これまでに随分たくさん著書や論文をお出しになっておられますが、昨年もシリーズ『現代経済研究』の第二二巻、『金融空洞化の経済分析』という本を日本経済新聞社からお出しになっておられます。皆さんもよくご存じのように、植田先生は現在、証券取引審議会の総合部会のメンバーとして、我が国の金融証券市場の抜本的改革の問題に取り組んでおられます。

本日は、その植田先生に「金融ビッグ・バンと証券界」というテーマでお話しいただくことといたします。有意義なお話をしていただけることと存じます。

それでは、先生、よろしく願います。ご清聴をお願いいたします。

植田でございます(拍手)。多数のお忙しい方にお見えいただきまして、ありがとうございます。

ご出席いただいている方々のリストを拝見しますと、皆さん経営に携わっていらっしゃる方が多いと思います。私は学者でありまして、どうしたら証券会社や金融機関の経営がうまくいくのかということについて何の経験もありませんし、大したお話しはできないと思います。しかし、一応学者として昨今の事態、特に金融ビッグ・バンに係するいろいろな流れを見まして、どういふことを考えているかということをお話ししまして、その中で一つでも二つでもご参考になるような話ができればと思っております。

本日は、次のような流れでお話ししたいと思えます。全体の組み立てとして、最初にビッグ・バン全体についての大まかな印象をまとめさせていただきますまして、次に、やや具体的な話になります

一、技術進歩とビッグ・バン

以上のような順序でお話ししたいと思えますが、まず最初に、ビッグ・バン全体にかかわる私の感想のようなものを、かいつまんで申し上げます。と思います。

これから申し上げますことは、一月の初めに日経新聞の「経済教室」の欄に書きました話と大体同じであります。金融の規制緩和に限らず、非常に広い分野で規制緩和の論議が盛んであります。それに対する反対の動きは、マスコミを中心にはほとんど目立っていないわけです。ある意味では当然のことですが、私は、規制緩和はベネフィットだけではなくて、コストがつきものであると思うわけです。

全体として、現状では、恐らくベネフィットの

が、恐らく相互参入が促進されるであろうという前提に立って、よくある議論ですが、銀行がいろいろなところに入ってくるであろう、そのことがどういう意味を持つのかというあたりを、少し詳しく私の感想を述べさせていただきますと思います。

その上で、もう少し一般的に、ビッグ・バンに象徴されるような規制緩和が進んだときに、近い将来の金融・証券業、特に証券業のあり方にどういふ影響があるのかというお話をさせていただきます、最後に二つほど、一つは具体的に規制緩和はどういふ方向に進みそうか、もう一つは、規制緩和がよい影響を経済、そして証券業界に与えるためには、幾つかのハードルが乗り越えられなくてはいけません。その中でも高いハードルになりそうな問題は何か、ということについてお話ししたいと思います。

方がコストを上回るであろう。したがって、私も規制緩和には賛成であります。残念ながら、マスコミ等の議論は、コストとベネフィットをきちんと比較した上で規制緩和賛成といっているのではなく、とりあえずコストの方は目をつぶって、ベネフィットだけを注視して、規制緩和を進行させたいという話ではないかと思えます。

規制緩和がまだ本格的に進んではないという分野が非常に多いために、コストもベネフィットも具体的には見えにくいわけです。が、実際に進行し始めた場合に、ベネフィットだけではなくコストも発生してくる。場合によっては、コストの方が最初に発生してくる可能性が極めて高い。そういう場合に、それでも本当に規制緩和が進んでいくのかという点には、まだまだ懸念されるところが非常に多いというの、まず第一の私の感想であります。

それについてはもう少し後で、いろいろなところで具体的に触れたいと思いますが、次に規制緩和のない金融であればいわゆるビッグ・バンを進めると考えた場合に何が理由なのか、あるいは何が推進力なのかということであります。これに関しては、私はほかの産業でもかなりそうだと思いますが、最先端の技術の動向が、そういうものを要求しているというふうに考えたいと思います。さらにいいいますと、そういう最先端の技術に追いつき、あるいは日本から最先端の技術が出ていくためには、現行の日本の経済や社会制度が適切なものではないという側面が非常にあって、結局規制緩和はここにメスを入れるところまで行かざるを得ないと思います。したがって、ベネフィットは大きいかもしれないけれども、コストも大きいだろうということになります。もう少し違う表現で具体的に申し上げますと、

す。

ここで興味深いのは、最近初めて知ったのですが、ちょうど一世紀くらい前にはほとんど同じような種類のことが起こっていたということであります。例えばケインズは、著書の中で二〇世紀初めのロンドンの資産家の描写をしております。それを見ますと、その資産家は、朝起きると、召し使いがベッドの上に朝食を持ってきてくれて、ベッドの上で食べながら新聞を読み、こういう金融商品があって、こういう値段がついているな、これは上がりそうだと思いますと、電話を取り上げて業者に電話して注文する、それもロンドン市内だけとは限りませんが、世界中のすべてのところに電話がつながって、世界中の金融商品を購入する、売買するということをしていたと書いてあります。しかも、極めて特殊なことをしているという認識はその資産家の頭の中にはなく、そういう

経済のグローバル化が進行しつつあるわけでありますが、その最先端は金融のグローバル化であります。それに伴いまして、恐らくアングロサクソンの制度が国際標準になりつつあり、そういう制度の中で非常に新しい技術進歩が進みつつあって、制度が国際標準になるとともに、同じような土俵で戦い、日本からも技術進歩が発生していくためには、日本の経済、社会制度もそういう標準に合わせざるを得ない状況になりつつあるということかと思えます。蛇足ですが、冷戦が終結したのは、こういうことが進む一つの大きな政治的な要因になったと私は考えます。

もう少し具体的に、技術進歩の要因は何かということになりまして、月並みな言葉ですが、コンピューター、通信技術の発達が非常に大きいかと思えます。それに伴い、経済あるいは金融のグローバル化が進展しているということでありま

ことができ非常に便利であるし、それはノーマルな状態であるし、今後はそういう取引がどんどん盛んになり、みんながするようになるであろうと、考えているという描写がございます。

考えてみますと、一九世紀後半から二〇世紀初めにかけては、電話を初めとしてさまざまな通信手段が発達する、あるいは、国と国を結ぶような、また国の内部での交通が便利になるということがありまして、ある意味では現在と同じように、交通技術あるいは通信技術に物すごく大きな革新がありました、それが経済のグローバル化を進展させた、その中で金融のグローバル化も進んだ、資本移動も非常に活発になったという時期であったわけです。

ちょっと蛇足になりましたが、現在でも同じようなことが起こっているのではないかと思うわけであります。

前置きが長くなって恐縮ですが、そういう中で、現在の技術進歩の性格をもう少し詳しく見てみますと、後でもう少しお話ししたいと思います。専門性がこれまで以上に要求されるような金融商品が発達しつつあることが一つの特徴かと思えます。

さらに、そういうものが利用される中で、日本であれば旧来のいわゆる業務分野規制が形骸化していく。あるいは旧来の業務分野の区分をまたがるような商品が開発されていく。逆にいえば、規制があることが、新しい技術進歩の場合によっては抑制的に働くこともあるわけで、そういう部分で、どうやら日本の金融機関が最先端の、特にアングロサクソンの金融機関におかれているようであるというのが一般的な認識かと思えます。

したがって、業務分野規制を緩和したり、あるいはそれぞれ専門の金融商品ないしサービス

きょうはひとつお話をしてみたいと思います。

もう一つは、ビッグ・バンをすれば、例えば今いわれておりますような日本の金融業の空洞化は本当にストップがかかり、国際競争力は上昇するのだろうかという問題があるかと思えます。これについても答えは出ないわけですが、幾つか考えるところを話してみたいと思います。

二、銀行参入の意味するもの

以上をオーバー・ビューとしまして、少し各論に入っていきたいと思えます。きょうお話しするにあたって、いろいろな方が書かれた金融ビッグ・バンに関するレポート等を読んでみたのですが、一つおもしろかったのは、ゴールドマン・サックス証券のレポートであります。きょうお見えになっていらっしゃるかもしれませんが、金融

がうまく取引されるように価格が自由化されないといけないわけですし、あるいは商品設計が自由化されることも必要でしょう。さらに、自由な市場がうまく機能するためのインフラとして、法律、会計制度あるいは税制等が、国際標準と申しましたアングロサクソンのものにかかわっているのは、いい、悪いは別にして、ある意味でかなり必然かと思えます。こういうことがいわゆる金融ビッグ・バンの構成要素でありますので、そのコストがいろいろなところにあらわれてくることも考えた上で、やはり私はこういう方向感には一応賛成であります。

しかし、そういうことが進んでいく場合に、問題となることとしまして、何回か繰り返しておりますが、二つ挙げますと、一つは規制緩和ないし改革を本当にきちんとやっていけるのかどうかという問題がございます。これをさまざまな形で、

ビッグ・バンに関する短いレポートでして、そこに次のようなことが書かれております。

これは私が都合のいい部分だけをとってきたということでありまして、全体のレポートの論旨を必ずしも公平に伝えているということではない点をご了解いただきたいと思えます。

それを読みますと、日本の金融機関の収益力は、例えばROE等で計りますと、おしなべて低い。これは事実かと思えます。そうしたものの同士で競争を厳しくし、相互参入を自由にしても、弱いところはどんどんつぶれていく。そして、今までは違分分野に入って、ある程度業務ができたとしても、そこは競争が激化し、競争する金融機関の数は潜在的にはふえるので、多分ROEはもっと低下するのではないか。したがって、少なくとも業界にとっては余りいいことはないのではないか。

これはゴールドマン・サックスの計算ではなくて、ほぼ現実値に近いようなROEを、大体の感で私が計算してみたものですが、業務純益に五〇%の法人税を仮定した場合、長信銀は三・三%にすぎない。都銀は九%弱、信託はちょっと高くて一三・五%、証券の上位一〇社で一・一%、損保が六・三%、全体の平均で七・五%ぐらいであります。

これに對しまして、計算のベースが必ずしも同じではないので比較は危険ですが、例えば、図表①に米国の金融機関のROEがごさいます。直近の一九九五年を見ますと、総合証券で約一四%、投資銀行一三%、地方の証券会社三四%、ディスカウント・ブローカーが二三・六%というように非常に高いROEになっております。証券業界は最近はずoomにわいておりますので、最近特有の現象かという必ずしもそうではありませんで、

れております。潜在的な強さみたいなものは都銀が一番であって、そこがさまざまな分野に参入をしていくであろう。しかも都銀は、ほかの業態に比べまして規模が圧倒的に大きい。したがって、参入される分野では、都銀の参入を若干受けただけで収益率は物すごく低下してしまうであろう。

だれでも知っている例であります、債券の引受業務をごらんいただきますと、都銀を中心とする銀行の証券子会社の参入によりまして、その分野でのリターンは急速に下がったということではないかと思えます。また、先ほどのレポートに載っている例ですが、消費者金融市場はマージンが厚いといわれていますが、市場規模はせいぜい五、六兆円である。これに對して東京三菱銀行の貸出額は一行だけで四〇兆円ですので、都銀の大手一行がある程度のシェアをこの分野に向ける、あるいは、各行がほんの少しの貸出シェアをこの

図表① ROE (米国)

	1981	1995
総合証券	16.4	13.9
投資銀行	50.2	12.9
地方証券	28.7	34.0
D. B.	31.2	23.6

一九八一年でもそれに近いような、あるいはそれを上回るようなROEを稼いでおります。

そういうわけで、日本のROEは、金融のどの業界をとってもリターンはかなり低く、そうした中で相互参入を進めても、大していいことは起こらないのではないかといいことではありますが、そのレポートによりますと、さらに具体的に、この業界の中で相互参入の最も強い担い手になると思われるのは、恐らく都市銀行ではないかと指摘さ

分野へ向けただけで、このマーケットはあつとつう間に飽和状態になりまして、リターンは物すごく下がってしまうのではないかと。そういうことによつて、相互参入が進展しても、多分都銀も大して儲からないし、既存の金融機関のかんりの部分はマーケットからの退出を余儀なくされる。必ずしもそれが一番いいことではなかったのかもしれないませんが、そのレポートには書かれていません。

さて、こういうことが本当かという、未来のことですので、だれにもわからないわけでありまして。そういうふうになってしまふ可能性もあるかと思えますが、必ずしもそうではない。あるいは、なったとしても、経済にとつてのメリットはゼロではないということをお話してみたいと思えます。

まず第一に、儲からなくてもいいんだという見方は、経済全体としてあるかと思えます。例えば、

社債の引受市場で、引受手数料が銀行系証券子会社の参入によって低下することは、業界の企業にとっては厳しい実態であるわけですが、社債を發行する企業にとっては、非常にメリットがあるということでもあります。価格の自由化、あるいは参入によりまして、株式の売買委託手数料率が低下すれば、やはり業界の企業にとっては大変な事態であるわけですが、ユーザーにとっては明らかに好ましい状態であるわけです。というわけで、業界の企業のリターンがどうなるかということと、経済全体にとっての自由化のプラスマイナスはいわば別の問題であります。

二番目に、それでは、銀行は本当にそんなに強いのかということについて、ちょっと考えてみたいと思います。

これは、本当に銀行が強いのかどうかという興味もありますし、それと同時に、現在起こっている

題に直面したことによって調達コストが上昇した。不良債権を大量に抱えている銀行には、エクイティの形ではなかなか公募に応じる投資家が出てこないということでもあります。

こういう場合、例えば米国での対応は、それでもコストの低い資金を集めるためには、銀行の行う業務を分離して、不良債権とはまざらない、言い換えれば、不良債権とまざって利益が薄まることがないような新しいプロジェクトに特定化させまして、それに対する資金を集めていくという道が開発されていったわけであります。これは、ABSとか貸付債権の証券化という話であります。そうやってきますと、伝統的な銀行業をそのままやっていくということではなく、だんだんと証券の分野に進出していきながら、コストの問題を解決していくという話であります。

次に、銀行の収入サイドを見てみますと、ここ

る金融技術ないし金融業の変化の中心部分がどういものであるかということにも関係しますので、おもしろいポイントかと思えます。

一般的に、伝統的な銀行業は衰退産業であるという認識が強いかと思います。これは理論的にもそうでありまして、米国の例を見てもそうでありまして、その理由はたくさんあります。収益面を見ますと、昔は預金金利規制がありまして、ある程度の厚いマージンを保証されていたわけですが、それが預金金利の自由化等によりまして、コスト・アドバンテージが低下してきたということがあります。

特にアメリカ等では、高い流動性を持った投資信託が開発ないし認められて、銀行預金にとって強力なライバルが出現したということがございます。それから、これもアメリカで起こり、現在の日本でも大問題となっておりますが、不良債権問

でもさまざまなが起こっているわけでありまして。一般的には、先ほどから申し上げておりますような情報技術の発達によりまして、銀行の最大の比較優位であります審査機能が、例えばコンピューター等を用いた統計的な手法によってとってかわられる分野がどんどん出てきているわけがあります。例えば、消費者ローン、住宅ローンがそうでありますし、米国では中小企業向けローンまで統計的な手法で審査を行い、リスクプレミアムを計算し、それを金利に乗せていくということがなされております。

また、特に米国等ではCP市場の発達が非常に大きな影響を銀行貸し出しに与えたわけでありまして。通常、企業は流動性の問題を極めて気にしますので、何かあったときのためにということでもインバンクをキープしておくわけでありまして、量的な面ではCP市場から調達ができるというこ

とで、銀行貸し出しが大きく減ったということがございます。

CP市場が発達した背景には、MMF等がCPを買うという形での資金の流れがあったことは重要です。CP市場で、いわゆるファイナンスカンパニーがCPを発行して、例えば、それをMMFが買う。そしてファイナンスカンパニーは、その調達した資金で、ハイテク技術等も使いつつ貸し出しを行っていくという形で、銀行業務の代替が起こっており、ある意味では銀行の外で信用創造のようなことが行われているという面が非常に強いかと思えます。ご承知かと思いますが、ファイナンスカンパニーの貸し出しは、現在アメリカでは銀行貸し出しの六割くらいに達してきております。

さらに、中小企業向け貸し出しの部分は銀行が最も強いし、ずっと残っていく分野ではないかと

ニューヨークFIDEのリサーチエコノミストの論文からとった図表②がございます。これは商業銀行の総資産利益率及び自己資本利益率を時系列で示したものであります。どちらも大まかな傾向として、八〇年代後半に一たん急減していますが、その後立ち直り、現在では六〇年代、七〇年代の平均よりもかなり高い水準にあります。

ところが、図表③を見ていただきますと、同じ商業銀行の総資産利益率及び自己資本利益率であります。これは伝統的な銀行業務のみに限ってそれを計算してみたということでありまして。そうしますと、最近持ち直したり、あるいは昔よりも高くなっている傾向はうかがえませんが、アップ&ダウンがありながらも、トレンドとして低下を続けたままであることがわかります。

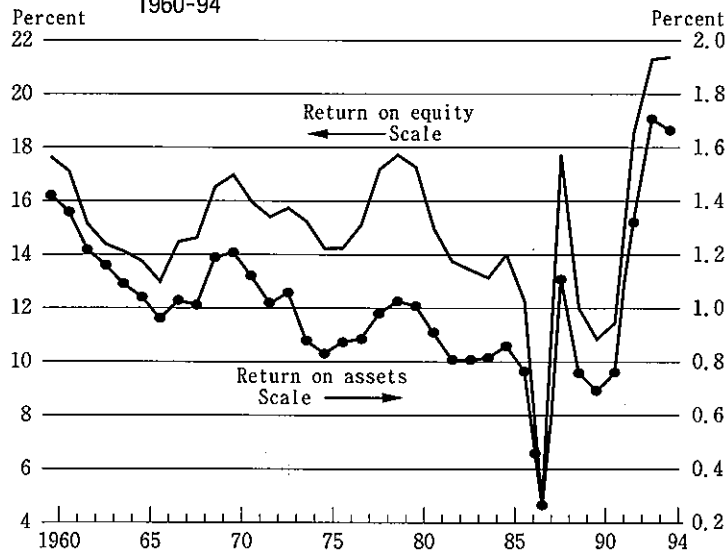
それでは、何が起きているのかといえ、よく知られていることではありますが、図表④でおわ

考えられますが、これもアメリカでは、ジャンクボンド・マーケットが、いろいろな問題を発生させつつも健在でありまして、ある意味でハイリスク・ハイリターンの中小企業向けの資金仲介が、かなりの程度、こういうマーケットで行われているということでもあります。

以上をまとめますと、規制緩和、金融技術の発達、それから不幸にして起こってしまった不良債権問題の中で、伝統的な銀行業務はかなりの程度衰退産業的な業務になってきてしまい、そのかわりに生き残ろうとする銀行は、違う分野である証券業務とか資産運用業務に参加しつつあるということでもあります。銀行を恐れることはないということには必ずしもならないと思いますが、そんなに強い相手ではないという面もあるかと思えます。

時間の関係で詳しくはご紹介できませんが、

図表② Return-on Assets and Equity for Commercial Banks 1960-94

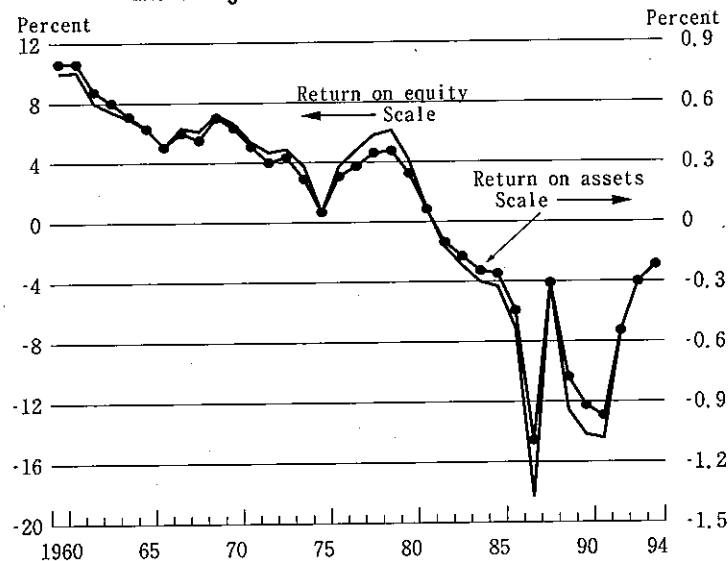


かのように、商業銀行の総収入に占める非金利収入の割合が、八〇年代に入って急激に上昇しています。この部分で高い収益を上げ、銀行は全体としては、かなりの利益を現在でも上げているということでもあります。

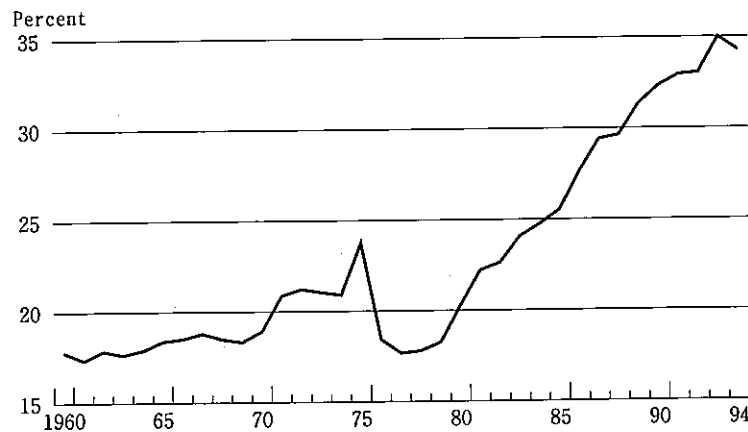
図表⑤は、金融仲介の姿をそれぞれの総金融資産が占めるシェアによって試みているものでありまして、よくいわれることではありますが、年金と投資信託が急速に伸びている裏で、銀行預金が急減している姿が見てとれるわけがあります。

このように、銀行業は、特に伝統的な部分に限りますと強くない産業でありますし、これから伸びる、儲かるという分野は別のところにあります。先ほどの日本のさまざまな金融機関のレート・オブ・リターンが低いということは、儲かりそうな分野に余り進出していないということを示しているのではないかと思います。したがって、

図表③ Return-on Assets and Equity for Commercial Banks Excluding Noninterest Income, 1960-94



図表④ Share of Noninterest Income in Total Income for Commercial Banks, 1960-94



図表⑤ Relative Shares of Total Financial Intermediary Assets, 1960-94

Percent	1960	1970	1980	1990	1994
Insurance Companies					
Life insurance	19.6	15.3	11.5	12.5	13.0
Property and casualty	4.4	3.8	4.5	4.9	4.6
Pension funds					
Private	6.4	8.4	12.5	14.9	16.2
Public(state and local government)	3.3	4.6	4.9	6.7	8.4
Finance companies	4.7	4.9	5.1	5.6	5.3
Mutual funds					
Stock and bond	2.9	3.6	1.7	5.9	10.8
Money market	0.0	0.0	1.9	4.6	4.2
Depository institutions(banks)					
Commercial banks	38.6	38.5	37.2	30.4	28.6
Savings and loans and mutual savings	19.0	19.4	19.6	12.5	7.0
Credit unions	1.1	1.4	1.6	2.0	2.0
Total	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

Source : Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts.

銀行、証券会社に限らず、だれがそういう分野をうまく見つけて先に進出するかという競争になりますし、中でも特に重要な部分について、多数の金融機関が進出することになれば、ビッグ・バンのプラスの面も大きくなるかと思えます。

三、規制緩和と証券業への影響

さて、もう一歩進めまして、予想されるような規制緩和が起こったときに、金融業あるいは証券業等で、特にどういふことが起こると予想されるのか。これは、私よりも皆様の方が当然お詳しいわけで、話をするのも恥ずかしい、常識的なことになってしまいかもしれませんが、一応二、三お話ししてみたいと思います。

後で申し上げますが、明らかなことは、手数料等は自由化されていくこととあります。そ

が減り、トレーディングは思ったほどは伸びていない。投信・資産運用業務がかなり伸びるとともに、その他証券関連が急増しております。ついで見えておきますと、中小はもともと売買委託手数料のシェアは高いわけですが、その減り方は大手の証券会社ほどには大きくないわけでありまして。投信・資産運用業務は、やはり伸びておりますが、その他証券関連は伸びてはいるものの、大手ほどではないという違いが出ております。

これらのことも含めまして、どういふ方向に変わっていくかということではありますが、明らかに単純な売買の委託手数料で稼ぐという業務から、全体としては違う方向に変わっていくであろう。その方向としては、月並みであります。一つはトレーディングであり、また仲介業務も単純な商品からより複雑な商品の仲介業務に変わっていくであろう。投信・資産運用業務では、運用を自分

の中で、例えば証券会社であれば、収益を稼ぐ業務の構成は大きく変わっていくかざるを得ないということがあるかと思えます。

図表⑥がごさいます。これもよく知られた数字であります。一五年前と最近とで、収益の構成比が米国の証券会社でどのように変わってきたかということでもあります。特に、大手の証券会社を対象的であります。売買委託手数料のシェア

図表⑥ 収益構成比 (米国)

	1980	1995
(大手)		
売買委託手数料	30.6	13.1
トレーディング	22.9	21.6
引受	8.8	10.0
投信・資産運用	1.2	8.8
その他証券関連	11.4	37.4
(中小)		
売買委託手数料	48.0	35.3
トレーディング	14.1	17.9
引受	10.0	13.0
投信・資産運用	3.1	12.4
その他証券関連	5.7	9.6

でしたり、アドバイスをしたりということが重要なコンポーネントになってくるということになります。

これに関連して、最初から申し上げていまして、最近の技術の変化等が、こういう業務の重要性あるいはそれに進出しようとする金融機関にどういふ影響を与えるかを一、二考えてみたいと思えます。

最近の金融技術の発達の中で目立つところは、リスクに関するさまざまな商売が発達してきていることとあります。自分でリスクをとることもあつるし、リスクのヘッジをするための金融商品を作成し、お客さんに販売していくこともあるわけですね。特に、自分でトレードをする業務にみずから進出しますと、予期しないことが起こったときの潜在的な損失の絶対額は、昔とは比べものにならないほどの膨大な額になるわけとあります。した

がって、会社内での管理が大切になるとともに、そういう業務を大規模にやる際には非常に多額の自己資本が必要になるわけでありませう。

一方、そういうリスクを扱う金融商品を、お客さんに対して仲介していく業務をやった場合はどうかということですが、これも最近のさまざまな技術の動向、商品の動向について、私などが聞いている限りでは、一つの特徴として、ネットワークのようなものが重要であるといえるのではないかと思います。例えば幾つかのスワップ等の商品で、日本の金融機関の競争力が弱いときにいわれるわけですが、なぜ弱いかをいろいろ聞いてみますと、次のようなことではないかと思えます。

スワップ等派生商品は難しそうに見えるわけですが、ちょっと数学等がわかる人から見ると、別に大して難しい商品でもありませんし、日

本人がそういう分野で新しい商品を開発できないとも到底思えないわけでありませう。そういう面の難しさも若干はありますが、それ以上に重要なのは、例えばスワップであれば、あるお客さんからかなり大量のスワップを組みたいという需要が出たときに、相手方になる潜在的なお客さんをどれぐらいたくさん抱えていて、どれぐらいの速さでつなげるかが恐らく重要ではないかと思えます。

しかも、世界中の金融商品がスワップの相手方になることが多いために、世界じゅうにネットワークを持つていないといけない。したがって、既にそういうネットワークを築いているアングロサクソンの金融機関が強いということではないかと思えます。ハイテク商品の国際競争力の一つの根源はそういうところにあると思えます。

そういうことを考えますと、これもよくいわれ

ることではありますが、今後の金融業界の地図は三種類ぐらいの金融機関によって占められるようになる、あるいは、そういう金融機関に分かれていくのではないかと思えます。一つは、世界的なグローバルなプレーヤーというグループであります。二番目がローカルなリテール専門の金融機関のグループ、三番目に、リテールのところに入れてもいいのかもしれませんが、必ずしもそれに入らないということで、ニッチの分野に進出していく金融機関ないしプレーヤーが残っていくであろうと思えます。

グローバルなプレーヤーについては、例えば一〇年ぐらい前に国際会議などで世界のいろいろな金融機関の人と話すと、五年とか一〇年たつと、二五社ぐらいに絞られてしまうであろう、その中で、日本の金融機関は五社から多ければ一〇社近く残るのではないか。ところが、現在同じ話をい

ろいろなところでしますと、皆さん同じような認識をお持ちかと思えますが、五年後位で残っているグローバル・プレーヤーはとも二五社はなく、五社から一〇社の間ぐらいであろう、うち日本の金融機関で残るのは、〇から二社ないし三社の間であろうというのが常識的な答えかと思えます。これは、世界じゅうで業務を行い、しかもさまざまな業務のかなりの部分に進出するということであれば、資本が先ほどのような理由で要りませうし、世界的なネットワークも要るということで、ごく限られた金融機関でないかということではないかと思えます。

ニッチの分野については、ハイテク商品であってもすべてをやるうとしないで、一部の分野に特化すれば、中小金融機関でもある程度成功することはできるのではないかと思うわけでありませう。あるいは証券の分野ですと、ディスカウント・プ

ローカーなどもここに入ってくるのではないかと
 思います。あるいはどういう業態になるのかわか
 りませんが、金融機関の一つの競争力としまし
 て、法律や会計に強い、あるいはそういう事務所
 とのネットワークが強いものがあるということ
 も、今後は非常に強みになってくるような気がい
 たします。

最後にリテールの分野ではありますが、恐らく単
 純なりテールを続けている限りは、手数料自由化
 によって非常に厳しい将来が予想されるのではな
 いかと思います。

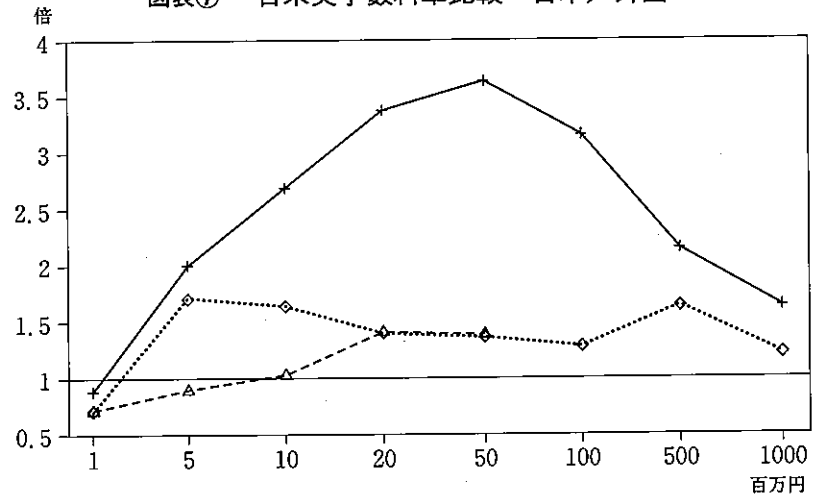
ちょっと古い資料で恐縮ですが、図表⑦をごら
 ん下さい。数年前、一〇億円以上の売買手数料が
 自由化される直前に、私等がアメリカやイギリス
 に出張に行って調べてまいりまして、日本の手数
 料が外国のそれに比べて何倍になっているかをグ
 ラフにしたものであります。「1」を超えている部

分は日本の方が高いということでありませう。

ちょっと古い資料ですので、最近は大分変わっ
 ているかもしれませんが、おもしろいのは、一〇
 〇万円というごく小口のところでは日本の方が安
 いことでもあります。同時に一〇億円というかなり
 高いところでも、これは自由化前ですが、もう既
 に日本の手数料率は余り高くなかったということ
 であります。日本の手数料率が相対的に極めて高
 いと思われまはすのは、恐らく一〇〇〇万円から一
 億円の間で売買ではないかと思ひます。

そういうわけで、手数料の自由化が恐らく一〇
 〇〇万円から一億円の間で及んだときには、非常
 に大きな影響が手数料収入に発生するかと思ひま
 す。これも古いものですが、証券局の資料により
 ますと、一〇〇〇万円から一億円の間で証券会社
 が数年前に稼いでいた手数料は約四割という推計
 があります。したがって、仮にそこが四分の

図表⑦ 日米英手数料率比較 日本/外国



(注) + ディスカウント・ブローカー (Charles Schwab)
 ◇ SG ウォーパルク (イギリス)
 △ Full-Service (メリル・リンチ等)

一になることが起こりますと、手数料収入は全体
 の三割減という計算もできるわけでありませう。
 ただ、ごく小口のところは自由化によって余り
 下がるとは予想されませんが、むしろ場合によっ
 ては上がるかもしれないということでもあります。
 したがって、そういうお客さんを中心に商売を進
 めていく場合には、それほど厳しい時代にならな
 いかもしれないし、あるいはそういうところに特
 化して生き残っていく道もあるのかもしれないま
 ん。

リテールの分野について、余談になりますが、
 私も昔個人投資家として株式の売買をかなり行っ
 たことがあります。その経験から常識的によく
 いわれていることではありますが、幾つか申し上げ
 てみたいと思ひます。個人投資家としての要望と
 しましては、もっとよい投資アドバイスが欲しい
 し、もっとよい投資信託を売ってほしいというこ

とであります。

例えば、一〇年ぐらい前によく見られたのでありますが、営業マンのアドバイスで仮に株で儲けさせていただいたとしますと、直ちに電話がかかってきまして、これは多分損しますけれども、こういう投資信託を買ってくださいといわれるわけです。損を計算しまして、株の儲けの三分の一ぐらいだからやむを得ないということでしょうか投資信託は買わなかったわけですが、おつき合います。しかし、場合によっては間違えて、その投資信託の基準価格が上がってしまうことがあるわけです。そうしますと、即日売却させられまして、儲かったからもっと違う株を買いましようということになるわけです。

私を買った中で長期間持って、市場全体のパフォーマンスよりもかなり高いリターンを上げた投資信託の例としては、一九八七年の一〇月に設

券会社にお金を取られてしまったという意識を持ってしまって、なかなか入れないことがある。ちょっと悪い話ばかり並べてしまって恐縮ですが、そういう個人投資家が多いのではないかと思います。

ということ、最初のお願いに戻るわけですが、信頼できる投資信託をつくって売ってほしい。そうしたら、ある程度時間がかかると思いますが、伸びないはずはないことは、アメリカの例を見てもいえるのではないかと思います。

投資アドバイスのついては、これも素人考えであります、それを売買執行業務から分けられないかと感じることがございます。どういう制度的、法律的な手当てでできるのか、あるいは現在でもできるのかはわかりませんが、売買執行をして手数料で成績が決まる営業マンではなくて、違う部門の人から投資アドバイスを受ける。例え

定された投資信託のみであったという記憶があります。これは、ブラックマンデーの直後で、物すごく株が下がっているときに偶然設定された投資信託を、多分何かのおつき合いで買いましたら、すぐ五割ぐらい上がったという記憶があります。

また、買いだけではなくて売りは、重要な商売あるいは投資家にとっては手段であります。証券会社の営業マンが最初に空売りを勧めてきたのは一九九〇年の秋から冬にかけてでありまして、日経ダウは四万円近くから二万円近くにまで下がった後であったわけです。

あるいは、MMF等はかなりいい商品だと思えますが、そこにお金を入れておきますと、すぐ電話がかかってきまして、このお金で株を買いましようということになりまして、結局損をしてしまふ。したがって、MMFにお金を入れますと、流動性の高い投資信託を買ったというよりは、証

ば、年間数十万円を払って、週に一回ぐらいはその人にこちらから電話をして、アドバイスを受けてもいい。そのアドバイスが余りいいものでなければ、ほかの人に変えることもできるし、ほかの証券会社に行くこともできる。そういうサービスに対する需要は潜在的にかなりあるのではないかと思います。

以上、私のささやかな個人投資家としての経験からの話であります。

さて、全体の話に戻りますが、証券業ないし金融業全体でのビッグ・バンの中での対応ないし変革の話であります。

私は、いろいろなことがうまくいくためには、以上話してきたことのほかに、きょういろいろな皆さんがお見えで失礼な話になってしまいかもしませんが、日本の経営者の行動に係る部分が非常に大きいのではないかと思います。証券会社で

は、必ずしもそうではない会社がたくさんあるのかもしれないが、日本の多くの会社では、経営陣の中心はサラリーマンとして会社でずっと働いてきて、その最終の到達点として、重役になり、社長さんになったりする。そこまで行きますと、権限はあるわけでありますが、余り高いリスクをとるというインセンティブは少なくなっているのではないかと予想されるわけがあります。むしろ、大きな損失を出さずにまああの業績を上げ、その後、天下りという表現はよくないかもしれませんが、子会社等に職を得るというケースが多いのではないかと思います。

ところが、これからは、またこれまでもそうかもしれませんが、これまで以上に会社としてどういう分野に進出するか、どういう手法で進出するか、逆にどこをスクラップするかということについて、しっかりした判断を下すとともに、それを

す。これはマスコミ等で報じられていること以上には、私の知っていることも出ないわけでありませんが、一応印象論で話しますと、ビッグ・バンは余り進まないという見方と、かなり進むという期待感を持ちつつ見ているという見方に分かれるかと思いますが、私は少なくともかなりの程度進むのではないかと思うわけがあります。

その一つの理由は、かなり具体的なお話になりますが、外国為替取引の本格的な自由化がほぼ決まったことでもあります。それが大きな影響を持つものであることは簡単に予想されるわけでありま

す。それは、自由化されますと、日本の金融市場あるいは金融機関のサービスが悪ければ、外国のそれを使えばいいことになってしまいうわけであり

ます。したがって、本格的な規制緩和をして、使い勝手のいいマーケットにするか、今以上の空洞化が日本に発生するかのどちらかであるという選

素早くやるということ、そして、どう考えてもリスクは残るわけですので、そのリスクを経営者にとっていくことが極めて必要になると思います。

違う言葉で申し上げますと、経営資源を持った経営者のマーケットのようなものが形成され、場合によっては従業員の中からではなく、外から経営者を連れてくるようなアングロサクソンの企業経営のあり方もある程度は進んでいかないと、現在の国際的な金融業界の中では、あるいは国内でも競争条件が厳しくなった場合に、うまくいかないのではないかと思うわけがあります。

四、規制緩和の方向

さて、いろいろ無責任なことを申し上げましたが、あと二つほどお話ししたいと思えます。

一つは、予想される規制緩和の方向であります。扱を突きつけるようなものが、外国為替取引の自由化ではないかと思えます。

これは、大口取引の分野ではわかりやすいと思えますが、小口取引の分野でも、現在のようにコンピュータ、通信技術が発達している社会では、自由化によって取引が海外に逃げることは避けられないのではないかと思えます。したがって、この外為取引の自由化は、ちまたでいわれている以上の影響を業界やマーケットに与えると思えますし、現在進行中の金融ビッグ・バンの議論にも与えると思うわけがあります。

証券業界に限りますと、とりあえず売買委託手数料がどうなるかということが大きな関心だと思えますが、これも報じられておりますとおり、間違いなく自由化されると思えます。それがいいかどうかは別にしまして、常識的なスケジュールとしましては、来年のどこから始まり、ビッグ・

パンの完成といわれます二〇〇一年ぐらいまでに完全な自由化がなされると思いますが、自由化は一たん始まると、そのスケジュールよりも加速してしまう可能性があるのではないかと思います。

その理由は、昨今の店頭株の売買手数料の自由化の話が一つの例でありますとともに、来年等から外国のブローカーを利用することもかなり自由にできるようになるのではないかと思います。

業務分野規制は、やはりかなり緩和される方向に行くかと思えます。

残っております論点は、恐らく銀行にどれぐらいい他業態への進出を認めるかということではないかと思えます。金融持株会社方式も恐らく導入されることかと思えます。私はこれは余り悪くない発想ではないかと思っております。例えば貸金体系を子会社間で別のものにするによって弾力化できるとか、リスクを遮断できる、あるいは

から規制緩和に対する抵抗は非常に強いものが予想されるということでもあります。これについては、それだけ申し上げたいと思います。

残る問題は、きょうは二つお話ししたいと思いますが、一つは、いわゆる銀行部門の不良債権問題であります。もう一つは、日本の株価水準の問題であります。

銀行の不良債権の問題は、証券界にはとりあえず直接の関係はないわけですが、間接的にはいろいろなルートで関係してまいります。当然銀行界も金融ビッグ・パンの対象であるわけでありま

ります。よく知られていますように、あるいは予想されていますように、債務超過の状態にある金融機関はかなり多数あると思われる。こういうものを抱えたまま本格的な自由化をいたしますと、病人を抱えたまま競争に入るような感じですよ

先ほちょっと申し上げました、ある意味で経営者のマーケットのようなものを育てていくという意味でも、よい影響があるのではないかと思っております。

五、ビッグ・パンへのハードル

いろいろ申し上げてきましたが、最後に、こういう方向に行こうとした場合、あるいは行ったとしても、成功するかどうかという観点から見ますと、幾つかの問題がありますので、それについて一、二お話ししてみたいと思います。

一つは、もちろん自由化は優勝劣敗をはっきりさせ、退出を余儀なくされる金融機関あるいはその金融機関の従業員、あるいは退出しないで生き残るとしても、一つの金融機関の中で従業員の賃金格差を拡大することがあって、そういうところ

で、全体がうまくいくかどうかは非常に疑問なわけです。こういう金融機関は何とか生き残ろうとしまして、とってはいけないリスクをとって、債務超過額をさらに拡大させてしまうかもしれませんし、あるいはこういう機関が余り秩序立っていない形で倒産すれば、信用秩序全体が崩壊する可能性もなきにしもあらずなわけです。私の考えでは、本格的なビッグ・パン、規制緩和が行われるのとあわせて、あるいはそれ以前に、こういう特に深刻なものはすべて整理をしておくことが必要ではないかと思えます。

整理をするためにはいろいろな方法があるわけですが、その条件として、もしも預金者を保護するとういう方向で行くとしますと、資金が足りるかという問題になるわけです。ご案内のように、信用組合については、預金者保護のために、資金が足りなくなれば公的資金を使ってもいいと

いう法律が通っておりません。したがって、問題は大きかについてそれ以上の業態のところでありませぬ。そこで、次のような計算をしてみましたので、その結果についてちょっと話してみたいと思います。

仮に、公的資金が、上位二〇行、地銀、第二地銀というところで必要になるとします。どういふケースかといえますと、自力では不良債権を償却できない、場合によっては、倒産ないし整理されてしまう銀行を取り上げて、その銀行がネットで債務超過の状態に陥っているとすると、預金者を保護するためには、その債務超過の分だけほかから資金を持ってこないといけないわけでありませぬ。したがって、単純な計算として、何らかの仮定を置いて債務超過の銀行をアイデンティファイして、その銀行について債務超過の額を足し合わせることで、必要な資金の量を推計することができ

きます。

これは、公表されている数字で私が計算してみたものですが、公表されている不良債権から適宜、適当な回収担保率を引き算し、有価証券含み益を引き、さらに自己資本等あるいは引当金等を引きますと、ネットの債務超過額が出てまいります。これがプラスの債務超過の金融機関は、不良債権の額が公表ベースどおりであるとすると、第二地銀までで二三行出てまいりまして、その全体の債務超過額は一・三兆円という数字が出てまいりました。

それでは、これを整理していくのに公的資金が必要かといえますと、必ずしもそうではありませぬで、預金保険料を去年あたりからだったと思いますが増額したことで、ある程度の資金がございませぬ。しかし、そのうちもう一兆円使ってしまったこともありまして、いろいろ聞いてみますと、

預金保険にあるお金でこれから使えるものは一・三兆円のようにあります。したがって、公表ベ

ースどおりの不良債権の額であると、ちょうど公的支援は要らなくて済むということがあります。私もびっくりしたのですが、そういう結論が出てまいります。

ただし、公表不良債権が何らかの理由で過小評価されていて、例えば五割増しぐらいあるとしたら、同じ計算をするとどうなるか。そうしますと、債務超過行は一九行にふえまして、全体の債務超過額は二・二兆円になります。この場合は公的資金が必要ですが、額としては大したことはありません。

で、預金保険からの部分を除きますと一兆円弱になります。しかし、政治的に通すのは難しい話かもしれません。また公表ベースよりも二倍不良債権があるとしたら、ここから急にふえまして、債務超過行は五二行、必要公的資金は八・四

兆円マイナス一・三兆円の七兆強という数字になります。

恐らく日本銀行、大蔵省ではもったいなくした計算を行っていると思えますが、例えばラフですが以上のような計算をしてみることができません。したがって、不良債権が公表額のあたりにとどまるのであれば、その処理はそんなに大変なことではないかと思えます。しかし、公表不良債権が五割以上過小評価されているとしますと、かなり厳しい状態が予想されまして、公的資金導入の議論等は本格的にやらないといけないということではないかと思えます。

公的資金の問題については、それだけ申し上げたいと思います。

最後に株価水準であります。結論的に申し上げますと、どう見ても日本の株価水準は依然として高過ぎるという懸念を完全に消し去ることはできない

状態にあるのではないかと思えます。それはなぜ問題かといえば、下がり切っていないとしますと、景気がよくなっても、あるいは新しい投資家が入ってきて、上がる率は限られることになり、仲介業者にとっては余りいい話ではないということでもあります。仲介業者も自由化していったとしても、株価水準が高過ぎるとすると、それから得られるメリットがなかなか出てこないというマイナスの影響を発生させると思います。例えば、投資信託のいいものをつくるのが非常に難しいことにも当然なるわけがあります。

なぜそうかという、例えば、一九八六年から一九八九年の日経ダウ平均ベースでの株価収益率(P/Eレシオ)は、平均で五二倍ぐらいのところになりました。現在銀行群を除きますと、やはり五〇倍ぐらいのところにあるかと思えます。していますが、当時がバブルであったのなら、現在も

いう値になります。アメリカのP/Eレシオをきちんと見てこなかったのですが、現在は二〇倍前後かと思えます。そうすると、二〇倍と日本の二七倍と比較してどうかということになるわけであり、ます。

P/Eレシオは何で決まるかといえば、理論的には金利水準と株式投資に投資家が要求するリスク・プレミアムで決まっています。金利水準はデータとして見ることができ、それから要求されているリスク・プレミアムを逆算して見ることが出来ます。そうしますと、現在日本の株式で要求されているリスク・プレミアムは、ある計算では一・七%ぐらいになっております。同じ計算をアメリカについて行いますと、一・五%から二%ぐらいの間で、両方とも似たような数字になって、アメリカがバブルでなければ日本もバブルでないのかなあという感じもいたします。

バブルであるという言い方は必ずしもできなくもないわけがあります。

ご承知の方も多いと思いますが、バブルの前は、例えば一九六六年から八五年の二〇年間のP/Eレシオの平均は二〇倍であります。それが八〇年代後半に五〇倍、六〇倍というところになりまして、その後大巾には下がっていないという状態にあります。しかし、日本のP/Eレシオは、株式の持ち合いがあるとか、例えばアメリカと会計制度が違う等で、高めにしているという議論がよくなされるわけがあります。

その修正はいろいろな理由で難しいわけですが、強い仮定を幾つか置くとできなくもないわけですので、それでちょっとやってみますと、一九八六年から八九年当時の五二倍のP/Eレシオは、アメリカと比較できるようなP/Eレシオに直しますと二八倍になります。それが現在は、二七倍と

日本がバブルの時期の八〇年代後半について、実質金利をとって本格的な計算をしてみますと、金利水準が今よりも若干高めでありましたので、要求されていたリスク・プレミアムはさらに低く、〇・三〇・四%という数字がとりあえず出てまいります。そのころと比較しますと、現在日本の株式に要求されているリスク・プレミアムは上昇しており、ある意味では株価が当時高過ぎたことがあったとしますと、その一部は修正されてきていることはいえるかと思えます。〇・三〇・四%のリスク・プレミアムが一・七%ぐらいに上がったわけですので、投資家が臆病になった結果の値が株価としてついているということであり、ます。

しかし、二%弱というリスク・プレミアムは、歴史的にもあるいは諸外国を見ても極めて低い水準であります。例えば、同様の計算を日本の八〇

年代前半について行いますと、約四％のリスク・プレミアムがついていたという結果が出てまいります。六〇年代半ばから八〇年代半ばの二〇年間の平均では八％ぐらいのリスク・プレミアムという結果になります。あるいは米国でも、八〇年代前半では六％弱のリスク・プレミアム、六〇年代から八〇年代の真ん中にかけての二〇年間では六％強のリスク・プレミアムで、普通は四、五、六％あたりのリスク・プレミアムがついていた。これが日本では、バブル期にほとんどゼロにまで低下し、それが二％弱のところまで戻ってきているという状態であります。アメリカではずっと四、五、六％ぐらいだったのが、最近は一％弱のところまで低下してきている状態であります。

したがって、P/Eレシオがバブル期と同じ水準にあるから、バブルはまだ崩壊していないという言い方はいい過ぎであるわけでありますが、

それでもこうした計算結果を見ますと、ひょっとしたらまだ株価が高過ぎる、場合によっては、ニューヨークの株価も高過ぎる可能性が何割かあるという程度のインプリケーションがあるのではないかと思えます。さらに株式の持ち合いが解け始めているとしますと、その株価水準への影響は仮定次第であります。P/Eレシオに対しては、必ずそれを低めるといふ方向の影響が出てくると思われま。今の計算は、現行の株価が高過ぎるという確率が高いという方向に修正されなくてはいけないことになりまして、怖い結論が出る方向に行きます。

以上、金融業界全体として、不良債権問題は何らかの形で早目に手を打たないと、本格的なビッグ・バンにうまくつながっていかないということと、証券業界に限らないのですが、公的資金、不良債権問題と密接に関連しておりますけれども、

現行の株価水準に一抹の不安を覚えざるを得ないという理由が幾つかあることを申し上げました。ご参考になる話であったかどうか不安であります。時間も参りましたので、とりあえず私の話はここまでにさせていただきますと思います。

どうもありがとうございました。(拍手)

小山理事長　ご清聴ありがとうございました。予定の時間がまいりましたので、本日の講演をこれで終わらせていただきます。どうもありがとうございました。(拍手)

(うへだ　かずお・東京大学教授)

(本稿は、平成九年二月二〇日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)