

二一世紀の日本金融

——ビッグバンで何が変わり、変わらぬか——

蠟山昌一

小山理事長 たいいまから講演会を始めます。

本日の講師は、大阪大学教授の蠟山昌一先生です。

蠟山先生はご存じのとおり、大変高名な方ですが、恒例ですので、初めに先生のご経歴等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卒業、同大学大学院修士課程を修了されて、昭和四五年に大阪大学経済学部助教授に、同五七年に教授に就任しておられます。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をお務めになっておられます。この間ロンドン大学客員教授等のご経歴もお持ちです。

先生は、ご専門の金融論、経済政策論関係の著書や論文等を発表されますとともに、政策構想フォーラム

の代表世話人をされるなど、我が国の金融資本市場研究の代表的なリーダーとして活躍しておられます。先生は、現在証券取引審議会の会長代理をされており、総合部会座長とデリバティブ部会長を兼ねておられます。先生が総合部会座長として、また会長代理として取りまとめられました証券取引審議会の「証券市場の総合的改革——豊かで多様な二一世紀の実現のため」と題する報告書が先週発表されました。これからいよいよいわゆる日本版ビッグバンが本格的に始まるわけですが、本日は、蠟山先生に「二一世紀の日本金融——ビッグバンで何が変わり、変わらぬか——」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。

一、工夫をした証取審の審議

ただいまご紹介いただきました蠟山です。

実は、きのうソウルにいまして、けさソウルを出発してきたものですから、何となくボートとしているのですが、ビッグバンというのは日本だけの問題ではなくて、世界各国でビッグバンといいますか、金融制度改革が問題になっています。

きのうは、朝九時から最後の晩餐会まで入れると夜一〇時まで、韓国の金融改革を中心に議論する会がありまして、約五〇〇人ほどの方が集まりました。皆様ご存じのニューヨーク連銀の総裁だったジェリー・コリガンが基調講演をいたしました。アメリカ、イギリス、日本の三方国の例が紹介され、そして韓国のケースが最後にシンポジウムの形式で議論されました。

自身はともかくとして、一つご紹介したいと思

うのは、韓国においては、金融制度改革のいわば青写真を作成する際に、大統領直属の委員会ができて、そこには三一人ほどの各界のよりすぐりの方が集まり、そのもとにやはり三〇人程度の専門家が、証券界が持っている研究所、銀行界が持っている研究所、あるいは経団連に対応する組織がありますがその研究所といった各界の研究所から集まり——全員がアメリカの Ph. D. を持っているのですが——、一年間職を離れて専門に改革委員会のための仕事をするという組織ができ、おりました。四月に第一次報告、六月三日に第二次報告という形で、改革の青写真が公表されたわけです。

韓国の場合、金泳三大統領が金融制度改革をしようといひ出したのは、一月の初めだそうであります。橋本さんの一月一日よりは若干おく

れています。トップが金融制度改革をしなければいけないと言い出したという点ではよく似ています。しかし、それでは、トップのイニシアチブを受けてどういう形で改革の青写真をつくるかということになりますと、韓国のやり方は、むしろどちらかといえばアメリカに近い、日本のやり方は非常に日本的な審議会方式であります。

なぜこういうことを初めにお話するかといいますと、審議会方式で改革についての案を作成するというやり方に関しては、随分批判があります。私どものケースでいえば、大蔵省のいいなりになってつくっているのではないか、結局審議会というのは隠れみのであって、役所が実際に青写真をつくるんだ、案をつくるんだ、それを法制化する、それが法案という形で国会に提出され、審議されて、部分的には修正が行われるけれども、結局は官僚の、霞が関のいいなりになって、こう

いうものができるんだという批判が少なからずあります。

それに対してどういう方法があるのかというと、一つの選択肢としては韓国のようなやり方があるだろうと思います。事実、日本においても、日本銀行のあり方をめぐっては、法的な形で権限を与えられて議論されたわけではありませんけれども、首相直属の形で、鳥井さんが座長になった中央銀行研究会ができて、そこで大きな大枠の議論が行われ、それがその後、金融制度調査会に受け継がれて細部にわたり議論され、六月一日に成立した日本銀行法の改正に結びついたわけですから。日銀法の改正の問題については、ちょうどハイブリッド（混ぜ合わせ）の形で、案づくりが行われたわけであります。

韓国の場合は、大統領直属の改革委員会、英語でいえばプレジデンシャル・コミッション・

フォー・フィナンシャル・リフォームという委員会ですが、そこでできた第一次、第二次の案を受けて、大蔵省に相当する経済財政省が、正確にはミニストリー・オブ・ファイナンス・アンド・エコノミー、MOFE(モフェ)というらしいですが、法案をつくりました。いわばフロントランナーとして、英語ではフォアランナーの方がいいと思うのですが、フロントランナーとして一つの法案をつい先日上程したわけがあります。改革委員会では法案を作成するまでの能力はありません。ほとんどがエコノミストでありまして、法学者は入っておりません。法学者も実際に案文を書けるかとなると、ちょっと問題があるかもしれないですが、ともかく案文は経済財政省が作ったわけでありまして。

そこで出てきた案文は、まず規制当局の改組の問題だったわけです。バンク・オブ・コリア(日てしまうということをお願いしたいわけです。いろいろな、それぞれの国情を反映して、こうした改革の案づくり、青写真づくりをどういう形で行うかということは、これが最善の策だというものも、どうもないのではないだろうか。やはり試行錯誤で、これまでの経験を生かしながら、悪いところを直していくという形で、こうした大規模な改革の青写真づくりに取り組まなければいけないのではないかなということを変更して痛感したわけでありまして。

では、証券取引審議会は、いわゆるビッグバン構想をまとめるに当たって、どういう工夫をしたのかということですが、幾つか新しい工夫をしたつもりです。何から申し上げるのがいいのかわかりませんが、一つは、節目節目でそれまでの議論のまとめとして、ペーパーをきちんとつくりました。そして、また、それをインターネット

本でいえば日本銀行、証券監督委員会、保険監督委員会、金融監督委員会、こういう規制当局があるわけですが、規制当局を改組いたしました、より統一的な規制当局にしようという法案を提出しました。つい一週間もたない話です。

ところが、今週になりました、それが大変問題になり、バンク・オブ・コリアを初め、証券監督委員会、保険監督委員会、金融監督委員会、それぞれの労働組合が、この案はけしからぬ、我々の権限をいわば割くものであるという形で反対いたしました、労働組合として、対案を野党と協力して国会に出すというような動きにまで結びついていくようでもあります。

私が何を申し上げたいかというと、そういう一見したところ、大統領直属の改革を議論する委員会の方式というものはよさそうに見えるけれども、やり方を間違えると、このような結末になっ

を通じて公表いたしました。一番初めにつくりましたのは、昨年の一二月の論点整理であります。これに関しては、ご意見はインターネットを通じてEメールでいただく、ファックスを通してでも結構だ、もちろん電話でもいいということにしたわけですが、Eメールを使っただけの反応は、残念ながら余りたくさんございませんでした。二〇に欠けたのではないかと思います。

その後、論点整理を受けて、問題を整理すると三つのグループに分けられるというふうになりましたので、その三つのグループに対応して、三つの作業部会(ワーキングパーティー)が組織され、私どもの総合部会の委員は、そのメンバーになって、それぞれの専門的な立場から相当に細かいところまで議論をしたわけがあります。その結果は、三つのワーキングパーティーの主査報告という形で報告がまとまりました。これも相当大部

なものですけれども、やはりインターネットに載せました。それに対してのご意見をEメールでちょうだいする、ファックスでちょうだいする、これは相当な厚さになりまして、正確に数を数えていませんけれども、大変な厚さになりました、大分このやり方は浸透したなと思いました。

私がソウルに行った火曜日の夕方、ホームページをあけてみましたら、今理事長からご紹介があった証券取引審議会の最終報告書も載っております。私の話をお聞きになる以上に、ぜひホームページを開かれてハードコピーにすることも簡単ですから、本文をぜひ読んでいただきたいと思うわけです。それに対するご意見も、恐らく大蔵省の中にフィードバックされるのではないかと思います。審議会を公開せよという議論は少なからずあるわけでありすけれども、完全な公開というのは、私はまだ時期尚早だろうと思います。

このいわゆる日本版ビッグバンに関する証券取引審議会総合部会の議論の仕方というのは、そういう点で、従来の審議会とは違ったやり方で行われたということをまず私は強調したいと思うわけです。

それともう一つは、橋本さんがいわれる前から、私どもは、この総合部会において、二一世紀に向けての証券市場のあり方いかんという極めて茫漠としたものでありましたが、そのビジョンづくりを依頼されたわけです。そのために、何でこんな議論をするんだというご不審の念を持たれた方もおありになるかもしれません。従来の審議会というのは、具体的な諮問事項が明確に示されて、それに対して審議するということで、もう少し別なことでは、その諮問事項に関して、いろいろ利害が錯綜しております。そして賛成の方も反対の方もおられる。そういう賛成の

す。しかし、こういう形で、できるだけ多くの方々から節目節目でのご意見をいただくことは、ぜひ今後も続けていってもらいたいと思いますし、証券取引審議会の総合部会の議論のプロセスでは、私は大変有意義ではなかったかと考えております。

それに加えて、事務局、いいかえれば大蔵省の証券局ですが、「五〇〇人行脚」と称しまして、たくさんの方々インタビューを行いました。恐らくきょうお集まりの方々の中にも、そうしたインタビューを受けられた方々がおられるのではないかと思います。それも論点整理を作成する過程の中でまとめてご意見が紹介されまして、私どものアジェンダをつくる際に大変役立ちました。工夫をすれば、現在の審議会方式は、私はまだまだいわば民主的に、有効に議論を展開することができるのではないかと考えております。

方、反対の方のご意見を聞きながら、いわば調整をするというのがこれまでの審議会の普通のやり方であったわけです。いわば審議会は調整の機能という機能を相当に持っていたわけです。あるいは大部分といった方がいかもしれません。しかし、今回はそうした調整よりも前に、問題は何かをはっきりさせなければいけない、しかも、その問題は二一世紀の証券市場のあり方いかんということですから、大変総合的であるわけでありまして、一つの問題だけを取り上げて、ああだこうだ、あるいは少数の問題を取り上げて賛成、反対ということではなくて、全体のビジョン、全体像にかかわる問題であったわけでありす。

そういう点で、一二月の橋本さんのビッグバン構想の指示が出る前までに、総合部会が六月に発足し、「五〇〇人行脚」の成果もその中に入るわ

けであります。委員の皆さん方から随分勝手なことをいっていただいた、証券市場について、どういうところが問題かを相当好きなようにご発言いただいたということでもあります。

その過程では、これどうまくいくのかなというふうな随分と疑問を持たれた向きもあるかもしれませんが、私自身もどういうふうにまとめていったらいいのかと、ちょっと悩んだこともないわけではありませんでした。しかし、後から振り返ってみると、皆さんがそれぞれある程度の時間をかけて、ご自分の証券市場に対する考え方、証券業のあり方に関する考え方、証券行政はいかにあるべきかという点に関する議論を、洗いざらいとは申しませんが、相当に腹の底までおっしゃっていただいたことは、後になってみて、私は大変役に立ったのではないかと思います。

そういう点で、審議会方式も、そのやり方に改

たいていくということしかないわけでありませぬ。

コメンタールをここでお話ししても、私は余り皆さんのお役に立たないと思います。どなたか、むしろもっと細かいことに精通している方にお話を伺った方がいいのではないだろうか。ただ、大きな点で何を押さえないければいけなかったかという点を一、二申し上げたく思います。

第一は、基本的な認識でありまして、これからの日本の金融システムの中で証券市場あるいは証券業あるいは証券行政というものをどういうふうな位置づけるかという点であります。今までは、日本の金融というのは、基本的に銀行を中心とした間接金融によって支えられてきたと思います。そこでは、証券市場はわき役でしかなかったかと思えます。ですから、昔の本を読みますと、間接金融に包含された証券市場とか、間接金融に支配

善の余地があるとはいえず、やはり捨てたものではないと思えますし、まだまだ有効なやり方として、私は残っていくのではないかと思っております。

一、金融システムの証券化

それでは、具体的に内容はどうかということになるわけですが、内容についてのコメンタールを私がしゃべるといっては余り得意ではありません。細かいことも全部頭の中に入っているかという点、必ずしもそうではありません。そんなんで座長が務まるのかといえば、座長というのは、余り細かいことに気を使わないで、大きなことをきちっと押さえるということだろうと思います。そういう点で、私はコメンタールを書くことすれば、左側に報告書を置いて、右側にワープロを置いて

された直接金融だとか、そういうような言葉がいろいろな形で使われております。

私は、広い意味で、間接金融というのは、今後日本の金融を支えるいわば大黒柱であると思えます。どういう意味でそうかといいますと、金融の基本的なファンクションは、貯蓄から投資にお金を流すことですが、その資金の流れの点で、貯蓄の根拠である家計や個人を取り上げてみますと、家計や個人が金融機関にお金を預けて、そして金融機関がその資金を運用するという意味で投資に回す、そういう意味での大きな資金の流れという点では、依然として間に立つ金融機関が非常に大きなウエートを占める。そういう点では、今後間接金融支配の状況というのは、続くだろうと思います。

しかし、その中身はものすごく変わると思えます。その変わる中身の主役が証券市場であると考え

えております。どういふ点で変わるかというところ、お金を預かった金融機関が、これまで資金を運用するときには、貸し出しという形態に非常に重きを置いていた、その貸し出しという形態が大幅に後退して、証券という形態に変わっていくということであります。要するに、証券市場の観点からいえば機関化ということです。もちろん、最終的な貯蓄を行う個人が直接証券市場で資金を運用することもある程度はふえるでしょうが、しかし、それが主軸になるとは思われません。要するに、この機関化の流れをひっくり返すことはとても難しいだろうと思います。別な言葉でいえば、今までは貸し出し中心の間接金融だったわけですが、それが証券市場型の間接金融に変わっていくという意味で、証券市場は大切だと考えております。ですから、従来はわき役であった証券市場が真ん中にどんと位置して、それぞれに、その端っこ

端っこに、証券市場にぶら下がる存在として銀行なり保険会社なりが存在している、あるいはその他の金融機関が存在する、そういうことが私の頭の中にあるわけであります。

統計を見ますと、今そういう傾向はもう出てきているわけです。一つは、金融部門以外の非金融部門が、証券の形態か、貸し出しの形態か、どういふ形態で資金を調達しているかということですね。フロー表から計算しますと、九五年には五・六・九%が証券で占められているわけです。六割に近い数字であります。九六年は五七・四%でありました。この傾向は、私は今後も続くのではないだろうかと思えます。

今はいわば資金を調達する側からの話をしたわけですが、このことが直接金融に傾斜し始めたというふうにいわれるわけですが、何も直接金融なんていわず、もう少しはっきりと証券形態での資

金調達がふえたと言ってもいいのではないかと思えます。

ちょっとわき道にそれますが、今度の証取審の最終報告書の中で、私は、「直接金融」という言葉を廃止しようと思って、最後まで努力したのですが、ちょっと努力が不足でありまして、付録の統計数表の中の冒頭の二ページのところだけ「直接金融」という言葉が残ってしまいました。本文では「直接金融」という言葉は一切使っておりません。「間接金融」という言葉も使っていないと思えます。

直接金融と間接金融というのは、私のような理解からすれば、対立的な概念ではないわけです。間接金融が証券市場に包摂されていくわけであり、ますから、そういう点で、対立的というよりも、むしろ補完的だと思います。余り直接金融というと、対間接金融、間接金融というと、対直接金融

というふうな変な対立的なイメージが言葉の中にあるわけありますので、余りそういう言葉は使いたくなかった。しかし、どうしてもこれまでのコンセプトののっとなって統計をつくってしまったので、つくった人の顔も立ててくれというので、最後の付表のところだけ、二ページ分に「直接金融」という言葉が出ていますが、ほかのところでは使わないようにしました。ぜひそういう対比的な、直接金融対間接金融という言い方は、もうこれを機になくなってほしいと思います。資金の流れは間接金融だけでも、その形態として証券が利用される、そういう意味で、証券市場は非常に大事だという基本認識が私は大切だと思います。わき道にそれましたが、二つ目は、証券市場での運用にたけた、これはいろいろな意味で、それぞれの金融機関の個々のノウハウということもあるでしょうし、制度的な条件ということもあるで

しょうが、ともかく証券市場の運用に適した間接金融機関がシェアを拡大しているという傾向が見られることです。すなわち保険とか信託とか証券投資信託とか、そういう市場型の運用を専らにするような間接金融機関が今後の重要な役割を果たすことになるだろう。当たり前なことであるかもしれないませんが、改めて確認しなければならないと思います。

したがって、そうした機関投資家といわれる専門集団が、今後日本の証券市場において成長発展していく、そういう姿が私ども総合部会の将来のビジョンを書くときに、大きなポイントとして念頭にあったと思います。もちろん、それはそういう機関投資家には使い勝手がいいが、個人投資家が市場に入ろうとしても入れないということであっては困るわけです。しかし、逆も困るわけでありまして、個人の投資家には非常に使い勝手が

いいけれども、機関投資家には使い勝手が悪いということでも困る。ということは、どういうことかといえば、市場が非常に多様化しなければならない。そして、いろいろな市場があって、さまざまなニーズにこたえられるような、さまざまなサービスを供給するというところで、いわば画一的な市場の組織であっては困るということであります。

それはどういうことかといえば、市場の中で、また市場の間でも競争があるという状況が今後のあり方として考えられなければならないということとです。私どもは、市場間競争という概念を持ち出しました。取引所を初め、OTC(店頭市場)も、また未上場、未登録の証券についても、いろいろなタイプの取引の場があっているのではないかと。取引所取引が一番偉くて重要で、ほかはそれを助けるものだとか、そういうような考え方から

脱しなければいけないというふうに主張したが、その背景は、要するに我々はいろいろな投資家、いろいろな運用者を頭の中に描かざるを得ない、そういう状況がこれからの日本の証券市場であるというふうに認識したからであると私は理解しています。

そういう点で、これからの日本の金融の中で証券市場は大柱となつて、あらゆる金融取引を直接に抱え込む場合もあるでしょうし、間接的に影響を与えることもあるでしょう。ともかく基本は証券市場を軸にして、これからの日本の金融が動いていくことが望ましいという認識を少なくとも私は強く抱いています。

この点に関しては、非常におもしろいことを、カリフォルニア大学ロサンゼルス校のマイケル・ダービーという一時財務省の次官補をやった経験もある学者が、レポートの中でいっていました。

彼は、アメリカの金融の強みはどこにあるのかという点について、取引所から各種の店頭市場に至るまで、フェア・アンド・オープンなマーケットのメカニズムが確立しているところに最大の強みがあるわけであって、決して金融機関の一つ一つが強いところにアメリカの金融の強みがあるのではないということ強調していました。これは私はなかなかいい指摘ではないかと思えます。

オープンでフェアな市場のメカニズムが確立して揺るぎがない。そこでいわば錬られた金融機関がさまざまな形で国際的な競争力を持つようになってきている。金融機関がすぐれているから、アメリカの金融が強いというのではなくて、強い金融機関をつくり出している母体として、オープンでフェアな市場のメカニズムが存在しているんだという認識は、私は非常に共感を覚えます。私自身もそのように考えます。そして、これからの

オープンでフェアな市場のメカニズム、金融のメカニズムは何か、それは証券市場ということにほかならないわけでありませぬ。

確かに、日本の「証券市場」は、そういうさまざまな金融取引のすべてを包摂するほど広い概念ではありません。ご承知のように、証券取引法第二条で有価証券とは何かという形で、限定列举されているわけでありませぬ。それは非常に狭い。そして最後に、そのほか「政令で定めるもの」という形になっていて、政令で定めるものは、長い歴史の中ではそれほど多くなかった。九三年の金融制度改革の中で、「政令で定めるもの」というのをもっと弾力的にしようということがいわれてきたわけでありませぬが、今後は「政令で定めるもの」というのをもっと弾力的に考えなければならぬ」と思います。

今回の総合部会の提言の中で、有価証券の定義

ことまで含めて、私は非常に画期的であろうと思います。それがいわば「政令で定めるもの」の中にちゃんと入りまして、銀行も証券会社も相乗りでそれをやっていこうということになりまして、担保不動産の証券化というものが今動こうとしているわけでありませぬ。もちろん、これが現在のバブルの後始末としての不動産市場の問題のいわば逆転大ホームランになるようなバッティングかというところ、必ずしもそうではないでしょう。しかし、一つのヒットであることは疑いもないことである。そういうヒットを打てた一つの要因というのは、総合部会の議論の中で、有価証券の定義を弾力的に考えていこうという姿勢を明確に出したからではないかと私は考えております。

もう一つは、総合部会の中でも、ある程度議論はありましたけれども、本格的にはデリバティブ特別部会で議論していただきました店頭デリバ

を見直すことについて、再度議論をいたしました。再度と申しますのは、九三年の金融制度改革のときにも、この議論を証券取引審議会の基本問題部会では議論したわけでありませぬけれども、結局のところ、もやもやという形で、明確には出せませんでした。しかし、今回再び有価証券の定義という議論を復活させて、相当突っ込んだ議論をしていただきまして、最後の「政令で定めるもの」というものを積極的に活用しようという姿勢が見られるようになりました。

これは事実、例えば三月末に銀行局で、住専問題の処理の過程から出てきた一つの作業として、金融機関の担保不動産の証券化の問題が制度化されることになりました。これはさらに突き詰めていけば、不動産の証券化ということにもつながっていく措置でありますけれども、目的会社を商法の特例としてもっと活用できるようにするという

タイプの問題であります。そして、店頭デリバティブの問題は、一体担い手としてだれがなるのかという議論は、相当に後退しました。そんなに余り重要な問題としては議論されなかったわけでありませぬ。当然担い手としては、銀行も証券も、もちろん銀行が担い手となる場合には一定の条件はありますけれども、認めていこうという姿勢は、当初から私はあったように思われます。

問題は、要するに有価証券の取引として、「政令で定めるもの」という形でうまくやれるかどうか、賭博罪との関係とか、そういうところに議論の焦点が一つあったと思います。

こんなふうを考えてみますと、私は銀・証問題なんてもう古いと思います。これからはそれにこだわらないで議論をすべきではないかと私は思います。ほかの銀・証以外の問題はあります。銀・証とかいうものはあるかもしれませぬ。少なくとも

も証券市場を中心にして考えるならば、伝統的な形での銀・証問題のとらえ方は、今回の総合部会の議論の過程の中、そして最終報告の中でなくなったと思います。

あるとすれば、まず一つは、銀行が特別の金融機関としてのどのような意味を持っているかということ、銀行サイドでじっくり考えていただくということ、です。

二つ目は、銀行が特別な金融機関であるということが、証券市場の中に持ち込まれないようにすることです。銀行も金融機関である。多数の第三者から資金を預かって運用するという機能を持っているわけです。その機能に限って言えば、証券市場の中で大いにやっていただきたい。それは、ちょうど証券会社が証券市場の仲介役として、さまざまな業務を展開すると同時に、このたび総合口座とかラップ口座という形で、第三者の多数の

くる、行為準則をきちんとすることは必要でしょう。しかし、基本的に、「銀行と証券」という時代はもう終わったと認識すべきなのではないかと思えます。

そういう点では、マーケットのファンクション、金融機関のファンクションをきちんにとらえて、大宗は資産を運用するところにある、そして、そこから派生して決済機能を提供するとか、あるいは市場のブローキングあるいはディーリングを行うとか、そういう機能がそれぞれ付随してきて、そうであるがゆえに銀行とか証券という言葉が使われるけれども、基本的なところでは皆同じだとする認識を制度化することになっていかなければならないのではないかと思います。

要するに、私が申し上げたい点は、日本の金融システムは証券化しているわけです。資産金融の意味での証券化というよりも、システムとして証

方々のお金を預かるという業務を行うことを正式に可能にしたことを、対比的に考えればそういうことであるわけです。

問題は、だからといって、例えば、ブローカーとしての証券会社のいわばコアビジネスを乱用して、総合口座あるいはラップ口座の特定の人に利益を供与するようなことがあっては困るわけです。それは、同じように銀行が決済機能を抱いている、そういう立場をいわば乱用して、他人様のお金を預かるときに、他にはできない行動を行うということでは困る。

しかし、そういうことを除外して考えるならば、そのほかの面では、ある意味ではこういうことはしてはいかぬという慣行ができ上がる、いわばチャイニーズ・ウォールができることは一番望ましいとは思いますが、それが一挙にできないとするならば、外側からファイアー・ウォールをつ

証券市場というものに多く依存するという意味で証券化という言葉を使っているわけですが、システム的な証券化の流れを制度がきちんを受けとめることが、今回の総合部会の大柱であると思っております。

三、抜本的市場改革

第二に申し上げたい点は、何が重要で何が重要でないかという点であります。今回の改革は、幸いにして総合部会の設立の趣旨と合致する形で、ビッグバンという異名をとった、いわば総合的改革であるわけです。ビッグバンは、日本語では「大改革」でもいいですし、「総合的改革」でもいい。どういう意味でビッグバンなのかということがあります。別の言葉でいえば、ビッグバン以外の改革のやり方があるのかということであり

ますが、確かにあるわけです。それはステップ・バイ・ステップの漸進的改革といわれるものです。

これまでの日本の金融の自由化は、何も証券市場に限ったことではありませんが、ステップ・バイ・ステップの自由化だったと思います。そして、それは確かに一定の方向感を与えてきたと思います。また、ステップ・バイ・ステップの改革がこれまで行われてきたのには、それなりの理由があったと思います。

ビッグバンとは、イギリスの一九八六年の証券取引所の大改革のことをいっているわけですが、これまでのようなステップ・バイ・ステップ型の改革との対比でビッグバンをとらえると、もう一つ頭の中に浮かぶのは、一九八〇年にアメリカで成立した「預金金利の自由化並びに通貨管理に関する法」といわれるものであります。これはご承

まで日本の場合には、ステップ・バイ・ステップという改革の方式をとった理由があったと思います。一つは、自由化のインセンティブが余りなかったということであり、アメリカの場合でいいますと、短期市場の金利がインフレーションを織り込んで非常に上昇し、二ヶタ台に乗る。他方、規制金利は三〜四%である。当然そこに新しい商品が生まれてくる。それがマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド(Money Market Mutual Fund)、MMMFになるわけですが、それにこの預金が蚕食される。

それに対抗するためには、預金金利の規制の仕方を変えなければいけない、その非常に強いインセンティブが、過去のシステムの中から生まれてきているわけです。それは、何ではかるかということ、市場金利と規制金利の乖離幅が非常に大きかったということです。いろいろなところでそう

知のように、預金金利の自由化の観点でいえば、六年間で預金金利を全面的に自由化しようという改革案だったわけです。私は、これもビッグバンの一つだろうと思います。今まで規制をしたものを、一挙に将来こういふ姿になるんだということを示して、それに現実をどういふふうにならざることを示したという意味で、ある種のビッグバンだろうと思います。

今回の日本のケースも総合的です。一九八〇年のアメリカのケースよりも、もっと局面は広く、いろいろなディメンションを抱えていて、広い範囲にわたってはいますけれども、将来の姿を描き、そして、その将来の姿に向けてのスケジュールもきちんと掲げるといふ点では、八〇年のアメリカで行われ始めた預金金利自由化のケースとよく似ている。

ああいうケースと対比的に考えてみると、これ

いうインセンティブ(誘因)、自由化の魅力というものは計量化できるだろうと思います。日本の場合には、そんなに自由化の魅力はないのです。少なくとも直接的にはなかった。だから、少しずつ少しずつやってもやることのできたというのが一つあります。

二つ目は、やる気の問題だと思えます。少しの魅力でもやる気があれば、それを実現させることができます。確かに、一時期日本の金融界の中にも自由化に向けて、いわば新しい商品を導入して自由化を誘い出そう、規制を壊していこうというやる気が満ちていた時代がありました。

証券界でいえば、中期国債ファンドが導入された時期はそういう時期ではなかったかと思えます。中期国債ファンドの導入が、いわば自由化の先兵として、ちょうどアメリカのマネー・マーケット・ミューチュアル・ファンドのような形

で、日本の規制の体系を、少なくとも金利に関しては壊していくのではないかと思われました。

しかし、時がたつにつれてどうなったかということ、中期国債ファンドの方が、競合商品である定期預金のようになってしまったわけです。定期預金が中期国債ファンドのように自由金利商品になるのではなくて、中期国債ファンドの方が、本来はその運用の成果が問われ、市場での金利の動向が投資信託委託会社の運用のプロセスを経て、投資家に還元されるという商品だったのが、いつの間にか定期預金のようになってしまった。

これはなぜか。理由は十分にわかりません。しかし、そういう横並びの行動が、非常に満ち満ちているとすれば、やる気はそがれるわけでありまして、自由化は少しずつでもいいかということになる。

三つ目が政策的な問題で、激変緩和措置という

さんは思っておられるのではないのでしょうか。そういう点で、第一の条件は変わってきている、足元が崩れてきているということが一つあると思うのです。

二つ目の横並び、もうそういう時代は終わったと、少なくとも頭の中では考えておられるのではないのでしょうか。ですから、誰かが猫に鈴をつけてくれることを望んでおられる。猫に鈴をつける役割は、いわば「プリズナーズ・ソリューション（囚人のジレンマ）」を打ち破るのはやっぱり行政だということ、行政のある種の役割に期待されているのではないのでしょうか。自分から鈴をつけるのは大変だけれども、行政がちょっと動いてくれるならば、それは大いに乗っていきましょうとになっている。そういう構造は相当浸透しているのではないかと思われまます。横並びの意識は、相当崩れているのではないのでしょうか。

ものが政策的にとられる。大きな混乱があったはならないということで、自由化を進めるに当たって、激しい大きな変化はないようにしようということ、これはまた、ステップ・バイ・ステップの自由化を可能にする政策的な判断になると思います。

それでは、ビッグバンの条件は今あるのでしょうか。私はまず第一に、相対的にいえば、自由化の魅力は大きいと思います。かつてのような絶対的な魅力はないかもしれませんが、今、例えば新しい商品の開発に成功したときの魅力は十分にある。反面、これまでどおりに営業をやっていく、仕事をしていくということでは、どうもしりつばみだという意識が非常に強くなってきているのではないのでしょうか。

そういう意味で、新しいことにチャレンジし、それが成功しての魅力というのは結構あると、皆

三つ目の激変緩和措置、自由化しなくても激変する可能性が十分あるわけでありまますから、激変緩和措置についても、以前ほどは重視されていない。こういう形で、何よりもステップ・バイ・ステップ型の改革を支えてきた条件が、実体の中で崩れてきている。

しかし、それにも増して、ステップ・バイ・ステップの行き着く先がどういうふうになるか。経営のトップ、中枢におられる方からみると、いわば制度的な不確実性が大変大きいのではないか、日本的経営の特色である中・長期的な観点に立って経営をしていくためには、どうもステップ・バイ・ステップの制度改革ではなかなか追いつかない。むしろ、そんな中・長期のことを考えるよりも、今のその場その場の問題に全力を注いだ方がいいのではないかという経営態度になってきてしまふ。そういう点でステップ・バイ・ステップの

欠点の方が利点よりも、これまでの経験の中から次第に認識されるようになったのではないかと思えます。

そういう点で、ステップ・バイ・ステップからビッグバン型へ、いわば将来のビジョンをはっきり示して、そこにいつの時点で到達するのか、逆にいえば、いつの時点から全く新しいフェーズになるんだということを示して、その新しいフェーズに入っていくプロセスを明記する、私は、そういうふうにはビッグバンというものを理解していません。ビッグバン型の改革は、陰に陽に支持されたのではないかと思えます。

ちなみにつけ加えますと、証券取引審議会の総合部会の議論の過程で生まれてきたステップ・バイ・ステップからビッグバン型へという今回の改革の方式は、相当はつきりしてきたのではないかと思えますし、報告書でも改革方式の転換という

ことで、「漸進的規制緩和から抜本的市場改革へ」という表現が使われているわけでありませう。

しかし、それが今回の金融改革全体についてすべて共通になっているかというところではない。むしろ、そうではないのではないか。あげつらうようですが、金融制度調査会の報告を読みますと、今回の改革は、これまでの金融改革の総仕上げであるという表現があります。そういう点では、審議会によって改革案（ブループリント）をだれが書いたか、どういう議論をしてきたかということ、ちょっと違ふところがあるのかなと思えます。

若干、無責任なように聞こえるかもしれませんが、私は、金融制度調査会の金融機能活性化委員会という、ちょうど証取審の総合部会に対応する委員会の委員の一人でもあります。あそこでは、一応委員長代理になっているわけですが、いかに

せん韓国とは違いました、本職が他にあつて、本

職の時間を割いて改革の仕事をしていかななくてはならないということでありまして、ほとんど私の授業のある時間に活性化委員会が開かれることが多かったものですから、出席率はそれほど多くありませんでした。

そのため、細かいところまで問題を提起することができなかつたわけですが、後から報告を見た印象として、そうした改革の方式については、ビッグバンはジャーナリズムが名づけた言葉ですが、それをどういうふうに使え、改革の方式に関しての新しい視点を十分に踏まえて書かれてあるかという点、どうもそうでないような印象を持っています。改めてブループリントの内容を法制化する際には、やはりその辺ももう一回再認識する必要があるのではないか。受け取る側の問題として、そういうふうにいえるのではないかと思

います。

四、市場規律の重要性

あと、重要な点を申し上げますと、市場規律という言葉があります。あるいは市場の機能を活用するということでしょうか。これからのビッグバンの一番の眼目は、本音が建前かともかくとして、先ほど申しましたように、証券市場の働きをこれからの日本の金融の中心に据えていこう、心臓部にしていこうということでありませうから、そこでの証券市場の働きにはいろいろな側面があります。

その一つは、貯蓄から投資へ資金を移転する過程の中で働きで、分配の形態が変わってくるわけです。配当かあるいはキャピタルゲインかと考えてもいいですし、配当か利子かという形態で考

えてもいいのです。市場の金融の仕組み、金融システムのいかんによって、資産所得の分配の機能が決定されるわけです。

あるいは、リスクをだれがどういうふうに負担するか。証券市場が中枢になってくるということとは、証券市場の持っているリスク負担とリスク配分の働きが、預金貸し出しの銀行を中心とした間接金融の仕組みに比べてみれば随分違っていて、これからの世の中には証券市場の持っているリスクの負担と配分の方式の方が合っていると考えられるからではないでしょうか。それはどういふことかという点、これまでは、どこかに何か起きるときに、大きな組織がそれを吸収して、波紋をほかに投げかけない。いわば大きな池がたくさんあって、どこかで石が投げ込まれても、波紋はその中で吸収されてしまって、ほかの池には行かない、こういうものではなかったか。

裁もあるでしょうし、司法的な制裁もあるでしょうし、その中間もあるでしょう。どういふ制裁が加えられるかということが、きちんと明快にならなければならぬわけです。

そういう点で、現在、ビッグバンに向けてさまざまな提言を受けて、法制化の動きが見られるわけですが、一番重要な点は、こうした制裁のルールを明示することではないかと思えます。しかし、それと同時に、そうした市場の規律に服するという慣行ができてくるということも、私は重要だと思えます。

それが何かということについて、市場でやっていいことと悪いこととは法律に書いていなくても、やってはいけないということが、当たり前のこととしてあると思うのですが、その辺のところ、今後どういふふうな慣行として、日本の国の中に定着するかは見ものだ、注目しておかなければ

しかし、これからは、どうも大きな組織の中に大きな石が投げ込まれると、もうそれで池が干上がって、ほかのところにも影響が及んでしまうということ、それでは困る。

そこで、むしろ、それぞれマーケットに参加する人々が、みずからの意思で報酬を求めてリスクを負担していく。そこでは、それぞれの機能が、またそれぞれ個々の人々が、リスクを分散するために最大の努力を払う。こういう自己責任型のリスク負担配分のやり方がある。今までの組織拡散型のものに比べて、リスク負担能力が全体としてはずっと高い。こんなふうな考えられていることも一つ、重要な点ではないかと思うわけです。

そうなってくるよきの問題は、マーケットが一つの規律ある存在として、それぞれ主体の行動を律すると同時に、規律から違反した場合にある種の制裁が加えられる。その制裁は、市場からの制

ればならないと思えます。大事な点は、市場を壊してはいかんということです。

最近のさまざまな不祥事は、善悪の観点から見ることもちろん大事ですが、市場を壊す行為が相当見られる。それは法律に書いていなくても、市場に参加する者として、市場を前にする者として、市場において業を営む者として、当然法律以前の問題としてやってはいかぬことがたくさんあるということではないかと思えます。そういう市場規律の確立のためには、幾つか制度的にも新しい仕組みをつくらなければいけないわけがあります。

もう一つの柱はディスクロージャーであります。理想的には、ディスクロージャーを、法律で書いてある以上にすれば報いられる、そういう市場をつくることだと思っております。法律で書いてあることだけをやっていればそれでいいということ

ではないかん。法律で書いてある以上のことをディスクローズしたときに、市場はそれを好感を持って迎え、評価する。そういうものがデファクト（事実上の）標準になってくる。逆に法律で示されたディスクロージャーしかしないところは、平均的な、あるいは平均以下の会社、企業として評価される。そういうふうになっていくことが望ましいことではないだろうか。一挙にそういうふうなことはないと思いますか……。

しかし、一つのインセンティブとして、ディスクロージャーをすることが市場で好感を持って迎えられる。しないこと、あるいはリラクタント、冷淡であるということが市場でマイナスでもって評価される。そういう誘因の構造というものが市場の中ででき上がってくることも、市場規律の一つではないだろうかと思います。

そういう市場をつくっていくことに、法律をつ

くるとか、人為的なことがどれだけ貢献するかどうかはわかりません。ともかく最低限のこととして、ディスクロージャーのあり方に関しての法制化というものは、もう一回見直しておかなければいけないと思いますが、しかし、大事な点は、すべてが法律というもので市場における行動、規律が義務づけられていて、それに服していればいいんだということと終わってはいかんということだろうと思います。

そういう点で考えてみますと、規律の働く場として、証券市場において新しい慣行ができ上がり、そので上がる内容いかんによって、日本型の市場ができて私も当然だと思っています。

そうすると、「グローバル」はどこに行っただということになるでしょう。しかし、グローバルは、ルールや制度や慣行が同じになることではないと思います。もちろん、同じようにした方が

有利だ、ベターだということ、場合によっては同じにしても構いません。いろいろなケースで海外がどうなっているかということを参考にすることは必須のことです。しかし、参考にするのと、すべてを同じにすることは違うと思います。

では、グローバルとはどういう意味かということ、まず最低限必要な条件は透明であることだと思います。トランスペアレントであり、理解可能だということだと思います。

理解可能であるためには、まず、日本国内が理解可能でなければならぬわけです。外国の人にはよくわかるけれども、日本人にはさっぱりわからないでは困るわけです。

次に、日本の証券市場を利用する外国の主体にとってみて、それが十分に理解可能であることが大事であるわけです。日本ではこういうルール、

慣行ができ上がっている。皆さんが、今でもそうですが、かつてニューヨークやロンドンで、向こうの場合はどうなんだということをきちんとお調べになり、「郷に入りては郷に従え」で努力されましたが、逆のケースも当然あってしかるべきではないでしょうか。

私は、トランスペアレントであり、理解可能であることが、まず最低限の条件であって、そこに今回のグローバルのねらいがあるのではないかと思います。

そういう点で、いろいろなところで、ニューヨークやロンドンの例とは違うのではないかと聞かれるところが、今後多々出てくるだろうと思います。しかし、それでも私は構わない。それが大きな不都合を招き、日本の市場にとって、例えば空洞化の原因になるということであれば、改めればよいわけがあります。初めからニューヨークや

ロンドンと同じルール、同じ慣行をつくらなければならぬということは、まだまだ先の話であると思います。一番初めにトランスペアレンシーをきちんとすることが、グローバルの意味だと私は理解しました。

五、ビッグバンは舞台装置だ

大急ぎで、結論をいわなくてはならない時間になりました。報告書について、重要と思われる点を思いつくままに申し上げましたが、報告書では、もう一つ、この報告書を取り巻くさまざまな仕組みとして、商法の仕組み、税法の仕組み、会計制度の仕組み等、証券取引審議会の管轄外の問題に関しても、これからの証券市場の観点からこうなっただけというだけではいけない、書き足りないところがある、ということを書いたつもりです。

いは依然として残るだろうと思います。だからこそ、私が先ほど、グローバルということと同じことまでやるのは無理だと申し上げたのは、そういうことであるわけです。まずトランスペアレントであることが大事だということです。

果たして、今後の日本が、こういうビッグバンを経て、今申し上げたようなアメリカ型の文化的、慣行的土壌に変わっていくのか。そこまで変わるべきだといったら、いい過ぎなのでしょうね。ですから、そういうところまではとても書けませんでした。

これは、非常によく考えてみれば、社会学者まで動員して考えていかなければならない、すごい難しい問題です。これからの日本が国際社会の中でやっていくためには、今申し上げたような、非常に基本的な物の考え方の違いを、どう乗り越えていかなければいけないのかということです。

しかし、逆に書きにくいところも幾つかあります。一番書きにくいと思われるのは、日本では、法律その他に明文化されているものはやっていいけれども、明文化されていないものはやってはいけないことだという理解が一般的ですが、例えばアメリカでは、法律に書かれていないこと、あるいは禁止されていないことはやっていいことだという理解が一般的です。ファット・イズ・ノット・プロヒビテッド・イズ・パーミテッドというのがアメリカの言い方です。禁止されていないことはもう許されていることであり、やっていいことだ。逆に、日本では、許されていることだけをやってよろしいという理解になっていると思います。いいかえれば、許されていないことは禁止されているということです。

余り「文化」という言葉を使いたくありませんけれども、こういう文化的、基本的な考え方の違

二番目の問題はもっと現実的な話です。

ビッグバンというのはすべて入れ物の話です。劇場をきれいにする、立派にするということではありません。これは決して芝居がいいということではないのです。観客は、いい芝居を見たいわけですから、劇場を見に来ているのではないのです。

芝居は、やっぱりいい舞台があった方がいいわけですから、舞台はきれいにします、緞帳もきれいにします、座席も座りやすい席で、視野を遮るような柱なんかはない、できるだけそういうふうにしますが、しかし、芝居は、若干は注文をつけていますけれども、それはやっぱり作者や役者に任されているわけです。

いいかえると、この舞台装置をどんなふうに使われるか、利用されるか、そこでどういう芝居を演じていただけるかは、芝居の作者や役者の皆さんに任せられている。器だけちゃんとしても、

中身はおいしいお酒かどうかは、これは器の責任ではありません。器がちゃんとしていれば、やっぱりお酒もおいしいのかも知れません。しかし、どんなに器がきれいであっても、安酒は安酒です。新しい器の中で、ぜひ、おいしいお酒が皆さん方に振る舞われるようになってもらいたい。これは基本的には金融機関、証券業者、投資家、我々のやる気の問題であります。

特に、専門家の方々のエントルプルーシッパ（起業家精神）の問題です。これは、答申やその他でどうこういってできる問題ではありません。ぜひこれを受けとめられる、ここにおられる皆さん方がどう活用されるかにかかっているわけでありますので、その点は、ぜひお願いしたいと思います。

以上、非常に雑駁で、時間も若干過ぎてしまつて申しわけありません。しかし、私は、昨年の六

月以来、どういう点を重要と考えて総合部会に臨んできたかということについて、すべてお話しし切れてはいないと思いますが、ご紹介いたします。ぜひ、我々の提言の理解にプラスになれば幸いですと思いますし、さらにそれが、これからの日本の金融の中核となる証券市場の進展に実ることを期待したいと思います。

ご清聴ありがとうございました。（拍手）

小山理事長 どうもありがとうございました。

それでは、予定の時間が来ておりますので、これで本日の講演会を終わります。

どうもありがとうございました。

（るつやま しょういち・大阪大学教授）

（本稿は、平成九年六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。）