

金融破綻と市場の判断

小林 和子

一二月半ばに開催されたある学会で、「世界標準と日本の資本市場——日本におけるクレジット市場の誕生」と題する報告があった。資料をみると最初に「一九九七年は日本の「クレジット市場」「元年」とあり、その柱として(1)ヤオハン公募債のデフォルト、(2)建設「ジャンク債市場」の誕生、(3)利金債市場のパニック、(4)外人投資家の参入、の四項があげられている。クレジット市場といわれれば、ふつうはクレジット・マーケット、すなわち金融・非金融セクターを問わず資金が流入する市場として考えられる。しかしこの報告

では、前記の項目でわかるように、日本の公社債市場の参加者のうち投資家あるいは取引者が発行者の元利払いについて明確なリスク感覚を持ちはじめたことを、「クレジット市場」化と表現しているのである。

前記四項目は実は時間的には新しいものが先に置かれている。外人投資家の市場参入は「クレジット市場化」の一般的な背景としてあるが、三月の利付き金融債市場における日本債券信用銀行債券の売買不成立、六月の建設債ジャンク化、九月のヤオハン公募債のデフォルトは、すべて債券

発行主体の経営危機、あるいは明確な破綻に対する市場の評価である。日本の市場は日常的にリスクをほとんど評価しない市場から、一足飛びに破綻時の緊急な対応を迫られてあせる市場になったのである。

ビッグバン宣言から一年

今年(一九八七年)一〇月のブラックマンデーから一〇年であるが、日本国内では橋本首相の日本版ビッグバン宣言から一年である。市場はこれをどう受けとめたであろうか。

ビッグバン宣言を受けて、最初に結論を出したのは外国為替審議会法制特別部会で、資本の流入のすべてを完全自由化し、外国為替取引を行うものの制限を撤廃した(一九六年一二月)。したがって法律改正も最も早く、九七年五月の国会で

改正法が成立している。実施は九八年四月である。この完全自由化には市場参加者は大いに満足しており、大商社、大製造業、国際的取引の大きい企業等は自ら外国為替取引を積極的に進める方向を打ち出している。「金融の内製化」「グループ内金融取引」等の言葉がこれらを示している。

他の分野の結論はかなり遅れて本年六月に出された。金融関係三審議会の報告書が出る一週間前に出されたのが企業会計審議会である。ビッグバンの中核になる法改正は金融分野であるが、それにより金融分野が抜本的に改革されて市場が活性化されることにより、産業の資金調達あるいは運用は刺激を受け、二一世紀に向けた産業活動の基盤が整えられる。企業会計審議会が打ち出した連結財務諸表と時価評価会計の一般化によって、証券発行主体に対する投資家のリスク評価をより正確に、深めることが期待される。会計学者や企業

は必ずしも諸手をあげて賛成してはいないが、これらは市場による評価を支える現実的な基盤になるものであろう。

金融関係の三報告書はそろって六月一三日に出された。橋本首相のビッグバン宣言を受けての報告書であるから、二一世紀の日本経済について、またその中における金融の重要性について、三報告書の前提とする認識は一致している。しかし、具体的な対応はそれぞれの分野でかなり異なっていた。金融、保険、証券の本質的な違いと、市場取引に対する「距離」の違いの故である。

金融制度調査会の報告書は伝統的銀行業務については特に触れず、市場型取引である証券商品、及び貯蓄性の保険商品の取り扱いを強く要望している。保険審議会の報告書は、保険業法が九六年に五〇年ぶりという大改正を行った直後でもあり、改革にはあまり乗り気ではない雰囲気

が濃く、改革にはあまり乗り気ではない雰囲気が濃い。もちろん損害保険の固定料率が自由化されることは同業界にとっては一大事件で、「保険版ビッグバン」と騒がれているが、これは資金の調達・運用という金融取引とは異なるフィールドの話である。この点を除けば、保険分野の主張は伝統的業務の固守に尽きる。

これらに対して、証券取引審議会の報告書は非常に積極的な改革方向を打ち出した。ビッグバンの大きな方向性が「間接金融重視から直接金融重視へ」「市場型取引の拡大による金融の活性化」であるから、市場型取引を網羅している証券取引審議会の対象分野が主たるターゲットになったのは理の当然であろう。「利用者 参加者の多様で複雑なニーズに対応して」、市場の対象商品は基本的にすべて自由に創出できるようにした。証券会社が積極的に創出しうる投資信託の分野がとりわけて新商品創出競争が予想される。証券取引

が行われる市場自体も、市場間競争が促進され、複数の取引所市場、複数の組織的店頭市場が、それぞれ複数の外国市場と理念的には競合することになる。また、これら既成概念による「市場」に密着して、「私設取引システム」すなわちPTSが証券業者として認可される。さらに個別証券会社の店頭における取引が併存する状況は、競争の結果遠からずいずれかに流動性が固着する可能性が強いが、とりあえずは「カオス」に近いと思われる。

しかし、最も大きな改革は証券業者、すなわち現在の市場仲介者についてのものである。証券業者は、銀行・信託・保険会社と同じレベルの「営業免許制」「本業専業主義」を外され、「営業登録制」「兼業自由」となった。三〇数年前、証券不況下に「営業免許制」への転換が議論されたときの論点（証券業の公共性・社会性、金融仲介機関性）には触れられず、証券業の競争性が証券

市場の競争性を支えるという側面に集中して登録制が是とされたのである。この方向が——少なくとも厳しい免許制は採られないことが——予想されていたため、かつては大蔵省としても新規参入の「絶対的禁止」という評価は誤解であることを示すためでもあろう、すでに免許制の下で（最終段階で）新規免許が数社に与えられている。ディー・ブレイン証券、日短ブローカーズ証券、トウキョウフォレックス証券等である。他方で、残念なことに破綻したところも数社出ている。証券行政からすれば、すでに護送船団行政ではなくなったことを態度で示したことになる。

この「原則登録制」の下で、以下の業務は「認可制」が考えられている。

引受業務
店頭デリバティブ取引

PTS

PTSは現実にはPTS業務だけを行う、すなわちPTSにスペシャライズした証券業者ということになるだろうが、理念的には一般の証券業務を兼ねられるので、このように捉えた。

証券業専業主義が廃棄されたのは、戦後前半期の登録制時代とは大きな違いである。この「非専業化」には、証券業者の自由活発な活動を促進する面と、取引所委託売買手数料の完全自由化が実施されたときの代替的収益源を探し易くする面とがある。いずれにせよなかなか新規業務の兼業承認が受けられず、たとえばM&Aの仲介などが長いこと兼業にできず（九六年に承認）、関連会社で行うか、本業で行えば正当な収入を受けられない、といった状況はなくなる。その新規業務として考えられているのは、証券総合口座、資産運用業務、ラップアカウント等である。証券総合口座はすでに九七年一〇月一日に開始された。当初は

給与・年金等の振込が認められなかったが、一月一八日に発表された緊急経済対策で九八年度から認められることになった。資産運用業務は証券業（登録制）本業で投資信託委託や投資顧問を兼業（認可制）することになるか、本業で行うラップアカウントになるかは留保されている。ラップアカウント自体が、投資信託方式か投資顧問方式か（いずれも運用を委託）、本業方式（運用を証券業本業で行う）かで、決着がついていない。いずれかに決着をつけるよりも、いずれをも可能にするようにしておく方がよいのかもしれない。

取引所会員による上場証券取引の取引所市場集中主義の撤廃も、証券業者の活動の場を広げる。ただし、自主規制機関の主催する店頭市場を除いて、取引所の新設・解散・合併、PTSも新設・解散が見通され、証券業はもろんのこと登録制になれば新規参入・退出がひんばんになる。それ

にともない個別証券業者の店頭取引も登場したり消えたりするであろう。これまでの証券業が冷房完備の人工的環境でシェア競争をしてきたとすれば、今後の証券業はいわば全天候型のたくましさ、機動的対応力、積極的に変化から収益を生み出す力が求められるわけである。

日常化する金融破綻

ビッグバン宣言から一年、金融関係三審議会の報告書がそろって出されたことの意味は大きい。これはいわば日常的な、予想された路線である。この一年の特色は、こうした公式改革路線が進行するかたわら、これらの三分野で現実に破綻が続出したことにある。金融機関の破綻は経済社会において日常的なものとはいえないが、その非日常が日常化しつつある。

受け皿銀行に対する特別融資)以来、信用組合から第Ⅱ地方銀行へと、金融機関破綻の業態浸食はじんわりと進みつつあった。

今年に入って最初に衝撃を与えたのは、日本債券信用銀行リストラ策の展開である。すべての事例に共通であるが、事前に、水面下あるいは水面上で噂されているのと、破綻あるいはそれに近い事態の正式報道とはまったく意味が異なる。その意味でも、四月一日の日本債券信用銀行に関する報道は老舗の大金融機関の信用問題の衝撃性を、初めて、決定的に、市場に知らしめたのである。

この例は大蔵省銀行局と協議の上、約一〇日後に外国金融機関(米バンカース・トラスト)と資本・業務提携し、独自の国際業務を放棄する形をとった。本店等のすべての営業店舗売却を含む抜本的なものである。日本債券信用銀行は周知のよりに長期信用銀行法により設立された銀行で旧・

日本においても戦前は金融機関はかなり日常的に破綻する「業種」であった。明治後半期から昭和前半期にかけて、銀行は免許制ではあれ設立されては潰れ、設立されては潰れ、していたのである。さすがに昭和二年金融恐慌の恐怖の経験が、金融秩序安定の重要性を深く、厳しく金融関係者の脳裏に刻んだため、戦時統制下に銀行集中が進み、戦後は普通銀行中心に金融秩序が形成された。同種合併、異種合併を含む合併がさらに数を減らしたが、現在でも全国銀行一七五、信用金庫四一〇、信用組合三六二、労働金庫四七がある(九七年八月)。これらに今まで破綻が見られなかったわけではない。しかしその大半は信用組合、信用金庫、相互銀行、相互銀行が転換した第Ⅱ地方銀行であった。とはいえ、住専問題でやや霞んではいたが、約三〇年ぶり二回目の日銀法第二五条発動(東京協和・安全両信用組合の破綻後

日本不動産銀行(一九五七年)、さらには特殊銀行の旧・朝鮮銀行(一九〇九年)が母体である。長期信用銀行として利付き及び割引金融債(日本信用債券)を発行し、上場会社である。

同じ日、時間的には少し早く、北海道拓殖銀行の北海道銀行との合併談(九八年四月一日予定)が報じられた。この話は難航し、九月には正式に流れ、一月中旬に北海道拓殖銀行は破綻して、北海道地盤の第Ⅱ地方銀行である北洋銀行(上場会社)に営業譲渡を決定した。北拓銀は現在は普通銀行(都市銀行)であるが、戦前期は同名の特殊銀行(一九〇〇年)である。白井規矩稚著『日本の金融機関——其の生成と発展——』によれば、農工銀行の「特殊北海道型」として作られ、不動産抵当貸付中心に伸びた。資金源は債券発行と預金がほぼ半々であった。戦後は「北海道型」から脱却し、日本勧業銀行と同じく普通銀行たる

ことを選んだが（一九五〇年）、以上の経緯を見ると再び「北海道型」金融機関に戻ったといえる。都市銀行最初の破綻として、日本債券信用銀行とはまた違った意味の衝撃を与えた。やはり上場会社である。

銀行破綻はこれに止まらない。全国紙の一面トップこそ飾らないが、九月に京都共栄銀行が、十一月に徳陽シティ銀行（仙台）が営業停止となった。ともに第Ⅱ地方銀行（旧相互銀行）であり、徳陽シティは上場している。

では保険会社はどうか。一九九七年が金融システムへの信頼度で計るとき大きな転換点になると考える重要なポイントは、「生命保険に対する不安」の発生である。これは戦後五〇年にして初めて日本人が気づかされた不安である。銀行はしばらく前からぼちぼちと破綻している。しかし「空気と安全はタダ」（呼吸できる空気と市民生活の

安全の維持には当然コストがかかっているが）に近い感覚で、「生命保険は安全」と大多数の日本人は信じてきた。この合理的経済人としては幼児

のような信頼をあっさり打ち砕いたのが、四月の日産生命保険の破綻である。以来、巷では保険会社の「どことどこは安全だが、どこはダメだ」という類の「自主的情報交換」が飛び交うようになった。日産生命に関しては関連大企業も業界大手も支援しなかったため、保険契約者は相当のダメージを受けることになった。銀行預金者はこれまでのところすべて損害を免れ、今後も二〇〇一年三月末までは預金保険機構の特例法でペイオフが行われないことになっている。そのためには必要があれば公的資金による補完が必須ではあるが、保険会社にはこうした制度的保証がない。契約者が不安を募らせるのもっともであろう。

証券会社も辛い状況にある。証券取引審議会総

合部会で報告書作成への最後の詰めをしている段階で、五月下旬大中証券と小川証券の営業困難が報じられた。大中証券は山一証券に第三者割り当て増資を依頼、小川証券は山一からの支援断念通告を受け結局自主廃業した。小川に対しては寄託証券補償基金から初めて贈与が実施された。また一〇月に入り、もともと中証券との合併を決めていたが解消した越後証券が、やはり経営破綻し解散手続きに入った。

しかし、ここまではまだ中小ないし地方証券だという感覚があったと思う。安心はしていなかったとしても、強い恐怖感はなかった。これが一月初めの連休中、三洋証券の会社更生法適用申請で局面が変わった。三洋証券といえは準大手証券一〇社の一角をしめ、歴史をたどれば戦前の久屋（きゅうぼし）・土屋鋭太郎商店から三代にわたる証券業者である。初代の開店（一九一〇年一

月）からは八七年になる。やはり寄託証券補償基金からの贈与が予定され、しかし基金は絶対的に不足しているの、野村証券が一〇〇億円、大和、日興、山一の三社で一〇〇億円の拠出を行うこととなった。

この時点では三洋証券への救済的拠出を行うことに同意した山一証券の、経営困難がはっきりしたのは十一月二日、三連休の初日である。三日目の二四日には自主廃業が決定され、日銀特別融資が翌二五日から実施された。山一証券の歴史上二度目の日銀特別融資である。局面は再び大展開した。戦時中にはその原型が形作られたといえる証券界トップ四大証券の一家の破綻である。産業としての証券業ピラミッドの下から上へと、破綻が駆け登っていく感がある。山一証券もまた歴史は古い。証券業の端緒はすべて個人商店であるが、小池国三商店が開業した時点（一八九七年四

月)からみれば、山一はすでに創業一〇〇年を越えた。小池国三は東京株式取引所仲買人から出発したがインベストメント・バンカーへの志を持ち、第一次世界大戦中に小池合資をたたくで株式取引から撤退し、買収した商業銀行を小池銀行に変え、債券引受に専念した。しかし、一九二七年金融恐慌最中に成立した銀行法により「銀行は証券業務を行えない」ことになったため、三三年銀行を小池証券に切り替えた。一方、小池合資の従業員達は別に山一合資を設立、株式中心の証券業務を行い、一九二六年山一証券に転換した。

これらの二社が戦時中の企業整備方針の下で合併したのが、旧山一証券(一九四三年)である。日興証券とともに東京兜町を本拠地とし、戦前の株式清算取引に習熟した、また戦後前半期までは創業者一族の色彩が濃いタイプの証券会社である。戦後の登録制業者として活動した一八年の最

後の段階で経営破綻し、その経緯は狭義の証券恐慌(一九六五年五月下旬の一週間)として知られる。このとき、日銀法第二五条(信用秩序の維持)初の発動で、特別融資が行われた。これにより信用に係わる恐慌的状况は証券恐慌の範囲に抑えられ、戦前のような金融恐慌には至らなかった。日銀法二五条という「伝家の宝刀」は一度だけ抜かれたが、その効果は大いであつたのである。ここで旧山一証券は新山一証券(六六年設立)に営業譲渡し、新山一証券は新たな免許制の免許第一号業者となつた。その後の経緯は大方の

知るところであろう。

登録制への切り替えが決定された段階における免許証券業者の苦境は、一〇〇年の歴史を有する老舗業者をも自滅させ、証券業專業者全体に危機感を募らせつつある。ビッグバンの道のりはすですべて険しく、厳しい。

市場の判断とは

まだ九七年は終わってはいない。振り返るには早い。以上の経過を見ると、金融機関に対する市場の判断のスピードが一気に加速化しているといえる。とりたてて九七年になって金融機関のディスクロージャーが進んだわけではない。免許制にも変わりはない。しかし、この数年の信用組合や第II地方銀行等の破綻で「金融機関も破綻する」という認識が浸透し、金融・証券ビッグバン宣言で、それが確実なものとなった。証券会社に関するといえば、登録制にして参入・退出を自由にする。これは、一面では市場のために競争を促進するわけだが、他面では免許制では退出させることも困難な業者を「市場に任せて」退出させる手段でもある。免許制を変えない銀行や保険も実態が

「ゆるやかな免許制」になり、参入・退出の自由度が増すことは大いに見通される。となれば、何もビッグバンの進行を待つまでもない。市場は悪材料には過敏に反応し、退出の前倒しを実行し始めたのである。

戦後数十年にわたるメインバンクの救済機能の後退、生保の救済型協調融資の後退、業界内の救済・支援活動の後退、危急時の大蔵省の強力な指導の後退——これらがすべて同時に起こつたのが、九七年の特徴である。代わって、株式市場における売却の継続と株価の低落、外国市場における債券等の格付け低下、短期金融市場の貸付停止が、これまた同時に生じた。

そして金融不安の連鎖反応がこれらに加わる。一月前半まではともかく、後半の破綻にはこの要素が色濃い。先に見た「市場の判断」はほぼプロフェッショナルなものであるが、目に見えない

金融不安の空気は広範な一般大衆の判断である。これまでのビッグバン議論はこの最後の判断を問題にしない、あるいはしたとしても軽視してきたと思う。幸い、ここまでの破綻には——生命保険を除き——すべて日銀特別融資あるいは預金保険機構や寄託証券補償基金からの贈与が行われ、預金者や投資家の実際被害は少なかった。しかし今後は、中堅クラス以上の金融機関が破綻する場合、系列ノンバンク等に直ちに影響が及ぶ。前記の救済資金ではカバーできない部分が多くなるであらう。金融不安をせめていまの状態程度に止めて、金融恐慌にまでは至らせないようにしたい。そのためには市場が不安感を持たないように安心材料を明確に打ち出すとともに、市場自体もパニックを募らせないように、深いところでの判断力を磨くべきではないか。

(こばやし かずこ・当研究所主任研究員)