

金融機能再構築への課題

1. 始まった本格的金融再建

バブル崩壊以降、我が国の金融に突きつけられた課題は二つある。第一の課題は、銀行及びその関連会社に留まらず、保険会社や証券会社のファイナンス子会社など、およそ金融機関の全てにはびこる不良債権問題の解決。第二の課題は、そもそも日本の金融がこのような状態に陥った一つの背景とも言うべき、不十分な競争原理、護送船団体制からの脱却である。

マクロ政策の失敗を糾弾する声もあるが、護送船団体制の下、金融機関が横並びでリスクを十分意識しないまま不動産融資を拡大させたことがバブルをあおり、不良債権問題をここまで大きくしたことには、異論は無いであろう。従って、上記の二つの課題は、起きてしまった問題の処理と、問題の再発防止という関係にあり、どちらかを先延ばしにできるような性格のものではない。

日本は第二の課題については、1996年11月にビッグバンを打ち出し、一気に金融市場に競争原理を導入する方策を選択した。これに対して第一の課題、すなわち不良債権問題に関しては、最近に至るまで、景気刺激対策を繰り返し、株価、地価の回復に期待しながら、抜本策を先送りにしてきたという観が否めなかった。

実現までに紆余曲折はあったものの98年10月の金融再生法と早期健全化法の施行¹、そしてその後の金融再生委員会のスタンスが意味するものは、第二の課題についても、ビッグバンの根本解決の時を迎えたということである。

99年1月20日、金融再生委員会は金融再生に向けた考え方を定めた運営基本方針を発表したが、そこでは、「少なくとも大手行については本年3月期において不良債権問題の処理を基本的に終了することを目指すとともに、破綻処理において預金者が完全に保護される2001年3月末までに、揺らぐことのない強い競争力をもった金融システムを再構築」するという並々ならぬ決意が表明されている（表1）。

こうした再生委員会のメッセージを金融機関が真摯に受け止め、自己変革を遂げていくことにより、あるいはさもなくば、変革を半ば強制されることにより、不良債権問題は始めて解決に向かって前進していくであろう。金融機関の提携、合併が既に活発化しているが、真の問題は、実際にどの程度の不良債権の処理、コスト削減、収益向上が実現してい

¹ 飯村慎一「金融再生・健全化法について」『資本市場クォーターリー』、1999年冬号参照。

■資本市場クォーターリー 1999年 冬

表1 金融再生委員会の施策の運営基本方針

目標	1999年3月期：大手行について不良債権問題の処理の終了 2001年3月末：ペイオフ実施までに、揺らぐことない強い競争力をもった金融システムを再構築
1. 金融機関の財務内容の健全性確保	<ul style="list-style-type: none"> ・厳格な資産の査定・引当。 ・適時適切なディスクロージャー。 ・不良債権の実態明確化とその処理の早期完了。
2. 金融機能の早期健全化（資本増強制度）	<ul style="list-style-type: none"> ・自己調達が困難な場合、政府保証を活用した相当規模の資本増強。 ・資本増強は、業務の再構築、リストラ、再編努力が前提。 ・思い切った業務再構築、経営合理化等に対しては、資本増強の規模や条件を優遇。 ・債権放棄を行う場合も、借り手企業の経営責任の明確化等を考慮し、資本増強は可能。
3. 金融機関の破綻処理	<ul style="list-style-type: none"> ・客観的な検査等の結果、経営の健全性の確保が困難であると判断される金融機関は存続させない。 ・透明性の高い的確な処理。 ・預金者及び善意かつ健全な債務者を保護。 ・ファイナンシャル・アドバイザーを用いる等により、破綻金融機関の金融機能、企業価値の他の健全な金融機関への円滑な移行。 ・破綻金融機関の経営者や悪質な借り手等への厳格な責任追及。

(出所) 金融再生委員会1999年1月20日発表資料より野村総合研究所作成

くかである。この点を見極め、公的資金投入の実効性を担保していく姿勢が金融再生委員会に期待されている。

第二の課題の方も、98年12月に金融システム改革法が施行され、ビッグバンの精神に則った抜本的な改革が本格的にスタートしたところである。1999年10月には、株式手数料の自由化、銀行子会社の株式業務解禁が実現する見込みである。さらに、積年の課題であった有価証券取引税、取引所税の撤廃、FBの公募入札もこの4月から実現する(表2)。

1999年、日本の金融市場におき、バブル崩壊後10年間抱え続けた二つの課題に最終決着を迫り、夜明け前の日本経済に曙光をもたらすための準備は、ほぼ整ってきたと言えよう。

表2 金融・資本市場改革のスケジュール

1999年	2月	サービサー法施行
	3月	健全化法に基づく資本注入開始、大手行の不良債権問題処理終了 連結会計のディスクロージャー段階的スタート(3月期)
	4月	有価証券取引税及び取引所税撤廃 FBの公募入札開始 整理回収機構設立 保険会社への早期是正措置導入 厚生年金基金の運用拡大と従来運用の区分の撤廃
	10月	銀行、証券、信託子会社の業務制限撤廃(見込み) 株式売買委託手数料の完全自由化(見込み) 銀行の普通社債発行解禁(見込み)
2000年	1月	財政・金融の完全分離・金融行政一元化
	3月	保険会社による銀行の子会社化解禁 連結会計のディスクロージャーの本格的スタート、税効果会計の導入(3月期) (金融サービス法に向けた動き、日本版401kスタート、生命保険会社の株式会社化、RTGS開始、財投債・財投機関債発行開始)
2001年	3月	銀行による保険会社の子会社化解禁(証券会社による参入は前倒し) ペイオフ実施延期期限の終了 金融商品時価会計ディスクロージャー・スタート(3月期) 退職給付会計ディスクロージャーの本格的スタート(3月期)
	?	火災保険、信用生命保険の販売解禁、生・損保間の相互参入子会社の業務範囲撤廃

(出所) 野村総合研究所

2. 懸念される皮相的な緊急対策論

このように、問題の本質を見据えた抜本的な変化が始動した所であるが、景気低迷の持続や貸し渋り問題などへの焦燥感から、同時に皮相的な対策の導入が議論されている点には注意を要する。

これらの論議で証券市場に係わるものは、大きく分けて次の二つのタイプのものである。一つは、株式の下落を阻止しようというもの、もう一つは、銀行の貸し渋り、貸出回収が問題となるなかで、証券市場を通じた資金フローを拡大させようという議論である。

1) 株価対策論の問題

(1) 為政者、経営者はトレーダーなのか？

銀行の株価の低下が、銀行の信用に対する不安につながるという事態が特に 97 年後半以降、発生してきた。また株式市場一般が低迷する中で、銀行保有株式の下落が生じ、銀行の自己資本比率の低下をもたらしてきた。そこで、株価の下落をくい止めようという発想が繰り返し登場している。

しかし、株式市場は実体経済の鏡であり、株価に介入して実体経済を動かそうという発想は、問題の本質を見失っている。株式の持ち合い解消売りのために、株価が下落するのを防ぐための措置を取ろうという議論が代表的であるが、極めて短期ならともかく、株価を決めるのは企業価値と実体経済であって、株券の需給ではない。株が割安に過ぎるのなら、投資家の買いが入るはずである。

株式の相互持ち合い解消のメリットが主張され、その促進のためには通常市場を通じては株価が下落するため、これを避ける必要があるという議論もある。数年前まで内外のアカデミズムも含め、株式相互持ち合いのメリットが主張されていたのに、その解消のためには特別な制度的な枠組みが必要であり、さらには税制上の配慮が望ましいという議論が展開されても、国民的合意は得られまい。相互持ち合いが企業の役にたっていないのなら、それを解消することは、むしろ、その企業の価値を高めることにつながるはずである。解消により株価低迷が続くとすれば、それは持ち合いのメリットがあったことの証左であろう。

株式持ち合いのメリットと、それを売却して生じるキャッシュを新たな経営施策に投ずるときのリターンを比較し決断することが、本来の経営者の仕事である。株式売却による一時的な市場の不均衡によって生ずるマーケット・インパクトをいかに最小限にするかは、トレーダーが心配すべきことであり、経営者の仕事でもなく、ましてや為政者の仕事ではない。それとも日本の大企業、大銀行の経営者も為政者も含め、一億総トレーダーになってしまっているのだろうか。

(2) 最悪の IR 活動

株価対策論は発想として間違っているだけではなく、実効性も疑問である。1960年代前半の証券恐慌時において、日本共同証券や日本証券保有組合が株を買い支えても、相場は下落する一方で、結局、山一危機の防止にはならなかった。株価が反転したのは、1965年7月、財政法制定後初めての長期国債発行という、本格的な経済対策が発表された時である。まして今は当時と違い、日本市場は外国投資家が株式の1割を保有し、売買代金で5割を占めることもある、グローバルに開かれた市場になっていることも、忘れてはならない。

むしろ本来の価値よりも高く価格を維持しようとする努力は、投資家に対して one-way bet の機会を提供する危険がある。ある程度、短期的な株価上昇が実現したとしても、それ以上上がる要因を提供できなくなれば、あとは下がるのみという思惑が生まれる。従って、投資家の売りが増大するわけである。世界の投資家の保有する資産の金額を考えると、彼らの資産シフトは、到底多少の株価対策によって操作できる類のものではない。合理性のない価格形成は、こうした好ましくない投機の機会を増幅させ、市場に大きな混乱をもたらすおそれもある。

政府、発行企業、一部の投資家、いずれも市場で取引される金融商品の「本来の価値」を知り得ることもできないし、ある水準を強制することもできない。管理通貨制度や規制金利時代に逆戻りしたいのならともかく、国家が発行する通貨や国債においてさえ、このことはもはや自明のことである。まして、私企業が発行する株式において、公的な相場介入や、あるいはそうした効果を狙うための制度的枠組みを国が認めることを求めるのであれば、株式市場の否定である。

経営者が株価に関心を持つようになったのは、大変結構なことであるが、経営者の株価への関心は、株式の価値を高めるような経営活動を行う場合において意味がある。株価の大幅な上昇の際には株価安定を主張せず、大幅な下落の時には、国に頼るという経営者が君臨する企業であることが露わになれば、そもそも株式を公開する資格のない企業であり、ポートフォリオに組み入れる価値もないのではないかという心証を世界の一流機関投資家の間から抱かれるだけであろう。これは最悪の IR 活動であり、それこそ、その株式の本来の価値を急落させるだけであろう。

2) 貸し渋り対策論の問題

銀行の貸し渋り、貸出回収に対して、証券市場を通じたファイナンスを強化しようという発想も、一般論としては正しいが、拙速な対応をすれば、市場の発展にとって逆効果となりかねない。

銀行を通じた間接金融に対して、証券市場を通じた金融仲介を拡大させようという発想は、まさにビッグバン宣言の柱の一つであり、証券取引審議会最終報告でも、基調となる考え方であった。一連の証券市場改革は、証券市場の効率性、公平性、国際性を高めるこ

とを通じ、証券市場を通じた資金仲介を拡大するために導入されたのである。

これに対し、昨今の直接金融強化論の一部には、銀行貸出の肩代わりのために、市場原理を歪めてでも直接金融の規模を増やそうという主張も見受けられる²。例えば、CP や社債発行を、公的な保証を付けてでも発行させようという議論は、本来、市場原理に対する介入であり、慎重な検討が必要である。

中小企業保護という政策目標の達成が重要なのであれば、企業が安易に証券を発行でき、投資家も安易に購入できるような体制を作るよりも、中小企業向け貸出を行う公的機関が、貸出を積極化できるよう、同機関の資本市場調達を円滑化するといったことが考えられる。貸出債権を証券化し、これを保証するという形態でも良い。中小企業のロットの小さい社債が、ばらばらでるよりも、この方が効率的であり、資本市場に出回るのも公的機関発行の証券そのものであり、本来の市場原理の下で市場が形成されよう。自力で資本市場調達のできない中小企業のネームの証券が、公的サポートにより市場に登場し、これを預金保険のついた預金のような感覚で投資家が買うような世界を作るのは問題である。

日銀が CP 保有を活発に行っているという現状も、看過すべきではない事態であり、こうした状況を社債にまで及ぼそうという発想も危険きわまりない。一見、企業の銀行借り入れ依存度が低下する分、CP、証券発行による調達が増えて、マネーフローの構造変化が起きているように見えるが、ゴスバンク（国家中央銀行）が国営企業をファイナンスした旧社会主義諸国のような状況に陥っているわけである。

私募証券発行を活発化させようという議論も一部に聞かれる。しかし米国における私募証券発行（特にルール 144A に基づくもの）が、公募発行に準ずるディスクロージャーを行い、格付けも取得して行われているのに対し、日本の私募債市場は、準融資市場としての性格が強く、ディスクロージャーも十分に行われていない。こうした性格を変えないまま、発行のみ増やそうとしても市場を歪めるのみである。

3. 危機にこそ発揮すべき市場原理

1) 市場原理無視の証券市場対策論の誤り

株価対策論も、貸し渋り対策としての証券市場活用論も、事態の打開のために証券市場において何らかの施策を打ち出そうというものである。しかし、以上のように、いずれも市場原理にそぐわない措置の実施を求めるものであり、問題が大きい。

² 直接金融という言葉はミスリーディングである。投資信託や年金などは、最終投資家ではないため、これらの主体を通じた投資は間接金融に分類される。これらの投資家による市場を通じた証券投資の重要性を踏まえ、昨今では、市場型間接金融という用語も使われる。ここでは、本来の直接金融も含め、市場型金融という用語を用いている。

■資本市場クォーターリー 1999年 冬

冷静に考えると、貸出市場が機能しないのなら、証券市場を使おうという発想自体に、無理がある。まず認識すべきは、今の日本が直面しているのは、構造的な信用収縮であるということである。図1に見るように、企業の資金調達において、借入金が大きく減少しているが、証券市場を通じた調達も低迷している。もちろん、98年中は、月間1兆円という過去最高水準の普通社債発行が続いているが、残高480兆円の国内銀行勘定貸出の行方がまず問題なのであり、証券市場調達のみを取り出し、その価格や資金の流れを操作する程度のことで、全体の問題は解消するものではない。

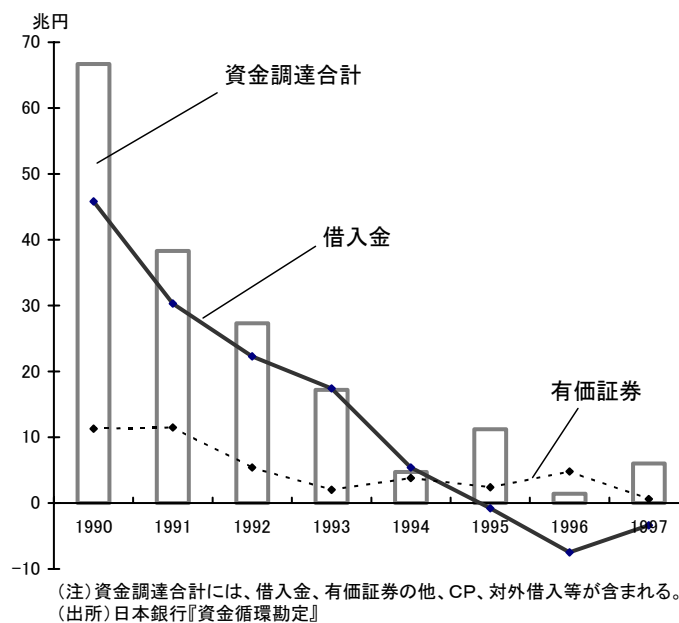
そもそも貸出市場のような相対取引の方が、当事者は多くの情報の下に判断できる。証券市場の参加者は、相対取引で明らかになる情報よりも少ない情報の下で、意思決定しなければならない。信用不安が広がる中では、市場型金融の方が敏感に反応し、収縮してしまうというのが自然である。

こうした経済環境下では、株式市場の不振が続くのは当然であり、不安感の高まりで、一部銘柄が売り込まれるといった局面が生じるのもやむを得ない面がある。この現象のみをとらえてこれを防ごうとしても、根本の経済環境の方が好転しなければ、功を奏しないであろう。むしろ先述したように弥縫策をとることによる副作用が懸念される。

日本の金融は、銀行を通じた間接金融に大きく依存してきた。戦後の資金不足期はともかく、80年代以降、日本の多くの企業にとっては、銀行ファイナンスは、蛇口をひねればでてくる水のような存在であり、その供給に大きな不安を抱く必要はなかった。この公共水道システムのような存在が、不良債権問題で、機能不全に陥ってしまったわけである。

直接金融、より正確に言えば、市場型金融は、公共水道に対して、自ら井戸を掘るような世界である。そのための様々なノウハウを身につける努力があって、はじめて機能する。

図1 企業の資金調達



発行サイドにおいては、ディスクロージャーや IR 活動といった努力がその一つである。リスク、リターンを見極め、自らの投資目標を自覚した上で投資する成熟した投資家の存在も必要である。そしてその間を取り持つ洗練された証券会社のアンダーライター、ブローカー・ディーラー、アナリスト、あるいは格付け機関の存在が不可欠である。市場型金融が、縮小する銀行信用を円滑に代替できるという過度な期待は禁物である。

証券市場改革論は、株価動向や貸し渋り動向にとらわれず、市場機能強化という基本原則をしっかりと踏まえて、検討されるべきである。経済に対して即効性が無くても、効率的で、公正で、国際的な市場づくりに中長期的につながることであれば良い。この趣旨に沿った制度面の改革は、相当程度、金融システム改革法において実現したと考えられ、まずこの法の下で、民間が十分創意工夫を発揮していくというのが基本であろう。

2) 真の危機対策は、市場原理の発揮

(1) 非常、異例の措置は既にとられた

こうした議論に対しては、この危機の状況にそのような原理原則論を言ってもだめである、といった反論が展開される。しかし危機への対応には、原理原則を無視した政策的介入をして良いという発想は危険であろう。

そもそも市場原理と反する措置が必要なほどの危機と言うのであれば、その性質と程度を見極める必要がある。金融分野において政府の介入を正当化する理屈として、システムック・リスクの回避がある。米財務省レポート『21世紀の金融業』によれば、その定義は、「突然で、通常予測できず、金融市場と資源の効率的な供給を混乱させ、その結果、急速かつ大規模に実体経済にきわめて深刻な損失を引き起こす事態である」³。バブル崩壊後、もうかれこれ10年という長きに渡り続けている今の日本の経済、金融の問題は、こうした「突然で、通常予測できない危機」で、「急速かつ大規模に実体経済にきわめて深刻な損失を引き起こす事態」に当てはまるのであろうか。

さらに忘れてはならないのは、現状が何らかの意味での危機であるという認識の下、すでに1998年10月をもってして、60兆円という巨額の公的資金が用意され、日本経済の問題の中核にある銀行の不良債権問題を処理する枠組みが整ったことである。まさに非常事態の認識のもと、非常、異例の措置は既にとられたということである。巨額の財政赤字を既に抱える中での、60兆円という公的資金の重みを考えるならば、98年10月の前と後で、同じ論調を続けていることはできないはずである。

このような非常、異例の措置がとられるなかで、この上さらに、ビッグバンが目指している市場機能の働く金融という趣旨に、全く相反するような措置を導入しなければならないというのは理解できない。「危機だから何でもあり」という対応に対しては、既に財政

³ ライタン、ロウチ『21世紀の金融業』（小西龍次訳）東洋経済新報社、1998年

■資本市場クォーターリー 1999年 冬

赤字拡大懸念で長期金利が上昇したように、市場のしっぺ返しが加えられることになろう。

(2) 危機にこそ証券市場が生まれ、発展する

むしろ、今日の日本が陥っている状況は、市場原理の軽視がその解決を遅らせており、市場原理を遺憾なく発揮させていくことが、危機対策につながるという側面もあることに、注目すべきである。

米国における国債市場の生成・発展、ユーロ市場の生成・発展、そして日本の明治維新後の証券市場の成立や、戦後の財閥解体時の証券民主化運動、あるいは国債大量発行と国債流通市場の誕生など、過去の歴史を振り返ってみても、まさに危機だったからこそ証券市場が生まれ、そして発展していったという点に思いをいたすべきである。

直接金融のためのノウハウは一朝一夕には出来ないと述べたが、逆に時間をかけて計画的に作ろうとしてできるものではない。上記の例に見られるように、ニーズの高まりに対して、市場原理の自然な発露を許した途端、市場は生まれるべくして生まれ、拡大すべくして拡大したのである。無用な混乱を避けるために制度改善の努力は必要であるが、市場原理の働く証券市場を活用しようとしなければ、いつまでたってもノウハウは生まれない。制度の改善も具体的な問題に直面し、試行錯誤を繰り返す中で進められていくべきものであろう。

株価が下がるだけ下がるのを人為的に抑制しようとしたり、金利が企業の実態を反映して相当の信用プレミアムが付くことを抑制したりする措置そのものが、こうした市場原理の自然な発露を阻害し、市場型金融の発展の芽を摘むことになる。

(3) 市場軽視の銀行行動への公的サポートは問題

このような観点から、今、日本市場でとられている措置を見直すと、間接金融から市場型金融へのシフトを促進するどころか、市場型金融の発展を犠牲にしつつ、間接金融体制を支えようという姿に陥っていることがわかる。

銀行に配慮した株式市場買い支え論はその一例である。また、CPを通じたファイナンスが米国の10分の1に過ぎないこと、投資適格のBBB債の発行も困難であり、ましてやより低い格付けのハイイールド債市場が成立していないこと背景には、機関投資家が購入したくなるようなレベルまでレートを上げて、社債やCPを発行しなくても、結局は銀行がぎりぎりのところまでファイナンスを提供しているという現実がある。

CPや社債を発行できる相対的に健全な企業や、あるいは必ずしも健全ではなくても長年関係の深い企業に対しては、銀行は市場実勢レートを下回ってでも、企業との関係を維持するため、これを購入し保有したままにするという状況が未だにある。

結局、銀行貸出自体が市場実勢を反映していないわけである。社債市場においては、97年後半以降、社債の信用度格差が明確に開いたが、銀行の貸出レートではそのような現象は目立っていないと言われる。このため、銀行の貸出レートと、貸出債権の流動化市場で

のレートは大きく乖離している。

銀行にとってこれは、自らの体力を一段と弱めることに他ならない。銀行はこうした市場原理にそぐわないことを続けながら、公的資金の注入や日銀の資金繰り支援を享受しているわけである。

ここでも、非常事態を大義名分とした対策が、日本のマネーフロー構造の転換をかえって遅らせ、問題の解決を先延ばすという構図が確認されよう。銀行システムをサポートすることが非常、異例の措置として必要としても、銀行の市場原理にそぐわないビヘイビアを正す努力を同時に展開していくことが、市場型金融の育成という観点からも強く要請される所である。金融再生委員会が銀行に求める業務の再構築・経営合理化には、こうした配慮も含まれてしかるべきであろう。

4. 金融及び金融サービス業の多様性に向けて一待たれる金融サービス法

1) 進展する証券化、市場型間接金融の強化

ビッグバンでは、直接金融機能の強化が強調された。また以上の議論にもあるように、機能不全に陥った間接金融に対して市場型金融をいかに活用するかは、極めて重要である。98年12月23日に発表された経済戦略会議の中間とりまとめでも、「現在起きている…金融仲介の機能不全は、…これまでの間接金融中心の金融構造の限界を示している。伝統的間接金融ルートに過度に偏った企業金融構造を適正化すべく、証券化や市場型間接金融など、資金調達手段・ルートの多様化とその早期定着を図ることが喫緊の課題である。」と直接金融、あるいは市場型金融の重視の方針が主張されている。

こうした主張は、拙著『証券ビッグバン』でも強調したところであり、もとより異論は無いが、あまりに一般に流布しただけに、あえて、本論ではこれだけでは不足であるという意見を述べてみたい。

経済戦略会議の主張を見てもわかるように、間接金融に対して強調されるのは、証券化や市場型間接金融であり、市場型間接金融としては、CP、社債、投資信託に焦点があてられる傾向がある。

証券化については98年9月のSPC法の施行もあり、SPCを使ったスキームの制度的整備が進展した。CP、社債、投資信託については、ビッグバンの一連の改革により、改善に向かっている。従って、これらの分野については、SPC法の改善、ノンバンク社債の発行、住宅金融公庫債権の証券化、CPのペーパーレス化といった懸案事項も残るが、人々の関心が集まっている分野だけに、今後も改革努力が十分払われていこう。

2) オルタナティブな金融の流れ

しかし、これまでの議論であまり注目されていないが、実は重要な分野がある。それは、オルタナティブ・インベストメントの分野である。オルタナティブ・インベストメントは、株や債券といった伝統的な資産への投資以外への投資であり、ベンチャー・キャピタル、バイアウト・ファンド、ディストレスト（破綻債権）・ファンド、ヘッジファンドなどが含まれる⁴。

これらの仕組みは、米国の場合、リミテッド・ライアビリティ・コーポレーションないしはリミテッド・カンパニーという形態で運営され、投資家はリミテッド・パートナーシップの持ち分を保有する。ベンチャー・キャピタル、バイアウト・ファンド、ディストレスト・ファンドについては、通常この持ち分の途中換金は困難であり、市場性はほとんど無い。ヘッジファンドも、例えば当初1年解約不可、その後も1ヶ月～3ヶ月の事前ノートの上、3ヶ月に1回とか1年に1回といった解約しか認められていないのが一般的であり、通常の投資信託の流動性とはかけ離れている。持ち分自体の譲渡性も、ほとんど無い。

また、市場性ある商品に投資するヘッジファンドを除き、これらの仕組みの運営者は、単にベンチャー企業の株や、バイアウト先企業の株、あるいは破綻債権に投資して、その値上がりを待つのではない。企業の経営に深くコミットし、商品戦略、販売戦略、人事戦略、財務戦略の策定とその実行に大きな役割を發揮することにより、投資先の企業の価値を大きく高め、その保有する株式や破綻債権の価値の値上がりを積極的に目指していくのである。

持ち分の市場性の欠如という点、そしてこうした経営への直接的コミットを通じた投資価値の増大（その意味では銀行貸出以上の相対性を伴う）という点でも、証券化とも、通常の意味での市場型間接金融とも性格を大きく異にすることは明らかであろう。

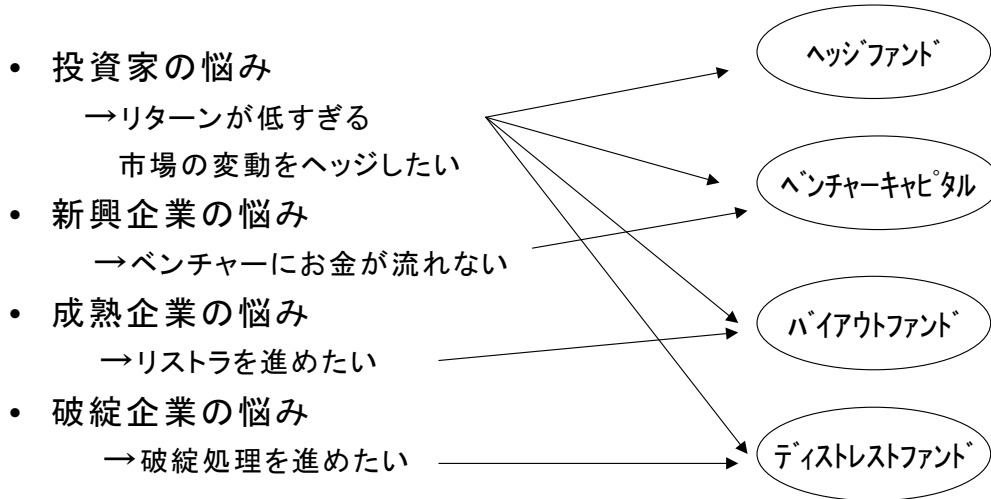
3) オルタナティブが日本を救う

そして、こうしたオルタナティブな金融の流れこそ、日本経済が現状抱える問題の多くに一定の役割を担うと思われるのである（図2）。すなわち、21世紀の日本を支える新たな企業の創生にはベンチャー・キャピタル、既存企業のリストラクチャリング促進にはバイアウト・ファンド、不運にも破綻してしまった企業の処理促進にはディストレスト・ファンドの存在が欠かせない。そして、こうしたファンドは、伝統的資産の低収益性に悩む日本の投資家にとっては、魅力的なリターンとさらなるポートフォリオ分散の機会を提供してくれるであろう。

ベンチャー・キャピタルはこれまでも存在したが、米国と異なり年金等の機関投資家の

⁴ 淵田康之「オルタナティブ・インベストメント」『資本市場クォーターリー』、1997年秋号参照。

図2 日本経済の問題とオルタナティブ



資金や富裕個人の資金が潤沢に流れるという姿にはなり得なかった。この一因として、日本のベンチャー・キャピタルが、民法の任意組合である投資事業組合として運営されてきたという問題があったと言われる。この点については、98年11月1日より、「中小企業等投資事業有限責任組合契約に関する法律」が施行され、組合員の責任の範囲の明確化や情報開示の問題が大きく向上することとなったところである。しかし、これはあくまでベンチャー育成を目的とした民法の組合契約の特則であり、バイアウト・ファンド、ディストレスト・ファンド、ヘッジファンドなど、他の形態については適用されないという問題がある。

またこれらのファンドは、海外で設定され、SPC発行のパフォーマンス・リンクノート、外国投資信託受益証券、あるいはパートナーシップといった形態で、国内に持ち込まれる場合もあるが、パートナーシップについては、証券取引法の適用は及ばない。

4) 多様な金融、多様な金融サービス業を包摂するフレームワークが必要

一昨年来、外資系ファンドによる日本の不良債権の買い取り盛んであるが、こうしたファンドの無視できない部分が日本の投資家により購入されているのが現実である。つまり日本にはハイリスク・ハイリターンを求める資金がそれなりにあるにも関わらず、これが国内でうまく回らず、海外のファンドを経由して、国内の資産に投資される形となっているわけである。もちろん国内投資家は、為替リスクも負ってしまう。

国内において、ディストレスト・ファンドのビジネスが拡大すれば、国内のハイリスク・ハイリターンを求める国内投資家にとって、資金をより出しやすくなり、銀行は、過去の不良債権を処理し、銀行としてより適正なリスク・リターンの貸出先に新規の貸出を行うことが可能となろう。

■資本市場クォーターリー 1999 年 冬

ただし、ここで強調したいことは、これらのファンドを日本でも設定、販売しやすくすべきということだけではない。この形態のみ強調すると、またこのための新たな業法や取引法を作り対応しようというアプローチになりかねない。その場合の問題点は、今後、イノベーションが進み、これまで想定されていなかったような、新たな金融や金融サービス業の形態が現れうる状況になった場合、また日本は出遅れてしまうことである。

重要なことは、証券化とか市場型間接金融とか、あるいはオルタナティブ・ファンドといたった、いくつかの形態にその都度、スポットライトを当て、その実現を目指すのではなく、極めて多様な金融及び金融サービス業を包摂してとらえることのできるような、フレームワークの導入であろう。これによって、間接金融は時代遅れとか、直接金融の時代だ、あるいはオルタナティブだ、といった理念先行ではなく、ニーズに応じて様々な金融の形態が柔軟に生まれる姿となろう。

5) サービサーに見る業者型アプローチの欠陥

包括的な枠組みが存在しないことによる弊害を、もう一つの例で指摘しよう。98 年 10 月サービサー法が成立し、サービサー業を営む者がまもなく登場しようとしている⁵。しかし、特徴的なことは、日本において「債権管理回収業務」を営む「債権回収会社」という新たな業者が生まれ、サービサー業務はサービサー業者が行うこととされたことである。しかも、サービサー業者には、専門義務が課された。参入のハードルもいろいろある。

米国では、サービサー業務を行う者はいるが、「サービサー業」というのが法的、制度的にあるわけではなく、従って「サービサー業者」として認可や指定を受けた者がいるわけではない。典型的なのは商業モーゲージバンクと呼ばれるノンバンク業者が、サービサー業務を行う姿である。彼らは、商業ローンを行い、テナント仲介サービスを行い、資産評価サービスなども行う中で、サービサー業務も行っているわけである。

彼らが行うサービサー業務は、証券化において重要な役割を果たす。すなわち、彼らにとっては、債権を単に回収することが目的なのではなく、担保物件の売却、管理を含め様々な関連業務を展開することで債権プールのキャッシュフローの安定・増大を図り、それによってその債権プールをもとに発行された証券化商品の価値を維持・向上させることによって、証券化を円滑にすることが目的である。この活動の収益インセンティブを強化するために、証券化のための債権プールにサービサーも出資することも多い。

米国では、RTC を通じた不良債権処理において、こうしたサービサーを活用した証券化が重要な役割を果たした。ところが日本のサービサーは、「債権回収業」に徹するのみで、証券化の促進という機能は想定されていない。

このような位置づけになった背景は、日本におけるサービサーが、弁護士にしか許され

⁵ 飯村慎一「日米のサービサーについて」『資本市場クォーターリー』、1999 年冬号参照。

ていなかった債権管理回収業務が民間にも許されたものであり、弁護士法を前提とした枠組みになっているためである。従って、必ずしも金融法制、金融行政の問題ということではないかもしれない。

しかし結果として、業際の垣根の撤廃や、グローバルスタンダードを目指す改革が進展するなかで、米国には存在しないような新たな排他的な「業者」が、日本の金融分野で、また一つ作られてしまったわけである。こうした決着が、当然のごとく受け入れられてしまうのも、我が国が「金融サービス業」を、銀行、証券、保険といった旧来の概念の下に狭く規定された業者ごとにとらえ、それぞれに「業法」を用意して規制・監督するという風土に染まっているからであろう。従って、従来の銀行、証券といった枠組みに当てはまらないビジネスを登場させる時、これを新たな業としてみなし、新たな「業者」、新たな「業法」を作ることが当然となっているからであろう。

しかしこの結果、その業者が、他の業者が行っている業を行えるのか、行えないのか、という点について、ビジネス原理ではなく、既得権のからんだ不毛な議論が繰り返されることになる。そして、個々の金融会社が、経済、社会のニーズを機敏にとらえ、多種多様な金融サービスを、柔軟かつ迅速に提供していくことが妨げられるわけである。

21世紀に向けて、世界の金融市場では、銀行、証券、保険といった従来の金融サービス業の枠組みが大きく見直されている⁶。この意味でも、旧来の縦割りの業法を前提とした枠組みを正し、多様な金融及び金融サービス業を包摂するようなフレームワークが必要なのである。

6) 21世紀型金融の構築へ

このようなフレームワークこそが、今後制定が期待される、いわゆる金融サービス法である。金融サービス法を巡る動きとしては、1997年7月より1998年6月まで、金融をめぐる諸問題に関係する省庁等の「共同勉強会」として、「新しい金融の流れに関する懇談会」が開催され、金融サービス法を念頭に、「新しい金融法制・ルール」のあり方を巡った各種の議論が深められてきた。そして、98年12月より金融審議会第一部会が開催され、議論が始まった所である。

以上で、強調したように、求められるのは包括性である。従来の「金融」のなかでの縦割りの見直しだけではなく、従来の枠組みで「金融」として規制されていなかった分野も、その機能に着目した場合、金融の分野とみなされるのならば、包摂される必要もある。

ただ同時に、なぜ「金融」においては、他の産業とは異なるこうした特別な法律が必要なのかを見極めなければならない。例えば金融の機能を細かく見直し、従来の銀行、証券、保険といった縦割りとは違う新たなフレームワークを作ろうとしても、そもそも何のため

⁶ 淵田康之「新しい金融の流れとは」『資本市場クォーターリー』、1997年秋号参照。

■資本市場クォーターリー 1999年 冬

に機能をわけるのか、何故、普通の産業と違うことをしなければならないのか、という点に立ち返る必要がある。新しいフレームワークが、かえってこれまでとは違う形で金融および金融サービス業における競争や革新を阻害し、その多様性を実現しにくくしてしまう可能性もある。

初期資本主義時代の荒削りの市場経済を礼賛するのではなく、市場経済において何らかの秩序が必要なのは言うまでもない。ただ、本来、規制が必要な部分に十分な規制がなく、規制の役割が低下してきた部分にいつまでも規制が残るという状態、あるいはもっと優れた規制手法が登場しているのに、それが導入されないという状態が最も問題である。

「ますます競争が激化する金融市場では、大きな混乱が定期的には発生することは避けられない。よって最優先される政策は、混乱を防止することではなく封じ込めること」という『21世紀の金融業』の主張は含蓄に富むが、この観点から見た時、今の日本の金融、証券、保険関連の法規制は、大きな転換が必要であろう。

さらにこうしたシステムック・リスクの観点だけではなく、市場のインテグリティや投資家保護の観点から見ても、自己責任原則が叫ばれる一方で、各種の不備があることは否めない。

「金融サービス法」は、新しい金融商品、サービスを柔軟に生むために不可欠であるという点については、「新しい金融の流れの懇談会」の段階で相当整理がついたと思われる。しかし、システムック・リスク、投資家（消費者）保護への配慮、あるいは市場のインテグリティ確保の対策について、一般企業とは異なる枠組みをどう扱うかには、様々な議論が残っているように思われる。

例えば「金融サービス法」としては消費者保護の側面を強調し、システムック・リスクについては「銀行」を特別に扱うことで対処するという立場もあろう。あるいは、公的なインフラとしての「市場」の役割を重視し、包括的な資本市場法制の必要性を論ずる上村教授の考えも説得力がある。98年7月に発表された、英国の大胆な「金融サービス及び市場法」草案のアプローチも興味深い⁷。

いずれにしても不良債権処理とビッグバンだけで、経済、社会に大きな混乱を残した20世紀までの金融業から縁を切ることにはできないことは確かである。金融サービス法的なフレームワークがあって始めて21世紀に向けてわが国の金融業を再構築する準備が整う。金融審議会における今後の議論に注目したい。

(淵田 康之)

⁷ 大崎貞和「英国の「金融サービス及び市場法」草案について」『資本市場クォーターリー』、1998年秋号参照。