

資本市場行政の課題と当面の対応

(日本証券業協会会員代表者セミナーでの講演、2020年9月24日)

金融庁長官 氷見野良三

日本の成長と停滞

今年の春に、一橋大学の深尾京司先生が、「世界経済史から見た日本の成長と停滞」という本を出された。世界中の研究者が協力して、一人当たり GDP の水準の変化を、何百年も遡り、世界各国の比較が可能な形で推計する、という研究が進んでいる。深尾先生は、国際的なプロジェクトの有力メンバーの一人であり、日本の推計プロジェクトもリードしておられる。その経験をもとに、最新の推計結果を用いて「世界経済史から見た日本の成長と停滞」を分析されている。

深尾先生によると、世界史全体で見れば、宋の時代には中国が世界で最も豊かだったのに、18世紀に産業革命が起きて、ヨーロッパが他を引き離して豊かになったことが一番大きな出来事だ。これを「大分岐」と呼ぶとのことだ。

しかし、日本も、世界史的に見ても注目できるような成長ぶりを何度か実現しているという。3つ大事件があった。

第一の事件は、室町時代まではアジアでも特に貧しかった日本が、江戸時代に着実に経済発展を遂げ、アジアで一番豊かだった揚子江デルタ地帯に匹敵するほどに国全体が豊かになった、という事件だ。これを深尾先生はアジアにおける小分岐と呼んでおられる。しかし、江戸時代の末期には、ヨーロッパの急激な成長により、世界のトップにあった英国などからは大きく引き離されてしまう。

第二の事件は、明治維新以降の近代化で、日本の経済成長は加速し、世界のトップとの差の拡大は止めることができた。第一次世界大戦以降、本格的なキャッチアップが始まり、格差を縮小することができた。そして、世界の五大国の一つにカウントされるまでに至ったわけである。

こうした成果も、第二次世界大戦で灰燼に帰したわけだが、さらに、第三の事件が起こって、奇跡の戦後復興と高度成長により、日本は1968年には世界第2の経済大国となった。繊維、鉄鋼、電気機器、自動車、工作機械、半導体と、次々に世界市場を制覇し、東証の時価総額は世界一位、大証は3位にまでなった。

当時の為替レートで換算すると、1995年は日本のGDPはアメリカの71パーセントにまで迫った。2018年の中国のGDPはアメリカの66パーセントにすぎない。極東の小さな島国が経済的には巨大な存在になっていた。

その後の歴史はご存じの通りで、日本のGDPは2018年にはアメリカの4分の1だ。

国力よりも国民の豊かさで比べよう、ということであれば、購買力平価で換算した一人当たり GDP で見ると、日本は香港・シンガポールにははるかに引き離され、台湾にも抜かれて、韓国にほぼ追いつかれている。

深尾先生は、「1990年代に起きた、技術フロンティア国と比較した日本の一人当たり GDP の下落は、1700年以降の日本では、江戸時代末と太平洋戦争時に次いで深刻な事態であると言えよう」といっておられる。3回差を詰めたが、3回水をあげられてしまった。3回目に水をあげられた間ずっと経済政策に携わってきた者としては、忸怩たる思いがある。

コロナ後の成長分岐

では、これまでがそうだったとして、今後はどうなっていくのか。コロナがどんなものか、どんな影響があるのか、どれだけ続くのか、分からない状態では、どの企業がコロナ後に成り立つのかもわからない。そうした状態では、とにかく、資金繰りをつなぐことが最優先の課題となる。これについては、諸外国と比べても決して引けを取らない対応になっているのではないかと思う。

ただ、今後、コロナの影響が長引くような場合には、経営改善や事業再生への取り組みが必要な企業が増える可能性がある。コロナの性質や影響についての知見が得られるにつれ、経営改善や事業再生の方向について考えることができるようになるし、タイミングよく対応を始めるかどうかで、その後の大変さ、いわゆるデットオーバーハングといった問題などの度合いも変わるのではないかと思う。

さらに、コロナ後の社会や経済の姿も徐々に見えてくるのではないかと思われる。

- 都心集中型の国土から多極連携型の国土になるのではないか、
- 対面と紙から、リモート、バーチャル、デリバリーへのシフトが起こるのではないか、
- サプライチェーンをはじめとしたさまざまなものの設計が効率一辺倒から強靱性重視に移るのではないか、
- 一定の産業では世界の市場が単一化してしまっ勝者総取り・ウィナーテイクス オールの傾向が強まり、一定の産業では逆にローカル化が進むのではないか、
- 金融センターの構造と役割が変わるのではないか、

などいろいろ言われているが、実際どうなるのかはまだ分からない。

しかし、すでに、鎌倉や湘南ではリモートワーク族の引っ越し用のマンションが大変好調だというし、埼玉ではリモートワーク用の一戸建てが人気だという。株価を見ても業種ごとに大きく違うし、同一業種内でもコロナ前に課題を解決した企業とコロナ前の課題を抱えたままの企業との格差が開いている。コロナ後の経済はもうすでに始まっているともいえよう。

わたしが危惧しているのは、コロナ後に世界の成長にまた「分岐」、分かれが生じるのでは

ないかということだ。一部の国は、コロナ後の社会や産業構造に柔軟に転換を果たし、それを新たな成長のエンジンにしていく。他方、一部の国は、コロナの時代に積みあがった負の遺産の後始末に手間取り、停滞の時代を続けることになるのではないかと考える。

日本は今度こそぜひ最初の方のグループに入らないといけない。そのためには様々な条件が必要と思われるが、金融庁の所管の範囲では、資本市場の機能を高めることと、コーポレートガバナンス改革の二つが特に重要ではないかと考える。

資本市場の機能発揮

まず、資本市場の機能について。振り返ってみると、冒頭の第3の事件、日本の高度成長は、主にメインバンクのリスクテイク機能に支えられていたといえるのではないかと考える。

銀行は、企業の負債の大半を引き受け、株式も持ち合い、企業の不調の際には追加融資、出資、人材派遣などを通じてテコ入れをするという暗黙の了解があった。企業活動のリスクの相当部分を引き受けていた。

そうしたことが可能であったのは、日本経済自体が強く、一旦傾いた企業も支えていれば次の景気上昇局面にだいたい立ち直った。立ち直らない企業についても、担保不動産の価値が上昇し続けたので貸し倒れ損は限られていた。貸し倒れが生じても利鞘が厚かったので当期の収益でだいたいカバーできた。カバーできなくても持ち合い株の厚い含み益を一部益出しすれば十分処理できた。それでもだめで経営の傾く銀行があっても、店舗規制と預金金利規制の下で既存の支店ネットワークのレントが大きかったので身売り先が必ず見つかった、という特殊な環境があったからだったと思われる。

しかし、高度経済成長から安定成長への移行と、金融自由化とでそうした環境は失われた。バブルの崩壊ののち、それまでに蓄積した含みも大半吐き出してしまったので、銀行が企業活動のリスクを大半抱え込むということはできなくなってしまった。1998年の金融危機の際には激しい貸し渋り・貸しはがしが起こり、企業セクターは、困ったときにメインに助けてもらうどころか、銀行側の事情で雨の日に傘を取り上げられることもあるということ学んだ。

その結果何が起こったか。銀行に代替する、あるいは銀行を補完するリスクテイクの主体は登場せず、企業は自分で身を守る道を選んだように思われる。

- 法人企業統計で非金融法人企業のバランスシートを見ると、銀行借入れは総資産の38パーセントぐらいあったのに、1998年度以来ほぼ一貫して減少を続け、2018年度には20パーセントとほぼ半減した。
- 他方、手元の現預金はリーマンショックで社債が発行できない恐怖を味わってから上昇をはじめて13パーセントぐらいに達している。すなわち、ネットの銀行借入れは総資産の7パーセントぐらいに過ぎない。
- 更に、総資産に対する自己資本の比率は、20パーセント以下で推移していたの

に、1998年度以降、これもほぼ一貫して上昇を続け、42パーセントにまで達している。

この自己資本比率の上昇が増資によるものであれば資本市場の手柄だが、資本市場での調達額を配当と自社株買いがほぼ毎年大幅に上回っているのであるから、資本市場は資本還元市場兼株式流通市場ではあっても、ネットでは資本調達市場ではなかった。

すなわち、自己資本比率の上昇は、企業が毎年の内部留保を積み重ねた成果であったと考えられる。

極端に単純化していうと、メインバンク・システムの全盛期に比べれば銀行のリスクテイク機能が著しく限定されるようになったが、それに代わる仕組みが形成できなかったため、企業は自己資本と手元現金で身を守るようになったのではないか、という仮説が考えられるように思う。ほんとうにそうかどうかは実証的によく見てみる必要があるが、これが1990年以降の日本の停滞のひとつの重要な背景にあるのではないかという気がしている。

コロナに耐える、という観点からは、それでよかったという考え方もあるかもしれない。確かに、突然キャッシュフローが失われる中で、手元現金と自己資本が頼りになった。しかし、コロナ後の経営改善、事業再生、さらに新しい成長のための投資、という課題を考えると、守りだけでは済まなくなる。攻めに出られる準備が必要ではないか。

そのために必要になるのはデットよりはむしろエクイティであり、銀行よりは資本市場であり、ファンドであり、投資銀行機能であるように思われる。証券ビジネスに関しても、ゼネラリストの経営陣が営業職員チームのしりをたたいて一丸となって頑張る、というモデルではなく、プロフェッショナルな人材が技能を発揮しやすい資本市場になっていくことが必要ではないかと考える。

国際金融センター

最近、香港の情勢などもあり、日本ももっと国際金融センターとしての機能を果たせるようになるにはどうしたらいいだろうか、という議論が盛んになっている。わたしもアメリカの有力投資銀行とか、世界のヘッジファンドの業界団体とかから、話を聞いてみた。もちろん、当庁の規制監督とか、税とか、入国管理のあり方とか、英語での生活環境とか、いろんな要因があり、それを一つひとつ解決していかなければならないわけだが、一番カギになる要因としていわれるのは、人材の層の厚みだ。

人材の問題は、にわとりと卵の問題のようなところがある。しかし、例えば、日本の大手で資産運用の腕を磨いた人は、腕を発揮させてもらえないので、もちろん税の問題もあるのだろうと思うが、辞めて香港とかシンガポールに移住してしまう。

役所の中で終身雇用で過ごしてきた私が言うのは天に唾するようなものだが、どうも、とんがった人が生きにくい雰囲気があり、むしろ社内で互いに守りあう仕組みが大事にされる雰囲気があるのではないか。

もちろん、これまでの金融界・証券界のあり方も、決まったことをきちんとこなすにはよかったけれども、企業セクターがコロナ後の経営改善、事業再生、さらに新しい成長のための投資、という課題に立ち向かうのを金融面から支え、リスクを厳しく評価して適切な値段をつけ、それを素人さん相手に営業するのではなく、内外のプロの間で適切に分担して分散して引き受けていく、という課題には、もう少しプロフェッショナルリズム重視の雰囲気が出てくる必要があるのではないかと思う。

その意味では、現在香港で働いている金融専門人材に来てもらえるような環境を日本にも作る、ということは、香港の状況を問わず、日本として本来取り組むべき緊急の、というより1990年代末から取り組んでこなければいけなかった課題であり、重点的に取り組んでいかなければならないと思う。

9月11日に金融審議会の総会が開催され、大臣から「市場制度のあり方に関する検討」に関する諮問が行われた。「コロナ後の新たな経済社会を見据え、我が国資本市場の一層の機能発揮を通じた経済の回復と持続的な成長に向けて、投資家保護に配意しつつ、成長資金の供給、海外金融機関等の受入に係る制度整備、金融商品取引業者と銀行との顧客情報の共有等について検討を行うこと。」という諮問だ。

金融審議会の委員の先生方のご意見を頂戴しながら、資本市場の機能強化に取り組んでまいりたい。

コーポレートガバナンス改革

コロナ後の成長に向けてもう一つ重要なポイントはコーポレートガバナンスのあり方だ。

コーポレートガバナンス・コードについては、東京証券取引所と金融庁が一緒になって議論を進めてきた。これまで3年ごとに見直しをしており、本事務年度も見直しを行うが、これまで宿題になっていた点にとどまらず、コロナ後の日本の成長に向けての議論がなければならぬのではないかと考える。

日本のコーポレートガバナンス・コードは、政府の「日本再興戦略」の一環として策定が開始された。最初コードができた時から、「会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために」と副題が打ってある。そして、冒頭に、「本コードにおいて、『コーポレートガバナンス』とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。」と書いてある。

攻めのコーポレートガバナンス・コードという姿勢が明確に示されているが、「攻め」といったときに、世界の潮流を後追いするスピードを速めるだけでは、二番手集団の国になってしまい、勝者総取りのデジタル・トランスフォーメーションの時代にはおいていかれてしまう。

8月末に公表した金融行政方針では、コーポレートガバナンス・コードの改訂について、「企業が、経済社会、産業構造の不連続な変化を先導し、新たな成長を実現するためには、

株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等との間で、企業のミッションと変革のビジョンを共有した上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行い、これを実行していくことが不可欠だ。」と述べ、変化を先導できる企業の姿を模索したい、という気持ちを表現している。

なお、去年、アメリカの大企業が集うビジネス・ラウンドテーブルの宣言文の公表あたりから、「ステークホルダー資本主義」が流行語となっているが、日本のコーポレートガバナンス・コードは、当初から「株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で意思決定を行い実行すること」をコーポレートガバナンスと呼んでおり、もともと株主だけではない「ステークホルダー資本主義」になっているといえる。

それはそうなのだが、最近よく耳にするのは、我々はもともと三方良しで経営しており、アメリカ企業もやっと追いついてきたか、という感想だ。

三方良しも、ステークホルダー資本主義も、ソフトでやさしく耳障りがいいが、実際には単純な株主資本主義よりも厳しいものである可能性には留意する必要があると思う。念頭に置いているのが、「売り手よし」も「買い手よし」も「世間よし」もほどほどでOKで、ROEもほどほど、顧客本位もほどほど、気候変動対応もほどほどで済むステークホルダー資本主義なのか、それぞれが一つずつ厳しく問われるステークホルダー資本主義なのかはよく考える必要があると思う。

例えば、米企業がサプライチェーンまで含めたCO₂排出量をコントロールする「世間よし」を始めると、使用電力にCO₂が沢山含まれている日本のサプライヤーは不利になる可能性がある。

古い話になって恐縮だが、アメリカの「買い手よし」については個人的な思い出がある。30年前にアメリカのビジネススクールに留学した際、露骨な株主資本主義のテクニックを習うのかと思っていたが、授業に出てみると、マーケティングはもとより、生産工程、財務、人事管理、どの科目でもカスタマー・ファーストを徹底して教えられる。単なる説教だけではなく、ケーススタディで討論をするのだが、90分議論していると、目の覚めるような戦略を発言する同級生が何人か出てくるが、彼ら、彼女たちの案というのは、だいたいカスタマーから議論が始まっている。

なんでアメリカ型資本主義の総本山みたいところで毎日カスタマー・ファーストなのか、疑問に思ったが、結局、お金を儲けさせてくれるのはカスタマーしかいないのだから、道徳でもなんでもなくて、徹底して儲けるためには徹底してカスタマーを研究して社内の都合だのなんだのより徹底してカスタマーを優先するしかない、という話らしい、という風に理解した。

ちなみに、金融庁が「顧客本位の業務運営」が大事だというときに、話す側も聞く側も顧客本位の反対は利益至上主義だと暗黙の裡に前提していないだろうか。むしろ、利益至上主義と結びついた顧客本位こそが、本当に力のある顧客本位ではないか。

「本部が毎年同じ戦略のままで前年より厳しいノルマを営業部隊にかけて締め上げる」というのは顧客本位ではもちろんないが、利益至上主義ですらなく、社内の偉い人が楽な仕事

をして頑張った気持ちになれることを優先した社内秩序優先主義に過ぎないのではないかと思う。顧客本位の反対語は利益至上主義ではなくて社内秩序優先主義ではないかと思う。

話がそれてしまったが、株主良し、顧客良し、世間良しをいずれも徹底して追及して、経済や社会の変革を先導できるような経営をサポートできるのが、コーポレートガバナンス・コード改訂の理想だろうと思う。

金融庁の改革

さて、本事務年度の金融行政方針は、3つテーマを掲げており、第一が「コロナと戦い、コロナ後の新しい社会を築く」、第二が「高い機能を有し魅力ある金融資本市場を築く」、第三が「金融庁の改革を進める」、だ。

最初の二つがだいたい今日申し上げた話にあたるわけだが、先日金融審議会の総会で報告した際に、東大の福田慎一先生から、それぞれをバラバラに進めるのではなく、3つが一体だと思ってやらないといけない、というご指摘をいただいた。全くその通りで、金融庁自身も変わらなければ、金融行政を変えることはできない。

金融庁の改革は、遠藤長官が特に情熱をこめて進めてこられた。大きく3つ分野があり、一つはマネジメントの重視だ。管理職についてプレーヤーとしての能力を優先して評価する傾向があったが、人事のうえでもマネジメント能力を重視する。360度評価や職員満足度調査を行う。管理職には自分なりのマネジメントについての方針・考え方を作って事務年度冒頭に職員とシェアしてもらおう。などのことをやっている。

二つ目は職員の主体的な取り組みを支える環境づくりで、例えば勤務時間の1～2割の範囲で、有志が集まってプロジェクトを遂行する「政策オープンラボ」の取り組みがある。昨事務年度は14チーム、延べ120名が参加したが、日米の銀行業の違いを研究したチームが担保法制に関する提言をまとめ、現在法務省さんと議論させてもらっている。金融庁の外のさまざまなひとたちとの対話の仕方を工夫し試みてきたチームもある。今年から金融庁自身のデータ戦略・分析力向上を目指す部署を設けたが、これもラボの提言が元になっている。

三つ目は働き方改革で、例えば、これは1月から新しい庁内LANの仕組みが稼働し、これを用いてコロナ対応のリモートワークが一気に進んだ。何か問題が起きると、庁内のグループウェア上で関係部署がチームを作り、グループウェアで情報交換をし、資料や想定問答の調整を行い、長官も会議室に自分のパソコンを持ち込んでグループウェアから資料を開いて説明を受け、議論する、会議室にいない職員もオンラインで議論に参加する、という風に変った。みなさんの会社では前からあたりまえだったかもしれないが、金融庁もようやくそこまでは来た。機能本位でアジャイルに仕事のできる金融庁になれるよう、さらにどんどん進めていかなければならないと思う。

令和の証券業

協会が公表されているデータをもとに、監督局の証券課に証券会社の収益と費用の状況を調べてみてもらった。かつては毎年一兆円ぐらいあった委託手数料収入が最近では半分ぐらいになってしまっている。しかし、逆にその分トレーディング損益が増えて、合計では1兆5千億円ぐらいで余り変わっていない。結局、国内の上場株式を売るのが証券業の中心だったのが、海外有価証券を売るのが中心に変わってきているということのように見える。また、比重を増しているのが「その他手数料」で、かつては収益の2割程度の比重だったが、最近では4割近くにまで伸びている。「その他手数料」の内訳は、業態によって異なるものの、ラップ、M&A、証券化、アドバイザー、保険業務に関する手数料と承知している。そうした手数料が収益の4割、トレーディング収益が3割前後、委託手数料は2割弱というのがデータの平均値をとった今の証券会社の姿だ。

証券会社というと、株式の売買委託手数料で食べている会社というイメージがまだ残っているが、それはいわば昭和の残像で、今や収入の8割以上はそれ以外の収入だ。資本市場で多様な機能を発揮しておられるということだと思う。

日本がコロナ後の成長分岐でどちらの道を歩むかのカギを握るのは資本市場だと思うが、資本市場の中核的なプレーヤーは証券業協会の会員の皆様方だ。皆様が新しい社会・経済を建設するために必要な機能を果たされ、変革を先導していただけることを願っている。また、そのために金融庁ができることがあれば、全力で取り組んでいきたいと考えているので、ぜひ、厳しいご批判と、建設的なご提言を頂戴できるとありがたい。

今日は、まだ考えの熟していない点も含めてお話ししたので、いろいろお聞き苦しい点多かったと思う。これからの議論のきっかけに、という趣旨なので、ご容赦いただけるとありがたい。