

4. 基調講演「Regulatory Differences in Bank and Capital Market Regulations」

神田 秀樹 東京大学大学院法学政治学研究科教授

おはようございます。神田と申します、宜しくお願いいたします。今日はお話をさせていただく機会をいただきまして大変光栄です。

今日は皆様方、この後どちらかというと消費者がお金を借りる方の話が各国でのレポートであると伺ったのですが、私は今五臓長官がお話された投資サービス法に関連して、消費者がお金を借りる方ではなく、お金を預ける、出す方の側面について、とりわけ規制ということになります、英語でいうレギュレーション (regulation) を、どのように作って、そしてそれをエンフォース (enforce) していくのかという制度設計についての、やや抽象的なお話をさせていただきたいと思います。もし、時間があれば、これまでの日本の経験が何を示唆しているのかということについても、多少感想めいたことを申し上げたいと思います。

今日の私の話は、金融制度には大きく分けていわゆる銀行中心の制度と、それから資本市場中心の制度があるという話です。それはよく言われている話でありまして、学界などでは、最近ではこういう二つの区別はよくないという議論もなされています。今日はどちらかという、この二つのシステムに応じて、レギュレーションのコストとそれからエンフォースメントのコストというものを重視してみると、何か世の中が見えてくる。もう少し違った言い方をしますと、それぞれの国について正しいレギュレーションというか、proper regulation と呼んでいますけれども、そういうものを作って運営していく上では、そういったレギュレーションを作るコストと、それをエンフォースするコスト（これは決してゼロではありません）、これらに注意を向けることによって、どういうレギュレーションが望ましいのかというのは、それぞれの国によって状況が違ってくるのではないかと思います。

それで、なぜこういうことを考えたかと言いますと、ここ 20 年くらいの間、或いはもう少し短く見ると 10 年くらいになるのでしょうか、アジアで言えば 1997 年、1998 年に通貨危機、経済危機がありました。そういった頃に、いろいろな議論がなされました。いわゆるコーポレート・ガバナンスの議論ですとか、正しいレギュレーションのあり方が議論されました。その中で日本も、今長官からお話がありましたように、いろいろな改革をしました。そして、現在もまだ改革途上と言っていいのではないかと思います。

そういうことについていろいろな国の方々と議論していると、意外とエンフォースメントとかそういったコストが軽視されているのではないかと思いますことに気が付いたわけです。すなわち、どのような金融システムや資本市場のシステムでも、プロパーなレギュレーションとエンフォースメントがないと結局機能しない。当たり前のことかもしれませんが、これを証明するのはそう簡単なことではありません。何が proper かを証明する

ことは簡単ではないからであります。

今日私が強調したいのは、このレギュレーションを作り、それをエンフォースするコストは決してゼロではないということであります。そうなってくると、言うまでもないことですが、そのコストに着目した上で、エフェクティブな（実効性のある）レギュレーションとエンフォースメントを作って運用していくということが、結局キーポイントになるということであります。簡単に言うと、それが、私が今日申し上げたいことであります。

若干抽象的になりますが、金融とか資本市場というのは、それぞれの国の経済にとって、非常に重要な機能を果たしていると考えられるわけですが、そこにおける法的なルール、或いは規制ルールというのは、どう書いたらいいのかというと、本当は1行で済むのではないかと。「悪いことはしてはいけない」という1行があれば、あとはレギュレーションは何もいらんのではないかと。日本では昔から五箇条の御誓文とか、十七条憲法とかありまして、もともとルールというのは短いほうがいい。日本だけではなくて、欧米の歴史でも、昔は、ルールは全て10か条くらいで終わっていたわけです。

しかし、考えてみるとこの「悪いことはしてはならない」というルールだけで、ルールを書くコストというのは、ほとんどゼロです。しかし、それをエンフォースするコストというのは無限に大きいわけです。なぜかという、まず何が良くて、何が悪いかを決めなければいけない。そうして、それを具体的な事案に当てはめていくには、無限のコストがかかるわけでありまして、そのように考えますと、結局のところ、なぜ今日においてこの国でも、金融、とりわけ資本市場の分野においては、膨大な量の書かれたレギュレーションが存在しているのかといいますと、それはエンフォースメント・コストを下げるためであるということではないかと思われるわけです。

資本市場の先進国といえば、いつもアメリカが挙げられますけれども、アメリカにおけるルールは法律レベルだけではありません。その下で、規制機関であるSECと呼ばれているところが作っているルールというのは、持ち歩くだけでも大変でありまして、ルールの本体だけでも、私が持っている小冊子でも3,000ページはあります。なんでそんなことになっているのかと思うのですが、それは私の理屈によれば、エンフォースメント・コストを下げる、もうちょっと普通に言えば、より具体的なルールを作っているから、その適用がしやすくなるということではないかと思います。

ただ、そうは言っても、3,000ページのルールになったらエンフォースメントは簡単かというと、実はそう言えるかどうかは簡単ではありません。そもそも3,000ページのルールを書くことが簡単なことではありません。書き間違えるという心配もあります。従って、結局これは組み合わせの話だと思うのですが、3,000ページよりは1,000ページの方がいいかもしれない。1,000ページよりは100ページの方がいいかもしれない。1行ではなかなか厳しいということをはっきり言えますけれども、どこまで具体的に書いていったらいいかは、やはり分からないわけでありまして。

スピード制限が分かりやすい例ですからよく挙げるのですが、スピード制限は、日本の場合 40 キロ制限というのが多いのですが、1 行ルールであったら、「危ない運転はしてはならない」と 1 行で済むはずなのです。法の目的は何かというと、事故を防ぐことです。或いはもう少し経済的な言葉で言いますと、事故のコストとか社会的な費用を最小化するというのが、おそらく政策目標になると思います。そのために、危ない運転はしてはならないという 1 行ルールを作ったとしても、それは多分正しいルールだとは思いますが、何が危なくて、何が危なくないかを具体的に個々のドライバーが判断しなければいけません。もっと抽象的に言えば、歩行者にも気を付けてもらわなければならない。危ないところを、横断歩道以外のところを渡ったら、事故が起きるリスクがあるわけです。歩行者を含めて、危ないことをしてはならない。「悪いことをしてはならない」と同じルールで本来済むはずなのですが、実際は済まない。それはエンフォースメント・コストが高いからであり、そこで具体的にドライバーは最高限度時速 40 キロでしか運転してはいけませんよというルールがあるわけです。これは非常に具体的なのですが、それがエフェクティブであるかということ、日本人の皆さんはお分かりいただけるのではないかと思います。

そういうわけで、あまり話は簡単ではないのですが、そうはいってもそのあたりがキーポイントになるのではないかとというのが、今日私がお話させていただきたいことです。エンフォースメントというのは広い意味でとらえていまして、決して最後に訴訟するコストとか、それだけではありません。およそルールを作ったら、そのルールを運用するために、規制機関や監督当局を作って、維持していくコストも当然含まれています。ただ、出口というか、最後においては、場合によっては裁判所におけるエンフォースメントということを用意するのが、通常の法治国家ですので、そうなりますと、英語ではジュディシヤル・システム (judicial system) と言っていますが、司法制度を作って維持していくというのも、重要なインフラストラクチャーになるわけです。

さて、以下では、銀行中心のマーケットと資本市場中心のシステムで、これらの着眼点が異なるという点を簡単にお話しさせていただきたいと思います。まず、銀行のシステムですけど、これは非常に簡単な制度でして、お金を出す預金者、一番右側からお金が銀行を通じて、お金を借りるというか、必要とする人に流れるわけです。ただ、Bank System は簡単なのですが、銀行制度がもたらす問題というのは実は簡単ではありません。銀行システムはシンプルだけれども、銀行をどのように規制すべきかは、シンプルではないと確か書いたと思います。

まず、第一に、銀行というのは潰れるまで貸し続ける運命にあります。なぜそういうことになっているかというと、銀行がどんどん貸して、貸し過ぎて潰れても、預金者には迷惑をかけないように普通の国の制度はなっているからであります。それは、預金保険制度と呼ばれているものです。金額に限度はありますが、少なくともその範囲においては、銀行は貸し過ぎて倒産しても預金者には迷惑をかけない。言葉を変えて言えば、その

コストは最終的には国民の税金で賄われる。そういう形になっている国は多いわけです。本当はもうちょっとその辺はきちんと国による違いを、どこまで誰が何を負担するのかということを議論しなければいけないのです。いずれにせよ銀行は自分が潰れるまで貸し続ける傾向にあります。

それから当たり前のことですけれども、銀行は貸し付けるにあたって、貸出先のクレジット・リスクだけではなく、今日の金融環境においては市場リスク、その他の IT リスクなどという人もいますが、そういったオペレーションのあるようなリスクにも晒されるわけであります。ただ失敗した場合に、誰がリスクを負担するかというと、それは基本的には銀行であり、預金者ではありません。これは、預金保険が適用される範囲においてということです。

そこで、こういった銀行の問題、或いは銀行のシステムに関わる問題に応じて、銀行規制というのは設計され、作られていくわけです。そこで、まずなんといっても、正しいリスク・マネジメントをしてくれと銀行に要求することになります。なぜなら、リスクをとるのは銀行であり、その銀行は潰れるまで貸す、これが銀行の問題の基本であるからです。正しいリスク・マネジメントというのはどういう意味かというと、不良債権が生じないように、或いは、仮に生じたとしても適切に対応できるようにするということになります。

資本市場中心の制度と比較しますと、比較的監督しやすいというか、レギュレート (regulate) しやすいと言えるかと思います。なぜなら、監督当局規制機関は、フォーカスする場所が限られているからです。すなわち、銀行を見ていればいいということです。ただ監督を誤ると、ディザスター (disaster=悲劇) になるというわけです。これに対して、資本市場中心のシステムを見てみますと、日本語で直接金融と言う人もいますし、英語で disintermediation という言葉を使うこともあります。銀行はいません。右の方に投資家がいいて、これが消費者ですけれども、左の方にお金を必要とする人がいます。ただ実際には、資本市場中心のシステムといっても、普通は間に銀行以外のなんらかの金融仲介機関が入るのが普通です。発達した資本市場の国では、これは年金基金であったり、投資信託であったりするわけです。

さて、銀行制度と比べてこの資本市場制度というのは、何が問題かということです。一般には資本市場制度の方が、銀行制度よりも望ましいというふうに言われています。ここは、本当はもう少しきちんとお話ししなければいけないところではあるのですが、一般に資金調達のコストというものは、資本市場における方が低い。これも幾つかの条件がありますが、大量の資金を集めることができる等々と言われています。ただし、これには重要な前提がありまして、こういう議論をするときは、通常レギュレーションを作り、それをエンフォースするコストはゼロであると仮定します。欧米で多くの経済学的研究、或いは実証研究がありますけれども、一部を除いて、ほとんどの場合レギュレーションそのものに係るコスト、或いはエンフォースメントに係るコストはゼロであると仮定して行います。

今日は、それでいいのでしょうかということを申し上げることもあるわけですが、時間

の関係で先に進ませていただきますと、ここでは銀行がリスクをとるものではありません。投資家がリスクをとるということになります。それから、もう一つの問題は、投資家がリスクをとるにあたって、投資家に投資の商品を売っていく業者というものがいまして、必ずどこの国でも投資家を騙す業者が登場いたします。この問題が日本でも今回、利用者保護という観点から金融商品取引法（仮称）を、うまくいけば、来週にでも国会提出できるのでしょうか。先ほど長官からお話がありましたような法制度整備を進めている、一つの背景になっています。

銀行制度と比べますと、資本市場制度というのは、実は規制監督はより難しいと私は思います。なぜなら、どこか1箇所だけ見ていればいいというところがないのです。銀行制度なら銀行を見ていればいいということになるのですが、資本市場制度だと全部見ていなければいけない。投資家も見なければいけないし、間に業者がいたら、業者も見なければいけない。借りる方も見なければいけない。詐欺的な行為だけに着目するのは片手落ちではありますけれども、詐欺的な行為ということでは、投資家のところで詐欺的な行為が起こる典型的なものもあれば、利用者のところで何か起きることもあれば、実は発行体のところで、詐欺的な資金調達が行われるという例も後を絶たないと言うと、言い過ぎかもしれませんが、非常に多数あるわけです。

繰り返しになりますけれども、詐欺的な行為だけを見るというのは片手落ちで、他方、資本市場は当然、金融イノベーションを促し、そしてベターで効率的な資金仲介・資金供給を生み出していくという面がありますので、そういうイノベーションは、プロモートし、エンカレッジしなければいけません。

いずれにしても、規制というのは銀行制度ほど簡単ではありません。全てにいわば目を光らせているという言い方がいいかどうか分かりませんが、見ていかなければいけないからです。焦点となるものがないということです。資本市場制度であってもレギュレーションを間違えると、ディザスター（悲劇）になります。そこで、資本市場のレギュレーションはどうなっているかということですが、これは大変でして、ここでお話する時間はありません。しかし、一般には三種類ありまして、第一は英語で言いますと、strong investor protection。二番目はよく市場の番人、watchdog と言っていますけれども、SECの設置。三番目がinstitutional investors、機関投資家。先ほどの例で言いますと、年金とか投資信託についてのレギュレーションです。これは日本では最近、受託者責任と言っておりますが、英語ではfiduciary dutiesと呼ばれている規制です。ここに「強い」エンフォース、「強い」レギュレーションと書いたのですが、強いレギュレーションが要ることは、自明ではありません。ご存じかと思いますが、学界ではこれはない方がいいのだという意見もあります。ただ、諸外国の経験を見ると、どこの国でも資本市場が発達するにつれて、これら三つはより強くなっています。アメリカもそうです。アメリカだけではありません。他の国もそうです。従って経験的には、資本市場が発達すれば、より強いレギュレーションが必要になると思います。

ただ、問題は、その強いレギュレーションの中身は一体どうあって、どうエンフォースしていくのかということは、簡単ではありません。その具体的な内容が幾つか次のスライドにあるのですが、これはペーパーに書かせていただいたので、ご覧いただければと思います。投資家の保護、業者のレギュレーション。それからエンフォースメントですけれども、これは、広く捉えていますのでなかなか難しいです。資本市場の基本ルールであるディスクロージャー、情報提供というルールがあります。これは、情報の提供を法律が義務付けるものであります。しかし、それが動くためには会計基準や監査といった制度が、しっかりしていなければいけません。そうなりますと、それぞれの国における公認会計士の信頼できる制度が存在していなければ、制度は作っても動きません。あとは、そこに書いたとおりです。一番下に書きましたことは、ルールを作った、それをエンフォースする担い手の一部は、私人と言っていますが、被害者等であります。そのためには、被害者等が、簡単に言いますと、騙された場合に、自分で訴訟を起こしていくことに関するインフラストラクチャーが必要ですし、きちんと機能する必要がある。それは、社会から見ればそういうシステムそのものを作ること。そしてそれを維持していくにはやはりコストがかかるということになります。

三つ目の山が institution、すなわちここでは資本市場の仲介機関でありますけれども、投資信託とか年金の規制にかかるコストであります。

最後に中間的な制度、銀行制度と資本市場制度の中間制度として、日本では長期信用銀行制度というものを作りました。この長期信用銀行制度といいますのは、簡単に言いますと、いちばん左の borrower、すなわちお金を必要とする企業とかその他が、資本市場へ行って投資家から直接お金を借りるのではありません。直接借りるのは社債 (bonds / debentures) です。代わりに真ん中の銀行に社債を発行してもらうような制度であります。すなわち真ん中に入ります長期信用銀行は、borrower に代わって銀行が社債を発行します。これを日本では金融債というふうに呼んできました。英語では、私は bank notes と呼んでいます。その社債で調達したお金を borrower に貸す。どこが普通の銀行と違うのかというと、社債であり、預金という形をとっていないということですが、それは法的には重要なのですが、より重要なのはこの貸出資金というのは長期の資金です。10 年、20 年、30 年というものです。こういった長期信用銀行制度というものが、日本の高度成長期には日本経済を支える重要な金融の柱になっていたと思います。

従って、こういう制度も国によっては利用可能なのではないかと思うわけです。ただし、日本の経験で申しますと、90 年代に結局この制度は完全になくなったわけではありませんけれども、なくす方向へ動きました。この制度というのは、規制のコストという、今日の話との関係から言いますと、規制の焦点はある、監督は長期信用銀行を見ていけばいいということでもあります。ただ、今日はあまりお話できませんけれども、単純な銀行制度に比べるとよりややこしい問題がありますので、必ずしも単純な銀行制度と同じような規制とか監督をしていけばいいというわけではありません。一番下に書きました、通常の銀行規

制と比べてより強い規制が必要になる場合が通常であります。

さて、最後にまとめさせていただきたいと思います。銀行制度と資本市場制度とどちらがいいのか、日本がどちらを目指しているかという、今は両方の共存というか複線化を目指しています。明らかに戦後何十年かの間は銀行中心の制度でした。それが、資本市場にも軸足を移していこうというのが、90年代の経験です。従いまして、21世紀に入りまして、銀行制度アンド資本市場制度でいこうというわけです。一般論としては、私のこれまでの感じでは、経済の規模が小さい国においては、銀行制度の方が優れているように思います。

なぜなら、今日の話との関係でいうと、レギュレーションとエンフォースメントのコストが、より直接的に効いてくるからであります。これに対して経済の規模が大きい国になりますと、資本市場制度の方が良さそうに思えるわけです。なぜなら資本市場制度が国にもたらす利益が、今申しました資本市場自体を規制し、エンフォースしていくコストを上回ると考えられるからです。ただ、そうは申しまして、日本もそうですけれども、実際問題としては両者のシステムは混在する、共存するわけですから、両者のコストとベネフィットを足し合わせて、判断しなければならないと言えます。

それから、市場が国際化されますと、いろいろなことが起きます。例えばここで一つ例を挙げましたけれども、実は他国の作ったルールをただで使えば、少なくとも、ルールを書くコストはゼロになるというような問題があります。ただ、それが自国で動くかどうかという問題もあります。従いまして、国によってどう銀行制度と資本市場制度を組み合わせしていくかというのが、結局ポイントになると思います。

結局これは国の事情によりまして、それぞれの国に応じた適切な制度を選ばなければならないということであり、どちらが優れているかというのは一つの要素では決まらない。いろいろなファクターに依存しています。ただ、私が今日申し上げたいのは、レギュレーションを作り、維持し、それをエンフォースするコストが非常に重要であり、もっとこういった面に光が当てられ、より真剣にこれを考慮していく必要があるのではないかということです。日本だけではなく、ある制度から別の制度へ移行しようという時には、移行すること自体に当然コストがかかりますので、それも勘案されなければいけません。

当たり前のようなことばかりお話ししたかもしれませんが、とりわけレギュレーションを作り、エンフォースするのにコストがかかる。それに応じて適切な制度設計というものが、それぞれの国で求められる。これは銀行制度中心の国と資本市場中心の国によって、その強調されるべき点は異なってくるのだということが、今日私が一番申し上げたかったことです。どうもご清聴いただきまして、ありがとうございました。