

金融庁：金融審議会 金融分科会・第一部会・第二回会合 議事録（11月29日開催）

福間委員：直接金融、間接金融のバランスがとれた金融・資本市場へと転換するという話に関連して少々お話申し上げます。

日本の直接金融は一昔前と比べて、相当に進んだと思っています。現在の間接金融、すなわち銀行システムそのものが必ずしもスムーズに働いていない中で、企業金融が何とか動いているのは、コマーシャル・ペーパーや社債の発行による直接金融があるからだと思います。直接金融が、そのままイコール、エクイティ・ファイナンスではありません。現在のエクイティ・ファイナンスの動きとしては、過去の清算ということもあるかもしれませんが、金庫株を用いてトレジャリー・ストック・オペレーションを行うというむしろ逆方向に進んでいます。従って、これは“デイスファイナンス”と言った方がよいかもしれません。この動きに対して、企業サイドも80年代後半期エクイティ・ファイナンスに偏りすぎたことを反省しなければいけないと思いますが、一方で、証券会社もエクイティ・ファイナンスを必要以上に煽りすぎたということもあるかと思えます。いずれにしても、現在のエクイティ・ファイナンスの状況は、市場参加者全体で解決しなければならない問題だと思っています。

私のような市場を利用する立場から言うと、やはり平成8年の「適債基準と財務条項の撤廃」が直接金融に与えたインパクトが非常に大きく、ビッグバンを始めた時と比べると、企業金融が随分変わったと思っています。もしこれらの撤廃がなされていなかったら、BIS規制下における企業金融は非常に難しい状況になったと思われまます。だからこそ、現在の発行残高を見ると、社債発行額が非常に大きな金額になっているわけです。直接調達といった場合にその手段としては、社債やコマーシャル・ペーパーなど、また、エクイティ・ファイナンスということでは、時価発行、転換社債、ワラント債などもある中で、エクイティ関連が、企業業績が悪いこともあり、それほど活性化していないということは誠に残念だと思っています。企業の状況によってそれぞれ異なることと思えますし、レシオから見て今の株価が安すぎるとは一概に言えないのですが、平均的には、現在のような状況ではエクイティ・ファイナンスが活発に行われるとは思いません。従って、やはり市場のインフラ整備をやらなければならないのですが、市場参加者が、それぞれに努力しないとエクイティ・ファイナンスの復活というのはなかなか難しいと考えます。企業価値の拡大は企業の責任であり、株式の需給バランスを保つことも考慮に入れ、株数を減らすというの

も必要なことの一つでしょう。直接調達の様子がかなり改善されてきたといっても、今の状況に必ずしも満足しているわけではないということかと思えます。

「ビッグバンの功罪」の「功」として言えることに、一つ目の点として「オフバランス取引の発達」を促したことが大きいと思います。と申しますのは、例えば金利スワップを活用することで、固定金利の社債を出した後に、金利が下がった場合でも、それを固定から変動に切り替えることが出来るわけですが、社債が発行できるからこそこのような取引も大きく発達させることが出来たわけです。そのような中では、短期調達とか長期調達という区別をすることなく、LIBORベースに集約され、非常に使い勝手のよい状況になっていると思います。

二つ目の点は、来年の「ペイオフ解禁」の件ですが、延期なく実行されることは確実だと思っています。これによりリスクがより明確になってくるわけですが、今の日本にはあまりに「リスク・プロファイル」というものはありません。最近ではマイカルの問題に代表されることですが、格付けとリスク・リターンが不明確で、誤ったプライシング設定や業績見通しの誤りなどということが起こっており、その結果投資家が被害を受けたケースが出ています。特に今週に入って、いわゆる信用リスクが非常に高まってきておりますが、そういったリスクに対する考え方は市場の中、すなわち直接調達を通じてとか、格付けをベースにしてのリスク・リターンの考え方の定着、ペイオフを実行すること等から育ってくる考え方だと思えます。もちろん一切の事故なしに“賢い一般投資家”が育ってくるのが一番いいわけですが、各々自己責任の下に、事前にリスクをコントロールしながら金融資産運用を行うということが必要だと思えます。

三つ目の点としましては、一般投資家の“自己責任”の時代に最も重要な「ディスクロージャーの問題」ですが、現状は改善すべき点が多いと思います。私が国際会計基準の委員をしているから言うわけではありませんが、金融ビッグバンの時は、会計ビッグバンが一つの大きな柱だったわけです。格付けや株価というのは基本的には適正な会計制度に基づき監査され、適正なディスクロージャーによって反映されるものであります。だからこそ、市場に規律が働くわけです。最近の金融機関を始め、日本企業全般のディスクロージャーの姿勢にいえることかと思えますが、時宜を得たディスクロージャー体制にはなっていないようで、大きな損失などが特別損失ということで突然にディスクロースされるのが頻発しております。これはやはりディスクロージャー制度そのものに不適切な面があるわけですから、日本の会計のスタンダードに改善を要する点が

あるのだと思います。ただし、昨今ではかなりグローバルの制度に近づいてきており、日本における会計ビッグバンも、ややペースが遅いと言うことはあるものの、大体八合目ぐらいまで来ているのではないかと考えています。市場というのは、ディスクロージャーなしには成り立ちません。開かれた市場を作り、一般投資家を守るというのはディスクロージャーしかないということ、市場関係者全員、その仲介業者も含めて改めて肝に銘じなければならないのではないのでしょうか。現状、この精神がやや不足していると思います。

「監督規制の問題」に関してですが、現在経団連でも、その組織として英国 FSA 型か、米国 SEC 型かなど、いろいろと議論をしております。まだどちらがどうだとは申しませんが、一つだけはっきりしていることは、業界規制ということではなくて、市場で自己規律を働かせる仕組みが必要だということです。証券会社であろうが、銀行であろうが、一般企業であろうが、それぞれが適切にディスクロージャーを行い、それに基づき一般投資家の判断をあおぐということがポイントです。従って、業者規制的な機能と市場の監視・育成機能というのは分離したほうがよいということです。

そういった意味で、現在まだいろいろな考え方があり、正確に人数を数えたわけでもありませんが、経団連の内部での話においては、どうも米国 SEC 型を志向される人がやや多いという感じを受けています。市場監視のあり方の端的な例としては、今回アメリカで起きたエンロンのケースで、SEC がディスクロージャーの不備を指摘して問題が表面に出てきたことです。会計基準に則ったディスクロージャーが適時・適切に行われていれば、投資家の 8 割ぐらいは事故から回避可能であると思います。従って、市場監視の担当部署がどのような組織になるかどうかなどという議論ではなく、市場監督する機能を市場参加者、とりわけ一般投資家の視点で、どのようにディスクロージャー体制を整備し、それを通じていかに市場監視し、結果投資家が安心して市場参加できるようにするかを議論することが重要です。市場監視の組織のあり方は、基本的にそれぞれの国の特性を勘案してベストチョイスをとればよいと思うので、ここで結論的な意見を申し上げるつもりも、また見識もありませんが、ただ、歴史的な背景や日本の市場の成熟度から考えると英国の FSA 型というのはやや早すぎる感じがします。

最近よく銀行の方に、90 年の初めと 10 年経った現在とで銀行業の収益構造がどのくらい変わったかということを探ねております。日米の銀行を比較すると、アセット・アキュミュレーション

ンの重点の置き方が一番違っていると思われます。別の言い方をすれば、銀行のビジネスモデルを変えていかなければならないということです。銀行経営の基本は、資産の「多様化(Diversification)」と「流動化(Liquidity)」を如何にバランスをとりながら資産取得するかということではないでしょうか。手法としては、証券化があり、あるいはシンジケート・ローンなど、引き受けた後に部分的に譲渡する(パートアウト)というような方法もあり、結果ローン資産が金融商品に変わるということも起こり得るわけです。リスク・リターンがはっきりしていれば、資産を市場から買うことと貸出しとは全く同じことです。日本の銀行でも、そのような対応をしている銀行が一部には出ています。企業とのローン交渉をする人件費がもったいないと考え、ローンを出す代わりに社債市場から当該企業の社債を買う、しかもセカンダリーを買うと言うような動きが起こるわけです。それが流動化の推進ということだと思います。従って、繰り返しますが、やはりビジネスモデルを変えていかなければいけないということです。

何故こんな話をするかということ、証券業でも同じだと思うからです。証券業のビジネスモデルをインベストメントバンク化するなどして収益の多様化を行わないと、現在の日本の証券会社の株式等の仲介手数料のみでは収益レベルが低迷するだけです。これは銀行とか証券とかいう問題ではなくて、日本の金融システムをどのように変革していくかという問題だと思います。何も海外の事例や制度をそのまま何でもかんでも日本に持ち込めばよいということではなく、少なくともそれらを比較対照してベスト・プラクティスは積極的に採り入れる必要があります。