

連 合 総 研

JAPANESE TRADE UNION CONFEDERATION
RESEARCH INSTITUTE FOR
ADVANCEMENT OF LIVING STANDARDS

生活者のための
金融制度改革

財団法人

連合総合生活開発研究所

生活者のための
金融制度改革

連合総合生活開発研究所

目次

はじめに

要約

第Ⅰ部 総論：金融市場改革と国民生活

1. 序論：エンド・ユーザー・アプローチと金融改革 1
2. 預金市場と消費者ローン 6
3. 証券市場 9
4. 銀行行政と証券行政 15
5. 結 び 22

第Ⅱ部 家計と金融

1. 家計からみた銀行のあり方 25
 - (1) 銀行の役割と機能 25
 - (2) 金融環境の変化と銀行経営 28
 - (3) 金融自由化の家計貯蓄への影響 31
 - (4) 預金者利益増進のためのありうべき方策 34
2. 家計からみた証券市場改革の方向 39
 - (1) 家計と証券市場との関わりの増大 39
 - (2) 家計の株式投資 40
 - (3) 個人投資家対策の必要 46
 - (4) 配当について 48
 - (5) リスクと収益の多様化 - 規制緩和 51
 - (6) 規制緩和の方向 - 金融制度改革について 53
 - (7) 投資家保護のための制度 55
 - (8) 機関投資家の効率化 58
 - (9) コーポレート・ガバナンス 63

3. 消費者信用・住宅金融の課題と政策	65
(1) 消費者信用の拡大	65
(2) 狭義の消費者信用をめぐる課題と政策	68
(3) 住宅金融をめぐる課題と政策	73
(4) ま と め	80
4. 公的金融の役割とあり方	82
(1) 公的金融の仕組み	82
(2) 公的金融への関心の高まり	84
(3) 金融システムの効率性と公的金融	88
(4) 官業の民業補完論	92
(5) 郵便貯金の民営化論	94
(6) 公的金融の効率性に関する2つの議論	95
(7) 公的金融の見直し	100

はじめに

金融自由化・グローバル化が進展するなか、我が国では1980年代後半以降のいわゆるバブルの発生と91年以降のバブル崩壊が起こり、それが実体経済にも大きな影響を及ぼしてきた。

連合総合生活開発研究所では、1992年6月に「金融と国民生活研究委員会」（主査：岩田一政東京大学教養学部教授）を発足させ、約1年間研究を進めてきたが、この度委員各位の分担執筆により、本報告書を取りまとめることができた。

これまで金融自由化・グローバル化の影響や対応については、政府・大蔵省主導や金融業界・産業界の視点から論じられることが多かったが、本報告書においては生活者の家計という視点からこれを検討している。すなわち、

- ・預金金利の自由化等金融の自由化が預金者の利益、リスクにどのように関係するか
資金の借り手としての家計に住宅金融や消費者金融等における金融自由化のメリットをどのように還元していくか
- ・金融資産保有者としての家計の視点から、証券市場をどのように改革していくべきか
- ・公的金融の役割とあり方はどうあるべきか

について研究・検討してきた。

さらに、国民生活全般の立場から、

- ・金融、証券、保険等に関し行政府の関与のあり方はどうあるべきか
- ・中央銀行制度や金融政策の運営方法はどうあるべきか

を検討してきた。

本報告書は、金融経済の動向に今後ますます影響を受ける勤労者・生活者の視点から望ましい金融システムの方向の提示を試みたものである。

最後に本研究委員会にご参加いただいた研究委員の方々、研究員会のヒヤリング等にご協力いただいた各方面の方々に心から感謝申し上げます。

1993年9月

所長 栗 林 世

金融と国民生活研究委員会

(研究委員会メンバーと執筆分担)

主査	岩田 一政	東京大学教養学部教授 (総論)
委員	鴨池 治	東北大学経済学部教授 (第Ⅱ部. 4)
委員	紺谷 典子	(財) 日本証券経済研究所主任研究員 (第Ⅱ部. 2)
委員	鹿野 嘉昭	筑波大学社会工学系助教授 (第Ⅱ部. 1)
委員	小塩 隆士	J.P.モルガン経済調査部 (第Ⅱ部. 3)

(研究委員会事務局)

主任研究員	田中 孝文
研究員	高見澤 博之

要 約

1. 総論：金融市場改革と国民生活

(金融制度改革の基本方向)

金融制度の抜本的な改革のためには、

第一に、金融に関する自由で公正な競争ルールを確立すること

第二に、金融の国際化、証券化、金融サービスの総合化などへの対応が困難となった従来の縦割り行政を改め、競争ルールを監視する横断的な行政体制を確立すること

第三に、金融商品や金融機関、証券会社の活動について、エンドユーザーに十分な情報を開示することが必要である。

(エンドユーザーアプローチ)

日本における金融市場の規制は、公式的には「信用秩序・決済制度の維持」と「預金者・投資家の保護」の必要によるものとされているが、現行の規制は異なる種類の金融機関（業界）間の競争制限による利害調整の側面が強く、必ずしも預金者・投資家の利益に沿ったものとなっていない。

92年の金融制度改革も、競争強化による預金者・投資家利益の増進という面から評価すれば、不徹底なものといわざるを得ない。業者の保護を中心とした規制や縦割り型の「業界行政」から、「決済制度・信用秩序維持」といった金融サービスの公共財としての側面に着目した「市場行政」へと金融行政の視点が転換されなければならないのは当然である。本論では、それに加えて、金融サービスの利用者（エンドユーザー）の利益をいかに増進するかという視点（「エンドユーザーアプローチ」）から、現在の金融制度の問題点を検討し、金融制度改革の方向を提言する。

(子会社方式による相互参入の問題点)

現行の改革における子会社設立による相互参入は、独占禁止法における金融機関の株式保有規制のなし崩し的な変更であり、公正な競争ルールの確立という観点から問題である。競争ルールの設定において5%ルール（本文11ページ参照）の見直しなど

抜本的な対策が必要である。また、子会社方式は不公正取引の発生防止や利益相反への防壁形成が困難などの問題がある。

(市場志向型包括監視体制の整備)

エンドユーザーの立場にたつて、金融市場における真に自由で公正な競争を促進するという観点からすれば、現行の改革のように銀行・証券・信託が相互に一定の制約の下で相互参入を認め合うよりも、非金融業の事業会社に自由な参入を認める方が望ましく、また、金融サービス統合化の中で、エンドユーザーに最も効率的に金融サービスを提供出来る組織形態は何かという視点が重要である。行政の監督においても、これまでの縦割り型「業者行政」を脱し、金融システム全体を管理出来る「市場志向型」包括監視体制の構築が求められており、大蔵省から独立した「金融庁」の設立は一つの提案として注目に値する。

(情報開示)

現在の金融・証券市場では、横並び慣行から金融サービスの料金や金利などについて自主規制や競争制限的な措置がとられており、また、エンドユーザーに対して金融に関する情報に透明性が欠如している。最近の金融不祥事発生の基本的原因の一つは、金融サービスに関する情報の決定的な不足、そして業者と行政当局との関係の不透明さにあった。

企業情報・金融情報の透明性を高めるためには、日本の会計制度を国際的な会計制度が主張する時価主義を基準とすることが必要である。特に、金融資産に関する時価主義の採用を早急に実施すべきである。金融自由化の進展に伴って企業や金融機関のリスクテイキング行動に関する規制を緩和するのであれば、それに付随するリスクを時価情報で監視できる体制を整える必要がある。

2. 家計からみた銀行のあり方

(銀行の機能)

銀行は、預金者から委託された貯蓄資金を運用する金融仲介サービス生産主体、支払い手段としての預金通貨の供給主体、一国の決済機構の運営主体という三つの機能

を担って、家計の生活向上を金融面から支えている。この三つの機能は、リスクと安定に関してあい矛盾する面をもっている。銀行システムの安定性確保のためには、節度ある経営、自己資本の充実、資産内容の健全性維持、内部管理体制の充実など銀行が「自己責任の原則」に基づいた行動をとることが基本である。

（金融自由化の銀行経営への影響）

金融の自由化は、利鞘縮小による収益性の悪化、自由金利調達比率上昇を背景とする収益変動性の増大、などの影響を銀行経営に及ぼす。これに対して、銀行は、金利リスクのきめ細かい管理、調達利率上昇分の貸出金利への転嫁、経費削減によるコスト吸収などに努めてきた。しかし、80年代後半大口定期預金金利の段階的自由化などによる利幅縮小に対して、不動産関連融資などの量的拡大によって埋め合わせる行動にでるなど、信用リスク管理を軽視し、このため、バブルの崩壊によって、巨額の不良債権を発生させることとなった。

（不良債権の処理）

現在、共同債権買取機構をつうじた償却などにより、不良債権の処理が進められているが、情報開示を回避したまま納税者負担を増大させた、担保不動産が塩漬け状態で流動化していない、など問題がある。金融機関の資産再評価や債務の証券化などを不良債権処理に応用することも考えていく必要がある。

（銀行監督・規制の方向）

銀行経営の健全性を確保し、銀行システムの安定性を維持していくための公的規制は、これまでのように銀行の資産運用行動を直接統制するのではなく、個々の銀行が自己責任の原則に基づいた節度ある経営に努めるよう「市場をつうじて規律づける」方向をとることが望ましい。そのためには、個々の銀行の資産内容、経営の良し悪しがそのまま預金金利、銀行収益にはねかえるような制度的枠組みを構築するとともに、投資家や家計が個々の銀行の経営状況を正確に判断できる会計制度の整備・充実、不良債権残高や含み損益などを含め経営情報の開示などが必要である。

公的当局による監督・規制は、こうした市場を通じた規律づけを補完するものとする必要がある。公的当局の監督・規制には、自己資本強化による銀行経営の健全性確保を狙いとしたB I S自己資本比率規制のような「事前的規制」、預金保険のような

「事後的規制」がある。こうした規制、とりわけ預金保険などには、銀行の自己責任意識の後退を招く可能性があり、具体的運用形態は慎重に検討することが必要である。

なお、理論的な可能性としては、銀行の決済機能と貯蓄機能とに対応して、決済機能をもつ「マネーを供給する銀行」（コアバンク）と市場型金融機関にわけ、前者には運用資産内容の制限や預金保険を課す一方、後者は専ら市場機能による監視を強化することにより、銀行システムのもつシステミックリスクとモラルハザードの問題の矛盾を解決することも考えられる。

（金融自由化の家計貯蓄への影響）

金融自由化は、市場実勢にみあった金利の預金への適用、利用可能な金融商品の選択の幅の拡大などをつうじて、家計のより効率的な資産運用を可能にするメリットをもつ。

しかし一方、金融自由化の進展とともに元本の保障されないリスク大きい資産を銀行が保有するようになれば、金融商品多様化の進展とともに元本の保障されないリスク高い商品（「劣後預金」）をも銀行が発行するようになる。従って、家計には、金利の高低ばかりでなく、銀行の資産内容の健全度など「銀行をみる眼」を函養すること、資産運用に関する自己責任意識を高めることがこれまで以上に求められることになる。

（預金者利益増進のためのありうべき方策）

多様な貯蓄商品の中から家計がその目的にあった商品を選択できるよう、以下のような方策が必要である。

- ① 各種貯蓄商品の内容比較に関する競争の促進（比較広告など）。
- ② 貯蓄形成にかんする専門的アドバイザーとしてのファイナンシャル・プランナーの育成
- ③ ひとつの店舗、窓口で数多くの金融商品を同時に取引しうるなど、利用者にとって利便性の高い金融制度への変革（ユニバーサルバンキングなど）

3. 家計からみた証券市場改革の方向

家計は、自分で株式に投資する「直接投資」、自分が預金した銀行や保険契約をしている生命保険会社などが証券投資を行う「間接投資」、の二つのルートで証券市場に参加しており、それらをつうじた証券市場との関わりはかつてないほど大きくなっている。証券市場改革の方向もこの二つのルート毎に考えていくことが必要である。

(個人投資家対策の基本的視点)

発行株式残高に占める個人の比率の低下などにより、個人投資家の株式市場離れの進行が指摘されてきたが、個人の金融資産残高に占める株式投資の比率は必ずしも減少しておらず、直接投資に関わる問題の重要性は低下していない。

これまで個人投資家対策は、株価形成の安定性や証券市場の効率化を目的に論じられ、家計の直接的なメリットの視点に欠けていた。また、個人投資家を「長期投資家」と同義に見なしたり（平均的には個人は、最も売買頻度が高い投資家である）、個人が配当を重視しているという固定観念にとらえられてきた。しかし、家計の資産ストックが厚くなった今日、機関投資家や法人投資家が得ているのと同じチャンスを個人に提供するという視点が必要になっている。たとえば先物・オプション取引などへの個人投資家の参加の道を開くことが望まれる。

(投資家保護のための制度)

家計・個人の直接投資において重要なのは、資産力・情報力において相対的に非力な個人が、機関投資家、法人投資家とくらべて不利とならないような仕組みを市場参加者全体（あるいは国民経済全体）のコストでつくっていくことである。

こうした改革の方向としては、「情報の公開」が最も重要である。債権格付け機関の拡充、証券アナリスト・投資顧問業の情報の質の向上などにより「ファンダメンタルズに関する情報」へのアクセスを高めるとともに、市場情報を集約した「取引情報」（どの投資家がどういう売買注文を出しているかなど）へ入手についても個人と機関投資家などの公平を保つ必要がある。また、投資技術の進展が著しい今日、一般投資家の理解しやすい形で情報を提供することが必要である。

また、証券取引法を厳格に運用し、投資家を保護するために民事的救済制度を充実

(証券関係における私人の訴訟手続きへの行政の援助など) が必要である。

(機関投資家の効率化)

「投資信託」については、運用期間を自由化し、換金化システムの改善のため投信流通市場の整備や会社型投信の導入などを検討する必要がある。また、運用成績評価の公表、ランキング、評価機関の育成など運用効率評価の仕組みを整備していく必要がある。

さらに証券会社をつうじた販売ばかりでなく、販売ルートを多様化していくことも検討すべきである。

「年金基金」の「5-3-3-2ルール」(本文60ページ参照) など機関投資家の資産運用への直接的規制(リーガルリスト方式)は効率的な運用の障害になっており、これを廃して、「プルーデントマンルール」(本文60ページ参照)を確立していくことが必要である。

機関投資家の受託者としての側面についても、信託銀行においてみられたファンドトラストの利益つけかえなどの利益相反を除去するために、受託ファンド毎の運用、管理の独立性の確保、運用情報の開示などが必要である。

(規制緩和の方向)

総論でみたように金融改革の方向は、規制を緩和し、市場メカニズムを十全に発揮する方向に向かわなければならないが、四社寡占が問題にされるように、証券業では規模の経済の問題が発生し、参入の自由化が直ちに競争を促進するとはかぎらない。このため、一定規模以上の証券会社の分割、引受業と仲介業の別会社化など、独占化、寡占化を抑制する手当が必要であろう。

4. 消費者信用・住宅金融の課題と政策

消費者信用は、消費財、サービスの購入に係わる狭義の消費者信用と住宅金融に大別される。家計の負債の中では、住宅金融の占める割合が依然として圧倒的に大きい。狭義の消費者金融が比重を拡大しつつあり、また、90年代にはいって、自己破産や多重債務の問題が急速に増加している。

(狭義の消費者信用の課題と政策)

狭義の消費者信用において最も重要な課題は、顧客の経済力や債権・債務残高状況など、信用の基準となる個人信用情報を整備することである。個人信用情報については、現在4つの機関があり、漸次情報の整備につとめているが、その中心は「ブラック」と呼ばれる事故情報であり、「ホワイト」と呼ばれる残高情報の整備は遅れている。多重債務などの問題を未然に防ぐためには、残高情報の整備が不可欠である。また、消費者金融には、これまでの発展の経緯で、銀行系、消費者金融系（以上大蔵省管轄）、信販・クレジット系（通産省管轄）、という3つの系列があるが、各業態の利害と縦割り行政の弊害から、残高情報がこれらの業態を超えて交換される仕組みが存在していない。

こうした状況を改善するための政策としては、第一に、全業態をカバーする立場から、政府が信用情報の整備、利用・交換について一定のガイドラインを提示することが必要である。第二に、これと同時に、こうした消費者信用に関する個人情報について、プライバシー保護のための法律（「消費者信用情報整備法」）を整備していくことである。

(住宅金融の課題と政策)

日本の住宅金融システムの特徴は、公的金融（ほとんどが住宅金融公庫）の比重が高いことである。欧米では公的機関は住宅ローンの流動化を通じた住宅金融市場への資金供給の促進、借り手の信用を公的に補完するなど、間接的な手段で住宅金融市場に関与している。

住宅金融は、「借り手」としての消費者が金融自由化のメリットを最も享受できる分野のはずであったが、その参入によって競争を高めることが期待された住宅金融専門会社（住専）は、バブルの中での都市銀行などとの競合や不健全融資によって体力を弱め、おそらく縮小・再編の道をたどることになるだろう。

長期的な展望として、銀行以外の様々な業態が市場に参入し、顧客獲得のために競争することができるようにするための一つの方法として、「住宅ローン債権の証券化」を促進することが有効であろう。住宅抵当証券、住宅ローン債権信託、抵当証券などの形で始まっている住宅ローン債権の証券化を推進していくためには、証券化対象債

権が固定金利に限定されているなどの硬直的な現在の仕組みを弾力化していくとともに、住宅金融公庫などの公的機関が、アメリカなどのように買取り・保証などにより住宅ローン債権証券化を促進する方向が検討されるべきである。また、現在までのところ問題は表面化していないが、住宅金融の規模が今後ますます増大していけば、信用リスクへの対応が重要となる。狭義の消費者金融同様、個人信用情報などのインフラ整備が必要である。

5. 公的金融の役割とあり方

近年、金融自由化の進展、人口高齢化による公的年金財政の悪化の懸念、社会資本充実の要請、景気後退への財政投融资の景気浮揚効果への期待、郵貯シフトの発生とマネーサプライへの影響など、いくつかの原因から、財政投融资制度や公的年金への関心が高まっている。

(公的年金の役割と効率性)

公的金融の役割は、金融サービスの利用機会についての公平性を高かめることをも含め金融システム全体の効率性を高めること、競争を通じて、民間金融機関の保守的行動を牽制すること、にある。

公的年金は、店舗整理、合理化など民間部門の金融自由化の進展に伴いがちな過疎地住民や経済的弱者へのサービス低下の可能性に対して、全国民が少なくとも基本的な金融サービスを楽しむ体制を提供していること、また、資金配分における市場の失敗を是正し、政策上必要と思われる分野に、優先的に資金供給を行っていることなど、利用者の便益や資源配分上の観点からみた効率性に独自の役割を果たしている。金融仲介費用を引き下げ、また、経済状況の変化へ対応するという観点からは、規模の経済や多角化の利益を発揮しているかが問われる。この点、公的金融には、時代・環境の変化に応じた融資先の機動的な修正、類似分野への融資機関の統合など、今後改善しなければならない課題がある。

公的金融については、民間金融の補完に徹すべきであるとの議論もしばしばなされる。こうした議論の多くは、官業が民業に比べて非効率であることを前提としている

が、政府の様々な規制や「護送船団方式」とよばれる金融行政の下で、民間金融機関は必ずしも効率的とはいえない。また、政策的に必要な分野に資金配分を行うといった公的金融の役割はなくなる。

公営企業民営化の潮流の中で、郵便貯金の民営化もしばしば議論になっている。しかし、残高170兆円を超える郵便貯金を民営化する場合には地方の中小金融機関との競合関係への考慮が必要である。また、民営化のためには財政投融资の資金調達機構の新たな整備が必要である。

公的金融については、財投の使い残し、政府系金融機関への一般会計からの補助金の存在などを理由に非効率であるとする議論もある。しかし、財投の使い残しは市場金利と政策金利の関係から十分な資金需要が喚起されないことが原因でありうること、政策的に資源配分を誘導するためのコストとしての負担は元来一般会計が負うべきであることなどを考えれば、財投の使い残しや補助金の存在が直ちに非効率を意味するものではない。

(公的金融の見直し)

郵便貯金の金融自由化への対応、公的年金の高齢化社会への対応、政府系金融機関の有効な政策金融などの諸要請に応じ、公的金融の効率性を高めていくためには、公的金融に市場性を導入することが必要である。

公的金融の資金調達費用は市場の資金調達費用と同レベルとなるべきであり、一方、政策金融に係わる費用は、全国民が租税の形で負担することが必要である。

しかし、その前提として、政府系金融機関も、最も有利な資金調達を心がけ納税者の負担を最小にすべきである。そのためには、「財投機関債」市場を導入整備し、政府系金融機関などの資金調達行動をより自由化することにより、公的金融の効率化を図ることが必要である。

第 I 部 総論：金融市場改革と国民生活

1. 序論：エンド・ユーザー・アプローチと金融改革

(1) 規制の役割

金融市場は規制の多い市場である。日本の金融市場もその例外ではなく、他国の市場と比べても規制が多いことはよく知られている。規制は、市場取引の制度的枠組みを形成する上で決定的に重要な役割を演ずる。日本における金融市場の規制は、公式的には「信用秩序・決済制度の維持」と「預金者・投資家の保護」の必要によるものとされている。しかし、本当に現行の規制がこれらの目的に適ったものであるかどうかは疑問が多い。従来の金融規制や金融制度は、「専門金融機関制度」や「金融機関の証券業務禁止」（1948年に成立した証券取引法65条）にみられるように異なる種類の金融機関の間で競争させないことが預金者・投資家の保護になるとの考えに立っていたといっても過言ではない（注1）。

さらに日本における「専門金融機関制度」に基づく規制や業者行政を中心とした規制は、事実上「護送船団方式」の下での不効率な金融機関の温存であったり、預金金利低位固定による預金者から銀行部門、または大口顧客への暗黙の補助金供与であったりした可能性が強い。また、株式市場における個人投資家の減少も、企業間の株式持ち合いが支配的であったこと、ならびに寡占的な市場構造の下で個人投資家の利益保護が十分行われなかったことによる可能性が強い。

郵便貯金制度に対する民間銀行の批判が必ずしも国民的な合意とならないのは、これまで民間銀行が不効率な一部の銀行温存のために超過利潤を得ていたり、金融自由化の過程において過度にリスクの大きい資産運用を行ったことが影響している。逆説的ではあるが、金融自由化が、公的金融システムの民間金融システムに対する補完性を明瞭にしたとも言える。また、個人投資家が株式市場に参加する上で重要な手段である「投資信託」が、十分に魅力のある商品になっていないのは、規制の存在のほかに、証券会社が個人投資家の利益よりも企業間の安定株主体制維持を優先した結果で

ある可能性が強い。

(2) 金融制度改革とエンド・ユーザー・アプローチ

預金者や投資家の保護のためには、金融市場や証券市場において規制を強化するよりもエンド・ユーザーの立場に立って、「競争」を強化する方が望ましいのではなかろうか。1992年に行われた金融制度改革は、そうした観点からみると、一歩前進した面はあるもののなお極めて不徹底なものであると言わざるをえない。それはこの改革が、銀行、信託と証券というこれまでの規制の下で既得権益を享受してきた業界の間における既得権益の再配分という色彩が強いものであったからである。業界の既得権益のパイの切り方を少し変えたからといって日本の金融・証券市場における競争が促進されるとは限らない。レント・シーキング活動による権益のパイの配分変更は、改革の名に値しない。それは金融業界内部での利害調整でしかないからである。従来の金融行政ならびに今回の金融改革が、エンド・ユーザー（利用者）不在であるとの批判が生ずるのは、既存の異なる金融機関の間での利害調整のみに精力の大半を費やしてきたからである。

本論は、エンド・ユーザーの立場から金融制度改革の望ましい姿を検討することを狙いとしている。これを金融制度改革に関する「エンド・ユーザー・アプローチ」と呼ぶことにしたい（注2）。

今回の金融改革においては、業態間の参入方式について、(1) 本体での相互乗り入れ方式(2) 業態別子会社(3) 特例法方式(4) 持ち株会社方式(5) ユニバーサル・バンキング方式の5つがあった。この5つの選択肢のうち、(2)の業態別子会社（持ち株会社の存在しないイギリス・カナダ型ユニバーサル・バンキング）が採用された。しかし、証券業務への参入について、当初参入出来るのは、長期信用銀行、信託銀行などに限られ、都市銀行は一年程度新規参入が出来ないことになっており、さらに銀行は当面株式関連の業務を行うことが出来ないとされている（注3）。

(3) 競争ルールと金融改革

エンド・ユーザーの立場に立って、金融市場における真に自由で公正な競争を促進するという観点からすれば、銀行・証券会社・信託が相互に一定の制約の下で相互参入を認め合うよりも、非金融業の事業会社に自由な参入を認める方がより望ましいと考え

られる。さらに金融サービスの総合化の流れの中で 金融機関がエンド・ユーザーに最も効率的にサービスを提供出来る組織形態は何かということがより重要な問題である。

金融制度の抜本的な改革を行うためには、まず第一に、金融に関する自由で公正な競争ルールを確立することである。第二に、金融の国際化、証券化、金融サービスの総合化を考慮すると、従来型の縦割り行政ではどうしても対応することが困難であり、競争ルールを監視する横断的な行政体制の確立が必要である。第三に、金融商品や金融機関、証券会社の活動について、エンド・ユーザーに対して十分な情報開示を行うことが重要である。

競争ルールとの関連で注目される点の1つは、業態別に子会社の参入が行われる場合に、銀行や証券会社が50%以上株式保有の子会社が生まれることである。独占禁止法11条1項は、金融機関や証券会社が他の会社の株式をその発行済株式総数の5%以上を取得・保有することを禁止している。公正取引委員会は、今回の金融改革にともなう子会社について、個別の事例ごとに競争政策の観点から審査を行うとの立場をとっている。従来から公正取引委員会は、当該会社が「他社」とは言えない場合(金融会社の固有業務である業務を子会社に行わせる場合、例えば現金・小切手の整理輸送、営業用不動産の所有、賃貸保守業務など)に、金融機関にその会社の5%以上の株式保有を認めてきた。今回の改革により業態別子会社は「他社」であるが、競争政策上50%以上の株式保有を認可するということになる。しかし、本質的には、「他社」であってもなくても、競争ルールの設定において従来の5%ルールそのものの見直しが問われていると言ってよい。

さらに金融機関のみならず非金融事業会社の株式保有について、独占禁止法では、当初これを禁止していたが、その後緩和され、競争を実質的に制限することとなる場合にのみ禁止されることになった。1977年の改正においても、非金融事業会社については「資本金または純資産額のいずれか多い方を越える株式を保有してはならない」との制限がおかれたが、適用除外規定も多く存在しており、実効性に乏しい。このため法人間の株式の持ち合いが進展し、株式市場からの個人投資家離れを引き起こしたばかりでなく、株式市場における価格形成を歪める結果をもたらしている。

加えて、業態別子会社の出現による不公正な取引の発生を防止することや利益相反

に基づく弊害防止措置も同時に強化する必要がある。前者には、親会社による子会社の不当な支援行為、事業者に対する支配力の強化などが含まれる。また、後者には、「メイン・バンク規制」(メイン・バンクが親会社である証券子会社は引受け主幹事とはなれない)、「抱き合わせ取引の禁止」(親金融機関が相手方に子会社と取引を行わせること)、「アームズ・レンクス・ルール」(親子間であっても独立企業間と同じ条件で取引すること)が含まれる。問題は、利益が相反する業務の間の障壁(ファイア・ウォール)や従業員を異なる業務に分けることによって情報の流れを防ぐ防壁(チャイニーズ・ウォール)をいかに構築するかであろう。子会社方式の1つの問題は、これらの防壁を形成することが困難なことにある。

(4) ビジネス慣行と情報開示

さらに金融・証券市場においては、しばしば横並びの慣行から金融サービスの料金や金利について自主規制や競争制限的な措置が採られることが多い。しかし、顧客に対するサービスについて競争制限措置が採られることは、エンド・ユーザーの立場からみて問題が多い。また、エンド・ユーザーに対して金融に関する情報に透明性が欠如していることも日本の特徴の1つである。

翻って考えると、日本の独占禁止法違反の最初の例は、1947年の27の銀行による貸出・預金金利に関する最高金利協定であった。この最高金利協定については「臨時金利調整法」が制定されたために、独占禁止法の適用が行われなかった。このことは、競争政策と規制の関連を考える上で示唆的な事件である。同様の問題は、振替手数料、CD・ATM使用手数料、証券発行に際しての受託手数料や引受手数料、証券の売買に関する委託売買手数料(大蔵省認可の下で証券取引所が定款の中で定め、「割引き、割戻しをしてはならない」と規定されている)など各種の手数料にも存在している。

イギリスで委託手数料の自由化が進展したのは、公正取引庁が証券取引所規定に委託手数料が記載されていることを問題にしたことが1つの契機になっている。さらに、保険業についても保険料は、全社共通の横並び価格となっている。石油価格に関するカルテル事件は、カルテルが行政指導に基づく場合でも、それが競争促進と矛盾を引き起こす場合には独占禁止法の適用を免れることは出来ないことを示している。金融

資本市場や保険業についても、独占禁止法の適用除外やこれまで適用対象と考えられていなかった分野がいくつか存在している。しかし、適用除外そのものも規制緩和の進展につれて、競争政策の観点からの見直しが必要となっている。

最近の金融証券不祥事が発生した基本的な原因の1つは、金融サービスに関する情報の透明性が決定的に不足していたことであり、業者と規制を行う行政当局との関係が不透明であったことである。情報の透明性を高めるどころか、ヴェールをかぶせるような行政当局の対応がみられたことは残念なことである。

例えば、銀行が自らの不良債権の額を公表することは、銀行の株主や預金者に対する当然の義務であると考えられる。しかし、そうした義務を果たしたのは、アメリカで上場しているために、SECの監視下にある民間銀行（1行）のみであった。日本における情報開示制度が、いかに株主や預金者の利益を尊重していないかを示す象徴的な事件ともいえる。

(5) 企業の会計情報の透明性確保

日本において企業情報が、投資家に十分公開されていないことは銀行に限ったことではないが、私有財産制度の下で市場が健全な機能を発揮するためには、十分な情報の開示が不可欠である。金融に関連した情報の透明性を高めるという観点からすれば、金融商品に関する情報提供も一層充実することが必要である。企業情報・金融情報の透明性を高めるためには、日本の会計制度を国際的な会計制度が主張する時価主義を基準とすることが必要である。特に、金融資産に関する時価主義の採用を早急を実施すべきである。

現実には、日本の金融機関や企業は、株式について「益出し決算」を通じて恣意的、かつ変則的な形で再評価（時価主義の部分的採用）を行っている。変則的な資産再評価によって、公認会計士にとってすら企業の財務状況を把握することが困難になっている。年金基金など機関投資家に関する様々な規制も、それが簿価主義で行われていることが、多くの問題を引き起こしている。

現在、日本では、上場有価証券および上場先物・オプション取引について時価情報が提供されている。しかし、特定金銭信託や指定金外信託の含み損は開示義務がない

とされており、また投機目的の先物取引など多くのオフ・バランス取引について時価で適時開示することが義務づけられていない。金融自由化の進展に伴って企業や金融機関のリスク・テイキング行動に関する規制を緩和するのであれば、当然それに付随するリスクを時価情報で監視出来る体制を整える必要がある。

2. 預金市場と消費者ローン

(1) 預金市場の自由化と決済機能の維持

預金金利の自由化は、1979年のCDの導入に遡る。それから14年後の1993年秋によりやく小口の定期預金金利が自由化されることになった。金利の自由化に当っては、段階的自由化と一挙の自由化の2つの選択があったが、結局、「信用秩序の維持・預金者の保護」という名目の下で金融機関の利害が優先された。その自由化の過程では、MMCなど中間的な金融商品が販売されたが、預金者のニーズに十分答えるものではなかった。商品設計の自由化については、現在も専門金融機関制度の下でなお多くの制約が残されている。

銀行が元本と利子が固定した資産を保有しているのであれば、預金もまた元本保証で固定金利が望ましい。しかし、金融自由化の過程において銀行の資産の側が、株式保有を含め変動リスクの大きいものに変化するとすれば、負債の側もそれに見合ったものにならざるをえない。現実には、貸付けにおける変動金利制度の採用は、同時に預金金利の自由化を伴わざるを得なかった。

金融自由化の進展とともに元本の保証されないリスクの大きい資産を銀行が保有するようになれば、金融商品多様化の進展とともに元本の保証されない「劣後預金」の発行も論理的帰結として発生して来ると考えられる。しかし、このことは銀行の健全性の維持を軽視してよいということを意味してはいない。銀行が、預金者に対して提供するサービスは、高い収益率のある金融商品の提供みならず決済サービスも含まれているからである。この決済サービスは、その外部性のためにシステミックなリスクにさらされやすい。

ここで、重要なことは預金の決済機能と貯蓄機能を区別し、決済機能にかかわる預

金は、元本を保証し、預金保険の対象に含めることが必要である。ブライアント(1989年)のいう「コア・バンク」も、決済機能をもつ「マネーを供給する」銀行と市場型金融機関(やファイナンス・カンパニー(LBO、リースなど大口の企業金融を行う金融会社)を区別することの重要性を示唆している。「コア・バンク」については、決済機能維持のために、資産運用については国債、政府保証債、格付けの高いコマーシャル・ペーパーに限定すべきである(フリードマンのいう「100%準備銀行」がここでのコアバンクに対応することになる)。コア・バンクには預金保険をつけるべきであるが、それが利用されることはほとんどないであろう。

市場型金融機関については、行政による監視よりも市場機能に基づく監視を強化すべきである。市場機能における監視については、まず第一に、株主による監視機能を強化すること、第二に、純資産を毎日公表するよう義務づけることによって、危険な金融機関の倒産が、金融システムに与える波及効果(負の外部性)を小さくすること(純資産を毎日公表し、純資産がマイナスとなれば閉店するという「純資産銀行」制度の採用)、第三に、格付機関の機能強化を図ることが重要である。また、第四に、倒産リスクに対しては、債務保証機関の機能強化を図るべきである。

(2) 消費者ローン

日本における消費者ローンの残高は、1991年末に一世帯当たり511万円とかつてない程高い水準に達している。同時に自己破産や多重債務問題(1991年に自己破産申告者は2.3万人に達している)が多発している。しかし、消費者信用はエンド・ユーザーにとって十分に利用しやすいものとなっていない。それは、1つには消費者信用が銀行系、信販・クレジット系、消費者金融系(サラ金など)の3つに分れており、相互に排他性が強いからである。そして、排他性を強めているのが、消費者信用に関する縦割り行政である。自己破産や多重債務問題を解決するためには、個人のプライバシー保護を適切に確保しつつ個人情報収集整備を行うことが不可欠である。銀行系、消費者金融系(サラ金)を除く、クレジット系業界は、1992年6月から顧客の残高情報を交換し始めた。しかし、まだ個人の過去の歴史に関する情報収集に関するインフラストラクチュアは整えられていない。

また、住宅ローンについても民間銀行の取組みは、依然として横並びであり、融資条件もほとんど同一であって不十分な点が多い。住宅信用市場へ新規参入を促進する上からも住宅ローンの証券化が有用であろう。ただし、この証券化を実行するためには、公的金融機関（住宅金融公庫）が小口の債権を集め債務保証を行うことが必要であろう。

さらに日本では、教育ローンがほとんど供給されていない。かりに民間において教育ローンが不十分にしか供給されないとすれば、郵貯がパーソナル・ファイナンスの一分野として補完的な役割を演じる余地が生ずることになる。

(3) 郵便貯金の役割

郵便貯金制度は、日本において事実上安全なマネーを供給し100%準備を備えた「コア・バンク」の役割を演じている。1927年の金融恐慌を始めとして日本の銀行制度が確立してゆく過程において、郵便貯金は「セーフ・ヘブン」として機能した。バブルの崩壊に伴って民間銀行に不良債権が累積した時期にも、郵便貯金が顕著に増加した。この増加は、必ずしも「定額貯金」の商品設計上の有利性のみによるものとは言えない。危険な銀行・信用金庫から郵便貯金への逃避が一部発生したように見える。

しかし、郵便貯金が教育ローンを始め個人の金融サービス提供のために資産運用する余地は限られている。郵便貯金が本格的なパーソナル・ファイナンスに乗り出すのであれば、郵便貯金の民営化を含め財政投融資制度全般について抜本的改革を検討することが必要になる。財政投融資制度は、資金調達面では郵便貯金については市場金利連動型になりつつあるのに対して（注4）、政府系金融機関による資金運用面では硬直的な運用しか出来ない現状にある。加えて、財政投融資の運用面も本来財政で行うべきことを「財投回し」した結果、返済困難な債権をかかえている。例えば、国鉄清算事業団へは、11.6兆円、林野庁特別会計へは2.5兆円の資金が貸し出されている。他方、預託金利で郵便貯金に貸し出されている自主運用資金は、1992年度末で累積20兆円存在する。1996年度末には、自主運用資金は40兆円にも達する予定である。財政投融資制度における資金運用面での柔軟性、効率性を高めるためには、財投投資機関に財投債発行権を与え、財投債の発行を行うことが望ましい（注5）。

3. 証券市場

(1) 投資信託

1993年5月に投資信託の残高は、47.88兆円あり、そのうち株式投資信託は、21.3兆円ある（注6）。バブルがはじける前の1989年には、株式投資信託は、45.5兆円あった。額面割れを起こしている株式投資信託は、300本程度存在している。

手数料体系については、現在見直しが行われているが、契約時点での販売手数料が高いので、手数料稼ごのために証券会社が短期で乗り換えを勧めることが多い。また、証券会社が投資信託委託会社の資産運用に介入していることも投資信託の商品の魅力を減殺している。現在のように証券会社を通じての販売ばかりでなく、販売方法の自由度を高める必要がある。1992年から投資信託委託会社は、証券会社を経由せず直接販売することが可能になったが、まだ直接販売を行っている委託会社はない。電話での販売や郵便局やスーパーなどでも販売することが可能になれば、もっと投資家の需要に答える運用を行うようになるであろう。

情報開示についても、運用成績を評価する機関が存在していない。運用成績を評価する適切なベンチマークが必要である。さらに投資信託の運用機関についても通常3～5年とされているが、実際には2年程度で解約されることが多い。解約されることが多いのは、証券会社にとって手数料収入が増えるからである。さらに証券会社は、株価上昇期には営業特金や個人投資家向けファンドの利回りが8%を越えると手数料を稼ぐために回転売買を行ったと言われている。

1992年8月から運用期間が7年物のファンドが販売されることになった。しかし、より根本的には、日本では会社型の投資信託が法制度上の理由から存在していないことである。さらに日本では専門的な教育訓練を受けたファンド・マネジャーが不足している。さらにファンド・マネジャーを補完する証券アナリストを育てる努力が必要である。証券アナリストも個人の責任を明瞭にし、独立した形で営業出来ることが望ましい。

また、銀行による企業活動の監視が弱まるにつれて、資本市場を通じる企業活動のモニターの必要性が強まっている。バブルの時期に企業による財テクが横行したのは、

株主を無視しえたからである。余裕資金は、本来株主に還元すべきであった。企業が、本業をおろそかにして営業特金（企業や銀行、保険会社などが、証券会社に株式、価格などについて顧客が指定しない一任売買をさせるファンドで1980年の国税庁による「簿価分離」通達により、持ち合い株とは独立に株式運用が可能となった）やファンド・トラスト（信託銀行が運用するファンドで委託者に運用している株式・債券のまま返還する点で営業特金と異なる）などリスクの多い投資を行ったことは、株主への背信行為にも等しい。しかも、営業特金は、証券会社による「利回り保証付き一任勘定」をその本質としており、投資家の自己責任原則にも反するものであった。営業特金のもつ様々な問題は、損失補填として噴出したは記憶に新しい。最終的には、個人投資家が投資信託を通じて企業活動をモニターしえるようになることが望ましい。

(2) 社債市場

国内発行市場においては受託手数料が高いこと、並びに国内の無担保普通社債が純資産の額を越えて発行出来ないという発行限度枠があるために（これは欧米企業にない制約である）、社債発行市場がロンドンへシフトしてしまった。他方、海外で発行する場合や、担保付き社債、転換社債、ワラント債については純資産の2倍が限度となっていた。1993年6月の商法の改正(10月施行)によって発行限度額は撤廃された。しかし、大蔵省は、国内社債市場の空洞化を回避するために発行後90日は日本に持ち込めないという規制を行っている。さらに引受け主幹事が四大証券の寡占状態にあること、ならびに公募債の適債基準が厳しいといった問題も残されている。また、社債の流通市場の整備が遅れていることも問題である（注7）。

(3) 機関投資家の規制

年金基金など機関投資家の投資行動については、現行のリーガル・リスト方式を廃止し、「プルーデントマン・ルール」を明確にし、時価主義に基づくパフォーマンス評価を確立することが重要である。ここで「プルーデントマン・ルール」とは、1974年にアメリカのERISAで採用された考え方である。「同じ能力を持ち、問題に精通した慎重な人間が同じ得失と同じ目的をもつ資産管理において直面している状況下で用

いるであろう注意、技術、慎重さおよび勤勉をもって義務を果すことを受託者に課す」というものである。

同時に、機関投資家の投資行動に関する様々な規制を撤廃する必要がある。例えば、

- ① 簿価基準の予定利回り慣行を撤廃する。
- ② 年金基金における大蔵省銀行局長通達「5-3-3-2ルール」(元本が保証された安全資産(50%以上)、外貨建て資産(30%以内)、株式保有(30%以内)、不動産(20%以内))を簿価基準から時価基準に改める。
- ③ 生保・損保におけるインカム・ゲイン配当原則を撤廃する。
ことが望ましい。

③については、これまでも特別配当や変額保険制度の導入によってその原則が部分的に崩れていたが、特金やファンド・トラストを簿価分離とした時点で、保険業法86条の規定(株式の値上り益は積立金とし、契約者の配当に回してはならないとする規定)について、事実上の抜け道を監督官庁が認めたことを意味している。また、生命保険会社における一般勘定に関する一層の情報開示(経理・運用の明確化)や配当の自由化も遅れており、その早期実施が求められている。

(4) 株式市場の特徴

多くの論者は、日本の株式市場は、欧米の市場と比べて以下のような欠陥をもっていると指摘している。

- ① 選択の幅が狭い。
- ② 取引コストが高い。
- ③ リスクとリターンの関係が不明瞭である。
- ④ 市場の運営ルールが不透明である。
- ⑤ 流動性が低い。

このうち②の取引コストについては、有価証券取引税の存在や販売委託手数料が高水準にあったことが作用している。③のリスクとリターンの関係については、これまでの「資本資産市場価格付け理論」や「裁定価格理論」などに基づく実証研究(Ham ao (1990)、Sakakibara et al (1988))の示すところでは、日本とアメリカで大き

な差異はないようである。⑤の流動性は、マクロ的な流動性とミクロ的な流動性に分けられる。1987年10月の株価暴落の時に売りたいのに買手が見つからない銘柄が多数存在したことは、マクロ的流動性欠如の例である。このマクロ的流動性の不足は、他の欧米市場でも発生しているが、現実に活発に取引されている銘柄が限られていること。(150~200銘柄)は、①の選択の幅が狭いこととも対応している。ミクロ的な流動性とは、十分な数の売り買いの指値注文が比較的狭いスプレッドに集中していることを指す。日本では、株式市場における競争売買は、「ザラバ方式」(取引所正会員の注文を呼び値別に注文控に記入し、条件の一致したものについてその都度契約が締結される方式)をとっており、アメリカにおけるようなマーケット・メーカーは存在していない(英米では「スペシャリスト方式」がとられており、マーケット・メーカーが自己勘定で売買する制度となっている)。取引高の多い主要銘柄については、日本の株式のミクロ的な流動性が低いとは必ずしもいえないが、取引価格と均衡価格の乖離や取引完了時間を縮小するとの観点からすれば、マーケット・メーカーの機能を高めることが望ましい。

これらの欠陥は、行政当局による規制の他に法人間で株式の持ち合いがあること、株式発行市場が四大証券による寡占状態にあること(注8)、固定手数料制度が存続していることと深く関連している。株式の持ち合い

まず、株式の持ち合いは、1991年に170兆円、全株式(430兆円)の約40%を占めている(高頭(1991年))。この株式持ち合いは、新株発行に際しての安定株主工作(発行会社が他の企業に自社の株式保有を依頼すること)は、安定株主に増資株の一部を割り当てる「親引け」とも相まって株式市場における価格形成を歪める要因となっている。さらに浮動株の少ないことは、仕手グループによる「グリーン・メール」(買い占め株の肩代わり要求)や不公正取引を生む基本的背景となっている。

この株式持ち合いは、戦後直後の財閥解体後の時期と1960年代後半の資本自由化の時期に大きく拡大した。さらに、1965年の証券不況時点に設立された共同証券、保有組合の株が放出されるに際して、発行会社が引き取り、それを安定株主にはめ込むことが行われたことも株式持ち合い拡大要因となった。

1970年代に入ると、乗っ取り防止としての持ち合いは、高株価経営の手段として使

われるようになった。すなわち、企業は安定株主工作（安定株主に浮動株を買ってもらうこと）を通じて高株価をつくりだし、高株価を背景として時価発行増資する。公募増資をする場合には、払い込み価格を市場価格よりも低目に設定拡大した上で安定株主にはめ込む（これを「親引け」という）。発行時点でこれを行うと株価操作になるので、上場会社は証券会社の助けを借りて恒常的に株主安定工作を行うようになった（注9）。

「親引け」については、公募の原則に反するということで、自主規制ルールが強化され、1982年には原則として行わないことになった。しかし、公募株が誰に割り当てられたか公表されておらず、実質的には親引けが行われている可能性が強い。いずれにしても株式価格のバブル化も、安定株主工作の下での時価発行時点における過大な価格付け（企業間での相互補助金供与）が寄与したように思われる（注10）。もちろん、ファンダメンタルから乖離した高株価をいつまでも維持出来るわけではないので、株価は下落する。問題は、その下落による損失を誰が負担するかである。情報の欠如した個人投資家にそのシワ寄せが行った可能性は、投資信託の収益率の低さを見る限り否定しにくい。

他方、証券会社がアンダーライター、ブローカー、ディーラー（自己売買）としての業務を兼務出来ることも株式持ち合いを促進した。証券会社は、企業が時価発行した株式を引受け、法人営業部が他の企業に取り次ぐという二つの業務から発行手数料と仲介手数料が入る。発行手数料は、現在2.9%であるが、浮動株を吸収し安定株主にはめ込む工作も行うので必ずしも高いとは言えない。

いずれにしても時価発行増資に際しての手数料収入が、株式持ち合い促進と損失補填問題の裏側に存在している。ここでアンダーライター業務とブローカー業務との利益相反の問題が存在することを見逃してはならない。ブローカーとしては投資家の利益を優先すべきであるが、アンダーライターとしては発行会社の利益を優先しなければならないからである。1989年に「インサイダー取引規制」が導入され、証券会社は法人部門を資金調達（引受）部門と資金運用部門に分割したが、この「チャイニーズ・ウォール」が機能しているかどうか疑問が多い。「営業特金」においては、資金引受部門に属する営業マンが、同時に法人から預かった資金を運用したので、「チャイニーズ・

ウォール」は存在しないに等しかった（注11）。

(5) 固定手数料と損失補填

証券市場における固定手数料は、健全な資本市場の機能を損なうばかりでなく、損失補填問題の1つの原因ともなっている。四大証券による損失補填は、競争政策の観点から不当な利益による顧客誘引（「チャージング」）であり、不公正取引（独占禁止法19条一般指定9項）と認定された。しかし、本来競争的であるべき証券市場で高額な損失補填を行えること自体がおかしい。証券会社が損失補填を行えるためには、高い固定手数料で超過収益をあげているか、または小口投資家から収益を大口投資家に移転するほかに方法はないはずである。1992年の証券取引法改正において、損失補填を禁止する（50条の2）との事後的な損失補填条項を加えたが、なお基本的な問題は解決してはいない（注12）。

(6) 先物市場と株価の不安定性

また、固定手数料制度は、先物と現物の手数料の差を利用したさや取り取引を拡大させた。とりわけ外国証券会社は、先物の売買手数料が低いために現物株式と先物指数を組み合わせた裁定取引（先物指数裁定取引）を活発に行った。先物株価指数としての日経インデックスは、価格加重方式で作成されているために市場での価格操作の影響を受けやすい。例えば、1988年12月に先物指数裁定取引に誘発された先物買いは、現物株式買いをもたらした。また、1990年2月から3月にかけては、このさや取り取引は、現物と先物株価のスパイラル的な下落をもたらした。現物の買いと先物の売りを組み合わせた指数裁定取引残高が大きくなると、現物株価指数と先物株価指数の差が縮小する。そこで、指数裁定取引の解消が行われ、現物の売りと先物買いが発生する。その結果、現物株価指数と先物株価指数の差が再び拡大するはずであるが、先物売りが多く出れば、先物価格は低下し、現物の売りと先物買いが持続することになる。その結果、現物株価は大幅に下落する。この時、逆の指数裁定取引（先物売り、コール・オプションの買いとプット・オプションの売りの組み合わせ）が行われていれば、株価の下落はもう少し小幅になったかもしれないが、そうした裁定は行われなかった。

先物市場の存在そのものが株価の浮動性を高めたどうかは、なお立ち入った実証分析が必要であるが、日経インデックスの作成方法に問題があったことは確かであるように見える。証券取引所は、大蔵省の指導の下で、1991年7月にこのさや取り取引を抑えるために先物取引の手数料・委託証拠金を引き上げた。しかし、手数料・証拠金の引き上げによって先物取引はシンガポールへと流出し、社債市場の空洞化と類似した現象が生じている。

より根本的な問題は、先物市場の取引拡大は、安定株主工作を通じた株価コントロールを困難にすることである。浮動株の吸収による株価つり上げは、現物の株を必要としない先物市場では通用しないからである。高株価操作を行うことのない株式持ち合いのメリットは先物市場の発展によって減少してゆくことになろう。他方、かりに自社株の売買、保有を認めることにすれば、不必要な持ち合いかなり解消しよう。また、持ち合い株を売却して自社株を買い、この自社株を自己資本の減額とせず、準備金に組み入れるよう会計処理することにすれば（ドイツ型会計処理）自己資本の充実に役立つことになる。銀行にとってはB I S規制の達成もより容易となろう。

4. 銀行行政と証券行政

(1) 不良債権の処理

1993年3月期末に都市銀行など21行が公表した不良債権（6カ月以上の利払い延滞債権）の額は、12.7兆円であった。しかし、この額には金利減免を行っている住宅専門金融機関に対する貸付け（約5兆円）や系列ノンバンクに対する貸付けは含まれていない。アメリカのSEC基準によれば、連結対象子会社の分も含めること、一部利払いを行っている延滞債権、金利減免、返済猶予先への債権も含まれる。このSEC基準に従って計算すると、実際の不良債権額は12.7兆円の2～3倍（25～38兆円）あると推定される。不動産・ノンバンク・建設融資総額は、130兆円程度あるので、その3割程度が不良債権ということになる。加えて、都市銀行にはアメリカにおける商業用不動産関連、レバレッジ・バイアウト関連の不良債権が2～3兆円あると言われている。さらに累積債務国に対する債権（大部分有税の特定海外債権引当勘定の対象となる債権）は、

都市銀行、長期信用銀行など14行で1.2～1.3兆円存在している。また、銀行による消費者ローンは近年増加しており、その不良債権も多重債務問題から増加傾向を示している。さらに超過債務が過大であるために経営再建が困難な銀行・信用金庫113行庫の不良債権は7.3兆円、債務超過額は3.8兆円程度あるといわれている（安田＝川本（1993年）の推定）。

これに対して、預金保険機構（預金保険料0.012%：アメリカは0.2%）には5000億円（さらに日本銀行から5000億円の借入れが可能なのでこれを加えると1兆円）、信用金庫の相互援助金は2000億円しか残高がない。預金保険機構の積立金は、本来6000億円あったのであるが、1992年度に東洋信金の解体吸収と東邦相互銀行と伊予銀行の合併、1993年度には釜石信用金庫と大阪府民信用組合の合併のために支援金として1000億円使われているからである。

また、21行の債権償却特別勘定引当金（このうち担保控除後の予定貸倒額の50%以下が無税で積み立てられるが、対象債権の規定が複雑であり償却証明取得手続きは厳格である）は、3.7兆円しかない（都市銀行の場合1.5兆円、法定繰入率0.3%の一般貸倒引当金は1.7兆円）。全国銀行の有価証券含み益は22兆円（日経平均株価1万9000円を前提にした試算）、土地保有による含み益は、都市銀行だけで10.7兆円（1993年9月）あると言われており、狭義の自己資本は7.8兆円ある。これらを活用すれば銀行は自力による不良債権の償却（10～12兆円）は可能である。

例えば、この含み益を資産再評価し、準備金に組み込み、さらにこの準備金を株式分割により資本金に組み込むとすれば償却は一層容易となる。

しかし、資産再評価のうち土地再評価については、いくつかの問題がある。まず第一に、評価益に対する課税を行うのかどうか（課税が行われれば再評価をおこなうメリットは、ほとんど消失する）、第二に、営業用土地を再評価することは、実現されることのない収益を時価評価することとなるが、それはに妥当であるのかどうか（国際基準でも土地については時価主義を採用することを勧めてはいない）、第三に、銀行の場合BIS規制によれば、株式分割は自己資本の基本項目とならず、補完的項目に分類されているため自己資本規制を大幅に緩和する要因とはならないといった問題もある。

(2) 不良債権の処理方法

不良債権の処理については以下の7つの案が考えられる。

- ① 銀行が自力で有税の貸倒引当金によって償却を行う。
- ② 銀行の発行する優先株を公的機関が引受ける(1933年にアメリカの復興金融公社が行った措置でスウェーデン、フィンランドなどでも実施)。
- ③ 買上げ機関に持ち込まれた不動産を担保にした政府保証付債券を発行し、公的金融機関(郵便貯金・簡保資金)や民間機関投資家がこれを保有する。また公的機関が買上げ機関に直接融資する(安田=川本提案)。
- ④ 整理信託公社が、経営改善が見込めない金融機関を業務停止とし、倒産させる。信託公社が管財人となって債権を売却し、売れ残った不良債権を買上げる(1989年にアメリカの整理信託公社が行った措置)。
- ⑤ 買上げ機関に持ち込まれた不良債権に大幅な無税の償却を認める(安田=川本提案)。
- ⑥ 不良債権を証券化し、市場で売却する。
- ⑦ 新出発会計を採用する(1982年にアメリカの連邦住宅貸付理事会が経営危機に陥ったS&Lに認めた不動産の再評価)。

①が最も望ましい方法であるが、現実に日本でとられた措置は、買上げ資金については公的資金の導入は行わずに金融機関が自力で資金を集め、1993年1月に不良不動産担保債権の共同債権買取機関を設立したことである。その際、償却について超低利融資による金利減免や債権放棄、資金贈与について課税の対象とせず、債権償却特別勘定への無税による繰り入れ対象を広げることが認められた(注12)。

これらの措置の基本的な問題は、まず第一に、情報開示を回避したまま納税者の負担が増大したことである。第二に、この買上げ機関における不良債権は、所有が変更になっただけで塩漬け状態にある。不動産が流動化しない限りは、不良債権問題は解決しない。

7つの解決方法のうちで注目に値するのは⑦の「新出発会計」である。経営危機に陥った金融機関の営業用の土地・建物の再評価の差額を自己資本に組み入れることを認める。この時、金融機関は、株主の持ち分をいったん整理し、保有している純資産

の現在価値を再計算し、株主に払い戻しをした上で、再び株主が同額の資金を新株の購入資金として企業に支払ったと考える会計処理を行うことになる。つまり法律の上では、企業が更生することに準ずる扱いを受けることになる。日本では、商法による取得原価主義の適用が厳しいためにその適用は不可能となっている。

現在、日本の銀行が活用出来る手法は、関係会社に当該不動産を売却し、賃借するという「リースバック方式」である。この結果不動産は流動化する。この流動化による資金を買上げ資金とし、買上げによって確定した不良債権の損失を優良不動産の売却益と相殺することが可能である。アメリカのいくつかの銀行は、持ち株会社を利用して不動産のリースバックを行い不良債権問題を解決している。

(3) 債務の証券化

第二に注目されるのは、債務の証券化である。この証券化は、債権から離れたい者と債権を保有する者を市場で不良債権の価値を評価させること通じて分離させるところに特徴がある。

企業の破産法は、1978年にアメリカで見直しが行われたが、その中心的な論点は、企業が破産する場合に、企業が保有している市場価値の減少を最小限に止めるような仕組みをどうすればよいかということにあった。株主による退出と参入の決断を市場メカニズムを活用して行わせるという発想は、中南米の累積債務国の不良債務を解消するためにも活用されている。債務の証券化は、債権－債務関係からの退出－参入の決断を市場における価格決定を通じて行わせようというものである。

現在日本では、信託方式による銀行の貸出債権流動化が行われている。これは銀行が生保・損保などに額面価格以下で債権を売却し、信託銀行が受益権証券を小口化して年金基金、機関投資家に販売するものである。債権が債務不履行となった場合には、生保・保が債権を買い戻すという条件がついている。不良債権についてもこの手法を応用することは理論的には可能であるが、不動産貸付けについては信託方式による証券化が認められていない。

加えて、不動産の証券化が成功するためには、プロパティ・インブループメントによって賃貸料収入が確実に入ってくる必要がある。しかもその証券の収益率が市場

利子率に近いものであること、ないしは証券保有によるキャピタル・ゲインに対する税制上の優遇措置が必要である。さらに、証券の評価を行う格付機関の存在が必要である。

(4) 持ち合いの解消と持ち株会社

最後に、今回の不動産融資の失敗を繰り返さないためには、金融子会社に対する監視を強化し、全体としてのリスク管理や事業のポートフォリオ・ミックスを強化する必要がある。金融持ち株会社の設立は、グループとしての監視を可能にし、金融サービスの総合化に対応しやすいという点で検討に値する（注14）。日本では専業持ち株会社は禁止されているが、兼業持ち株会社は多数設立されている。金融持ち株会社の問題点は、その株主の構成にある。一般機関投資家が少なくとも株主の50%をしめ、企業活動を監視出来る体制を整備するといった工夫が必要であろう。さらに持ち株会社を認める場合には、企業間の株式持ち合いを禁止するか、または投票権のつかない株式のみ持ち合いを認めるという体制にすべきであろう。そして、金融持ち株会社が、他の非金融持ち株会社（多角的持ち株会社）が、金融持ち株会社を子会社として保有できる形にすることによって、非金融業の企業による参入を確保すべきである（注15）。

(5) 公的資金と経営破綻銀行

最後に支払い能力を失った銀行についてどのような処理を行うかという問題がある。これまで東洋信金の解体合併方式が取られてきたが、これからも同じ方式で解決が可能かどうか疑問である。合併する大手銀行にその資金力が不足することも予想されるからである。経営破綻銀行については、早目にその処理を進める必要がある。アメリカと同様に整理信託会社を設立し、当該銀行の資産を処分し、売れ残った不良資産を公的資金で買い取ることも必要になるであろう。イギリスにおけるジョンソン・マセイ銀行に対する「救命艇」作戦では、金融システム崩壊を回避するために中央銀行からの資金注入が行われたことも留意すべきである。

日本の企業は、株式市場における情報開示は不十分であったが、メイン・バンクを通じる監視行動によりその弱点を補ってきた。しかし、1970年代後半以降の大企業の

銀行離れや企業の金融の自由化の進展により銀行による企業行動の監視は不十分なものとなった。他方、銀行は大蔵省の監視の下にあるが、金融自由化の進展の伴いその監視機能も低下している。これまでの縦割り型「業者行政」を脱し、金融システム全体を管理出来る新たな「市場志向型」包括的監視体制の構築が求められている。大蔵省から独立した「金融庁」は1つの提案として注目に値する。

(6) 証券行政

大蔵省は、固定手数料、証券業務の免許制度などによって既存の証券会社を保護することを主な目的として証券行政を行ってきた（「業者行政」）しかし、本来目指すべき目的は「投資家の保護」にある。証券取引法が存在していても、不公正な取引やインサイダー取引、株価操作もひんぱんに行われてきた。また、銀行と証券会社の業務分野の争いによって、証券でありながら証券として個人投資家が保有できない証券もいくつか存在している。

もちろん、行政当局は、証券会社を保護するばかりでなく、通達などを通じて、証券会社に対して以下のような制約を加えている。

- ① ファイナンス銘柄を自己勘定で購入することを禁止する
- ② 自己勘定取引においてカラ売りから入ってはいけない
- ③ 店舗の規制
- ④ 店頭市場における成行き注文（値段をきめずその場で買い指示をすること）も禁止されている。

日本の株式市場におけるミクロ的な流動性を高めるためには、空売り制限を緩和したり、店頭市場での成行き注文を解禁することが望ましい。

しかし、より問題が多いのは、大蔵省の金融機関決算の会計原則に対する介入である。従来、大蔵省は、金融機関が保有する国債や株式の時価が原価を割り込んだ場合には、帳簿価格を時価まで引き下げる「低価法」を義務づけてきた。しかし、1980年3月期には国債の評価を「原価法・低価法選択制」に変更した。この時、資金運用部を通じる買い戻し付き国債買いオペレーションによって事実上損失補填が行われたといっ

てよい。1988年3月期には金融機関の特定金銭信託に関する簿価での引き取り（現引き）

を認め、特金・ファントラの決算への低価法適用を一年間延期した。1992年8月には総合経済対策で株式評価損を計上せず1993年3月期まで先送りすることにした。いずれの場合も金融機関の益出し行動を規制することを目的としていたが、この会計原則変更の結果、会計情報の公表による経営に関する監視機能が働かず、行政当局と金融機関の持たれ合いを通じるリスク管理の不徹底という問題を引き起こした。

さらに市場に対する政府の介入も多くの問題がある。1987年のNTT株発行において大蔵省は、証券会社にNTT株が売り越しにならないよう、機関投資家にはNTTを通じて一定株数を購入することを要請した。この結果、NTT株を市場価格を上回る高値で販売したことは、その意図はどうか、明らかに市場における株価操作である。投資家に対して公正なルールで取引を行ったとは言えず、市場の機能を阻害するものであった。

さらに1993年度予算において簡易生命保険、郵便貯金、公的年金で2.8兆円の株式組み入れ制限のない単独運用指定金銭信託の設定を認めており、1993年4月の総合経済対策においても公的資金の株式運用枠を拡大した。確かに、金融システムに危機が発生している場合に、株式市場において株価下支え介入を行うことは意義があり、長期的には銀行が純資産銀行へと変貌を遂げた場合には、株式市場において公開市場操作が必要不可欠な政策手段なる事態も予想しえる。ただし、株式市場におけるPKO活動は、短期には有用なものであるとしてもその副作用が大きいことを忘れてはならない。まず第一に、介入政策は、常に成功するとは限らないし、失敗した場合、誰が責任をとるのか不明確である。第二に、PKO活動を有効なものにするために先物市場の発達を抑制したり、先物市場と直物市場との裁定取引についても介入せざるを得なくなることである。

最後に、証券取引法を厳格に運用し、投資家を保護するために民事的救済制度を充実すべきである。この目的を達成するには、証券関係における私人の訴訟手続きに関する行政の援助が必要である。また、イギリス、オーストラリアなどで実施されている「金融オンブズマン」制度の導入によって、金融商品情報の不完全性に関する紛争を解決すべきである。

5. 結 び

日本においては、従来から業者の利益保護を中心とした規制や縦割り型の「業者行政」が行われてきた。「業者行政」は、市場の「決済制度・信用秩序維持」といった金融サービスの公共財的な側面に着目する「市場行政」へと転換すべきであると言われている（坂野（1993年））。本論においては、この市場から出発する考え方（「市場アプローチ」）とはやや視点を異にする金融サービスの利用者から見た「エンド・ユーザー・アプローチ」の重要性を強調した。もちろんこの「エンド・ユーザー・アプローチ」は、「市場アプローチ」と矛盾するものではなく、相互に補完的な役割を果すべきであると考えられる。しかし、これまで日本ではエンド・ユーザーの利益は余りに軽視されてきたのではなからうか。日本の金融市場や金融制度について、いまだ真にエンド・ユーザーの立場に立った改革は行われていない。金融の国際化、証券化、金融サービスの総合化の進展によって銀行と証券の区別や資本市場と貨幣市場の区別も余り意味のないものになっている。さらに金融業の競争を真に確保するためには、非金融業の企業により自由な参入を可能にすべきである。これまでの金融に関する規制や行政は、業者ごとの縦割り型であったが、これをエンド・ユーザーの立場を基礎とする横断型に改める必要がある。他方、エンド・ユーザーの側も、自己責任原則を明確にした上で金融自由化のメリットを享受するとの認識を新たにすることが重要である。

〔注〕

- (1) 投資家は、扱われている有価証券が証券として認定されない場合には、投資家保護が受けられない。例えば、住宅抵当信託や銀行ローン債権は、証券化されているが、銀行のみが扱える金融商品とされたために投資家は、証券取引法で規定された投資家保護を受けることが出来ない（Kanda（1993））。
- (2) 「エンド・ユーザー・アプローチ」の名称は、ゴerland（1990年）に基づくものである。
- (3) ただし、1つのぬけ道がある。それは、救済合併に限って銀行と証券の相互買収を認めたことである。買収された銀行系証券子会社は当然流通市場で株式を扱うことになる。
- (4) 大蔵省と郵政省との合意では、期間3年以上の定額貯金の金利を10年物国債金利と3年物定期預金金利から算出する指標金利を目安に郵政省が金利を決定する。逆イールドの場合は、長期の

国債金利を重視するとされている。

- (5) しかし、その場合留意すべきことは、財投債の金利がいくらになるかであろう。国が政府保証債で資金を集める場合と郵便貯金で集め、財投基準金利で運用する場合とを比べると、国債を基準にレートが決定されている財投基準金利の方が低くなっている。
- (6) 投資信託は、小口の資金を集め、株式や公社債に投資し、得られた収益を出資金などに応じて投資家に配分する金融商品である。投資信託には、会社型と契約型があり、日本には契約型しか存在していない。会社型は、欧米のミューチュアル・ファンドやインベストメント・トラストなどに代表されるものであり、投資家は証券投資を行うことを目的として設立された会社の株式を購入する。契約型の投資信託は、投資信託に投資する受益者、信託財産の運用を担当する投資信託委託会社、委託者の指図に従って信託財産を管理する信託銀行の三者の契約によって構成される。
- (7) まず、国債についても流通市場が十分に発達していないことである。国債を中心とした利回り形成が行われるためには、満期期間に応じて基準となる利回りをもつ国債が必要である。また、債券貸借市場が未発達であり、決済方法として受渡しに代えて近代的な集中決済システムの確立が必要である。
- (8) 1965年以降、証券業に新規参入した企業は例外的である。例外の1つは、西部セゾングループ（新西洋証券）である。
- (9) 1972年に共同飼料は、時価発行増資に際して自社株を買い、安定株主にははめ込み、株価操作（証券取引法125条違反）として摘発された。しかし、安定株主工作自体が、発行会社と証券会社が株価を引き上げる工作を行うことであるから、外国投資家からみれば、インサイダー取引、株価操作である。
- (10) 新株発行時点における株価のアノマリーについては、岩田（1993年）を参照されたい。
- (11) さらに自己売買を行うディーラー業務（証券会社の利益優先）とブローカー業務（顧客の利益優先）の利益相反の問題もある。
- (12) 1991年の損失補填問題は、国税庁による告発が引き金となったが、実は損失補填額の余りの大きさに驚いた大蔵省が証券会社の倒産防止のために顧客の名前を公表し、損失補填をしなくともよいようにしたとする見方もある（ゼレンスキー＝ホロウエイ（1992年））。
- (13) 銀行が100億円の不良債権をもち、70億円しか回収出来なかったとしても、今回の優遇措置で30億円のうち約半分（法人実効税率分）は、税負担軽減となる。ノンバンクの債権を銀行が買い取った場合も、同じ扱いが認められた。
- (14) 公正取引委員会は、野村証券が野村土地建物が、事実上持ち株会社としての機能を果たしているとして独占禁止法17条を適用し、野村土地建物の株主に「野村証券の承諾なしに譲渡しない」と規定している譲渡制限の特約を破棄するよう勧告した。銀行についても系列不動産会社が銀行の持ち株会社の機能を果たしているとの見方もある。いずれにしても、アメリカや欧州で認められている持ち株会社について、競争政策の原則に立ち戻って議論する必要がある。

-
- (15) 金融サービス持ち株会社と多角的持ち株会社の関係についての考え方は、アメリカの「金融システム近代化法案」(財務省1991年3月)によっている。

参考文献

- [1] 岩田一政「日本の株式市場のアノマリー」 貝塚啓明編 『1980年代の金融政策』日本評論社 1993年
- [2] 奥村宏『日本の株式市場』ダイヤモンド社 1988年
- [3] 金子秀明『郵貯・郵便局の未来』東洋経済新報社 1993年
- [4] 財部誠一『資産再評価』講談社 1993年 [5] 坂野常和『証券不況：いつ晴れる?』毎日新聞社 1993年
- [5] ゼレンスキー=ホロウエイ『日本金融制度の罪と罰』TBSブリタニカ, 1992年
- [6] 高頭弘二『株式市場改革：「兜町再生への条件」』ダイヤモンド社 1991年
- [7] 中島修三『株式の持合と企業法』商事法務研究会1990年
- [8] 日本経済新聞社編『金融界淘汰の時代』1993年
- [9] 日本経済新聞社編『銀行不倒神話の崩壊』1993年
- [10] 三輪芳朗『金融行政改革：役所ばなれのすすめ』日本経済新聞社 1993年
- [11] 安田隆一・川本裕子『日本金融再生の道』東洋経済新報社 1993年
- [12] Bryant, Lowell, Bankrupt-Restoring the Health and Profitability of Our Banking System, 1991
- [13] Gowland, David, The Regulation of Financial Markets in the 1990s, Edward Elgar, 1990
- [15] Hamao, Y., "An Empirical Examination of the Arbitrage Pricing Theory: Using Japanese Data", (eds.) Elton, E.J., & Gruber, M.J., 'Japanese Capital Markets', Harper & Row, 1990
- [16] Kanda, H., The Regulatory Environment for Japanese Capital Markets, in (ed.) Takagi, S., 'Japanese Capital Market', Basil Blackwell, 1993
- [17] Sakakibara, S., Yamaji, H., Sakurai, H., Shiroshita, K., and Fukuda, S., 'The Japanese Stock Market: Pricing System and Auditing Information', Praeger 1988
- [18] Takagi, S., "The Organization and Microstructure of the Secondary Stock Market in Japan", (ed.) Takagi, S., 'Japanese Capital Market', 1993, Basil Blackwell,
- [19] U.S. Treasury, Modernizing the Financial System: Recommendation for Safer, More Competitive Banks, February 1991

第Ⅱ部 家計と金融

1. 家計からみた銀行のあり方

(1) 銀行の役割と機能

(銀行とは何か)

銀行とは何か。この問題に対しては、法制上の定義等種々の観点から論じうるが、ここでは銀行をひとつの経済主体として捉え、その社会的機能に着目して考えることにする。一般に、家計という貯蓄超過主体（黒字主体）と企業等の投資超過主体（赤字主体）との間に立って、資金融通の円滑化・効率化を図るといふ金融仲介業務を営む機関のことを金融仲介機関という。そして、そのなかでも金融仲介業務とともに預金（信用）創造の源泉となる要求払預金を業として取り扱う機関（預金取扱機関）のことを、とくに銀行と呼ぶ。銀行は、金融仲介サービスの専門的生産者として預金者から貯蓄資金の運用を委託されているほか、支払手段としての預金通貨の供給主体として、また一国の決済機構の運営主体として、家計の生活向上を金融面から支えるうえで重要な役割を果たしている。

すなわち、銀行は、その資産運用に関する専門的能力に基づき、家計が資産の運用に際し直面する困難の克服に要する費用を節約することを通じて、家計の限りある資源の効率的配分を助けるという、社会的機能を果たしているのである。企業等の赤字主体が債務証書の発行を通じて将来所得による支払を約束して、家計等の黒字主体から現在所得の提供を受けることを一般に、金融取引という。家計が金融取引を直接行う場合には、家計自らの手で、金額、期間、利子率等の資金運用ニーズに丁度見合った借り手を探し出さなければならないのはいうに及ばず、ある一定の費用を支払って借り手の返済能力や債務履行努力を分析することや、将来所得が約束通りに支払われない可能性（信用リスク）についても自ら負担することが求められる。こうした困難あるいは金融取引実行に要する取引費用を、効率的な方法で解消あるいは軽減するこ

とを狙いとして考案された社会的組織が金融仲介機関であり、具体的には銀行、証券会社などが挙げられる。そして、金融仲介機関のなかでもとくに銀行の場合には、預金という元本・利息の支払が保証された、安全、確実な資産を家計に提供するというかたちで、家計の直面する金融取引上の困難を解消するとともに、確実な貯蓄手段を家計に供給するという機能を果たしているのである。

また、当座預金、普通預金等の銀行が供給する流動性の高い預金（要求払預金）は、現金通貨との等価交換が銀行により保証されていることから、企業間の大口取引や隔地間の資金決済に用いられるなど、支払決済手段として重要な役割を果たしている。要求払預金が通貨として機能しうるのは、銀行に運用を委託した資金は安全・確実な方法で投資されている結果、預金はいつでも現金として引き出すことが可能であると家計や企業が考えているからである。その意味で、現行の銀行制度は、個々の銀行に対する預金者からの信認により支えられている。なお、銀行の決済機能というのは、銀行組織が全体としてひとつのネットワークを構成、運営してはじめて機能しうるものであり、そうした銀行に対する信認が万が一にも揺らげば、銀行預金は決済手段として機能しえなくなるという点には留意する必要がある。

このように銀行は金融仲介および預金通貨の供給という公共的性格の強い業務を営んでいることに加え、不良債権の大量発生→銀行取付の頻発といった事態に至れば国民経済や家計生活に悪影響が及ぶことから、資産の運用に際しては、私的企業体としての収益性の追求のほか、公共性や安全性が経営の原則として求められることになる。すなわち、銀行は、家計や企業に対し適切な貯蓄手段を提供するとともに、安全・確実な資産運用に努める必要がある。また、銀行は、預金者からの支払要請に応じて、いつでも額面通りに預金を返済できる支払能力と流動性を維持する必要があるのはいうまでもない。そのためにも銀行に対しては、運用資産の健全性確保を狙いとした収益・リスク管理の厳格化、自己資本の充実が求められることになるのである。

（政府による監督・規制の根拠）

このように銀行は、金融仲介と預金通貨の供給という2つの異なった業務を同時に営んでいるが、そのこと自体、内在的に矛盾した側面を有している点には留意する必

要がある。銀行取付の発生が示すように、預金者が一斉に預金を引き下ろせば、銀行は支払不能＝倒産という事態に追い込まれるなど、現行の銀行システムは直ちに成立しえなくなるのである。というのも、銀行は、資産運用に伴う各種のリスクを負担することにより預金者に対し預金と現金との完全交換を保証する一方で、預金の大部分を高利回りの非流動資産に投資し、支払準備としての現金については一定比率の限られた金額しか手元に留保していないからである。

こうした内在的不安定性にもかかわらず、現行の銀行システムが円滑に機能しているのは、家計等個々の預金者が銀行を信頼したうで安心して取引を行っているからである。そして、取引先企業の大型倒産発生に伴い銀行の資産内容が大きく悪化するとか、「あの銀行は危ない」といった噂話により預金者の信頼が大きく揺らぐと、銀行取付が発生することになる。銀行システムの崩壊は、銀行による金融仲介機能の中断だけでなく、銀行が組織全体として提供している支払・決済システムやリスク・シェアリング機構の機能低下を意味し、その結果、設備投資活動の停滞等を通じて实体经济活動に悪影響を及ぼすことになる。換言すると、銀行システムの安定性は、国民経済が健全な発展・成長を遂げるうで欠くことの出来ない大きな条件であるといえよう。

このため、銀行システムの安定性あるいは信用秩序の維持が経済政策上の問題となるとともに、信用秩序の維持を狙いとした公的当局による介入＝銀行に対する監督・規制が実施されることになる。わが国をはじめとして各国においては銀行組織の効率化政策とともに、銀行監督・規制あるいはプルーデンス政策と称される、各種の施策が公的当局により講じられているが、そうした措置は、このような銀行業務の国民経済的側面に着目したものと考えられる。

(望ましい銀行規制のあり方)

もっとも、銀行システムの安定性を確保するうで最も重要なのは、銀行が自らの責任において健全な行動をとるという「自己責任の原則」である。そして、そうした民間銀行ベースでの対応が不十分にしか機能しえないときにはじめて、それらを補完するものとして公的当局による監督・規制が必要になるといえよう。すなわち、銀行

間の競争を促し、経済効率の向上を図る一方で、銀行システムに対する信託を確保・維持して行くためには、なによりも個々の銀行が自己責任の原則に基づく節度ある経営を行い、自己資本の充実、資産内容の健全性維持、内部管理体制の充実等に努めることが重要となる。そして、こうした観点からは、銀行に対し、貸出先に対する審査能力の充実・強化、各種のリスク管理体制の整備・拡充等が求められる。

また、これと同時に、預金者や一般債権者が個々の銀行が保有する資産のリスク度をより正確に評価しうる体制を整備する必要がある。そのためにも、銀行の経営実態が財務諸表において適切に把握できるよう会計制度の整備や、銀行による経営内容の開示（ディスクロージャー）の充実が必要となる。ディスクロージャーが進めば、個々の銀行の資産内容あるいは経営内容の善し悪しに関する預金者の判断を反映するかたちで預金金利が形成され、その結果、健全な銀行と資産内容に問題のある銀行とでは預金金利に格差が生じることになる。このため、銀行がより有利な条件で資金調達を行うためには、銀行経営の健全性を確保・維持することが強く求められることになり、銀行システムの安定性あるいは信用秩序の維持にも良い影響が及ぶと考えられるからである。

(2) 金融環境の変化と銀行経営

(預金金利自由化の進展状況)

近年における預金金利自由化措置の推移は、昭和60年3月の市場金利連動型預金(MMC)の導入により始まった。MMCの最低預入金額は当初、銀行経営への影響をなるべく小幅なものに止めることを狙いとして、5,000万円と高めに設定されていた。その後、MMCの最低預入金額は段階的に引き下げられてきたが、後で述べる大口定期預金の最低預入金額の引き下げに伴い、大口定期預金に吸収されるかたちで平成元年10月からは新規取扱いが中止された。この間、昭和60年10月には金額10億円以上の大口定期預金の金利が自由化され、その後、MMCと同様に最低預入金額が段階的に引き下げられ、現在では、1,000万円以上の大口定期預金については金利が完全に自由化されている。また、平成3年11月には預入金額300万円以上の自由金利商品として

「スーパー定期」が登場し、これによって300万円以上の定期預金については預金金利の自由化が実現している。

一方、小口の定期預金金利の自由化については、大口預金に次いで漸進的に進めるという方針に沿って、平成元年6月、完全自由化までの過渡的商品として小口MMC（最低預入単位300万円）が導入された。この小口MMCの最低預入単位も数度に互って引き下げられ、平成3年4月以降は50万円となっている。そして、平成5年6月以降、すべての金額階層において定期預金金利が完全に自由化され、これに伴い小口MMCは同月をもって廃止された。また、当座預金を除く流動性預金金利についても、金利自由化の定着状況を見極めつつ、遅くとも平成6年中には金利の完全自由化を図るという自由化スケジュールが大蔵省より公表されている。この流動性預金の金利自由化措置の第1段として、平成4年6月には新型貯蓄預金が導入され、さらに5年にはスイングサービスの付与、最低預入残高制限の緩和といった商品内容の自由化が行われることになっている。

（金融の自由化と銀行経営）

次に、こうした預金金利の自由化が銀行経営にどのような影響を及ぼしつつあるのかについて考えることにしよう。預金金利の自由化が銀行経営に影響を及ぼす経路としては、①利鞘の縮小に伴う収益性の悪化、②自由金利調達比率の上昇を背景とする収益変動性の増大、の2つが指摘しうる。実際、銀行の利鞘を昭和50年代のそれと比較すると、かなりの縮小を余儀なくされているほか、銀行の全資金調達に占める自由金利商品の比重も最近では約6割にも達するなど、金利の自由化に伴い、銀行経営は中長期的にみて厳しい状況が続くものと見込まれる。このような経営環境の構造的変化への対処方法として、銀行では、ALM等による金利リスクの肌理細かな管理、資金調達利率上昇分の貸出金利への転嫁、および経費の削減による調達利率上昇分の吸収、に努めている。

とりわけ、昭和60年10月以降の大口定期預金金利の段階的自由化が銀行経営に及ぼした影響については、次のようにまとめることが出来よう。すなわち、銀行では都市銀行を中心として金利自由化の下での資金運用力の強化を標榜しつつ、中小企業向け

貸出や長期貸出を積極的に推進し、運用利回りの引き上げあるいは利鞘の確保に努めてきた。実際、都市銀行の総貸出に占める中小企業向け貸出比率をみると、昭和60年頃までは50%程度であったのが、その後急上昇し、平成元年以降はほぼ70%の水準を維持している。一方、都市銀行の長期貸出比率の推移をみると、同じく平成元年頃の35%から急騰を続け、現在では総貸出の55%を占めるまでに至っている。このうち中小企業向け貸出の拡大は、これまで都市銀行等大手銀行の主たる借り手であった製造業を中心として、大手有力企業が株高局面の中で資金調達市場を資本市場へと転換するという「銀行離れ」への対応措置といった側面も伴っていた。また、そうした貸出の多くが、折りからの地価上昇を背景として、不動産・ノンバンク向け融資等の不動産関連融資で占められる、あるいは貸出増加額のかなりの部分が特定の業種に集中するなど、銀行の信用リスクに対する認識が不十分であった点は否定しえない。

この間、ノンバンクによる資金調達は、そのほとんどが銀行借入に依存しているといっても過言ではない状況にあり、それがまた、貸し手として借り手の行動を監視しなければならない銀行のリスク意識の後退と相まって、過剰なまでの不動産関連融資の拡大を招いた一因を形成したと考えられる。平成5年7月から認められたノンバンクによるCP発行は、資本市場による監視という市場からの規律づけを通じて、ノンバンクに対し節度ある経営を促すと考えられることから、このような事態改善のための一方策として評価しえよう。

(不良債権問題発生の原因と解決の方向)

こうした銀行におけるリスク意識の後退は、利鞘の縮小という金利自由化に伴うマイナス効果を、不動産関連融資を主体とする貸出残高の量的拡大で埋め合わせるという意識が強く働いていたことを示唆している。実際、昭和61年から62年にかけての銀行貸出増加額の過半は、建設・不動産およびノンバンク向け貸出で占められており、その結果、銀行の経営体質は地価の動向に左右されやすくなったという意味で脆弱化したと考えられる。この間、都市銀行等においては、地価が急騰をみた昭和60年度から62年度にかけては、不動産関連融資の伸長などから預金金利の自由化にもかかわらず、かつてない高収益を享受したが、これがまた、借り手企業に対する審査や与信管

理を後退させる方向で作用した点は見逃せない。

しかしながら、平成2年度以降の資産価格の下落に伴い、不動産関連企業を中心に倒産が大幅に増大するなど、不動産関連融資に潜んでいた信用リスクが顕現し、銀行収益およびその資産内容は悪化を余儀なくされることになった。例えば都市銀行の平成3年度決算をみると、金利低下に伴い業務純益が前年度比32%増という大幅な増益となったにもかかわらず、経常利益は貸出金償却負担の増加から前年度比14%減の減益となった。また、利息の支払が6ヶ月以上滞った不良債権残高は、都・長銀、信託合計で平成4年9月末現在、12兆円にも達するなど銀行経営上の大きな重石となっている。こうした状況下、都市銀行等では、巨額の不良債権の処理を現下の最大の課題として位置づけるとともに、その償却促進を狙いとして、平成5年1月には銀行等から不動産担保債権を買い取る「共同債権買取機構」を設立し、不良債権償却制度の整備・拡充を図るなど、資産内容の改善と経営の安定化に向けて努力している。

いずれにしても、これらの出来事は、業容の拡大が重視される一方で、審査・与信管理がなおざりにされてきたことを反映したものであるという点は否めず、金融仲介における信用リスク管理の重要性を端的に示すものと考えられる。このようなリスク管理の重要性を改めて認識させられることになった銀行界では現在、与信先の経営内容や返済能力を十分審査したうえで貸出の適否を判断したり、担保評価の厳正化を図るなど、社会から付託された金融仲介サービスの生産者としての本来あるべき姿へと回帰する動きをみせている。

(3) 金融自由化の家計貯蓄への影響

(金利自由化の意味するもの)

以上のような銀行の役割や機能、およびわが国における銀行を取り巻く環境の構造変化を踏まえたうえで、金融の自由化が家計の貯蓄に対しどのような影響を及ぼしうるかについて、家計の貯蓄動向を簡単に振り返った後、検討することにしよう。表1は、貯蓄広報中央委員会が毎年実施している「貯蓄と消費に関する世論調査」のうち平成4年実施分の調査結果の概要を取りまとめたものである。この調査によると、わ

(表1) わが国の家計貯蓄残高と貯蓄資産内訳 (平成4年現在)

(a) 貯蓄総額と種類別貯蓄保有額

(万円)

	貯蓄総額	種類別貯蓄保有額				年間手取り収入 (税引後)
		預貯金 (除く郵貯)	郵便貯金	保 険	そ の 他	
全 国 平 均	1,259	499	198	249	313	551
事務系統職員	993	343	156	221	273	551
労務系職員	825	340	143	188	154	477

(b) 貯蓄資産に対する選好度合

(%)

	預貯金	保 険	そ の 他
選 好 度 合	73.9	10.5	15.6

(出所) 貯蓄広報委員会「貯蓄と消費に関する世論調査」

が国における家計貯蓄残高は平成4年現在、1世帯当たり平均1,259万円、税引後の年平均収入の2.3倍とかなりの高水準にある。しかも、そのうち約6割は、銀行や郵便局等が提供する預貯金で運用されているという特徴を有している。また、約75%の家計が、貯蓄の運用に際しては、今後も引き続き安全でかつ流動性の高い預貯金を重視するとしている。このようにわが国においては、家計の貯蓄は主として銀行や郵便局等の預貯金で運用されているため、預金金利の自由化は、貯蓄金利収入に対する効果などを通じて、家計の所得や生活に少なからぬ影響を及ぼすことになる。

こうした家計貯蓄の大宗を占める銀行等の預金金利の自由化が家計の生活あるいは貯蓄行動に及ぼす影響を論じる前に、預金金利に対する金利規制が家計の貯蓄資金運用に対しどのような効果を有していたかについて簡単に振り返ることにしよう。すなわち、預金金利規制の存在は、預金金利を市場での実勢よりも低い水準に据え置くことにより、本来家計が享受しうる金利収入の稼得機会を人為的に放棄させる一方、銀行に超過利潤の獲得機会を提供するというかたちで、家計と銀行との間の所得分配を歪めるとともに、家計に対しては非効率的な資源配分を強いることになる。預金金利規制の撤廃は、市場実勢に見合った金利が預金に適用されることを意味するため、家計はより効率的な資源配分を達成しうるなど、家計の生活に対してはプラスの影響を

与えるものと期待される。

このように預金金利の自由化は家計の貯蓄行動や生活に対し望ましい効果を有しているが、金利が自由化された世界においては預金金利の水準は各銀行毎に異なりうるため、最も有利な条件を呈示している銀行を見つけ出すには、個々の銀行が呈示している預金金利に関する情報を収集・分析することが求められるなど、家計自体もある程度のコストを負担しなければならない。さらには、運用資産の抱えるリスク度が高い銀行ほど、市場からの資金調達に際してはより高い金利水準の呈示を求められるため、家計が預金取引銀行を選択するに当たっては、単に預金金利水準の高低を比較するだけでなく、個々の銀行の資産内容の健全度にも留意のうえ判断することが重要となる。換言すれば、預金者自身も「銀行を見る眼」を普段から函養するよう心掛けることが求められよう。

（金融自由化に伴う運用機会の拡大）

また、金融の自由化の流れの中で、銀行が家計に提供しうる金融商品の種類も多様化し、家計にとって利用可能な金融商品選択の幅が広がるとともに、運用目的に適した貯蓄商品を選択出来るようになりつつある。このほか、利息支払額が預金者の為替相場予想の的中度合いにより変動する外貨預金等、各種の金融取引を組み合わせた家計向けの「複合金融商品」も種々開発されるに至っている。もっとも、貯蓄手段の多様化が大きく進んでいるアメリカと比較すれば、わが国において家計が利用しうる貯蓄商品は「品揃え」の面では見劣りしているという点は否定しえない。アメリカでは、預金商品のほか、住宅ローン等の貸出資産を担保とする有価証券（いわゆる資産担保証券）を新たな貯蓄運用資産として、銀行が家計に対し発行することが認められている。その結果、アメリカの家計は、預金金利よりも高い貸出金利に近い水準での貯蓄資産の運用が可能となっている。家計生活の向上を図るためのひとつの手段として、わが国においても今後、ディスクロージャーの充実等体制の整備・拡充を図ったうえで、そうした金融商品を開発・導入することが期待されよう。

（求められる自己責任意識）

このように金融自由化を背景として貯蓄を巡る環境は大きく変化しているが、その

中で自由化のメリットを活かしつつ、安全、有利な貯蓄商品を選択するためには、貯蓄商品の内容や一般金融経済情勢について、個々の家計がこれまで以上に詳しく研究することが求められる。多種・多様な貯蓄商品の中から自らの貯蓄運用目的に見合った商品を選択するためには、個々の商品の内容・仕組みの違いについて十分理解することが重要となるからである。また、金利変更の弾力性が高まっている状況の下では、目先の金利水準だけでなく、例えば1年後といった将来の金利動向をも予想しつつ、貯蓄商品を選択することの重要性が高まっている。このため、家計においても普段から一般金融経済情勢に対する関心が求められると考えられるのである。

この間、金融の自由化の流れの中で新たに登場した貯蓄資産のなかには、銀行が提供するものであっても、外貨預金のように預金者たる家計が運用に伴う各種のリスクを直接負担する仕組みになっている商品も含まれているという点にも留意する必要がある。そうした金融商品での貯蓄資金の運用に際しては、①金融商品の内容を子細に検討するとともに、②不明な点については銀行から説明を求めるなどして個々の商品の収益・リスク構造を十分理解し、③わが国や海外主要国の金融経済情勢の先行き動向を研究したうえで、行うことが求められよう。いずれにしても、これらのことは、金融自由化に伴うメリットを十分享受するためには、家計に対し貯蓄運用に関する自己責任意識が求められることを示唆している。

(4) 預金者利益増進のためのありうべき方策

(銀行監督・規制のありうべき方向)

最後に、金融の自由化、家計による金融資産蓄積残高の累増という、新しい環境の下で、預金者としての家計の利益を維持・増進を図るための方策について考えることにしよう。先に指摘したように、家計貯蓄の大宗が銀行等が提供する預貯金商品に振り向けられているという事実を踏まえると、銀行経営の健全性をどのようなかたちで確保・維持していくかが重要な課題になる。この課題を達成するためには、各種の規制により銀行の資産運用行動に対し直接的な制約を課すよりも、個々の銀行が自己責任の原則に基づいた節度ある経営に努めるよう市場を通じて規律づけるという方策の

ほうが望ましい。

すなわち、銀行が自己責任の原則に基づき節度ある経営に邁進するよう規律づけるためには、個々の銀行の資産内容あるいは経営の善し悪しがそのままストレートに預金金利形成ひいては銀行収益に影響を及ぼす制度的枠組みを構築し、資産内容の健全性維持を怠った銀行は、資金調達コストが高くなるなど、市場においてペナライズされるメカニズムを確立する必要がある。そして、そうした枠組みが有効に機能しうるためには、不良資産の償却・引当制度の弾力化、投資家や家計が財務諸表から個々の銀行の経営状況を正確に判断出来るよう会計制度を整備・充実することと併せて、不良債権残高や有価証券等の含み損益の状況といった経営情報が広く開示されるディスクロージャー体制の拡充、といった環境づくりを積極的に推し進めることが求められよう。このように銀行の資産運用態度を市場を通じて規律づけると、銀行も自ら貸出先に対する審査能力の充実・強化、各種のリスク管理体制の整備・拡充等を図るようになり、その結果、資産内容の健全性が維持されると期待されるからである。

(セーフティ・ネットとしての預金保険のあり方)

もっとも、そうした市場を通じる規律づけだけで銀行経営の健全性が保証されるとはいえないのも事実であり、ここに市場規律策の補完措置として公的当局による監督・規制が求められるといえよう。ただし、こうした規制・監督も市場による規律づけと同様に万全なものではなく、モラル・ハザードの発生と称されるように銀行経営者の自己責任意識の後退を招き、本来カバーされるべきリスクがカバーされなくなるとか、銀行間の競争が阻害されるおそれがあるといった負の効果を有している点にも留意する必要があるのはいうまでもない。

公的当局による銀行監督・規制は、自己資本比率規制等銀行経営上の裁量性を保証しつつ過度のリスク・テイキング行動を未然に防止しようとする事前的規制と、預金保険等特定の銀行に生じた問題が銀行システム全体へと波及するのを防止しようとする事後的な措置であるセーフティ・ネットに大別される。ここで留意を要するのは、事前的規制、事後的措置という分類はあくまでも便宜的なものに過ぎないということである。事後措置が預金の安全性あるいは銀行システムの安定性を確保・維持するう

えで十分なものであると家計等の預金者が事前的に判断すれば、事後的な対応策であったとしても、銀行取引に対する信頼感を補強する方向で作用する側面があると考えられるからである。

わが国をはじめ先進主要国において近年導入されたB I S 自己資本比率規制は、事前的規制の代表的なものであり、自己資本の強化を通じた銀行経営の健全性確保を狙いとするものである。これに対し、預金保険とは一般に、政府による預金債務に対する支払保証であり、預金者に自らの預金債権の安全性を確信させることを通じて銀行取付の発生を防止しようとするものである。しかしながら、預金保険は、こうしたプラスの効果とは裏腹に、個々の銀行の経営状況に対する預金者の関心を失わせる方向で作用したり、銀行経営者の自己責任意識の後退を招くといった問題を内包している点は否定しえない。したがって、預金保険制度の具体的運営形態については、そうした問題発生の可能性に十分留意のうえ、市場を通じる銀行の規律づけを阻害しないようなあり方を模索するなど、慎重に検討する必要がある。

(預金者利益増進のための具体的方策)

金融の自由化の進展を背景とする貯蓄商品の多様化、より有利な条件での資金運用機会へのアクセス度合いの拡大といった自由化のメリットを享受するためには、先に指摘したように、個々の家計が各種貯蓄商品の内容を十分理解のうえ、それぞれの貯蓄目的に応じて使いこなすことが求められる。しかしながら、現在までのところ、すべての家計が貯蓄商品の内容を比較・検討するうえで必要となる情報を常時簡単に入手しうる状況にあるとはいえず、その結果、最も有利な貯蓄運用資産への投資機会を逸してしまうおそれがある。こうした事態の発生を未然に防ぐとともに、家計が金融の自由化に伴う利益を十分享受しうるためには、以下に掲げるような方策に基づき、多種多様な貯蓄商品の中から貯蓄目的に適した商品をそれぞれの家計が選択しうるような体制の整備が求められよう。

第1には、各種貯蓄商品の内容比較に関する競争の促進が挙げられる。家計が多種・多様化した貯蓄商品の中から、自らの貯蓄目的に最も適したものを選択しうるためには、個々の貯蓄商品の仕組みと、その収益・リスク構造を一覧表等のかたちで家計に

対し明確かつわかりやすいかたちで提示するといった環境の整備が求められるのはいうまでもない。そうした環境整備策の中でもとくに重要なのは、マス・メディア等を通じた貯蓄商品の内容比較に関する情報提供の充実であろう。この情報提供については現在でも個々の銀行等が実施しているが、家計の立場に立った公正な比較情報の提供促進を狙いとして、銀行間あるいは銀行と他業態との間の貯蓄商品に関する比較広告を解禁するといった方策も検討に値しよう。

第2には、ファイナンシャル・プランナーの育成・充実が指摘しうる。家計の貯蓄目的をみると、病気等不測の事態に備えて貯蓄を行うというのが大宗を占めているが、住宅購入資金、子供の教育資金、老後の生活資金の確保といった、個々の家計に固有な特定の目的達成のために貯蓄を行うという側面も無視することは出来ない。後者のような目的貯蓄を計画通りに達成するためには、家計においては、将来に亙る生涯生活設計（ライフプラン）との関連で貯蓄計画を立てるとともに、そうした貯蓄計画に最も適した商品を選択することが望ましいといえる。しかしながら、生涯生活設計に照らし合わせながら貯蓄商品を選択すること自体、かなりの専門的知識を必要とするため、個々の家計からみると、そこには無視しえないコスト負担が生じる可能性がある。これらのコストを節約するためには、家計に対し貯蓄形成や貯蓄運用に関する専門的な助言を行うファイナンシャル・プランナーの登場が求められよう。そして、貯蓄形成に関する専門的アドバイザーとしてのファイナンシャル・プランナーの育成・充実策の実施が求められる。

第3には、預金者にとって利便性の高い金融制度という観点から、金融制度のあり方を検討することも求められよう。家計からみた場合、最も利便性の高いのは、ひとつの店舗もしくは窓口で数多くの貯蓄商品を同時に取引しうる体制と考えられる。こうした利便性を家計に提供しうる金融制度としては、ユニバーサル・バンキング制度がありうるが、それが唯一の選択肢というわけではない。例えば現行金融制度の枠内であっても、同一フロアの中で銀行、証券、生命保険等が間仕切なしに窓口営業を行うとか、異種金融機関同士が相互に取次業務を行うといった方策が考えられよう。現在、そうした営業窓口の相互開放は認められていないが、家計の利便性向上を図るという観点から、これらの方策についても検討する必要があると思われる。もっとも、

そうした場合にも、貯蓄運用資産の収益・リスク構造を正しく評価しえない家計が過大なリスク負担を強いられたり、運用上の不利益を蒙ることがないように、各種の業務の間に適切なファイアー・ウォール（業務隔壁）を設けることが求められるのはいうまでもない。

以上のような家計の貯蓄運用に関する体制の整備を図るだけでなく、家計からみて安全、確実な運用資産の開発・確保をどのように進めるかという問題についても検討する必要がある。この点、先に述べたアメリカの事例が参考になりうる。すなわち、アメリカでは、住宅ローン、自動車ローン等銀行の貸出資産を担保とする資産担保証券を、銀行が家計に対し貯蓄商品として販売することが認められている。その結果、アメリカの家計は、預金金利よりも高い貸出金利に近い水準での貯蓄資産の運用が可能となっている。家計の生活向上を図るためのひとつの手段として、わが国においても今後、ディスクロージャーの充実等を通じて預金者が預金以外の貯蓄商品の内包するリスク度を正しく判断しうるよう環境の整備を図る一方で、そうした金融商品の開発・導入を検討することが求められよう。

2. 家計からみた証券市場改革の方向

(1) 家計と証券市場との関わりの増大

本稿で取り扱うのは、家計と証券市場との関わりであり、家計から見た証券市場の問題点とその改革の方向を明らかにすることである。

日本の家計と証券市場との関わりはかつてないほど大きくなっている。証券市場が拡大し、その結果として、証券市場の経済全体に与える影響は大きくなっているからである。証券投資などいっさい行っていないという家計も、間接的には証券を保有している。家計が預金をした銀行や保険契約をしている生命保険会社が証券投資を行っているからである。家計にとっては預金や保険でも、その資金が運用される段階で証券投資が行われているという意味で、間接的に証券保有しているのである。現に株価の下落によって、保険金が下がったり、保険料が上がったりという影響を受けている。株価下落は、景気の悪化とともに金利の政策的低下を誘っており、その結果として預金金利も低下するという結果も出ている。

証券市場のあり方と証券市場のパフォーマンスは、家計においてきわめて重要な意味を持っているのである。しかも、それは資産形成においてだけではない。株価の暴落が景気悪化の要因と言われるように、株式をはじめとする証券市場のあり様は、景気というルートを通して、生活全般に影響を及ぼし得るのである。したがって、日本経済における証券市場のウェイトの増大は、さまざまな形で、日本の家計に大きな影響を与えるようになってきているといえよう。

80年（年末）金融資産総額がようやく年間所得を上回った日本の勤労者世帯は、81年に500万円、90年に1000万円、92年にはその資産残高は1187万円になっている。勤労者世帯だけではなく全世帯平均でみれば、92年の日本の家計の金融資産残高は、1500万円を超えており、これは年収の二倍以上にあたる。日本経済は成長の結果、これだけの資産蓄積を果たした。証券市場と家計との関わりを論じるとき、この事実は大きな意味を持っている。万一に備えて何がなんでも安全に維持しなければならない、なけなしの資金ではなく、たとえリスクはあっても利益の大きいチャンスに賭けることのできるゆとりのある資金を、家計は持てるようになったということを意味している

からである。

家計と証券市場との関わり方は、2通りある。家計が自分で株式に投資する「直接投資」と、預金や保険を経由した「間接投資」の2通りである。以下ではまず、家計の直接投資について論じよう。証券にもいろいろあるが、家計の直接投資においては、もっとも重大な問題が生じ得るのは株式投資である。株式投資の利回りはきわめて不確定でありそれだけリスクも大きいからである。株式市場のあり方は、家計の資産形成のリスクを大きく左右する。直接投資においては、株式取引の仕組みや市場の状態が重要な要素となって来るが、間接投資においては、それだけではなく機関投資家の行動が家計の資産形成に深く関わって来る。間接投資の問題として、機関投資家の行動を論じておく必要がある。

(2) 家計の株式投資

株式市場における家計の動向は個人投資家動向に読み取れる。個人投資家の株式市場離れが進んでいると言われるが、事実は違う。上場株式の分布状況調査によると、確かに、個人投資家の株式保有シェアは年々減少している(表1、図1)。取引所が再開された1950年(3月末)には70%近くあった個人のシェアだが、ほぼ一貫して減少し、81年には30%を割り、92年には23.2%に低下している。株式保有や売買における個人株主のシェアが減少しているのは事実であり、しばしば報じられる通りである。法人化、機関化が進展するということは、個人投資家のシェアが減少していることと表裏をなしている。

しかし、この事実を以て、個人が株式市場から離れているというのは、必ずしも正しくない。個人の金融資産残高に占める株式投資の比率は必ずしも減少してはいないからである。(表2、図2)

総務庁「家計貯蓄動向調査」によると、個人の金融資産に占める株式投資の割合は、戦後もっとも古いデータが得られる1959年で25%を超えていた。ちなみに、この年の株式市場での個人の株式保有シェアは、47.8%である。その後株式投資比率は減少し、77年には最低の5.5%に低下した。しかし、84年から増加し始め、特に86年以降は大きく上昇し、89年々末には17.8%になっている。これは、65年の証券不況の前の株式投

第Ⅱ部 2. 家計からみた証券市場改革の方向

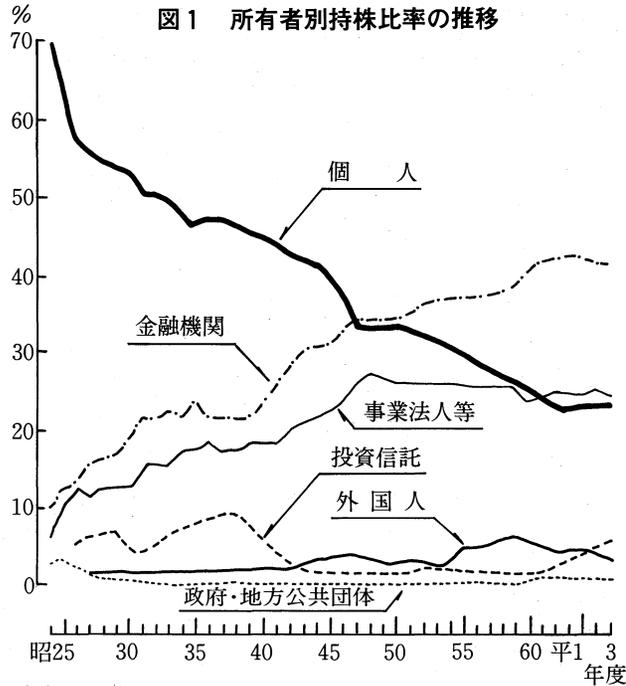
表1 所有者別持株比率の推移

年度	政府・地方 公共団体	金融機関 (除 投信)	投資信託	証券会社	事業法人等	個人	外国人 (法人+個人)
昭24	2.8	9.9	—	12.6	5.6G	69.1	—
25	3.1	12.6	—	11.9	11.0	61.3	—
26	1.8	13.0	5.2	9.2	13.8	57.0	—
27	1.0	15.8	6.0	8.4	11.8	55.8	1.2
28	0.7	16.3	6.7	7.3	13.5	53.9	1.7
29	0.5	16.7	7.0	7.1	13.0	54.0	1.7
30	0.4	19.5	4.1	7.9	13.2	53.1	1.8
31	0.3	21.7	3.9	7.1	15.7	49.9	1.5
32	0.2	21.4	4.7	5.7	16.3	50.1	1.5
33	0.3	22.4	6.6	4.4	15.8	49.1	1.5
34	0.2	21.7	7.6	3.7	17.5	47.8	1.5
35	0.2	23.1	7.5	3.7	17.8	46.3	1.4
36	0.2	21.4	8.6	2.8	18.7	46.7	1.7
37	0.2	21.5	9.2	2.5	17.7	47.1	1.8
38	0.2	21.4	9.5	2.2	17.9	46.7	2.1
39	0.2	21.6	7.9	4.4	18.4	45.6	1.9
40	0.2	23.4	5.6	5.8	18.4	44.8	1.8
41	0.2	26.1	3.7	5.4	18.6	44.1	1.9
42	0.3	28.2	2.4	4.4	20.5	42.3	1.9
43	0.3	30.3	1.7	2.1	21.4	41.9	2.3
44	0.3	30.7	1.2	1.4	22.0	41.1	3.3
45	0.3	30.9	1.4	1.2	23.1	39.9	3.2
46	0.2	32.6	1.3	1.5	23.6	37.2	3.6
47	0.2	33.8	1.3	1.8	26.6	32.7	3.5
48	0.2	33.9	1.2	1.5	27.5	32.7	3.0
49	0.2	33.9	1.6	1.3	27.1	33.4	2.5
50	0.2	34.5	1.6	1.4	26.3	33.5	2.6
51	0.2	35.1	1.4	1.4	26.5	32.9	2.6
52	0.2	35.9	2.0	1.5	26.2	32.0	2.3
53	0.2	36.6	2.2	1.8	26.3	30.8	2.1
54	0.2	36.9	1.9	2.0	26.1	30.4	2.5
55	0.2	37.3	1.5	1.7	26.0	29.2	4.0
56	0.2	37.3	1.3	1.7	26.3	28.4	4.6
57	0.2	37.7	1.2	1.8	26.0	28.0	5.1
58	0.2	38.0	1.0	1.9	25.9	26.8	6.3
59	0.2	38.5	1.1	1.9	25.9	26.3	6.1
60	0.8	40.9	1.3	2.0	24.1	25.2	5.7
61	0.9	41.7	1.8	2.5	24.5	23.9	4.7
62	0.8	42.2	2.4	2.5	24.9	23.6	3.6
63	0.7	42.5	3.1	2.5	24.9	22.4	4.0
平1	0.7	42.3	3.7	2.0	24.8	22.6	3.9
2	0.6	41.6	3.6	1.7	25.2	23.1	4.2
3	0.6	41.5	3.2	1.5	24.5	23.2	5.4

(注) 昭和60年度以降は、単位数ベース。

(出所) 「株式分布状況調査」全国証券取引所協議会。

図1 所有者別持株比率の推移



(注) 1.昭和60年度以降は、単位数ベース
 2.金融機関は投資信託を除く。
 (出所) 『株式分布状況調査』全国証券取引所協議会

資比率を上回る大きさである (表2、図2)。しかし、その後、バブルの崩壊を受けて92年度には8.7%にまで低下した。

同じデータを勤労者世帯のみについてみると、59年には28%と全世帯平均より高い株式保有率である。これは戦後の財閥解体による証券民主化運動が従業員持株の推進を通して行われたためであろう。しかし、その後、勤労者世帯の貯蓄に占める株式のウェイトは低下し、80年には5.8%の最低を記録した。その後89年には13%まで上昇したが、92年には再び6.1%にまで低下している。

80年代に上昇した株式投資比率は、90年代になって低下している。このデータが時価データであるため、80年代の投資率の上昇が株価の上昇に、90年以降の低下が株価の下落に多くを依存しているのは明かである。しかしながら、図2に明らかなように、家計貯蓄における株式投資比率は、株価の上昇下落とともに変動しながらも、一定の趨勢を持っていることが分かる。70年代後半まで低下してきた株式への投資割合は、

表2 家計貯蓄に占める証券・株式の投資割合 (%)

年	全 世 帯			勤 労 者 世 帯		
	有価証券	株 式	株 式 (投信含)	有価証券	株 式	株 式 (投信含)
1959	32.9	25.6	28.3	35.9	28.3	31.1
1960	30.4	23.4	27.0	31.5	23.2	27.6
1961	34.5	25.6	30.1	37.6	27.4	32.5
1962	28.8	20.2	24.0	28.0	19.1	23.2
1963	30.3	19.9	23.1	30.1	19.9	23.5
1964	26.7	16.6	19.4	25.7	15.1	18.1
1965	26.5	16.8	18.8	28.2	16.5	18.6
1966	22.2	13.2	14.7	22.8	12.4	13.9
1967	20.8	11.3	12.5	21.0	10.9	11.7
1968	21.6	11.5	12.4	21.4	10.3	11.0
1969	23.2	13.7	14.5	22.1	11.8	12.7
1970	21.1	11.7	12.5	20.0	9.2	10.1
1971	20.6	11.9	12.7	20.5	10.0	10.8
1972	23.3	14.5	15.2	22.1	11.9	12.4
1973	19.1	11.2	11.9	19.7	10.5	10.9
1974	17.0	8.6	9.3	17.8	8.1	8.8
1975	16.7	7.7	8.4	17.8	7.5	8.2
1976	17.3	7.5	8.0	19.2	7.9	8.3
1977	17.9	5.5	6.2	17.2	6.6	7.1
1978	17.5	7.6	8.3	16.7	6.6	7.2
1979	18.1	8.5	9.2	16.3	5.9	6.5
1980	17.1	7.4	8.0	16.7	5.8	6.3
1981	18.8	7.9	8.6	19.6	7.0	7.6
1982	19.5	8.0	8.7	19.4	6.4	7.2
1983	18.7	6.8	7.5	18.7	6.3	7.0
1984	18.7	7.8	8.5	18.4	7.6	8.4
1985	19.6	8.3	9.2	17.9	7.2	7.8
1986	20.9	9.9	11.4	18.9	8.9	9.9
1987	24.8	13.8	16.1	22.0	11.6	13.7
1988	24.5	12.8	15.8	21.5	10.9	13.6
1989	28.6	17.8	21.2	23.2	13.0	16.2
1990	23.3	13.5	15.4	18.7	9.5	11.6
1991	20.7	10.9	12.5	16.7	7.2	8.9
1992	17.5	8.7	9.9	13.3	6.1	7.1

注：『貯蓄動向調査報告』 総務庁統計局より

図2 家計貯蓄に占める投資割合
全世帯

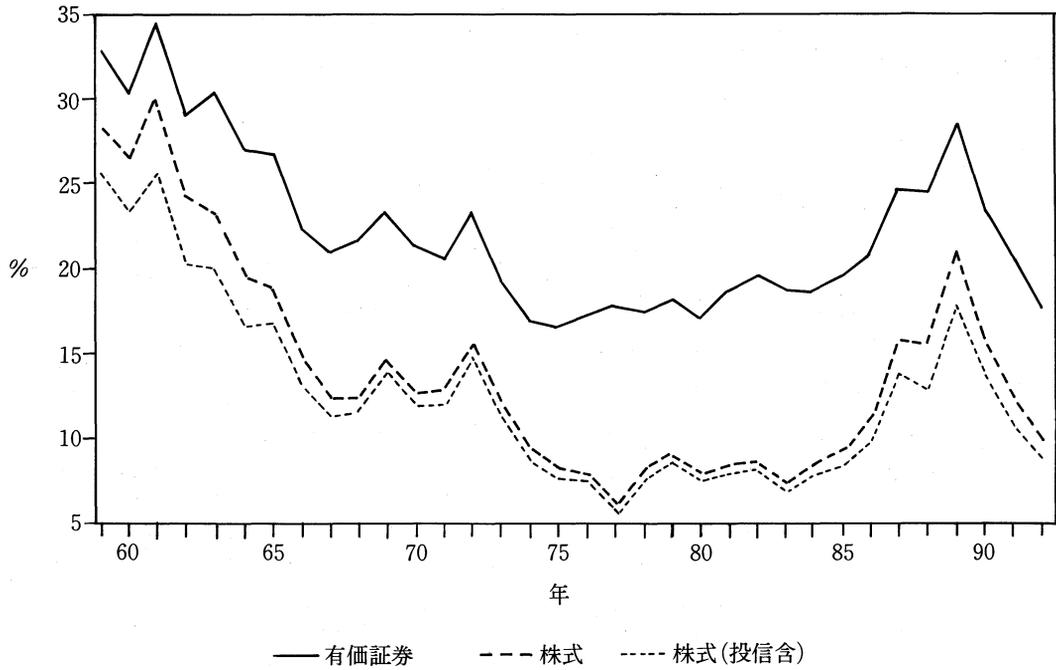
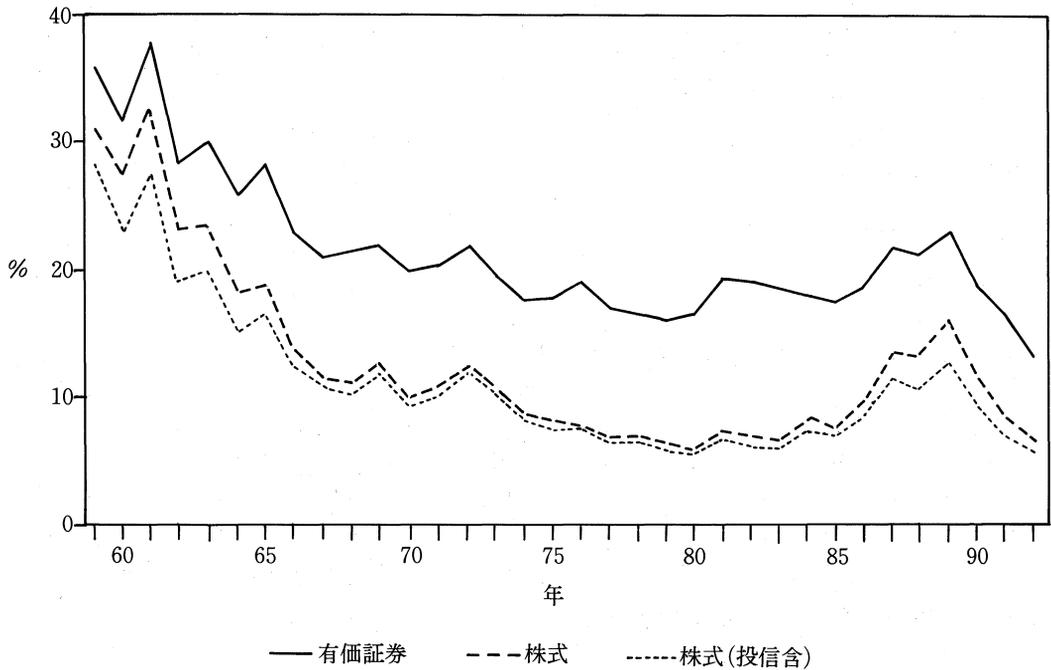


図3 家計貯蓄に占める投資割合
勤労者世帯



それ以後上昇に転じ、90年代株価下落とともに低下したものの趨勢としては、上昇の傾向を持っていると言えよう。戦後、財閥解体を契機とした家計の株式投資は、家計の自然な資産選択による結果でなかったこともあって、株価上昇とともに手放された。つまり、日本の家計は株式のようなリスク資産を保有するほど十分な資産蓄積をまだ持たなかったのである。しかし資産蓄積が進むとともに、金利選好が高まり、多少のリスクはあっても利回りの良い株式保有に意欲を見せてきた。

確かに、90年の株価暴落は、そうした家計にとって、株式投資の意欲を殺ぐに十分であった。また、あいつぐ証券不祥事が株式投資への警戒を強めたであろう。鳴り物入りで売り出され多くの個人投資家を呼び集めながら大暴落したN T T株式の存在も株式投資を忌避させるに十分である。

しかし、より長期的にみるならば、家計における株式投資のウェイトは高まるであろう。資産蓄積のスピードは所得の伸びよりも大きく、所得に対する資産のウェイトは年々大きくなっている。それだけ資産運用の重要性は高まっていると言えよう。加えて、高齢化社会の到来は、資産所得に頼る階層を増加させるから、老後を頼る資産を少しでも大きくしておきたいという気持ちから、ハイリスクでもハイリターン証券投資、中でも株式投資志向を高めていると考えられる。家計が運用利回りに敏感になり、安全性よりも利回りを重視するようになってきているということは、各種アンケート調査などに明かである。株価暴落や不祥事によって殺がれた投資意欲が持ち直すにはいくらかの時間が必要かも知れないが、株価の見通しさえつければ、投資比率は再び上昇するのではないだろうか。1987年のブラックマンデーの際、機関投資家が静観を決め込んだにもかかわらず、割安と判断した個人投資家の買いが市場を支えた。日本の家計の中には、そういうしたたかな投資家が育っている。

株式市場で事件が生じると、新聞雑誌は投資家の意見を求める。そこで、「もう株式投資をやめる」と語っているのは、一般のサラリーマン、OLや主婦である。「個人の株式離れ」を強調しようという記事自体が、株式投資の一般への浸透を明らかにしているのである。株式投資は、いまや一部の特殊な人が行う特殊なものではなくなった。家計の貯蓄動向調査はまた、株式投資を行う世帯が増加していることを示している。現在、約2割の家計が株式を保有している。個人投資家のシェアは減少しているが、

個人株主数は確実に増大している。特に80年代後半の増加は著しい。一人一人は少額でも数多くの人たちが株式市場の一翼を担い始めたと言えるのかも知れない。クロスワードパズルを解くように株式投資を楽しむ資産生活者の存在が指摘される米国・英国型の株式市場に日本もようやく近づいてきたと言えよう。

自分で銘柄を選び自分で売買タイミングを図りたいという個人投資家は今後増加することはあっても減少はしないであろう。少なくとも、自分で直接株式投資をしようとする潜在的な株式投資需要は小さくないし、これからも基本的には増加して行くであろうことは間違いない。

(3) 個人投資家対策の必要

証券市場で個人投資家対策が熱心に論じられるのは、市場が低迷しているときである。まさしく、困ったときの「個人投資家頼み」であり、したがって、喉元過ぎれば熱さを忘れて、相場が良くなって来ると個人投資家対策は閑却される。個人投資家が株式市場に不信感を持つのも無理のないところである。

証券会社の商いを離れたところで個人投資家対策が論じられることもあるが、その目的は、株価形成の安定や証券市場の効率化のためである。近年における株価の不安定性の増大は、株式市場の機関化が進み、株式取引が一方向に偏りがちであることに起因している。多数の投資家による判断が戦わされる厚みのある市場を形成するためには、機関投資家の運用の自由度を高め、投資行動のバリエーションを確保するような制度改革と同時に、個人投資家層の拡大など、投資家の多様化が同時に図られる必要がある、というのである。

しかしながら、株価の安定や市場の効率化のための個人投資家対策も、家計からみれば勝手な話である。たとえ、トータルで見れば、株価形成の安定性や証券市場の効率化は、経済の安定と効率化という意味で家計にもプラスの効果をもたらすとしても、家計の直接的なメリットという観点がすっぱり抜け落ちているからである。

家計にとって重要なのは、家計自身のための個人投資家対策であり市場対策である。家計の株式投資を行いたいという需要を満たす環境作りが必要である。これが、個人株主対策の本当の目的でなくてはならない。その結果として、株価の安定や市場の効

率化が図られるというのではなくては、話が逆であろう。個人がキャピタルゲインあるいはより高い利回りを得る「チャンス」の提供を十分受けているかどうかについて論じられることは少ない。機関投資家や法人投資家が得ているのと同じチャンスを個人にも提供しようという視点はもっと重視されても良いのではないだろうか。

個人投資家にとって株式投資は権利であり、公正なルールのもとで株式投資を行う権利を持っていることを忘れるべきではない。この点を考慮すると、これまでの個人株主対策には、微妙な視点のずれがあるように思われる。従来、個人株主対策は「株式投資をもっと魅力的にして市場に個人を呼び戻そう」という視点を持っていたように思う。しかし、「個人も株で利益を得たいと思っているのだから、そのチャンスを公平に提供しよう」という視点をとるべきである。両者は似ているが、しかし、異なるものである。前者は、投資家は（現状では）株式投資に十分な魅力を感じていないと考えている。後者は、魅力はあるがチャンスが十分でない、あるいは公平でないと考えている。「需要を喚起しよう」という視点と「需要に対応しよう」という視点は同じではない。

個人投資家がさまざまなタイプの投資家によって構成されているにもかかわらず、時によって、個人投資家を「長期投資家」と同義に用いていることがある。しかし、個人投資家の多様さは、機関投資家や法人投資家の比ではない。個人投資家の売買回転率の高さを忘れてはならない。ほとんど売買をしない個人投資家も多いだろうが、短期売買を繰り返す個人投資家も決して少なくない。いずれにしろ、平均的には個人は、最も売買の頻度の高い投資家なのである。株式投資は、本来、長期投資に適した投資対象であり、長期投資をすることによって株価変動のリスクのかなりの部分が相殺されるが、しかし、投資家の好みが多様であることは許されるべきである。家計はそれぞれの資産形成の目的や段階に応じて、また好みに応じて、さまざまな投資態度をとるであろう。長期投資を志向する投資家と短期投資を志向する投資家の両方があって良い。そうであるとすれば、長期投資を前提とした個人株主対策は、片手落ちということになるかも知れない。

家計の資産蓄積は長期的視点であるべき、リスクは小さくあるべき、というのは余

計な干渉である。また、市場運営の観点からも、短期売買が必ずしも悪いわけではない。短期売買を志向する個人投資家も、決算期やパフォーマンス評価の拘束を受けないという意味では、長期投資の個人投資家と変わりなく、市場の流動性と価格形成の厚みに貢献し得るのである。

仮に機関投資家の多様化と効率化が100%達成可能であるとすれば、それで個人投資家対策の必要性はなくなるのだろうか。そうではあるまい。機関投資家に委託せず「自分で」株式投資をしたいという個人が、それでもいるからである。いかに機関投資家の運用が効率的であるとしても、個人が自分で株式市場に参加し、自分の選んだ銘柄、自分の選んだ投資戦略を“楽しむ”道が（事実上）狭められるのは好ましくない。個人が一般的に情報力・資金力において劣るのは事実だが、そうであるとすればなおのこと、その劣位が、利益のチャンスの喪失、不当な損失につながらないような環境が整備される必要がある。条件の悪い個人投資家はその条件の悪さをカバーするような枠組みが提供されなければならない。自分で株式投資に参加したい投資家には、適正なコストで公正なサービスを受けられるような方策を講ずる必要がある。

小口投資家である個人のコストが割高につくのは事実である。その点をカバーしようとするれば、市場としてなんらかのコストを負担せざるを得ないだろう。しかし、株式市場には、そのコストを負担するインセンティブがある。「価格形成の公正と安定」「資本市場育成」というインセンティブである。これらの目的を達成することが、株式市場の関係者全体および国民経済的見地からみて利益があるとすれば、市場全体として個人投資家のためにコストを負担するインセンティブはあると考えられるのである。

(4) 配当について

個人投資家対策というと十年一日のごとく論じられるのに、配当政策がある。しかし、個人が配当を重視しているというのも固定観念である。各種のアンケート調査は、個人投資家が、配当よりもキャピタルゲインを重視していることを示している。配当を重視する投資家もいるだろうが、キャピタルゲインを重視する投資家もいる。キャピタルゲインだからと言って必ずしも、短期のものばかりとは限らない。長期的なキャ

ピタルゲインを目的に投資を行う個人投資家も多いはずである。「投資家が配当を重視しないのは配当があまりにも低いからだ」「配当が大きければ配当を重視するはずである」との議論がある。しかし、この議論が主張していることは、ウェイトの大きいものには関心が高いということと、配当とキャピタルゲインが代替的であるということ、に過ぎない。配当が重要であるとの証明にはならない。利益が配当という形で得られるかどうか、投資家はそれほど大きなこだわりを持たないのではないだろうか。配当が欲しいという投資家も、配当の低いことが投資利益の多少に関わっていると考えられるからこそ重要なのではあるまいか。おそらく、投資家にとってもっとも重要なのは、総利益の大きさであろう。投資家は倫理家ではない。市場の透明性も、証券会社の公正性も、すべてはこの点に関わっているからこそ問題なのである。

配当重視の考え方は、株式市場が流通性を持たない昔のままの考え方に未だに引きずられてはいないだろうか。永久出資証券であり、容易に転売できないとすれば株主が手に入れられるのは配当だけである。そういう状況なら配当が大きいほど良いということはあろう。しかし、完備された流通市場を持つ現代においては、現金が欲しければいつでも転売できる。定期的に所得が得たければ、預金も債券もある。株式とそれらへの投資を併せて行うことによって、投資家は、いつでも好きな「配当率」を実現できる。そうできるほどの資産残高を持っていてもいるのである。

配当は確実だがキャピタルゲインは不確実だから配当が望ましい、という意見もある。しかし、両者は同じ時点で比較しなければならない。値上がり益を実現させず将来に持ち越すなら不確実で当然だからである。株主は、配当が確定した日に株式を売却することができる。変動するものから固定するものを除いても変動の大きさは変わらない。全体としての収益の大きさと変動は配当のいかんに関わらず同じである。

そもそも、配当とキャピタルゲインは択一的な関係である。キャピタルゲインは変わらないまま配当だけが多くなるなら、誰だって配当は多い方が望ましい。しかし、配当を多くすれば株価はその分下がる。配当として支払った分だけ企業資産が減少するからである。配当を多くすればキャピタルゲインが減るから投資家の総収益は変わらない。配当をするということは、企業から資金が流出するということである。株主の持ち分はそれだけ小さくなるから、株価はそれを評価して低くなり、その分、キャ

ピタルゲインは減少するのである。

企業は、資金を集め有利な投資を行うための仕組みである。流通市場で価格が形成され、企業利益が株価に反映される仕組みになっている今日では、資金調達を行いながら配当を支払うということは、まったくの無駄である。配当支払いにはコストがかかる。資金調達にもコストがかかる。株主は留保として投資されていれば全額自分のものになった利益を、配当を受けることによって、配当支払いのための経費、資金調達のための経費として第三者にその一部を渡すことになってしまう。企業が行なう投資事業自体が株主にとって歓迎すべきでない非効率なものというなら論外である。しかし、やるべき投資、調達すべき資金の必要がありながら配当するのは、却って株主にとっては損失でしかない。

配当せずに内部留保することの是非は、投資機会との関連において評価されるべきことである。株価を成長させるような（少なくとも低下させないような）投資機会を持つ企業が配当をすることは、上述の理由から株主にとって損失である。株価を維持できるような投資機会を持たない企業が、配当せずに留保することが問題なのである。

投資機会との関連で考えれば、日本の企業の配当性向が国際的に低水準であるというだけで、企業を非難するのは当たらないということが分かる。日本の企業は、一般に高い成長を実現し十分な投資機会を持っている。少なくとも、配当性向が比較される先進諸国との比較においてはそうである。日本企業が他国より投資機会に恵まれていたという事実を鑑みれば、日本の配当性向が低いのは必ずしも非合理的なことではない。配当性向をかりに100%にしても、配当利回りは、定期預金金利にはるかに及ばないにもかかわらず、有利な投資機会を犠牲にしてまで配当性向を高めよ、という声がこれほど高いのは、事実について十分知らされていないためとしか思えない。

また、配当という形で株主は利益の用途を自分で決める権利を持つべきだ、とも言う。もしそうなら、配当などと小さなことは言わずに全部を換金する（つまり株式を売却する）方が、自由度ははるかに大きいはずである。株主はその権利を持っているし、実行可能でもある。

配当利回りの低下と個人株主のシェアの減少が同時に生じていることから、配当利回りの低下が個人投資家の株式離れを招いたと指摘されるが、両者は時系列データに

ありがちの見せかけの相関を見せているに過ぎない。配当利回りが1%を割って久しいが、その間も個人投資家は株式投資のウェイトを高めてきているのである。また、昨年来、株価の暴落の結果、配当利回りが上昇したが、個人株主は一向にそのシェアを伸ばしていない。キャピタルゲインが期待できないからである。この点からも、重要なのは配当ではなく総投資収益が低下しているのが問題であることがわかる。

戦後41年間の株式投資収益率は、年あたり16.8%である。この投資収益の大きさは、国際的に比較して決して低い数値ではない。むしろ高いと言っても良い。日本の株主は、もちろん個人株主も含めて、十分報われてきたというべきであろう。収益全体を100とすると、このうち現金配当の比率はたった13.3である。配当は株式投資収益の2割にも満たないのである。多くの投資家はキャピタルゲインを得ようとして株式を持つのではあるまいか。売り時を逃さないために名義書換をしない投資家も少なくないと聞く。つまり、配当は無視し得るものでしかないのである。配当を主たる目的とする投資家が果たしてどれほどいるだろう。いずれにせよ、そういう投資家は比較的利回りの高い電力株などを持つことができる。債券投資なら利回りが高い上に株式より安全である。

90年以降、日本の株式市場では株式の時価発行が事実上禁止されてきたが、時価発行増資の再開にあたって、配当性向に下限を設けようという動きがある。日本の企業が株主利益を必ずしも重視してこなかった過去に鑑みれば、この規制は必ずしも間違いとは言えないが、株主にとって重要なのは、あくまでも効率的な企業経営によって利益を成長させることであるという点を忘れてはならないだろう。そして、企業の利益成長が正しく評価されるような株式市場であることが重要である。

(5) リスクと収益の多様化—規制緩和

家計の好みはさまざまである。豊かな社会とは少数の意見や嗜好が無視されない社会であろう。画一的な商品が大量生産される時代は終わった。人々が求めているのは、それぞれの個性と嗜好に適合したバリエーションではないだろうか。金融商品も例外ではありえない。もっとも回避すべきは「個人は配当を好むはず」「配当性向何%以上」という画一的なお仕着せではないだろうか。企業が効率的に運営されているか否かの

チェックは重要だが、画一的な量的規制は避けるべきである。家計にとって、望ましいのは自由に選択できることと、選択肢の多さである。

安全第一の投資もあれば、リスクの大きな投資もある。家計はそれぞれの資産形成の目的と嗜好に応じてさまざまなメニューから選択可能であるということが、証券市場対策の基本である。こうした点を考慮するなら、株式発行のバリエーションを増やすこと、社債の発行市場の規制緩和などやるべきことは多い。発行証券の多様化だけでなく、発行証券とサービスの組合せ、新金融商品の提供について証券関連業務の自由度を高めるべきである。証券会社や金融機関のビジネスチャンス、利益のチャンスを見つけようという努力が投資家のニーズを掘り起こす。それが自由な市場経済の最大のメリットのはずである。証券業務の自由化、規制緩和こそが、もっとも本質的な投資家対策であろう。

ところが、現状では、むしろ無用な規制が多い。たとえば、先物・オプション取引に、個人投資家は事実上参加できない。指数先物・指数オプション取引は、市場を売買する取引である。指数を取引することは、市場の全銘柄に分散投資するのと同じことである。市場の全銘柄を一度に取引できれば、個人投資家にとっては、たいへん便利なことである。個人は全銘柄に分散投資するほどの資金を持たない。また、どの銘柄が割安でどの銘柄が割高か判断する情報も機関投資家に比べ十分ではない。現状では、情報力と資金力を持たない個人投資家が、銘柄選択のリスクを負わざるを得ない仕組みになっているのである。個人が実質的に指数取引から締め出されているということは、ある意味では「話が逆」である。もし個人が容易に指数取引に参加できるようになれば、個人投資家も、市場全体の将来見通しを利益のチャンスとして生かすことができる。現状の先物取引は機関投資家など法人プロの市場であり、個人を参加させるににくいということであれば、主として個人を対象とした指数売買の場を別に提供することも考えられよう。個人にも「市場」を取引できるチャンスを提供すべきである。

また、オプション取引は、宝くじのような取引である。大きな利益を得るチャンスがある一方で、損失は一定の少額に限定されるからである。宝くじの人気を考えると、

オプション市場に対する個人投資家の潜在的ニーズは小さくないと思われる。「損失が限定されているとはいえ投資額がゼロになる可能性が低くはない」「個人にはリスクが大きすぎる」というのが個人を参加させない理由である。しかし、もしそうであるなら、宝くじの市場からも個人は排斥されるべきであろう。ロットが大きいから損失の打撃が宝くじと比較にならないというなら、ロットを下げる工夫をすれば良いであろう。「リスク」に参加したいという個人のニーズを無視すべきではない。個人投資家はさまざまである。たとえ元も子もなくしても、それが許容範囲に限定された損失なら、大きな利益のチャンスに賭けたいという投資家は少なくないはずだ。宝くじで1万、10万を捨てても構わないという人は多いのだから、その位のロットで、オプション取引を可能にする道を開くべきではないだろうか。オプションは、宝くじよりも当たった時の利益は小さいが、当たる確率はずっと大きい投資対象である。

(6) 規制緩和の方向 — 金融制度改革について

いかなる商品を提供するか、いかなるサービスを提供するかは原則的には、自由な市場メカニズムに委ねられるべきである。しかし、市場は時に失敗する。証券業の四社寡占がしばしば問題とされるが、この事実は、証券業に規模の経済があることを意味している。とすれば、自由化がそのまま競争化を意味するわけではない。金融制度改革法が施行され、金融・証券の相互乗入れが決まったが、参加者の数が増えることが即ち競争化であろうか。自由化と競争化は同じではない。

現在、証券業も、金融業も、保険業も、信託業もすべて横並び行政が行われており、本当の意味の競争化は行われていない。そうした状況で参加者の数を増やすことが、本当に意味のある改善だろうか。証券業・金融業に規模の経済があるなら（あるというのは実証的にも明かである）、参加者の変更は寡占者を入れ換えるだけである。一定以上の規模の証券会社は分割するとか、引受業と仲介業は別会社にするなど、規模の経済による独占化、寡占化の手当が論じられるべきであろう。

証券不祥事・金融不祥事を思い起こせば、そこで生じていたのは、利益相反の問題である。信託銀行に生じたファンドトラストの利益のつけ替えなど、関係者なら誰でも知っている重大な顧客の利益の侵犯であるが、公にはその事実は認められていない。

各業態内部の競争化、公正化が不十分なまま、業態間の垣根を取り払うことは、利益相反のチャンスと手段を増やすだけである。かりに、私たち国民が証券・金融業務を一つの企業が行うユニバーサルバンキングを選択したとしても、すべての業態について競争化の条件が整った後でなければ意味がない。少なくとも、同時でなければならない。

ユニバーサルバンキングは、ようやく銀行と証券の競争的な2つの資金調達ルートを得た企業にとってはむしろマイナスである（資金調達でのユニバーサルバンキング化に賛成する企業はほとんどない）。たしかに、銀行業務と証券業務のグレーゾーンに属する業務が増えた。しかし、その弊害となっているのは、銀行・証券の垣根よりも、新商品開発が自由に行えず、許認可方式になっていることである。既成業界の利益調整ばかりで投資家の利便に対する配慮が欠けている。

とはいえ、個人にとっては、ユニバーサルバンキング化は意味がありうる。かつてデパートはいろいろなメーカーのいろいろな商品を店員のアドバイスを受けながら選べるという利点があった。しかし、メーカーからの派遣店員が一般化した今日、異なるメーカーの品についてアドバイスを受けることは容易ではなくなった。同じことは資産形成、金融商品についても言える。ひとつの店で、いろいろな金融商品から自分にもっとも適合した組合せを選ぶことができるなら、非常に便利であろう。特に、金融機関・証券会社の少ない地方では、ユニバーサルバンキング化のメリットは大きい。しかし、現在進んでいる、ユニバーサルバンキング化は、この方向にはない。

むしろ、700億円の借入金を抱えたコスモ証券の大和銀行の子会社化の経緯は、日本における金融制度改革がいかに投資家不在のものであるか、如実に示した。700億円の借入金を株式保有に替え子会社化するという計画で、コスモ証券は大和銀行に対して第三者割当を実施したが、その発行価格は市場価格の半分であった。その結果、コスモ証券の旧株主は多大な損失を被った。株価は、第三者割当の発行価格とそれが発表される以前の市場価格のちょうど中間となり、旧株主は旧市場価格と新市場価格の差額だけ損をし、大和銀行はちょうど同じ金額だけ得をしたことになる。

しかも、700億円を超える「飛ばし」の現実が投資家にはいっさい知らされないまま、コスモ証券と大和銀行と大蔵省だけがこうした計画を実行に移したということは、ディ

スクロージャーの観点から見ても、きわめて問題は大きい。コスモ証券の株主は、重大な事実を秘匿されただけでなく、第三者割当てを株価を通して評価するというチャンスも与えられなかった。だまって、そもそも、このような問題を起こした証券会社を救済する必要がどれほどあったのか、当局の説明はまったく説得力を持たない。市場の効率化、競争化とまったく逆行する施策としか思えない。

投資家のためであるはずの金融制度改革の推進で、投資家の利益を損なっている。当局は業界の利益の調整という批判にどう答えるのだろうか。業界間の利益調整ではない投資家のための改革を目的とするなら、まず、各業態の業務の自由化を行うべきでないだろうか。横並び行政を排して、各業態内での競争化が進んだ後に、業態間の自由化を議論すべきと思われる。

金融機関や証券会社が新商品・新サービスを提供する自由を持っているということは家計にとって重要である。利益のチャンスを得よう、競争に勝とうとする金融機関・証券会社の行動が、顧客である家計のニーズを汲み上げるからである。ニーズのない商品・サービスを提供しても利益につながらない。利益を上げるためには、顧客のニーズをくみ取らなければならないからである。企業の利益のチャンスを得ようとする行動が家計のニーズを汲み取って行く、というのが資本主義経済の眼目である。

(7) 投資家保護のための制度

家計・個人の直接的な証券市場参加において、重要なのは、資産力・情報力（分析・評価も含む）において相対的に非力である個人が、相対的に強者である機関投資家、法人投資家とイコールフットイングにならないということである。もちろん、「ゴルフ」のように弱者にハンディをつけることばかりが正しい方策であるとは限らない。「相撲」のように小よく大を倒し柔よく剛を制すということがないとは言えないからである。非力であることを承知の個人だけが市場に参加すれば良いという考え方もあろう。しかし、個人投資家の市場参加が、株価形成の公正と安定および市場の効率化に寄与するとすれば、市場参加者全体あるいは国民経済全体として、個人投資家の参加を促進するコストを負担する理由はある。

たとえば、米国で行われているような、売買執行において「小口取引を優先」する

というようなシステムをとるといふこともひとつの可能な手段である。また、小口取引と大口取引を分断するといふ方法も考慮されてよい。いずれにしても、資産力・情報力を持たない個人投資家が、その故に、不当な損失を被らないようにする仕組みが必要である。

「情報の公開」がもっとも重要である。情報には企業や経済全体の「ファンダメンタルズに関する情報」と「取引情報」の二つがある。専門家ではない個人が専門家と同様な質の高い情報と情報分析技術を手に入れられるような仕組みが必要である。債券の格付け機関の拡充、証券アナリスト・投資顧問業の情報の品質の上昇（所属機関からの独立とアナリストのランキング）など、個人投資家の情報力の不足を助ける方策が検討、拡充されるべきである。同時にディスクロージャーシステムの完備とインサイダー取引の摘発・排除にもっと努力されなければならない。

「取引情報」つまり、どの投資家がどういふ売買の注文を出したかあるいは出しているかといふ情報は、ある意味ではもっとも重要な情報である。ファンダメンタルズ情報の収集・分析の結果が売買注文という結果として集約されているからである。それだけではない。株価は必ずしもファンダメンタルズだけで決定されるわけではない。ケインズが「美人コンテスト」に擬らえたように、ファンダメンタルズのいかに関わりなく売りの勢いが強ければ下がり、買いの勢いが強ければ上がるのが株価だからである。売りと買いの需給の動向を示すのが「手口情報」と言われる「取引情報」である。現在、個人投資家は機関投資家や法人投資家に比べ取引情報入手の便宜を持たない。証券会社や大口の機関投資家が入手可能な取引情報を小口の個人投資家は利用できない。個人投資家にも同じ情報を提供するか、証券会社や機関投資家にも与えないか、どちらかにし、「情報機会」の公平と公正を保つシステムを作らなければならない。

情報提供という点に関しては、ディスクロージャだけではなく、「啓蒙」も重要である。重要な情報が提供されていても、その重要性が理解されなくては意味がないからである。J R 東日本の公開にあたって、証券業協会は、目論見書以外の情報文書を投資家に提供する事を禁止した。「売らんかな」の誤解を与える情報を排し正確な情報のみを提供しようといふのがその目的であったが、しかし、これでは本末転倒である。分厚い目論見書を読みその情報を評価する力を持つ個人投資家は少ない。J R 東日本

が負っているリスクの情報など正確に投資家に伝えようとするなら、最低限必要な情報を簡潔に示した簡便なパンフレットのようなものを用意すべきであったのではないだろうか。証券会社の与える情報に不安があるなら、協会がチェックするシステムをとれば良い。

また、投資技術の進展は「先物」・「オプション」などの新しい取引システムを生んだが、これらについて一般投資家は必ずしも十分な知識を持たない。これらの取引について解説し、周知徹底するということが必要である。「知識の普及」が十分でない段階で導入することは、専門家でない一般投資家にとって公平ではない。よく分からない先物・オプションに対する嫌忌が個人投資家を市場から遠ざけ、個人投資家の選択肢を狭める結果にもなっている。先物・オプションなどの新しい取引がどういう取引であるかという点だけでなく、それが市場の価格形成にどういう影響を与え得るかという点についても十分な情報が提供されなくてはならない。この場合、十分な情報というのは単なる量の問題ではなく、「分かりやすい」ということが非常に重要である。この重要性が認識されていればJR東日本の売り出しにおけるような情報提供はもっと改善されていたであろう。

先物・オプションに関しては啓蒙どころか、現実には、従来の取引である現物取引よりもなお情報の公開が不十分であった。先物取引については専門家の間でも情報格差が存在し、改善されつつはあるもののいまだ不十分である。新しい取引であればなおのこと情報提供に努力しなければならないであろう。

個人投資家にとって解決されるべきもう一つの問題は、なんらかのトラブルが発生したとき交渉力が弱いという点である。この解決のためには、証券業協会が苦情窓口の設置や斡旋を行なっているが、トラブルを未然に防ぐ手だてと同時に、トラブルが発生したとき個人投資家の交渉力のなさを公的に補う方策がとられなければならない。トラブルの発生を小さくするためには、商品性の説明が十分であるような体制がとられるべきである。外務員や営業窓口に専門教育を施すことや資格認定も考えられる方策であろう。たとえばワラントについてはその価値がゼロになる説明がまったく十分ではなく投資家との間で多くのトラブルが発生している。十分な説明を受けたかどうかをチェックするためのシステム、たとえば重要項目を大きな活字で分かりやすく書

いた説明パンフレットを投資家が見たという確認を取引における必要手続きとすること、紛争が生じたときは協会に届けるようにと大書されたポスターなどを店頭の見やすい位置に貼る、などの措置も考えられよう。このような措置が一種の圧力となって、不公正な勧誘やトラブルの発生を未然に防ぐ効果も持つであろう。

一部には、情報力・資金力に劣る個人投資家はしよせん機関投資家の敵ではないのだから、機関投資家に運用を任せの方が良い、それが個人投資家のためでもある、個人投資家増大策など無用という見方もある。現在のところ、機関投資家の運用パフォーマンスは、規制や、競争の不足のため必ずしも機関の利点を活かしたものとは言い難いが、金融の自由化が進展し、競争化されれば、個人が直接株式投資を行なう理由はない、と言う。しかし、それは誤りである。機関投資家が資金を預かって運用する受託者である以上、委託者の利益のためその行動はおのずから規制を受ける。機関投資家行動の多様化の必要が十分認識され、規制緩和が進んだとしても、なんらかの規制の必要は残る。横並び排除のため、機関投資家の自主的創意工夫による多様化が促進されるような競争が行われるべきだし、そのための規制緩和は必要であるが、それでもなお、受託者としてなんらかの運用上の制約を受けずにはおかないであろう。

加えて、毎期の決算報告や運用パフォーマンスの評価をなしに済ますわけには行かない。決算期を各機関投資家ごとにずらしたらどうかという意見もあるが、決算期の変更は現実的にはかなり困難であろう。とすれば、決算期末を控えてのパフォーマンス確保のための横並び行動は、完全には排除し得ない。

機関投資家のファンドマネージャーがサラリーマンであり、組織としての制約を受けて行動しなければならないという点も、改善はされても、完全にというわけには行かないであろう。機関投資家の行動の多様化が完全に行われるとは期待できない。投資家層のバリエーションの確保のためには、個人投資家の直接参加の道を確保し改善しておくことはやはり必要と思われる。

(8) 機関投資家の効率化

間接的な証券市場参加の手段としての、機関投資家への運用委託についても改善の

余地は大きい。

「投資信託」は、間接的な証券投資の基本的形であるにも関わらず、委託・受託の関係に多くの問題が生じている。まず、投資家が選択するための選択肢が多様であるかといえば、商品数が多いにも関わらずそのバリエーションは必ずしも十分ではない。投資家の選択基準はさまざまである。運用期間の長さ、どの程度のリスクを好むか（リスクは高くても高い利回りを望むか安全性を重視するか）、運用期間中の分配を望むか望まないか、など多くのバリエーションが考えられる。

たとえば最大運用期間が短すぎ、それが運用の制約になっていることはしばしば指摘されている。流通手段がなく、解約システムをとっているために解約に対応するための流動資産の確保が必要であるだけでなく、時間が経過すればするほど運用資金が小さくなり運用の自由度が一層縛られるという問題がある。運用期間の長短を自由化し、その一方で換金化のシステムを改善すること、たとえば投信の流通市場を整備したり会社型投信を導入することが考慮されてよい。解約のための流動性を常に確保することは、運用ポジションを制約する。投資家がリスクの高い運用を望んでもそれに十分対応できないからである。そのため、インデックスファンドがインデックスと等しい運用成績をあげることができない原因にもなっている。

商品性についても中身にふさわしい説明がされているかどうか、あるいは逆に標榜された商品性に適合する運用がされているかどうか、という点にも改善の余地は大きい。もっとも重要な商品性の要素であるリスクの大きさについて投信協会はその負担リスクのランクを示すことを決めたが、単なるリスク・ランクの表示だけでなく、リスクに応じた運用を具体的にどう行なう方針であるのかについての説明も必要である。

説明された商品性に適合した運用がなされているかどうかという点については、まずそれをチェックするための情報が十分提供されていない。現在は年に2～4回の頻度で行なわれる資産価値の表示だけではなく、いつどういう売買が行なわれたかというポジション変更の内容とタイミングについての頻度高い十分な情報の提供が不可欠である。現在は取得原価の公開も、証券の売買コスト、信託手数料などの開示も行なわれていない。これでは運用効率を判定する十分な情報を投資家は持つことができない

い。

また、結果としての運用効率をあげるためには、運用効率を評価するための成績の公表とそのランキング、評価機関の育成など評価システムが完備される必要もある。また、ファンドマネージャーに成功報酬制度をとるということも一つの方策である。すでに一部では実行されている担当ファンドマネージャー名の公表は、一種の商品性の情報開示としても効果ある手段である。ファンドマネージャー名の公表は、投資家に選択の基準を与えるだけでなく、成績の良いファンドマネージャーの顧客を多くし報酬を増加させるという形で、ファンドマネージャーに効率的運用の動機を与える。現在問題になっている額面割れ投信の多発も、こうしたシステムが完備していればかなりの部分が未然に防ぎ得たかもしれないのである。

運用成績の低さの要因の一つは販売証券会社との関係の固定化にあるという指摘もあり、そうであるとすれば、販売ルートが多様化も必要である。いずれにしろ、投信については不要な運用規制が多すぎる。参入者を増やすと同時に、業務とサービス提供について、業者の自由度を高めることが必要である。必要な商品性は市場が決めるべきである。規制が必要であるとすれば、投資家の利益が侵犯される利益相反の排除、情報提供の推進にこそ向けられるべきである。

「年金」についても、いわゆる5・3・3・2ルール（リーガルリスト方式）など量的運用規制が効率的運用の大きな障害になっている。このために、それぞれの年金資産がそれぞれのファンドの成熟度（積み立てと支払いのバランスのバリエーション、積み立てのバランスが大きければ成熟度が低い）に見合った運用が困難な状態になっており、この規制のために自由で効率的な運用が阻害されている。量的規制を撤廃して、商品性に適合した運用がなされているかどうかのチェック体制が確立されなくてはならない。長期運用・リスクの高い運用が可能であるかどうかは各年金の成熟度によって選択されるべきである。「量的運用規制を撤廃」して「プルーデントマンルール」を適用するという必要性は年金に限らずすべての機関投資家運用にあてはまる問題である。量的運用規制は資産の安全性ばかりを重視する結果であるが、リスク受容度の相違などのファンドの多様性をまったく無視した規制である。

しかも、この量的規制が、年金のファンドごとではなく各委託機関ごとに適用されるため、各機関投資家の運用特性、得意不得意を生かした運用委託が行えない仕組みになっている。たとえば債券運用が得意な受託機関、株式運用が得意な受託機関という選択ができない。各年金ファンドの「自主性」が大きく阻害されるだけでなく、「運用機関の競争化」とパフォーマンスの改善を妨げるなど、運用の効率をむしろ低下させる大きな要因になっていることに留意し、この量的規制は一日も早く撤廃されるべきである。量的規制が時価ではなく簿価でおこなわれていることは、この規制のマイナスを助長している。しかし、これを時価規制に代えれば良いか、というとそうではない。量的画一的規制の問題はそれだけでは解決されないからである。

年金の成熟度に応じた量的規制というアイデアも一部には出ているが、ファンドの自主的運用という点で問題が多い。他律的にしなければならない積極的な理由がないからである。なによりも、年金ファンド自身が自主的にファンドの運用方針を決定できないということはおかしなことである。

しかし、各ファンドの自主性を尊重するためには、一方で各ファンドレベルでの資産運用担当者の専門性を確保するための教育や「資格認定」も必要である。そうでなければポートフォリオの自主運用ばかりでなく運用機関の評価・選定さえもが困難であるからである。

また、受託側の機関投資家の問題も大きい。信託銀行においてファンドトラストの利益のつけ替えが行なわれたと指摘されているが、各ファンドの運用の独立性など、あるいは信託勘定の売買に先んじて自己勘定取引を行なうようなフロントランニングなど利益相反からの防衛のシステムが整備されなくてはならない。各受託ファンドごとの管理が独立であり、費用と成果が各ファンドごとに明確になっているというのは委託受託関係の基本であるが、現在はまったくそうした仕組みになっていない。典型的には、生保の一般勘定での運用である。一時期は、一般勘定の含み益が企業年金の利回りの向上に寄与したが、これは年金顧客と保険契約者とのあいだの「利益相反」の問題が発生していることを意味する。そればかりではない。そうした「どんぶり勘定」が可能である受託者とそうでない受託者との間の公正な競争をさまたげ、その結果として運用努力を阻害し「安易な運用姿勢」が正されなかったことが、今日の成績

悪化の大きな要因となっていると考えられる。

受託者側である機関投資家としては、たとえば、情報開示など投信の場合とまったく同様の問題を指摘し得る。信託銀行の場合には、顧客からの預かり資産が公正に運用されているかどうかをチェックする仕組みが十分ではない。また、生保については、契約資産の運用の独立性がほとんどなく、生命保険と一部年金の運用が合同運用になっており（一般勘定と呼ばれる）、そのため運用成果の配分が不透明になるという問題がある。もちろん、合同運用も選択肢としてあるべきだが、合同運用が基本というのでは困る。ファンドの運用の独立性がないことと、運用内容についての情報開示の不足は表裏一体をなしている。投信で述べたのと同様、情報開示の促進、それに基づく効率的競争的運用のシステムの構築が望まれる。

年金については、戦後一貫して変更されてこなかった運用のベンチマークとしての予定利率の存在を検討すべきである。年金の支払い、掛金を左右する予定利率が5.5%に固定されていることに問題はないであろうか。もう少し弾力的でかつ多様性を持っている必要があるのではないか。また、運用成績を示す利回りの計算方法にも問題がある。もっとも一般的に用いられている「総利回り」は実現利回りであり、売却されない証券のキャピタルゲインを考慮していない。つまり、保有証券は簿価で計算されることになる。これでは、含み益も、含み損も明かでなく、ファンドの運用成績を正確には示せない。最近のように株式相場が悪化しているときには、含み益の出ている証券から売却し、それで総利回りを確保するため、含み損の生じている証券ばかりが残され、資産内容がどんどん悪化していても、総利回りではその問題を明らかにできない。そこで、最近では、含み益、含み損を計算にいった、つまり資産価値を時価で計算する「総合利回り」の採用が提唱され、評価に用いられる様になりつつあるが、この普及一般化を早急に進める必要がある。89年度から91年度にかけての信託銀行8行の平均「総利回り」は、本来の運用利回りである「総合利回り」を5%以上も上回っていることが報告されている（日経金融新聞92年11月2日）。総合利回りが普及していないという意味で、年金は投信よりも情報開示、成績評価がさらに遅れているといえよう。

米国では、年金のコンサルティング会社のサービス利用も行われている。コンサル

ティング会社は、年金の運用データの収集分析・運用評価のほか資産配分や受託金融機関の選定などにアドバイスを行う。独立の年金ファンドの運用評価機関も生まれているが、その活動はまだ十分なものではない。コンサルティング会社の育成・利用の促進が積極的に進められれば、それは基金運用の効率化に大きく寄与しよう。

(9) コーポレート・ガバナンス

最後に、企業経営と証券市場に関わる問題としてコーポレート・ガバナンスの問題に触れておこう。コーポレート・ガバナンスは企業は誰のものか、という問題である。日本の企業はこれまで、株主利益を軽視してきたと言われる。株式持合あるいは安定株主工作による企業集団が形成され、集団内で互惠取引を行うために、企業経営の効率が損なわれてきたと指摘されている。しかし、安定株主構造が、日本企業の非効率を結果したとは一概には断定できない。安定株主が長期的な視点での企業経営を可能にした側面、リスクの大きな投資に果敢に取り組むことを可能にした側面も否定できないからである。株主への分配が少なかった点に関しても、日本の企業が他の先進諸国よりも成長し、成長資金を必要としてきたことを考慮すれば一概に非難するにはあたらない。株主に分配されなかった利益が経営者に分配されたわけでもないからである。分配されなかった利益は内部留保あるいは資産の含み益として企業内に蓄積され、企業経営のバッファとしての役割を果たしてきたという見方もある。

しかしながら、80年代後半、十分な投資機会を持たないにも関わらず大量の資金調達を行い財テクに走った企業が少なくなかったことは、株主利益を無視した、非効率な行動と非難されても仕方のない面もあった。こうした、企業の安易な資金調達と投資行動をチェックする専門的投資家が、日本には育っていなかったことの問題が大きい。機関投資家が投資家として機能せず、企業の監視の役割を果たさなかった。機関投資家は、年金運用契約・保険契約を得ることの利益を重視する余り、資産運用利益についてはそれほど厳密ではなかった。前節で述べたように、資産運用利益の評価とその競争が日本ではほとんど行われてこなかったからである。そのために、専門家である機関投資家の企業評価、企業監視の機能がほとんど働かなかった。そのつけは、機関投資家に資金を委託している預金者・信託契約者・保険契約者などの低収益を結

果した。それだけではない。大口株主である機関投資家が沈黙することによって、個人株主の利益も侵害されてきた。わが国の企業が非効率な経営を許されてきたとすれば、それは株式持合に代表される安定株主構造の結果であり、株式持合を可能にしたのは、機関投資家の運用成績評価の不在、競争を阻害する横並び行政である。たとえ、企業が株主の利益を無視した増資や投資を行おうとしても、投資家がそれをチェックする機能を果たすならば、それは不可能であったはずだからである。

その意味で、日本企業が株主を尊重するようなシステムを構築することは、資産運用者としての家計にとってきわめて望ましいことである。しかしながら、家計は同時に勤労者であり、企業の従業員でもある、という側面を忘れてはならない。日本の企業は英米の企業とは異なり、必ずしも株主の利益を最大にするようには経営されてこなかったかも知れないが、だからといって経営者の利益が最大化されたわけでもないからである。日本の企業は、ボーナスシステムなどを通じて、企業利益を従業員にも分け与えてきた。日本の労働者は必ずしも英米型の賃金労働者ではなく、長期雇用を通して企業経営のリスクと利益を分担してきたと言えるかも知れない。ある意味では、株主よりも大きなリスクを従業員は負担してきたと言っても良い。一方で日本の労働者は固定的な賃金契約だけではなく、ボーナスシステムを通じて、利益の増加に応じた報酬（十分とは言えないものであっても）を企業から受け取ってきた。ある意味では、日本の労働契約は、株主契約と同様企業との運命共同体という側面を強く持っているのである。

そうした点から、最近の株主利益尊重の動きを見ると、必ずしも、勤労者家計にとってプラスとばかりは言えないように思う。コーポレート・ガバナンスの問題は、株主利益の擁護という観点からのみ論じられているが、実は、日本の企業経営および従業員利益の根本に関わる問題と関連しているのである。ひとつの利益をわけ合うという意味で株主と従業員とは利益を共有すると同時に利害が対立するという関係にある。最近、「従業員持株制度」の拡充が議論されているが、単に資産形成の多様化の側面からだけでなく、従業員の権利保護、経営参加・利益分配への参加の権利を確保するという観点から議論されても良い問題であるように思われる。

3. 消費者信用・住宅金融の課題と政策

はじめに

経済のストック化は、家計部門の金融資産だけでなく金融負債の拡大も伴って進行している。家計部門はネットで見るとつねに資金の「貸し手」であり、金融自由化の家計部門に対する影響を議論する場合も資金の「貸し手」にとってのメリット・デメリットが問題にされることが多い。しかし、その一方で、80年代以降の消費者信用・住宅金融の量的拡大を背景として、「借り手」としての家計部門にとって望ましい金融システムのあり方を考えることも重要になってきている。例えば、バブルの崩壊とともに現在多発化している多重債務や自己破産は、今後とも続く予想される家計部門の負債の拡大傾向に対して、現在の金融システムが十分対応していけないことを示唆していると言えよう。

本章では、まず、第1節で家計部門の負債が最近どのような変化を遂げてきたかを簡単に振り返る。次に、第2節及び第3節で現在の消費者信用・住宅金融システムの抱える問題点を整理し、「貸し手」としての家計部門にとって望ましい金融システムを実現するための政策の方向を考えてみる。最後の第4節で、本章の議論を要約する。

(1) 消費者信用の拡大

消費者信用は、消費財、サービスの購入に関わる狭義の消費者信用と住宅金融に大きく二分される。これらの消費者信用はいずれもこの10年ほどの間に大きく拡大したが、まずその状況をマクロ的に見ておこう。表1は、経済企画庁の『国民経済計算年報』に基づいて消費者信用の動向を示したものであるが、これから次の2点が指摘できる。

第1に、広義の消費者信用は、80年度には可処分所得比で41%であったものが91年度には72%になるに至っており、消費者信用の家計における重要性は飛躍的に高まっている。とくに、80年代後半のいわゆるバブル時代にその規模は大きく拡大し、91年度末時点で消費者信用残高は約214兆円、1世帯当たり511万円にのぼっている。

第2に、消費者信用の中身を見ると、住宅金融の全体に占める比重は80年度の73%

表1 消費者信用の拡大 - SNAベース

年度	残高(兆円)		1世帯当りの残高(万円)		家計可処分所得比(%)		住宅ローンの 負債全体に占 める比率(%)
	合計	住宅ローン	合計	住宅ローン	合計	住宅ローン	
80	70.8	51.9	194.8	142.8	41.0	30.0	73.3
81	80.4	58.1	218.2	157.7	43.9	31.7	72.3
82	89.7	64.1	239.6	171.3	46.7	33.3	71.5
83	98.9	69.4	260.7	183.0	49.1	34.4	70.2
84	106.5	74.0	276.8	192.4	50.3	34.9	69.5
85	113.8	78.6	292.0	201.6	50.9	35.2	69.1
86	123.8	85.2	313.0	215.6	53.5	36.8	68.8
87	138.0	94.5	349.1	239.1	57.6	39.4	68.5
88	157.2	105.4	392.9	263.4	62.6	42.0	67.0
89	180.9	120.8	444.6	297.8	68.1	45.5	66.8
90	200.9	133.8	488.0	325.1	71.4	47.5	66.6
91	213.5	142.7	510.9	341.4	71.5	47.8	66.8

(出所) 経済企画庁『国民経済計算年報』

から91年度には67%へと若干低下しているが、依然として高い。たしかに、最近の消費者信用の拡大は狭義の消費者信用によるところが大きく、ジャーナリズム等における議論もそれに関するものが圧倒的に多い。しかし、住宅金融の比重が依然として高いという事実は、消費者にとっての金融自由化の意味を考える上で住宅金融のあり方についても問い直してみる必要があることを示唆している。

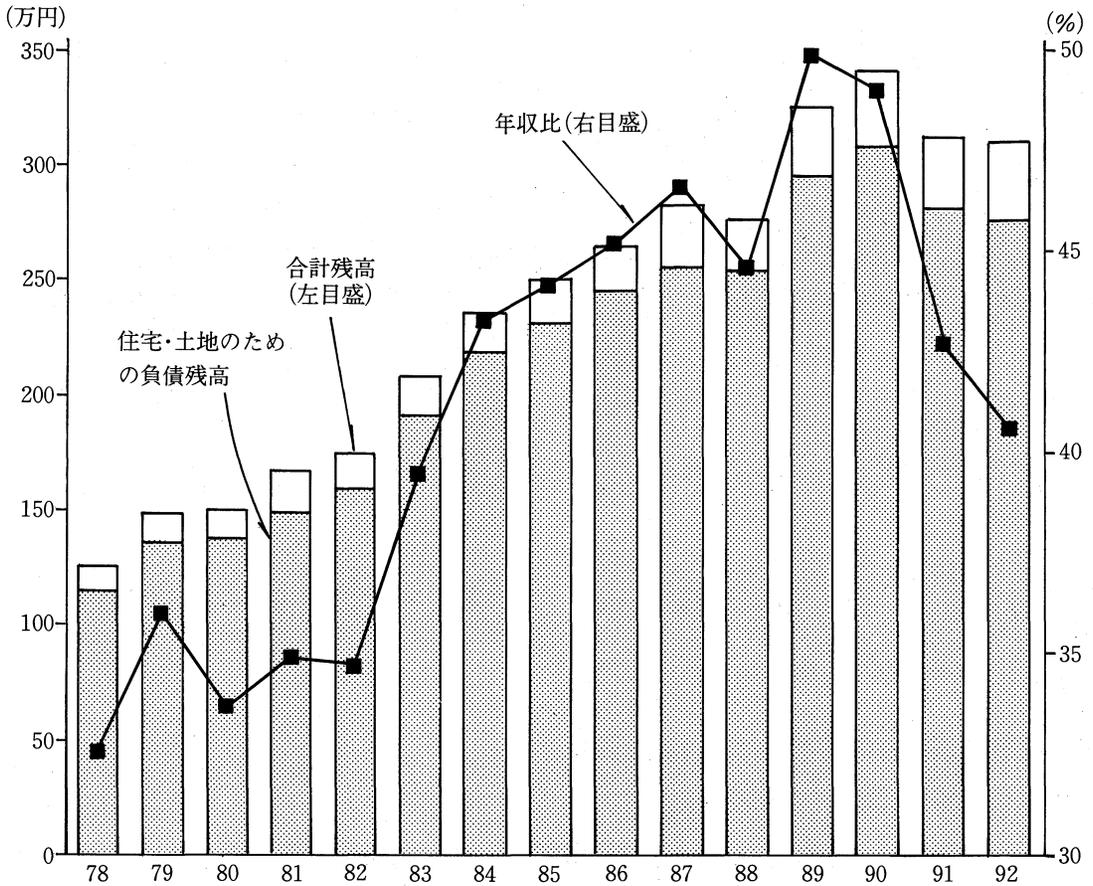
一方、勤労者世帯の負債の動向を総務庁の『貯蓄動向調査報告』によって見てみると、次のような点が指摘できる。

第1に、勤労者世帯の1世帯当たり負債残高は92年末時点で311万円となっており、90年に340万円とピークを打った後はやや低下傾向にある(図1)。その結果、負債の年収比も41%まで低下している(ピークは91年の50%)。しかし、長期的に見れば、家計における負債の重要性は明らかに高まっている。

第2に、勤労者の負債全体のうち、住宅・土地のための負債は1世帯当たり276万円で全体の89%という高い比率を示している(92年末時点)。住宅金融の重要性がここでも確かめられる。

しかし、これらの平均値での議論は実際には意味がない。住宅・土地のための負債

図1 勤労者世帯の1世帯当り負債残高

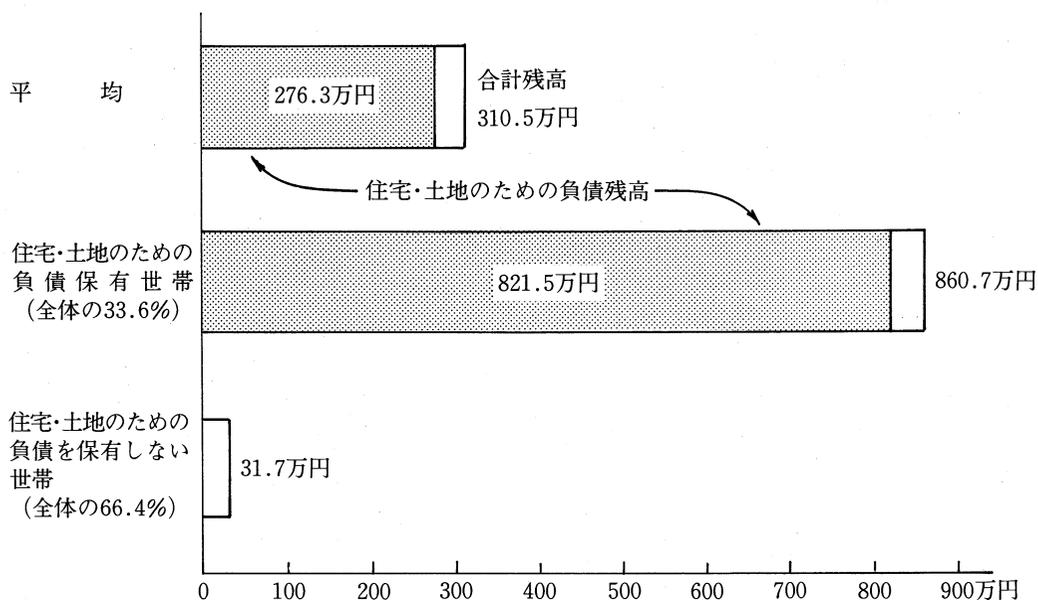


(出所) 総務庁『貯蓄動向調査報告』

を保有している勤労者世帯は全体の約3分の1であるが、それらの世帯の平均負債残高は861万円（うち住宅・土地のための負債は822万円）であり、住宅・土地のための負債を保有していない世帯の平均負債残高32万円を著しく上回っている（図2）。つまり、住宅ローンを抱えているかどうかで、家計の負担は大きく異なることになる。さらに、これは、住宅金融を公的にサポートする場合、そのメリットを受ける者とコストを負担する者との関係をどう考えるかが重要であるということも示唆している。

以下では、こうした状況を念頭において、狭義の消費者信用と住宅金融についてそれぞれの現状と問題点を整理し、望ましい政策の方向を考えてみよう。

図2 住宅・土地のための負債の比重 — 勤労者世帯(1992年)



(出所) 総務庁『貯蓄動向調査報告』

(2) 狭義の消費者信用をめぐる課題と政策

(多発化する自己破産・多重債務)

日本の消費者信用の家計部門における比重は、カード社会と言われて久しいアメリカの水準をすでに超えている。消費者信用残高の可処分所得比は80年代に急速に上昇し、91年度末には24%とアメリカの19% (91暦年末) を上回るに至っている。

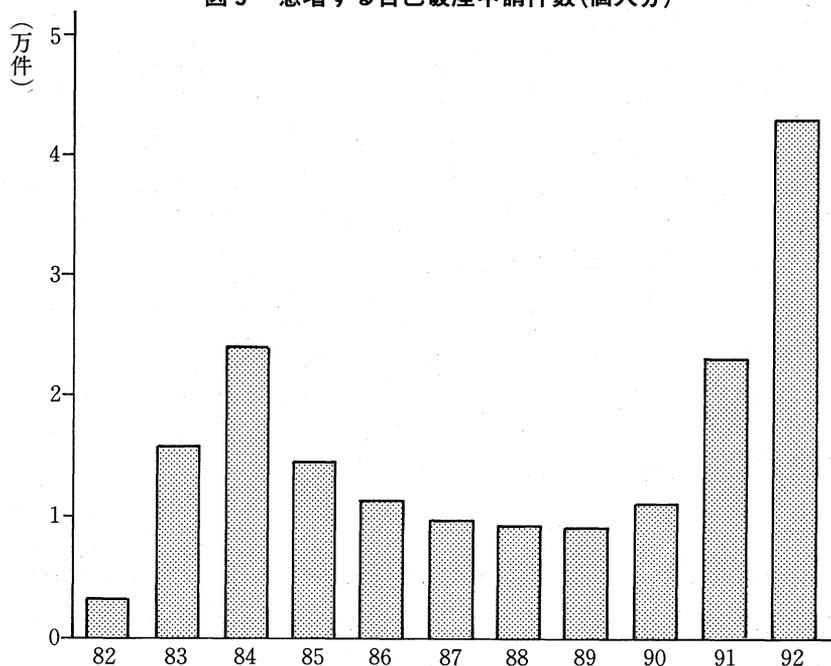
なぜ、このような消費者信用の量的拡大が見られたのだろうか。経済企画庁のレポート『消費者信用の増加と個人消費』(92年11月) は、その背景を次のようにまとめている。まず、需要側(家計部門)の背景としては、①将来よりも現在の消費を重視するという消費者の意識の変化(時間選好率の高まり)②決済手段としての消費者信用の利便性が評価されたこと③80年代の資産価格の急上昇を受けて家計部門が資産と負債を両建てで増加させたこと、が挙げられる。一方、供給側の背景としては、①消費者信用を供給する各業態が消費者にとって利便性の高いカード利用を積極的に進めたこと②余資の増加を背景にとりわけ民間金融機関が消費者ローンを積極的に取り入れ

たこと、が考えられる。つまり、バブル期の消費ブームとカネ余り状況のなかで、消費者信用は需要側と供給側の思惑がうまくマッチしたことを受けて急速に拡大したことになる。

ところが、バブルの崩壊が始まった90、91年頃から、それまで順調に拡大してきた消費者信用に変化が生じる。84年以降減少を続けてきた個人の自己破産件数は90年以降上昇に転じ、91年には2万3千件台、92年にはさらに4万3千件台にも達している(図3)。この92年の水準は、84年のいわゆる「サラ金パニック」時の水準(約2万4千件)をはるかに超えている。

このような今回の状況は、サラ金パニック以上に本質的な問題をはらんでいる。消費者信用業界は、大きく分けると銀行系、信販・クレジット系、消費者金融系という3つの業態によって構成されている。サラ金パニックはそのうちの消費者金融系に不良債権が集中して発生するという一極集中型であり、消費者金融系の問題という側面が強かった。これに対して今回の自己破産多発化は、消費者金融系だけではなく、他

図3 急増する自己破産申請件数(個人分)



(出所) 最高裁判所『司法統計年報』

の業態も含めた消費者信用業界全体に広がっているところに特徴がある。つまり、経済のストック化の中で急速に拡大した消費者信用のシステム全体に、どこか大きな問題があるということになる。前述の企画庁リポートは、消費者信用の拡大を主にそれが個人消費の抑制につながるかどうかという観点から評価している。しかしより本質的な問題は、現行の消費者信用システム自体がどこまで経済のストック化の波に耐えるかであろう。

（必要な個人信用情報の整備）

消費者はつねに合理的であるとは限らない。自らの支払い能力を超える消費を行い、次から次に借金を重ねて自分で自分の首を絞めていく多重債務の悲劇は、やはり借り手側にこそ基本的な責任があると考えざるを得ない。しかし、消費者信用システムのなかにそうした悲劇をそもそも生じさせないような仕組みがあれば、問題を予め最小限に抑えることができる。カード時代において最も重要なのは、顧客の経済力や債権・債務残高状況など、信用の評価基準となる個人信用情報の整備であることは疑いない。それさえあれば、消費者がかりに非合理的であっても金融機関によるチェックがある程度はたらくからである。残念ながら、この点で現行のシステムは後述するようにきわめて不十分であると言わざるを得ない。そのために、安易な与信によって借り手だけでなく貸し手自らも被害を受ける危険性がつねに残されている。

個人信用情報については、現在4つの機関が存在している。すなわち、銀行系の「個人信用情報センター」、信販・クレジット系の「信用情報センター」（C I C）、消費者金融系の「日本情報センター」（J I C）という業態別の3機関のほかに、消費者金融系の大手を中心に残高情報の完全登録を目指して設立された「セントラル・コミュニケーション・ビューロー」（C C B）がある。しかしながら、このような4機関体制には以下のような問題がある。

（多重債務体質を防止できない現行システム）

第1に、個人信用情報の中心はいわゆる「ブラック」と呼ばれる事故情報であり、「ホワイト」と呼ばれる残高情報の整備はかなり遅れている。事故情報をいくら蓄積しても、多重債務者の発生を未然に防ぐことには限度がある。また、債務者がいわゆる「回し」を続けていれば、支払いは表面上スムーズに進むことになるので、事故情報と

してキャッチすることは難しい。気がつけばどうにもならない事態に陥ってしまっているということも往々にしてあろう。しかし、今のところ前述の業界系の3機関の中で残高情報の登録が比較的進んでいるのはサラ金パニックを経験した消費者金融系のJICだけであり、ほかの2機関はまだまだという状態であると言われている。また、残高情報の充実を目指すCCBにしても、会員数が現在のところ100社前後とカバレッジの面でまだかなり問題があると言わざるを得ない。

ただし、最近では残高情報の整備に向けていくつかの前進が見られる。クレジットカード業界では、日本クレジット産業協会が中心になって92年6月に教育ローンなどの目的ローンやキャッシング（小口貸付）の残高情報の交換を始めた。これらの残高情報は業界の信用情報機関であるCICに集積されることになっている。また、対応が最も遅れていた銀行系も、全国銀行協会連合会が94年度上半期をめどに個人顧客への貸出残高情報を協会内の個人信用情報センターに登録することを正式に決めている（93年3月）。残高情報の整備は、顧客情報が他社に漏れるという思惑や不安があっいままでなかなか進展しない面があったが、多重債務・自己破産の多発化で各業態とも早急な対応を迫られている（注1）。

（遅れる業態間の情報交換）

第2の問題は、そうした残高情報が業態を超えて交換される仕組みがまったく存在していないという点である。上に見たように、銀行、信販・クレジット、消費者金融各業態において残高情報の整備が進みつつあるが、それだけで問題が解決されるわけではない。多重債務は業態をまたがって発生する可能性が高いからである（注2）。

いままで業態間の情報交換が進まなかった最大の理由は、日本の消費者信用産業が業態別に発展し、各業態に強い独自性あるいは排他性があることである。そういう状態の下では、各業態における残高の整備状況がある程度そろっていないと、情報交換は情報が整備されていない業態を整備されている業態に比べて一方的に有利にすることになるため、業態間の足並みがなかなかそろわない。とくに、銀行業界で残高情報への取組みが著しく遅れている現状では、業態間の情報交換が進展するメドはほとんど立てられない。

さらに、業態別に所管官庁が異なり、行政側の対応が遅れがちなことも問題解決を

先送りしている。信販・クレジット業界は通産省の管轄、銀行業界、消費者金融業界は大蔵省の管轄となっており、行政がリーダーシップをとって消費者信用の情報整備を統一的に進めるという体制になっていない。いわゆる縦割り行政の弊害がここにも出てきている。

(信用情報整備のガイドライン提示を)

消費者信用はもともと、消費者の流動性に係わる制約を軽減し、消費の平準化に寄与するものである。したがって、多重債務問題の発生など消費者信用市場の持っている脆弱性を除くことができれば、消費者はそのメリットを最大限に享受できるはずである。しかし、上に見てきたように、そのような条件は現在のところほとんど満たされていない。そのため、消費者信用が無節操に拡大したり、逆に多重債務問題などが発生すれば金融機関の与信態度が抑制されて市場規模が急速に収縮したりする危険性がつねにある。

このような状況を打開するために政策面でとくに求められるのは、信用情報の整備やその利用・交換について一定のガイドラインを提示することである。信用情報の整備については、業態別には大蔵省・通産省によって個別にある程度議論が進められてきている。しかし、問題が業態間にまたがる以上、省庁を超えた場——たとえば首相の諮問機関である国民生活審議会——での議論が是非とも必要である。消費者信用の各業態に共通する信用情報整備のルールがいったん出来上がれば、各業態内の取組みも加速化するだろうし、さらに業態間の情報交換に向けての動きも大幅に前進することが期待できる。現行の体制を前提としていくら審査基準やカード発行枚数・使用上限額の制限を強化しても、問題の本質的な解決にはけっしてつながらない。また、いわゆる消費者教育や業界団体による広告など消費者に対する啓蒙活動（注3）、多重債務者へのカウンセリングも充実させる必要があるが、これらもあくまでも補助的な対策でしかない。

(消費者のプライバシーをどう保護するか)

個人情報整備の面で消費者の観点から見て特に議論を深める必要があるのは、個人のプライバシーや自由の保護をどう確保していくかということであろう（注4）。個人情報の提供は個人のプライバシーを侵害する危険性が高いため、信用情報機関による

情報処理には法律上の明確な規定が欠かせない。いわば「消費者信用情報整備法」とでも言うべき法律が制定される必要がここにある。この点に関連しては、80年にOECDが「プライバシーと個人の自由の保護にかかる原則」という勧告（いわゆる「OECD 8原則」）を公表したのを契機にして、大蔵省をはじめいくつかの省庁が個人のプライバシー保護に関して各種の提言や通達を行ってきた。しかしながら、実際に法律として制定されたのは「行政機関の保有する電算機処理に係る個人情報保護法」（88年）のみであり、しかもこれは民間情報機関の保有する個人情報に関する法律ではない。

消費者信用に関する個人情報について、プライバシーの保護という観点から法律上明文化しているのは、支払い能力または返済能力の調査以外の目的のために使用することを禁止している「割賦販売法」第42条の2と「貸金業規制法」第30条第2項のみである。そのほかの事項については、各業界を管轄する大蔵省、通産省の通達や各業界の自主規制に委ねられているにすぎない。欧米では、個人情報におけるプライバシー保護そのものを目的とする法律がすでに生まれており（例えばアメリカの「公正信用報告法」）、この面で日本の状況は立ち遅れていると言わざるを得ない。

プライバシーの保護については、情報機関に厳格な情報管理を求めるのは言うまでもないが、その他に、OECDの勧告が指摘するようにとくに次の2点が重要であろう。第1に、どのような情報を収集し外部に提供しているかを不利益情報を含めてすべて本人に開示するとともに、本人がそれらの情報に異議を申し立て修正を求める権利を与えること。第2に、情報機関を監督指導する行政側の体制を整わせるために、情報機関を登録化するとともに、各種規制の実効性を高めるための罰則規定を明文化することである。

(3) 住宅金融をめぐる課題と政策

一方、住宅金融の問題は、自己破産や多重債務のように問題が表面化している狭義の消費者信用の場合と違って、消費者にはなかなか分かりづらい面がある。負債返済の延滞率もいわゆるアパート・マンション・ローンなど投機的色彩の強い部分を除くと低水準で安定しているとされており、信用リスクの面に限って言うと現行のシステムにそれほど大きな問題はないようにも見える。しかし、住宅ローンに関わる自己破

産についてはデータはほとんど入手できないので実際のところはよく分からないし、かりに問題がないとしても現行のシステムが今後さらに進むであろう金融自由化の動きと整合的であり続けるかという問題は残る。また、金融自由化のメリットを消費者が認識する場合、住宅金融システムの変化を通じてという部分があってもけっしておかしくないのだが、はたして実際にメリットが発生しているのだろうか。銀行が自分のところの融資条件の有利さを消費者にアピールして互いに競争し合っているという話はあまり聞かない。

以下では、日本の住宅金融をめぐるいくつかの論点を整理するとともに、消費者から見て望ましい改善の方向を簡単に考えてみよう。

(公的融資の比重高い現行システム)

日本の住宅金融システムは、欧米に比べると公的金融の比重がかなり高いことにその特徴がある。住宅ローン残高全体に占める公的機関の比重は91年末時点で約4割となっており、そのほとんどが住宅金融公庫による融資である。約4割という比重は欧米の水準をはるかに越えている。例えば、アメリカの場合、政府関係機関のモーゲージ（住宅ローン債権）の保有比率は91年末で全体の7%弱にすぎない。こうした差は、住宅金融における公的機関の役割の違いを反映している。

欧米の場合、公的機関はおもに①住宅ローンの流動化を通じて住宅金融市場への資金供給を促進する②借り手の信用を公的に補完することによって住宅ローンを借りやすくする、という間接的な手段で住宅金融市場に関与している。欧米では住宅金融の伝統的な担い手は民間の住宅金融専門機関であり、かつては商業銀行など他の金融機関の住宅金融市場への参入が政策的に制約されていた。その後、住宅金融市場の障壁が取り除かれたり住宅金融専門機関に対する優遇措置が廃止されたりしたため、商業銀行など他の業態の市場参入が可能となり、市場の競争状態が高まった。欧米における公的機関は、このような金融自由化に伴う住宅金融市場の活性化を側面から援助していると言うことができる。

一方、住宅金融公庫を中心とする日本の公的機関は、郵便貯金等を原資とする財政投融资の一環として、消費者に低利で直接融資を行っている点に特徴がある。たしかに、民間金融機関は長期的に見て消費者に対する融資などリテール化に力を注いでき

表2 住宅金融における公的・民間融資の比率

年度	公的 機 関	(うち住宅 金融公庫)	民 間 機 関	(う ち 全国銀行)	(うち住宅 金融専門会社)	住宅ローン 残高(兆円)
80	31.0	(24.6)	69.0	(32.7)	(7.2)	45.1
81	33.4	(25.9)	66.6	(31.0)	(7.7)	50.8
82	36.4	(27.8)	63.6	(29.0)	(7.9)	56.5
83	38.8	(29.3)	61.2	(27.2)	(7.9)	61.1
84	40.8	(30.5)	59.2	(26.1)	(7.7)	65.3
85	42.2	(31.3)	57.8	(26.0)	(7.4)	69.2
86	42.6	(31.6)	57.4	(31.8)	(7.8)	75.0
87	41.9	(31.8)	58.1	(34.0)	(8.1)	83.2
88	41.3	(32.0)	58.7	(35.3)	(8.2)	93.1
89	39.9	(31.3)	60.1	(35.7)	(9.7)	106.9
90	39.8	(31.5)	60.2	(35.0)	(10.7)	118.3
91	39.8	(31.5)	60.2	(34.4)	(9.8)	127.0

(出所) 住宅金融公庫『住宅金融公庫年報』

ており、高度成長期に比べると住宅金融における民間金融機関の重要性はかなり高まってきている。しかし、80年代後半の住宅ブーム期においても、公的機関はシェアをほとんど落としていない(表2)。

(官民間の競合問題)

現行の住宅金融システムについては、いくつかの論点がある。第1の論点は、公的機関と民間機関との競合問題である。郵貯をめぐる議論が「入り口」(調達)における官民の役割分担に関わるものであるのに対して、これは「出口」(運用)のそれに相当する。金融市場における競争の高まりの中で、民間の金融機関はおそらくリテール業務を今後とも拡大させざるを得ないであろう。したがって、リスクが比較的少なく、しかも収益性の高い住宅金融のシェアを高めるというインセンティブが当然はたらくと見られるが、その場合、公的融資によって民間融資のクラウディング・アウト(締め出し)が起こるのではないかという懸念がある。実際、住宅の一次取得の場合には、住宅金融公庫の融資といわゆる社内融資あるいは財形からの融資を合わせるとほとんど事が足りるので、民間からの融資が入る余地がないという批判をよく耳にする。また、住宅金融公庫による融資のかなりの部分は、銀行によるいわゆる「代理貸し」の

形態をとっているが、これも顧客のメインバンクになりやすいというメリットがあるものの、銀行にとって収益面での有り難みはあまりないとされている。

しかし、現行の体制を正当化する見方ももちろんある。例えば、①住宅ローン融資残高に占める公的機関のウエイトはここ10年間で30-40%で安定的に推移しており、②新規融資についても公的機関が民間のシェアを大きく奪っているとは言えない、といった事実を指摘したり、③公的融資は民間融資に比べて安定的であり、政策目標にそった対象を中心に融資を行って民間を補完している、等の主張がなされる場合が多い（注5）。

この問題は、住宅ローンを借りる消費者にとってどのようにとらえるべきであろうか。「金利コストが低いから、まず公的融資を利用するのは当然だ」ということだけで片づけることはできない。公的融資の調達コストも合わせて考える必要があるからである。現行のシステムでは、郵貯を中心とする原資コストに比べて融資の金利水準を低く抑えているので、そのギャップを埋めるために、一般会計から利子補給が行われている。ちなみに住宅金融公庫への利子補給額は、93年度当初予算で4,055億円にのぼっている。同様の利子補給は他の政府金融機関でも見られ、公的金融（財政投融资）の問題を議論する場合つねに出てくる問題である。

ここでは、公的金融全体の問題に立ち入る余裕はないが、とりあえず以下の3点を指摘しておきたい。

第1は、一般会計からの利子補給が認められているために、他の公的金融機関と同様、調達・運用両面を貫いて市場メカニズムが効率性を高めるという仕組みが十分に存在しないことである。公的融資の「公共性」の形式的な主張をいくら政策当局者が繰り返しても、それをそのまま受け入れることはやはりできない。

第2に、利子補給がたとえ国民経済的に見て妥当であるとしても、それは国民全体の負担で公的融資を受ける者の負担を肩代わりすることを意味するから、つねに公平性の観点からのチェックが必要になる。したがって、十分に資金調達能力のある者にまで低利融資を行う必要はなく、①融資対象者の所得制限を厳しくすること②所得水準によって金利水準を調整すること、などの工夫が政策的に求められる。とくに、①について言うと、住宅金融公庫の融資を受けた世帯のうち、第Ⅳ、第Ⅴ分位の高所得

層の比率が約3割に達しており（第V分位は1割程度、（注6））、どこまで公的機関が面倒を見る必要があるかという問題は改めて議論する余地がある。

第3に、一般会計を通じた利子補給による低利融資ではなく、税制による優遇措置（税額控除など）によって借り手を直接優遇する制度にシフトすべきであるという意見も検討に値する。ただし、この点については、財政負担の比較や所得再分配効果を考慮した分析が必要である（注7）。

（競争が進まない日本の住宅金融市場）

住宅金融システムをめぐる第2の論点は住宅金融市場の競争状態が十分であるかどうかである。もともと住宅金融は、「借り手」としての消費者が金融自由化のメリットを最も享受できる分野のはずである。民間金融機関にしても、リテールの拡大は金融市場の競争の中で最も中心的な役割を果たすものと考えられていた。たしかに、80年代後半には、各民間機関は資産の有効活用をうたい文句に、アパート・マンション・ローンや根抵当権型ローンといった不動産担保ローンを強力に推進した。しかし、これらは消費者の住宅取得に関わる純粋な意味での住宅ローンではなく、しかもバブルの崩壊とともに急速にその規模が収縮した。住宅ローン金利や融資条件はどの銀行に行ってもほとんど同じで、旧態依然とした横並び状態が続いている。さらに、どの銀行を選ぶかは事実上宅建業者によって決定されていることも多く、消費者はどの銀行にローンを借りたのか払込みの指示があつて初めて知らされるケースもあるらしい。

こうした現実、アメリカとは対照的である。前述のようにアメリカでは、金融自由化によって住宅金融市場に従来の住宅金融専門機関だけでなく他の業態も参入するようになり、競争が激化した。それが、住宅ローンの証券化とも相まって住宅資金供給を拡大させ、また、消費者に対する住宅金融サービスの向上にもつながっている。金利や融資条件も各機関でそれぞれ特色があり、各地域でそれらを比較する情報を消費者に提供するビジネス（mortgage information clearing house）すら存在する。

日本の場合、個人向け住宅ローンを専門に扱うために1970年代以降、住宅金融専門会社（住専）が銀行、生命保険、農林系金融機関などが出資して設立され、市場に参入している（現在8社）。住専の参入は市場の競争を高めるはずであったが、実際には、都市銀行などが個人向け住宅ローンに積極的に乗り出した影響で、住専は個人向けで

はなく住宅開発業者など企業向けの不動産関連融資を拡大していった。これは、住専の出資元である都市銀行などが、総量規制のかかっていた不動産関連融資を住専などノンバンクを通じて間接的に延ばそうとしたためであり、バブルの崩壊とともに不良債権の大量発生につながっている。したがって、住専の参入は結局住宅ローンの借り手としての消費者にそれほど大きなメリットを与えなかったことになる。

(市場の競争状態を高めるために—住宅ローン債権の証券化)

公的金融を除くと、銀行が住宅金融の中心的な担い手となる現在の状態は、しばらくの間続くとみられる。大量の不良債権を抱えてじり貧の住専は、おそらく縮小・再編成の道をたどることになるだろう。しかし、住宅金融のより長期的な展望を考える場合、銀行以外のさまざまな業態が市場に参入し、顧客獲得のために競争することができるような仕組みを検討していくことはやはり重要である。

そのための一つの方向は、住宅ローン債権の証券化であろう。住宅ローン債権の証券化が一般化すれば、他業態からの住宅信用市場への参入も可能となり、市場の競争状態も高まることが期待されるからである。アメリカでは、銀行等が融資した住宅ローン債権を、資金に余裕がある機関投資家に販売し、それを売った資金を再び住宅ローンに回すということが一般化している。住宅ローンはその性格上長期貸付であるが、銀行の原資は3-5年という比較的短期の預金を中心であるため、住宅ローン債権の証券化は調達と運用のインバランスを調整することになる。アメリカでは、政府抵当金庫(GNMA)、連邦抵当金庫(FNMA)、連邦住宅貸付抵当公社(FHLMC)等の政府系機関が、民間金融機関の発行した住宅ローン債権(モーゲージ)を取りまとめ、政府保証を行ったり、あるいはそれを担保として自ら証券(モーゲージ担保証券)を発行したりして、債権の証券化を積極的に行っている。

日本でも、住宅抵当証書、住宅ローン債権信託、抵当証券という3つの形態で、住宅ローン債権の証券化は始まっているが(注8)、住宅ローン残高の規模に比べるとほとんど存在していないと言っていいほど発展が進んでいない。最大の原因は、証券化の対象となる債権が固定金利に限定されているからである。民間金融機関が現在行っている住宅ローンのかなりの部分は変動金利型であるため、証券化が進みにくい仕組みになっている。

住宅ローン債権の証券化を進めるためには、①こうした証券化自体の仕組みを改めるとともに、②住宅金融公庫などの公的機関が、アメリカの上記機関のように買い取り・保証を通じて住宅ローン債権の証券化を促進するという方向が検討されるべきである。従来型の直接金融によらずとも、こうした証券化を通じて政策目的に沿った住宅金融もある程度誘導できると思われるし、市場メカニズムを活かすという点でもこの方が優れている。

(信用リスクへの対応)

住宅金融については、狭義の消費者信用と違って、信用リスクの問題はいまのところ表面化していない。やはり消費者にとっても、長年にわたって拘束される住宅ローンを組む場合は、通常の耐久消費財やサービスの購入のためにローンを組む場合に比べて慎重にならざるを得ないということなのかもしれない。しかし、住宅金融の規模が今後ますます拡大していけば、信用リスクへの対応はどこかで検討しなければならない問題である。

ところが、現在のシステムは信用リスクに対して十分であるとは考えられない。たしかに、公的融資については住宅金融公庫の住宅融資保険や公庫住宅融資保証協会の保証、民間融資については損保会社の住宅ローン保証保険や保証会社の住宅ローン保証などの制度はある程度そろっている。しかし、融資そのものの条件を見ると、消費者の債権・債務状況やいわゆるクレジット・ヒストリーはほとんど審査の対象外となっている。住宅金融公庫の場合、「申込み本人の月収が、公庫借入金の毎月の返済額の5倍以上」といったフローの所得水準がチェックがされるだけだし、民間の場合もこの点ではほぼ同様である。

こうした状況は、金融機関が住宅ローンを融資する際に残高状況やクレジット・ヒストリーを厳格に審査し、またそうした信用情報を提供するサービスが確立しているアメリカとは、大きく異なっている。消費者金融の場合と同様に、個人信用情報のインフラが整備されていなければ、住宅信用市場のシステム全体が大きく揺るがされる危険性がつねにつきまとう。前節で述べたような信用情報の整備を目指した政策面の取組みは、住宅金融においても同様に重要である。

(4) ま と め

本章での主要な論点を要約すれば、以下のようになろう。

80年代以降（狭義の）消費者信用は飛躍的に延びてきているが、これは、大型景気下での消費需要の高まりや株式・土地などへの資産運用を行うための資金調達といった家計サイドの行動が、金融緩和を背景とする民間金融部門の積極的な与信行動とうまくマッチしたことが大きな要因となっている。一方、住宅信用も住宅ブームに乗ってこの間順調に拡大しており、その消費者信用に占める重要性は依然高い。

しかし、このような市場の量的拡大にもかかわらず、消費者信用、住宅金融ともに政策的に取り組まなければならない課題は多い。現行のシステムでは、今後その進展が予想される経済のストック化や金融自由化に十分対応していくことができない。

消費者信用については、個人の信用情報に関する基盤がきわめて不十分であるということが最大の問題である。この点については消費者信用の各業態で個別に対応が進みつつあるが、問題が業態をまたがる性格を持つため、信用情報の整備に関する統一的なガイドラインの提示が政策的に強く求められる。その場合、消費者のプライバシーの保護が厳格に保証される仕組みを検討する必要がある。

住宅金融についてもこうした信用情報の整備は重要な課題であるが、その他に、住宅金融公庫を中核とする公的金融に大きなウエイトを置いている現行のシステムを維持していくべきかどうかを改めて検討する必要がある。また、住宅金融を通じて金融自由化のメリットを消費者が享受できるようにするためには、住宅ローン債権の証券化を通じて市場の競争を促進するという方向も検討すべきである。

〔注〕

- (1)各業態における最近の取組みについては、『月刊消費者信用』1992年5月号が詳しい。
- (2)実際、国民生活センターによると、全国の消費者生活センターに相談に来た多重債務者の約4分の1は、2つ以上の業態に債務を負っている（91年度）。『月刊消費者信用』1992年7月号。
- (3)行政側の対応としては、消費者信用をめぐる消費者教育の指針を示した経済企画庁『カード社会を生きるあなたへ』（1992年）などがある。
- (4)以下の点については、藤森正敏『カード業界』（1991年、教育社）第5章、島田和夫「OECD勧告

再考」(『月刊消費者信用』1993年4月号)を参考にした。

- (5)例えば、住宅金融公庫・住宅金融研究グループ編『新版・日本の住宅金融』(1993年、住宅金融普及協会)第5章を参照。
- (6)住宅金融公庫「公庫融資利用者調査報告(個人住宅建設資金編)」による。
- (7)本間正明『日本財政の経済分析』(1991年、創文社)第3章は、住宅建設に対する同一の効果をもたらすのに必要な財政負担を、①公庫の貸出金利の引下げ②公庫の融資額の拡大③税額控除の対象期間の拡大の3つのケースについて比較している。
- (8)住宅ローン債権の証券化の実際については、岡崎泰造・占部勲司『住宅金融の知識』(1991年、日経文庫)Ⅳ、住宅問題研究会『1990年代における住宅金融の課題(2)』(1992年11月、住宅金融普及協会／住宅問題調査会)5.を参照。

4. 公的金融の役割とあり方

(1) 公的金融の仕組み

財政投融資の定義は、大蔵省理財局の方々が編集した『図説財政投融資』（平成4年度版）によると、「国の制度・信用を通じて集められる各種の公的資金を財源にして、国の政策目的実現のために行われる政府の投融資活動のこと」とされている。この定義は、厳密にいうと、公的な機関（の集合体）による金融仲介を意味しており、公団、事業団等の財投資金を使ってサービスを提供している機関は含まれていない、という意味で不十分である。

しかし、財政投融資機構を、上の定義のように、公的金融仲介を軸として考えることは、問題点の所在を明らかにする意味では、極めて有意義である。以下、公的な機関で金融仲介を行っている組織を公的金融仲介組織、略して公的金融、と呼ぶことにする。

最初に、全体の金融機構の中で、公的金融がどのような位置にありどのような組織になっているかを見ておこう。金融機構を簡単に定義すると、それは資金余剰主体から資金不足主体に資金を流す仕組みと捉えることができる。図1はこうした機構を簡略化して描いたものであり、図2は、この中の公的金融の部分をやや詳しく見たものである。

公的金融は、資金の受入機関である郵便貯金、簡易保険、公的年金（厚生年金、国民年金）、これらの機関の受入れた資金を統合管理する大蔵省資金運用部、そしてそれぞれの目的に応じて投融資を行う政府系金融機関、と相互に独立した機関から構成されている。財政投融資計画に含まれる国（特別会計）や地方公共団体、公団、事業団等は、公的金融に含まれず、これらは、図1の資金不足主体に分類される。公的金融の最も大きな特徴は、こうした機関がそれぞれ独立に（機関によってその強さは異なるが）収支相償の条件を課せられていることと、公的金融全体として、特に政府系金融機関を窓口とした政策金融を行う役割を併せて課せられていることである。

図 1

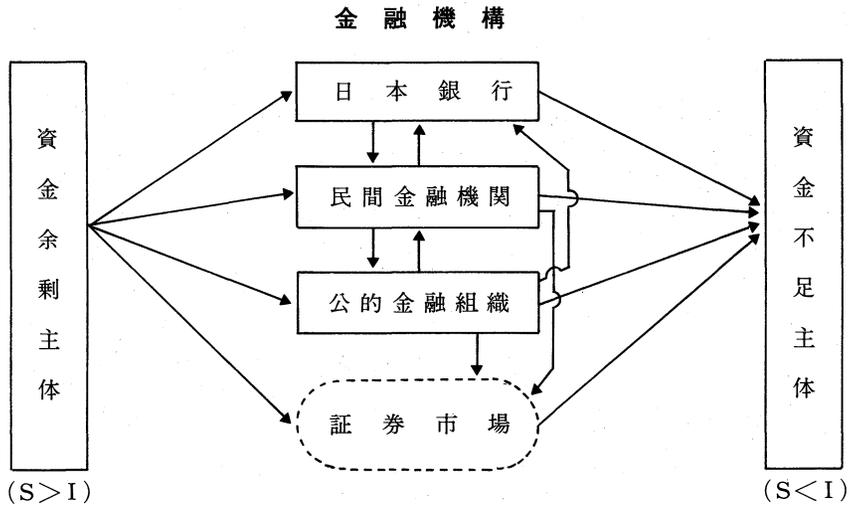
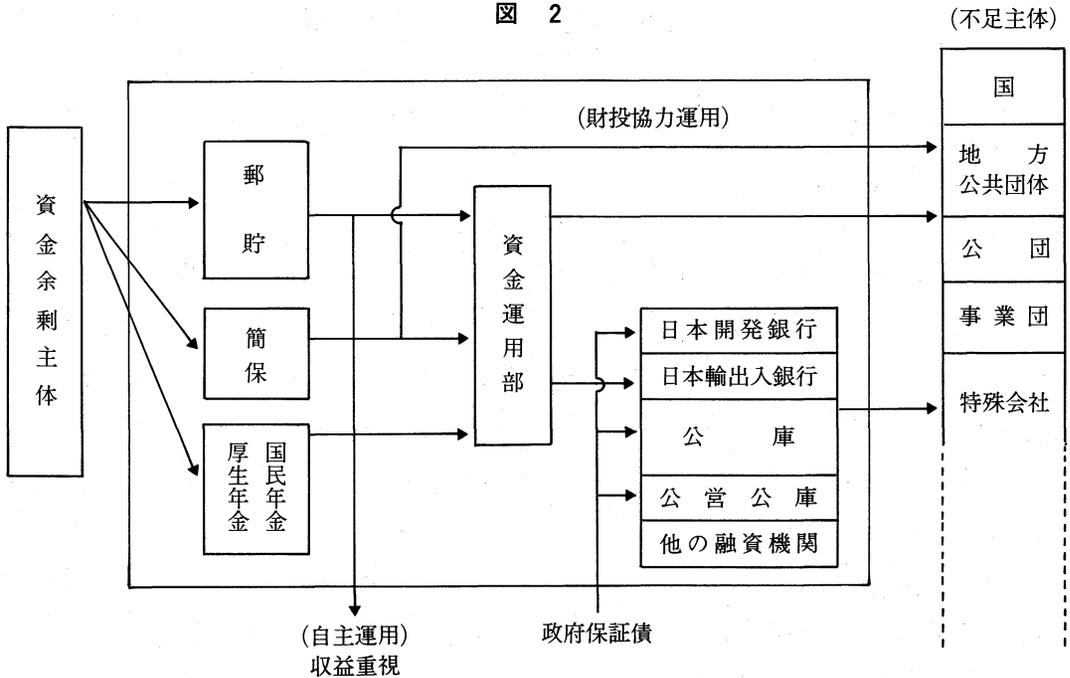


図 2



(2) 公的金融に関する関心の高まり

近年、財政投融资制度あるいは公的金融に対する関心が高まっている。この理由としては、いくつか考えられるがそれらを列挙すると、①金融自由化の進展、②人口の高齢化による公的年金財政の悪化の懸念、③社会資本の充実の要請、④最近の景気の落ち込みに対する財政投融资の景気浮揚効果の期待等、⑤1991年度後半からのいわゆる郵貯シフトの発生とマネー・サプライへの影響、といったものであろう。

① 金融自由化の進展

まず最初に挙げられるのは、金融自由化の進展である。預貯金金利の自由化措置として、本年6月21日より、定期預金の金利が預金高にかかわらず完全自由化され、郵便局の定額貯金の金利もまた自由化される。流動性預金については、金利自由化の第一歩として、昨年6月、2つのタイプの新型貯蓄預金が導入された。来年春頃には、流動性預金金利の完全自由化が予定されている。さらに、民間銀行は、資金の調達と運用の機関ミスマッチによる金利変動リスクを少なくするため、また、定額貯金に対抗するため、中長期の定期預金の導入を検討している。

他方で、金融機関の間の業務分野規制も緩和され、限定付きではあるが、金融機関は、子会社をつくり他業態に参入できることになった。長期信用銀行や大手の都市銀行は証券子会社を設立し、四大証券会社は信託銀行子会社を設立する意向である。

こうした金融の自由化は、時代の流れの中で引き返すことのできない変化であるが、同時に、金融システムの効率性の向上、小口と大口の預貯金者の間での公平性の確保、国際的になった金融取引への対応等の観点から、好ましい進展方向と考えられている。ただし、金融機関間や金融機関と企業間の競争条件の片寄りとか利益相反といった望ましくない事態の発生を、例えばファイヤーウォールのような何等かの手段で、押えることが必要である。

ところで、金融仲介機構の一翼を担っている公的金融は、どのようにして、金融自由化の流れに対応すべきであろうか。郵便貯金金利の自由化は、長期的には、公的金融としての調達コストを引き上げる効果をもつと思われる。かといって、郵便貯金金利を民間銀行の預金金利と横並びにしなければ、郵便貯金が集まらな

くなり、財政投融资に必要な資金量を集めるのに支障をきたすことになりかねない。もっと根源的には、個人貯蓄の3割弱を有する郵便貯金が金融自由化に積極的に対応することにより、国民の資産選択上の厚生を高めることが必要であろう。

金融の自由化の進展に対して、他の財投機関も対応を迫られている。1991年6月の金融制度調査会報告「新しい金融制度について」においても、「政府関係金融機関をめぐる問題は、単に金融制度の問題にとどまらないものであるが、今後においても、金融制度の見直し等をも踏まえ、その幅広い性格にも十分留意しつつ、長期的な観点から、引き続き見直しを行っていくことが必要であろう。」とされ、この問題が今後の重要な検討課題であることが記されている。

② 人口の高齢化による公的年金財政への懸念

厚生省の人口問題研究所の推計によると、1985年には、6.7人の働き手（生産年齢人口）が一人の老人を養っていたが、2005年には3.5人の働き手、2015年には2.7人の働き手が老人一人を養うことになるという。

現在の公的年金制度は、その大半が、若い世代が高齢者の年金を負担する「賦課方式」に依存している。若い世代に比べて高齢者の数の増大は、若い世代の負担を著しく高めるか、あるいは、年金の給付水準を著しく低めることになる。厚生省が本年3月に年金審議会に報告した年金財政の暫定試算結果によると、厚生年金は、現行の60歳支給開始を維持した場合、毎月の保険料は現在の14.5%から2025年には34.2%に上昇し、また支給開始を段階的に65歳に引上げて28.8%になるという。国民年金に関しても、毎月の保険料が現在の9,700円から2015年には19,800円になるという。また、麻生良文氏の試算によれば、厚生年金に関して、1920年生れの人、現在価値で、388万円の保険負担に対し、5,617万円の給付を得、1940年生れの人、1,413万円の負担に対し、3,237万円の保険給付を得るが、1980年生れの人、2,233万円の負担に対し、1,722万円の給付、2000年生れの人、1,799万円の負担に対し、わずか1,293万円の給付しか受けられないという（郵政研究所「調査月報 34巻、1991、8月号」）。

厚生年金および国民年金の積立金の総額は、平成5年度には、100兆円にもなる

と予想されるが、こうした積立金の運用収益を増大させることが、若い世代の負担の軽減、高齢者の給付水準の低下抑制には、重要な課題となっている。

③ 社会資本の充実の要請

財政投融资に関する関心の高まりの第三の理由として、日本が「生活大国」になるためには、社会資本の充実が不可欠であり、財政投融资がその役割の一端を担う必要があるという認識が高まっていることが挙げられる。

平成元年九月から開かれた日米構造協議において、日本の社会資本の充実の重要性が議論され、これを踏まえて、1990年6月、「公共投資基本計画」が策定されたことは、記憶に新しい。この計画では、1991年度から2000年度までの10年間に公共投資を約430兆円行い、その中で、下水道、公園、廃棄物処理施設、厚生福祉施設、文教施設といった生活環境・文化機能に係わる公共投資の割合を60%程度と、過去10年間の50%台前半から増加させることがうたわれている。また、そのために必要な資金の財源については、「租税、公債、財政投融资資金、民間資金等を適切に組み合わせる」とされている。

この財源の内、民間資金は、JRやNTT等民営化した企業の投資資金であり、これを別にすると、無償の税収を基本的な資金源とする財政資金（公債も結局は租税で元利金が支払われる）と、有償の資金である財投資金が用いられることになるが、どのような基準により、二つの資金を使い分けるかがはっきりしていない。特に、公共的な社会資本は、無料もしくは投下費用よりも低い使用料で国民に提供されることが多く、財投資金を使った場合には、財投機関の収支相償を満たすため、最終的には、その差額を一般会計が負担することになる。この意味では、財投資金を財源とすることは、公債の発行と変わりがないといえる。

財政法第4条では、公共事業費（公共投資）、出資、貸付以外の目的で公債が発行されることを禁じている。公共投資は社会資本を増加させ、現在の世代だけでなく将来の世代もその便益を享受できるので、その費用の一部を将来の世代の負担としても、世代間の公平性は損われぬ、というのがこの条文の基礎になっている考え方である。この考え方からすれば、租税と（公債＋財投資金）の比率は、社会資本に関する世代間の負担の公平性の観点から決められるべきであろう。

④ 財政投融资の景気浮揚効果への期待等

第四の理由として、最近の景気の落ち込みに対して、財政投融资が景気回復の有効な手段として期待されていることが挙げられる。公団、事業団等の行う公共事業は、乗数効果を通じて有効需要を高め、また、政府系金融機関の固定金利による低利貸出は、民間の設備投資を誘発し、やはり有効需要を増加させる。また、民間銀行が不動産を中心とした不良債権を抱えていること、株価下落により含み益が大幅に減少しBIS基準を達成するためにリスク・ウェイトの高い資産の増加に慎重になっていることから、民間銀行の貸出が抑えられており、クレジット・クラッシュ（金融の逼迫）の生じる危険性に対して、政府系金融機関が積極的に民間の資金需要に応じる状況が生じている。

政府系金融機関の融資は、借入時から返済時まで金利水準が変わらない固定金利であるため、市場の金利水準が低くなると、借入期間全体の資金コストが低く抑えられる可能性が高くなり、民間の設備投資を誘発する効果大きい。

また、財政と異なり、起動的伸縮的に追加融資を行える点も景気対策として財政投融资が期待される理由でもある。

⑤ いわゆる郵貯シフトの発生

第5の理由は、1991年後半から、郵便貯金の大幅な伸びと民間銀行の預金の伸び悩み、いわゆる郵貯シフトが生じたことである。郵便貯金の約8割を占める定額貯金は、最長10年固定金利で預けることができ、金利が高い水準から低下する局面で人気化する性質があり、1980年頃にも同じ現象が生じ、郵貯問題として話題となった。この時期、定額貯金に対抗して期日指定定期預金が創設されている。

今回は、マネー・サプライ（M2+CD）の歴史的に低い伸び率の原因の一つとして取り上げられ、また株価の低迷をもたらした要因の一つとされ、問題視されることがあった。

M2+CDに郵貯が含まれないことは、M2+CDが期中の平均残で表わされるのに対し郵貯が期末残データで表わされていること等、かなり技術的な問題であるが、マネー・サプライが重要視されるのは、それが経済成長率、雇用、物価等の経済の実体面の動きの先行指標であるからである。金利の自由化等により、民間

銀行預金、貸付信託、金融債、証券会社の投資信託、郵便貯金等の間で資金シフトが生じる可能性が高まっている現在、マネー・サプライの概念の再検討が必要であろう。

(3) 金融システムの効率性と公的金融

公的金融は、官業による金融仲介であるが、その役割は、①金融システム全体の効率性を高めること（この中には、金融サービスの利用機会に関し、利用者間の公平性を高めることも含まれる）、②競争を通じて、民間金融機関の保守的行動を牽制すること、にあると言えよう。

金融システムの効率性に関しては、以下の4つの側面が考えられる。第1は、資金余剰主体からみて、資産運用や受けられる金融サービスの満足度が高いかどうかに関するものでありポートフォリオ効率性と呼ぶことができる。第2は、資金不足主体からみて、資金調達に関する満足度が高いかどうか、そして不足主体間での資金配分が効率的かどうかというものであり、配分効率性と呼ぶことができる。第3は、金融仲介費用に関するもので、仲介費用効率性と呼ぶことができ、第4は、経済状況の変化に対応して、上記3つの効率性が如何に早く回復されるかというもので、ダイナミック効率性と呼ぶことができる。以下、公的金融がこれらの効率性とどのように関わっているかを検討しよう。

(3)-① ポートフォリオ効率性

第1は、資金を運用する主体の観点からみたもので、資産選択や受けられる金融サービスについての満足度が大きい程効率性が高い。金融の自由化の進展は、金融機関の間の金利や商品・サービスの開発競争を通じて、利用者の効用を高めることが期待されるが、反面、採算の悪い店舗の整理がなされ、また口座管理料の設定等サービスの受益者負担が徹底され、過疎地域の住民や経済的弱者に対するサービスの低下が生じる懸念もある。こうした金融自由化の影の部分への配慮、すなわち、全国民が少なくとも基本的な金融サービスを楽しむ体制を整えることが必要である。官業である郵便貯金と簡易保険は、24,000の郵便局を持ち、こうした機能を果たす役割を担っている。

さらに、郵便貯金の主力商品である定額貯金は、10年間固定金利、半年後はいつでもペナルティー無しで解約可能、貯金を担保とする借入（総合通帳サービス）が可能、全国の郵便局で利用可能、という収益性、流動性、利便性を兼ね備えた金融商品で、人気を博しているが、こうした商品を提供することによって、公的金融が、第一の意味の効率性の向上に役立ってきたことは事実であろう。今後、金利の自由化に対応し、定額貯金金利も自由化されなければならないが、固定金利を維持するとすれば、市場金利が高い場合にはその金利を低く設定し、逆に市場金利が低い場合にはその金利を高く設定することが必要となるであろうし、また、変動金利の定額貯金も考察に値する。

この定額貯金は、民間では提供できない商品であり、その見直しが必要であるという考えがよく見受けられるが、上記のように、金利の設定を変えれば、信託銀行のヒットや証券会社の中期国債ファンド、MMFとかなり似通ったものとなり、民間でも十分提供できる商品となろう。

(3)－② 配分効率性

効率性の第2の側面は、資金不足主体の観点からで、資金を調達に関する高い満足度が得られるか、そして、社会的にみて、望ましい資金配分が達成されるかどうかである。公的金融は、資金配分における市場の失敗を是正する機能を持っているが、それは、政策上必要と思われる分野に、政府系金融機関が、優遇的条件で貸出を行うことで実施されている。

市場金利よりも低い金利で安定的に貸出を行う政策金融は、借入者の資金コストを低下させ、その投資を誘発する効果を持っている。借入者の投資の増加は、様々な産業の生産物に対する需要を増加させる波及効果を生み、さらに人々の所得を増加させ消費支出を増やし、経済の生産の拡大をもたらすことになる。これが、景気の浮揚対策として財政投融资が期待される所以であるが、その際にも、資金配分の効率性を考慮すべきであることは言うまでもない。

現在、財政投融资資金が用いられている分野として、①保護・育成すべき産業、企業の分野（技術開発、エネルギー、農林漁業、中小企業等）、②国民の生活上必要な長期資金の分野（住宅、教育等）、③社会資本の充実に関する分野（道路、

運輸・通信、都市整備・地方開発、環境保護等)、④海外との経済交流に関する分野(貿易金融、経済協力)がある。これら分野への資金供給の必要性は、今後とも続くと思われるが、詳細な内容については、社会・経済環境の変化に対応して見直しが図られなければならないと同時に、第2節で述べたように、財政資金で行うべき分野と財投資金を投入すべき分野の区分けを再考察する必要もある。

例を、住宅に取ってみてみよう。地方公共団体がアパートを建築し住民に賃貸する直接供給方式は、民間アパートに比べて安い家賃で住民に賃貸するため、入居する人とそうでない人との間に不公平が生じる。したがって、低所得者に対する社会福祉的な政策と位置付けられる。

これに対し、持家促進のための低利による住宅金融方式は、人々が自己資金や民間金融機関からの借入を併用しながら住宅を建築するので、政策に要する費用が少なくて済み、しかも、それぞれの好みにあった住宅が建てられ、かつ個々人の財産になるという利点がある。他方、自己資金や借入能力を持たない人からみれば、不公平に感じられるであろう。特に、市場金利と低利融資の際の金利差が税金から賄われる場合にはなおさらである。しかし、大部分の国民が、それぞれのライフ・ステージのある段階で、低利融資が受けられるのであれば、不公平感は、ずっと少なくなるであろう。

(3)－③ 費用効率性

金融システムの効率性に関する第3の側面は、金融仲介の費用をどの程度逓減させているかに係わっている。資金余剰主体から不足主体に資金を流し、逆方向に金融資産を流すにあたり、要する費用を少なくする程より効率的である。

金融仲介機関の経営効率が高いかどうか、そして、証券市場での取引費用が低いかが、この効率性を評価する基準となり、金融機関の間の競争がこの効率性を高めると考えることができる。

金融業においては、規模の利益と多角化の利益が大きいとされている。後者は、金融業務を営むのにコンピュータが必要不可欠になり、金融業が装置産業化したこと、銀行業、証券業等の業務内容が接近してきたことがその要因であるが、金融仲介の効率性を高めるためには、規模の大きい金融機関が多様な金融サービス

を提供することが望ましい反面、寡占状況が進み競争が制限的になる恐れがあり、この点に関する配慮が必要となろう。また、金融業には、専門性（分業）の利益もあり、中小の金融機関は、木目細かいサービスの提供と他の金融機関との提携によって規模の大きい金融機関と対抗していく必要がある。

さて、公的金融に関しては、この効率性と関連して、民営化と統廃合が議論の対象となろう。このうち、民営化に関しては、第5節で検討することにしよう。

(3)－④ ダイナミック効率性

金融仲介機構の効率性に関する第四の側面は、経済の様々な変化に対応して、これまでに述べた1～3を短時間で回復させることができるかどうかということである。

資金余剰主体の資産選択に関する選好の変化、資金不足主体の資金ニーズの変化、金融仲介技術の変化等は、常に見られるところであるが、金融システムはこれらの変化にフレキシブルに対応しなければならない。

家計の資産選択は、資産水準の上昇により、従来の一辺倒から、多少の危険は負担しても高収益を望む姿勢に変化してきた。また、資金の運用だけでなく、資金の借入に対する需要も増加している。1990年以來の株価の大幅な下落により、安易な危険負担や借入に依存した資産運用の危険性が再認識されているが、長期的な趨勢としては、(多少の危険を覚悟しての)高収益選好の高まり、資産と負債の両建て化は、進行することが予想される。

資金調達に関しては、昭和30年台前半～45年頃の高度経済成長期においては民間企業のニーズが高かったが、その後第一次石油ショック時をピークとして財政の資金ニーズが大きくなった。近年は、政府部門は赤字主体から黒字主体になってきている。(尤も、国民年金や厚生年金を政府の収入とし政府貯蓄に加えているので、これを控除すると赤字になる。) また次年度以降景気対策の財政資金需要が高まり、赤字主体になることが予想される。このように、政府と民間の間、そして企業間、企業と家計の間で資金のニーズは時と共に変化する。

金融に関する技術も、コンピューターの利用により飛躍的に進歩してきた。例えば、総合口座サービス、オプション、スワップの開発等、利用者に対する新サー

ビスの提供は言うまでもないが、同時に、金融仲介に係わる費用の低減にも大きく貢献してきた。

こうした変化に金融システムが機敏に対応していくことが効率性の第4の側面であるが、この効率性を高めるためには、価格機構の活用と金融機関の間の競争が特に有効である。

もちろん、資金配分を市場にのみ任せておいたのでは社会的な観点から必要な分野に資金が流れない「市場の失敗」が生じてしまうので、それを補う必要があり、その役割を担っているのが政府系金融機関である。したがって、政府系金融機関も時代・環境の変化に応じて融資先を適正に修正していく必要がある。

このような観点から、比較的似通った分野に融資する機関は統合することが望ましい。融資の判断を行うに当たっては、情報の蓄積が必要であり、規模の利益が大きいこともこの理由として挙げられる。国民金融公庫、中小企業金融公庫、商工中金といった中小企業対象金融機関は、一定の棲分けがなされているが、それぞれのノウハウを結合させることで、より効率的な政策金融が行える可能性がある。

また、問題によっては、国、地方、政府系金融機関の間で協調したり、相互乗入れをしたりする必要性も出てこよう。例えば、人々の生活に密着した住環境の整備や都市計画は、重要な政策のテーマであるが、国、地方、住宅公庫、中小企業公庫等の協調が大いに役立つと思われる。

(4) 官業の民業補完論

公的金融の果たすべき役割に関して、公的金融の活動は、民間金融の補完に徹すべきであるという議論がよくなされる。この議論は、郵便貯金や簡易保険といった公的金融の資金の受入口に関して、また政府系金融機関についてもなされている。そこでは、民間金融が既に提供している商品やサービスについては、公的金融は新たに提供すべきではなく、民間金融と競合しない分野に限って進出すべきであるという議論、公的金融が既に提供している商品・サービスでも、民間金融が同じものを提供できる状況になれば、公的金融は撤退すべきであるといった議論がなされる。

こういった議論の前提には、官業は民業に比べて経営効率が悪く、また新しい状況の変化への対応が著しく劣るという考えがある。マネタリストのM. フリードマンは、市場機構に全幅の信頼を置くが、市場の失敗を認めないのではなく、その費用よりも、それを是正する際の非効率的な行政的費用がはるかに大きいという判断をしている。

昭和56年8月の「金融の分野における官業の在り方に関する懇談会」（座長・有沢広巳氏）報告では、「国が行う事業は、市場原理だけに委ねておくことが適当でない分野においてのみ、民間業務を補完しつつ、適切な役割を果たしていくことを基本とすべきである」としている。

しかし、この見解には、民間金融機関の私的な収益・費用と社会的な便益・費用の間に生じるギャップに関する認識の不足がみられ、また、金融仲介業務において、官業よりも民業の方が効率的であるという前提が当然のこととして置かれていることに注意すべきである。

金融システムは、政府の最大の干渉と統制下にある部門であり、その規模、その価格、危険回避、その貸出先に対して詳しい規制がなされている、というのは、英国の経済学者レヴェルの言葉であるが、その極めて強い外部性の故に、社会的便益および費用が私的な便益および費用と乖離するために、金融システムは政府および中央銀行の厳しい規制下にあり、また公的金融が存在し活動を行っている。元々、金融システムは、有沢報告が前提にしているよりも遥かに、市場原理に任せることが困難な部門なのである。

我が国においても、近年に至るまで、大蔵省、日銀は、信用秩序の維持を目的として、経営効率の最も悪い金融機関でも経営を続けることのできる「護送船団方式」と呼ばれる金融行政を行ってきたし、金利規制、業務分野規制等最近緩和されつつある諸規制も競争を制限し現存する金融機関を保護する色彩の強いものであった。

金融の自由化で表現される金利規制および業務分野規制の撤廃・緩和も、他方で、B I S規制で代表される自己資本比率規制、監督官庁の監視の強化、預金準備制度の強化・拡充等の別の規制を伴っており、正確には、規制の撤廃・緩和と再規制(Deregulation and Reregulation)である。ただし、最近のこの動きが、信用秩序の維持を図りつつ、できるだけ市場原理を導入し、金融機関の間の競争を促進させる

ことに目的があることは疑いがない。

民間金融は、様々な規制下で、自己の利潤をできるだけ高い水準でかつ安定的に確保するよう行動している。金融機関の間の競争を促す規制の変更を行っても、社会的に必要な度合いに従った資金配分が行われる保証はない等「市場の失敗」がなくなることは無く、公的金融の役割は依然として存続すると考えられる。

日本経済を動かしている中心的主体は民間であることはもちろんであり、金融活動の中心となっているのは民間金融であることも言うまでもない。金融分野における官業（公的金融）の民業補完は、上のような議論よりも広い視点から、M. フリードマンの前提をも含めて、金融機構全体の効率性をより高めるかどうかという観点から判断すべきである。

(5) 郵便貯金の民営化論

さて、公的金融に関しては、その効率性と関連して、民営化と統廃合がよく議される。このうち、民営化に関して考えてみよう。

昭和56年に設置された第2次臨時行政調査会の答申を経て、電信電話公社と専売公社が民営化され、国鉄が分割民営化された。これらの会社は、民営化されて経営効率が高まりサービスも向上したと評価できる。

公営企業が民営化されることの利点として、①法律により規制されていた営業内容が自由になり、状況にマッチした機動的経営戦略が採用できるようになること、②政治的な利害関係による調整から免れ、企業の利益を中心とした経営が可能になること、③賃金体系等、労働者の労働意欲を高める政策が採れること（親方日の丸的意識の払拭）、が挙げられる。つまり、公営企業の民営化は、企業の営業活動に関する規制の緩和・撤廃と経営についての自己責任の明確化を志向するものである。

公的金融組織の内、よく話題となる郵便貯金の民営化について考えてみよう。

話は昭和43～44年にさかのぼる。当時、郵政事業公社化構想が巻き起こった。郵政事業の建て直し、近代化のために、郵政省が事業を公社化する構想を打ち出したのに対し、民間金融機関と大蔵省は、絶対反対の態度を採った。

その際の論拠は、特に郵便貯金事業と簡易保険事業が、公社化により企業としての採

算性が重視されるようになれば、庶民の零細な貯蓄の受入れに止まらず、また与信業務にも進出することになり、公共性の観点から民間金融機関を補完するという本来の役割から逸脱することになる、というものであった。結局、郵政審議会の答申が、一部の反対者の意見により公社化に対して明確な結論を出すことができず、そのままになってしまったという経緯がある。(夫邦宏治著「郵貯vs銀行」(プレジデント社)に詳しい。)

最近では、むしろ民間銀行のサイドから郵貯の民営化を促す声が強く聞えるが、当時と見解を変える大きな状況の変化が生じているとは思われないのに何故であろうか。郵貯が分割民営化された場合、民間金融機関、特に、地方の中小金融機関との競合を考慮する必要は、金融の自由化が進展し、これら金融機関の経営環境が厳しくなりつつある現在のほうが高まっているといえるのではないだろうか。

上述のように、民営化は規制の緩和・撤廃を意味し、郵貯が積極的に商品・サービスの多様化と貸出業務への進出を、自らの判断と責任において行うことになる。一部に、公共債投資機関として資金運用を公共債に限った上での民営化を進める考え方もあるが、経過措置は別として、民営化がなされる以上は、経営の自由度を高める方向での改正、すなわち、運用に関する自由度を高める制度改正でなければならない。現在、郵貯は、個人や企業に対する貸出を行っておらずそのノウハウを持ってはいない(と思う)が、規模の利益を武器として、早晚、民間金融に劣らない知識を修得することも想像に難くない。

170兆円を超える残高を持つ郵貯を、仮に10の機関に分割したとしても、平均して1行17兆円の規模の銀行ができることになる。東京関東圏では、第一勧銀を上回る50兆円規模の銀行が出現するかもしれない。民営化を議論する際には、こうした民間金融機関との競合関係を視野に入れておくことが重要である。

さらに、郵貯は、財投資金の調達機関としての役割も担っている。郵貯の民営化にあっては、財投資金の調達機構をどのように整備するかも、重要な論点である。

(6) 公的金融の効率性に関する2つの議論

公的金融組織の効率性に関し問題とされる点として、①財投資金の使い残し、②政

府系金融機関への一般会計からの補助金がある。これらの問題について検討しよう。

(6)－① 財投資金の使い残しの問題

財投資金の使い残しは、昭和59年度から62年度にかけて激増し、公的金融の非効率性を示す現象として大きな関心を集めた。この時期の不用額は毎年1兆円、計画額の5%位になった。この原因は、金融緩和に伴い、民間金融が豊富な資金を比較的低利で貸出したため、政府系金融機関の貸出金利と市場金利の差が減少したことにある。

財投計画は、基本的には、年に一度各財投機関の翌年の資金需要予測をベースにして作成される。ところが、資金需要は経済の景況や市場金利の影響を受け、正確に予測することは殆ど不可能である。さらに、各財投機関が予算を増分主義で要求する傾向があり、景気が落込み金利が低い状況では、使い残しが発生する可能性が高い。

政府系金融機関は、国民経済的視点から資金の必要な分野で民間の資金が十分に回らない分野に資金を融資することを目的としている。こうした分野における資金需要を掘り起こすために、優遇的な条件での融資を行う必要があるが、その条件を金利面でみると、次のようになる。

いま、例えば住宅の取得のような特定の目的のために、Iだけの支出をする主体に対して、 δ の割合の政策融資を行う場合を考える。市場金利をR、政府系金融機関の貸出金利（政策金利）を ξ とし、元利均等返済を行うものとすれば、全額を市場金利で借りた場合との比較で節約される返済金の（市場金利）による割引現在価値は、もし返済期間が十分長期に及ぶ際には、

$$\frac{R - \xi}{R} \delta I$$

のように近似される。低利融資によって、この額だけの補助金を受け、支出額が少なく済む計算になる。（浜田・鴨池編「金融論の基礎」（有斐閣）参照）。例をあげると、住宅を購入する家計が、2千万円の住宅公庫の融資を受ける場合、市場金利を6%、公庫金利を5%とすれば、約330万円の補助を得ていることになる。

ただし、政策金利は人々の運用利回り（代表的には、税引後の預貯金金利）を上回っていることが望ましい。というのは、ある目的のために政府系金融機関からの借入を行っても、様々な理由で金融資産の運用を行っているのが普通であり、間接的にせよ、政策金融を利用して利ざやを稼ぐ行為は好ましくないと判断されるためである。政府系金融機関から低利による融資を受けている主体が余裕のある資金をその都度返済し、その資金が別の主体への政策的な融資に回る方が、政策金融の受益者間の公平性を高める訳である。

ともあれ、こうした補助によって政府系金融機関は民間の支出を誘発するのであるが、この誘発効果が大きければ、政府系金融機関の使い残しは生じず、むしろ借りたい主体が借りられないという信用割当の発生が予想される。

したがって、政府系金融機関の使い残しは、市場金利に比較して政策金利が十分低く無く、民間の支出を計画額だけ誘発することができずに生じた現象ということができる。

ただし、十分低い政策金利でも計画の需要が喚起されない状況のあることはいうまでもないが、それは、誤った計画策定に依るものであり、その計画に従うこと自体が非効率であって、むしろ使い残しが出るのが当然であり、またより効率的である。

要するに、政府系金融機関の融資に関する計画の策定にあたっては、社会的な観点から真に政策金融の必要な分野の確定を行うと同時に、融資計画額とそれを誘発するに足る政策金利を考慮することが重要である。ただし、このときに大切なのは、上に示した式で表わされるように、政策金利の絶対水準ではなく、民間の市場金利との相対的な関係である。固定金利か変動金利かの議論は別にして、政策金利の市場金利連動型が必要と考えられる所以である。

政府系金融機関の使い残しの原因として、郵便貯金の集り過ぎが挙げられることがある。郵貯の大きな伸びが期待されるとき、財投計画で政府系金融機関の予算が必要以上に大きくなり、その結果、使い残しが発生するという考えである。

これは、郵貯資金のうち自主運用分を除くかなりの額がすべて（本来の意味での）財投の源資として計画されており、公的金融に入る資金量と政策的に必要

な財投資金の量との調整の不十分さと、事後的な意味で、実際集められた郵貯資金が財投資金として支出されるべきであるという誤解から生じている。

郵貯、簡易保険は、人々の自由な意志決定に基づいてなされ、公的年金もその本来の目的のためになされており、政策的に必要な資金額とは関係が無く、経済環境の変化にフレキシブルに対応するためにも、制度的な見直しが必要な点である。

郵貯、簡保、公的年金を通じて公的金融に集まる資金の量が、必ずしも財投に必要な資金量と同額ではないことは既に述べたが、一方で、公的資金の用途については、公共的色彩の強い分野に制限すべきであるという考え方が根強くなされている。

資金運用部資金法第一条（目的）では、「・・・その資金（資金運用部資金）を確実且つ有利な方法で運用することにより、公共の利益の増進に寄与せしめることを目的とする。」とされているが、これは、資金の用途を公共的用途に限ることを意味しているのではない。例えば、中小企業や農林漁業を保護育成するための低利融資は、公共的用途とは言えないが、公共の利益を増進させることを目的としているのである。

近年のバブルの崩壊に伴い、民間の銀行や住宅金融専門会社が担保の差し押え等で保有している土地の売却（流動化）が進まず、貸出しに支障をきたしているので、土地買取機関を創設し、銀行等の保有する土地を流動化する構想が進んでおり、この土地買取機関に、日銀信用や財投資金の融資を行うことが適当かどうかの議論が行われた。結局、土地の買取機関ではなく、不良債権の買取機関が誕生したが、その際、非金融の産業界を中心として、本来自己の経営責任に着すべき失敗に対して、安易に公的援助を行うのは、従来 of 保護行政、護送船団方式の発想に変わりがない、という批判がなされ、銀行サイドも公的資金に依存せず、自分たちの出資で必要な資金を賄うことになった。しかし、大手の都市銀行はともかく、地方の中小銀行はその負担が重く、買取機関に不良債権を買い取ってもらえない状況にあると聞いている。

銀行は、その後、金利低下の下で預金金利の低下程には貸出金利を下げず業務利益を拡大し、不良債権の償却を図っている。公定歩合の引下げの景気浮揚効果

を著しく減殺した。

このようなとき、財投資金を買取機関に融資することは、公共の利益の増進につながると思われる。ただし、過度な銀行保護行政を避けるため、融資の金利は、財投金利より若干高めに設定し、資金の量による補助（量的補完）を中心とすべきである。

(6)―② 政府系金融機関への一般会計からの補助金の問題

政府系金融機関は、場合により、財投金利（調達金利）よりも低い金利で政策的融資を行い、逆鞘になることがしばしばある。この逆鞘分や融資に伴う様々な費用は、政策金融のコストとして、一般会計の負担となるべきものである。

一般に、民間では、収益が長期にわたって赤字である企業が営業を続けることは、生産効率と資源配分の面で非効率であり、このような企業を政府が補助しながら存続させる政策は好ましいものではない。

しかし、政府系金融機関に関しては、政策金融に係わるコストの分は、元来、一般会計の負担であり、政府の補助があるからといって非行率であると言うことはできない。ただし、政府補助＝非効率的経営ではないにしても、非効率な部分を政府補助で補っていないことを否定できる訳ではない。政府系金融機関が、こうした観点からのディスクロズを進めることを期待するものである。

さて、政策金融の真の費用は、逆鞘分と融資に係わる費用だけで表わされるのではないことに注意すべきである。低利融資による政策金融は、借入主体の資金コストを引下げ、その投資を誘発する効果を持つ。借入主体の投資の増加は、様々な産業の生産物に対する需要を増加させる波及効果を生み、人々の所得を増加させ、乗数効果によりさらに経済の生産の拡張をもたらすことになる。これが、最近のように、景気の浮揚対策として財政投融資（そのうち政策金融）が期待される所以であるが、生産したがつて所得の拡大は、政府の税収の増加をもたらす。

したがって、政策金融の純費用としては、前に述べた政策金融の直接費用から、それによって生じる税収の増加分を差引くことが必要である。政策金融の適正な水準の決定にあたっては、その直接的な効果、他の産業等へ及ぼす間接的な効果、そしてこの政策金融の純費用が勘案されなければならない。

もつとも、これは政策金融に限ったことではなく、政府の公共投資についても当てはまる。政府（大蔵省）は、財源不足を理由にして公共投資を削減することを主張するのではなく、公共投資が生み出す税収の増加を十分に考慮した議論を展開する必要がある。

(7) 公的金融の見直し

着実に進行している金利の自由化は、資金運用部資金の6割弱を占める郵便貯金金利の上昇を促し、また、公的年金も人口構成の高齢化に伴う年金財政の悪化に対処するため、高利回りを追求せざるを得ない。現行のシステムでは、これらの自主運用額を大幅に引き上げるか、あるいは少なくとも、運用部の預託金利を市場金利と同水準にすることが必要になろう。前者の場合には、本来の財政投融資に用いられる資金量が減少し、不足分を政府保証債の発行で賄うとすれば、財投原資の調達コストが上昇する。いずれの場合でも、政策金融を行う政府系金融機関からみれば、調達資金コストの上昇につながってしまい、低利での融資が困難になり、円滑な政策金融の遂行が期待できなくなる恐れが生じる。こうした公的金融における要請、すなわち郵便貯金の金融自由化への対応、公的年金の高齢化社会への対応、政府系金融機関の有効な政策金融、に 대응することが公的金融の見直しということでは極めて重要である。

公的金融に関する効率性を高めるためには、組織の内部に市場性を導入することが必要であるというのが、私の考えである。

現在、着実に進行している金利の自由化により、資金運用部資金 275.8兆円の56%を占める郵便貯金（平成3年度末）の金利の上昇は、長期的には避けられず、また公的年金（同 32.5%）、も人口構成の高齢化に伴う年金財政の悪化を多少とも緩和するため、高利回りの運用を追求せざるを得ない。

財投資金は、公共の利益の増進のために用いられ、この観点からみれば、その資金費用は低いことが望ましいが、資金を預ける側からすれば、代替的な資金運用と少なくとも同じ収益率を確保したいと望むのは当然のことであろう。

郵便貯金は、民間銀行の預金や金融債、信託等と代替的であり、人々は自らの意志で資産を選択することができ、郵便貯金金利が他の資産に比べて少なくとも同程度の

収益性を持っていなければ、郵貯資金は枯渇することになる。

一方、公的年金は、加入が義務付けられているが故に、もっと深刻であり、年金加入者として当然要求する資金の市場並み収益確保（可能ならば高収益追求）を実現しなければならない。

つまり、公的金融の資金調達費用は、市場における資金調達費用と同レベルにならざるを得ず、公共の利益のための政策費用は、彼等ではなく、全国民が租税の形で負担するという形で、公的金融の市場並みの資金調達と公共的運用を両立させることが必要となる。

現行のシステムでの対応として、郵貯や公的年金の自主運用額を大幅に引上げるか、あるいは少なくとも、資金運用部の預託金利を市場金利と同水準にすることが考えられる。

前者の場合には、本来の財政投融资に用いられる資金量が減少し、不足分を政府保証債で賄うとすれば、財投源資調達の費用が上昇する。後者の場合でも、資金運用部への預託金利（財投金利）が現行の国債の表面金利ではなく、市場における流通利回り等の市場金利と同水準で変動する必要がある、やはり、資金調達の費用が上昇する。

いずれの場合でも、政策金融を行う政府系金融機関からみれば、資金調達費用が上昇し、一般会計からの補助が適正になされない限り、低利での融資が困難になり、円滑な政策金融の遂行が期待できなくなる恐れが生じる。

資金コストの上昇という点では同じであるが、資金運用の面から考えると、前者の方が望ましいことは強調しておかなければならない。というのは、この方が資金運用の自由度がはるかに高いからである。

年金の場合、長期にわたる資金運用が原則となるが、許容可能な範囲でリスクを負担しつつ、分散投資をしながら、高収益を志向する方が高いパフォーマンスを期待できる。郵貯資金も、資金量が巨大で、日々の出入りの資金に比べて底溜りの資金が多いので、やはり長期の運用が可能である。資金運用については、膨大なファイナンス理論の研究成果があり、それらを有効に利用することができる。

他方、公的金融の資金運用機関である政府系金融機関に対しては、内外の証券市場での調達等、状況により有利な調達の手段があればそれらを積極的に利用することに

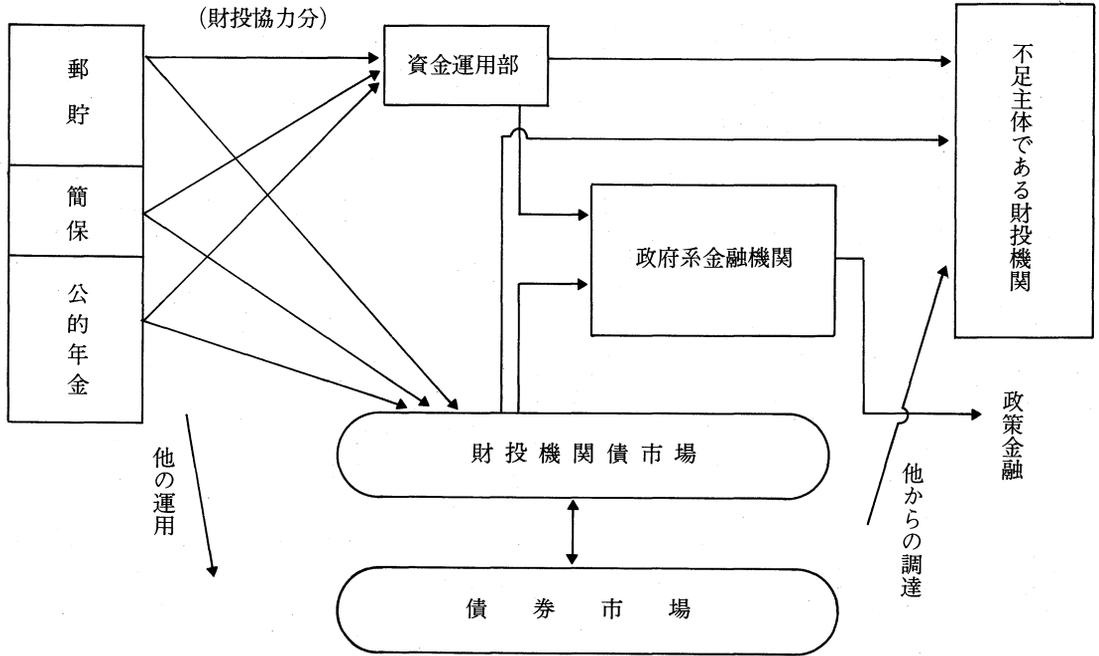
より、資金調達費用を節減することが求められる。政策金融に係わる費用が、一般財政の負担で賄われるべきであることは、私の意見として既に述べたが、その前提として、政府系金融機関も、最も有利な資金調達を心掛けて、納税者としての国民の負担を最小にすべきであると思料するのである。

ここで、財投資金の統合運用の原則にふれておこう。公的金融に集る資金は、簡保資金を除いて、資金運用部に預託することが義務付けられており、統合管理されることになっているが、これは、第二の予算としての財投計画の財政との済合性や資金管理の効率性（二重の支出の排除等）を目的としたものである。しかし、明らかに、これらは本来の財投の支出分に関するものであり、自主運用分について当てはまるとは考えられない。

むしろ、郵貯、公的年金等資金を調達する機関と政策金融を行う資金運用機関とのそれぞれのニーズの調整を、より円滑に効率的に行う機構を整備することが、資金運用部資金の統合管理の維持よりも重要ではないのだろうか。もちろん、本来の意味での財投資金の使途については、一般財政との関わりで、全体的な計画が必要なことはいうまでもない。

以上の観点から、政府保証債を発展させた「財投機関債」の市場を導入し、その市場をオープンにしつつ、資金調達機関および政府系金融機関の行動を（一定の制約を置きつつも）より自由化することにより、公的金融の効率化を目指すことが、重要な制度改革の方向であると考えている。

図 3



生活者のための金融制度改革

1993年11月1日

編集 財団法人 連合総合生活開発研究所

所長 栗林 世

〒104 東京都中央区新川1丁目23番4号

I・Sリバーサイドビル2F

TEL 03(3297)3663(代)

FAX 03(3297)3620

制作 太平印刷株式会社

〒106 東京都港区東麻布1-12-9

TEL 03(3582)3531

FAX 03(3584)2377
