

日本の金融制度改革

——1980年代の蹉跌とその後——

池 尾 和 人

I はじめに

日本が先進経済へのキャッチアップを達成する1970年代までは、わが国の金融構造はもっぱら資金不足を基調とするものであった。そうした金融構造の下で金融システムに求められていた役割は、不足しがちな資金をできるだけ多く集めてくるというものであった。資金の配分を求める先は十二分に存在しており、それらの選別に大きな困難が伴うものではなかった。資金制約さえなければ実行していい投資機会が豊富に存在していたのである。日本の金融システムは、この不足しがちな資金を集めるという役割を果たすべきものとして、明治以降の100年間にわたって構築されてきた。

この役割を促進するために、政策的には「人為的低金利政策」という枠組みが採用されていた。この人為的低金利政策は、規制を通じて、金融機関の資金調達金利を市場実勢よりも文字通り低めにおさえようとするものであった。しかし、規制金利の水準は市場実勢をやや下回る程度であって、おおむねインフレ率よりも高く、資金提供（貯蓄）者からみた実質金利はほぼ正に維持されていた。それゆえ、貯蓄行動に対する悪影響は大きくなかったとみられる。他方、金融機関の資金運用は市場実勢で可能であったために、人為的低金利政策は、金融機関にレント（超過収益）を保証するものであった。

ただし、実際に得られるレントの大きさは、当該の金融機関が集めた資金量に比例することになる。この点で、人為的低金利政策は、金融機関に資金吸収

をできるだけ増加させようとする誘因を付与するものであった。キャッチアップ過程においては、貯蓄の動員にプラスの外部経済効果が伴うとすれば、人為的低金利政策はそうした外部効果を内部化させる効果をもつものであり、その限りでは資源配分の効率化をもたらすものであったと捉えることができる。逆に、貯蓄の動員にとくに外部効果が伴うものでなくなれば、人為的低金利政策は、社会的には不要な過剰な資金吸収努力を金融機関に促すものになる。

1980年代になると、日本の金融構造は劇的に変容する。キャッチアップが達成され、日本経済が成熟化するに伴って、投資機会の相対的な減少が起き、依然として高止まりしていた家計貯蓄率の下で、金融構造は資金余剰を基調とするものに転換した。それまでは考えられもしなかった「カネ余り」といった表現が、ごく普通に用いられるようになった。こうした状況変化の中で、それまでの日本の金融システムのあり方は不適合なものになってしまった。資金が余剰気味であるのに、資金を集めてくることに主眼をおいた金融システムのあり方がふさわしいものであるわけではない。

要するに、1980年代の初頭の時点で、日本の金融システムは抜本的な再構築の必要性に直面していた。貯蓄の動員を政策的に促進する必要性も基本的に消滅したといえ、それ以前の段階では一定の意義をもっていたと考えられる「人為的低金利政策」という政策的枠組みも、逆機能的なものに転じてしまっており、撤廃されるべきものとなっていた。しかし、一旦導入された政策は、その有効性がなくなった後も、持続する傾向をもつ。こうした持続性 (persistence) は、政策だけでなく、組織や制度についても共通してみられる。そして、人為的低金利政策についても、全くその例外ではなかった。

実際、人為的低金利政策の最も狭義の内容をなす預金金利規制の撤廃は、きわめて緩やかな速度でしか実現されず、預金金利の完全な自由化が実現したのは、他の先進国に大きく遅れて1990年代に入ってからであった。また、人為的低金利政策の広義の内容をなす銀行部門優位の金融システムのあり方の見直し(すなわち、金融制度改革)は、未だ完全には実現していないともいえる。こ

うした金利自由化と金融制度改革の遅延が、後知恵的にみれば、多くの弊害を引き起こし、わが国経済を混乱させるとともに、金融機関を大いなる困難に陥れることになった。

本稿では、金融システムのあり方を見直すという意味での金融制度改革の必要性が1980年代に生じていたにもかかわらず、それが遅々として実現されなかった経緯を改めて振り返ろうと思う。その上で、1980年代の失敗の挽回として試みられたいわゆる金融ビッグバンについても評価する。そうした作業を通じて、われわれがいかに既得利益にこだわってきたか、そのことが結果的にいかに高くついたかを思い起こし、今後の金融システム改革を前進させるための反省材料とすることにしたい。

II 漸進的金融制度改革

1980年代の初頭の時点で、わが国の金融機関関係者も、金融システムのあり方を見直す必要性に無自覚であったわけではない。むしろ、当時の都銀や興長銀といった大手銀行の関係者は、今後は大企業の銀行貸出離れが生じるのは不可避であり、ビジネスの中心を資本市場関連の業務に移していく必要があると展望していた。

しかし、大手銀行が資本市場関連業務に進出してくるということは、それまでそうした業務を独占的に行ってきた証券業界からすると、自らのテリトリーが侵犯されるということにほかならない。これまでに膨大なレントを溜め込み、強大な力を誇る銀行が資本市場関連業務に進出してきた場合には、席卷されてしまうのではないかというおそれは、証券業界にとって深刻なものであった。それゆえ、証券業界は、大手銀行を中心とした動きに対して反対の姿勢を強めることになる。こうして金融システムの再構築という課題は、すぐに業態間の水争いのごとき問題（業際問題）に矮小化されていった。

当初は、制度問題を公式に取り上げること自体に対しても抵抗があった。こうした状況に変化をもたらしたのは、「外圧」である。

1980年代になると、金融構造の変容の対外的表現として日米間の経常収支の不均衡が一層拡大し、貿易摩擦がしばしば生じるようになった。そうした摩擦を解消する努力の一環として、1983-4年に日米当局間で「円・ドル委員会」という日本の金融資本市場自由化に関する交渉の場がもたれた。米国側は、日本の金融資本市場が閉鎖的であり、そのために非居住者による円の保有が妨げられていることが円ドルレートの不整合（要するに、過度の円安）を招き、日米間の経常収支不均衡の原因になっていると主張していた。こうした米国側の主張に譲歩する形で、日本の当局（当時の大蔵省）は、円の国際化と国内金融資本市場の自由化の方針を打ち出すことになった¹⁾。

ただし実際には、自由化は、ユーロ円取引の自由化など国際的取引に関するものが先行し、国内の自由化については、「激変緩和」の必要性からきわめて漸進的に進めるとされた。すなわち、金融の自由化については、基本的には望ましいこととされながらも、「各国にはそれぞれの歴史的経緯に基づく固有の制度慣行が存していること、金融の急速な自由化は、一国の経済秩序の基本である信用秩序の混乱ひいては、国民経済全体への悪影響を招くおそれがあることから、金融の自由化については前向き、主体的かつ漸進的にすすめていく必要がある²⁾」とされていた。

1 制度改革論議の経緯

この当時、金融制度改革とは、銀行や証券会社といった金融機関の行える業務範囲に関する制度的枠組みの見直しであると一般には理解されていた。こうした意味での金融制度改革に関する議論が、わが国で本格的に始まったのは、1985年9月に大蔵大臣の諮問機関である金融制度調査会の下に制度問題研究会（正式名称は、専門金融機関制度をめぐる諸問題研究のための専門委員会）が設置されて以降のことである。

- 1) 大蔵省「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」1984年5月30日発表。
- 2) 畠山蕃「日米金融摩擦の経緯と諸論点——「日米円ドル委員会」での討議を中心として——」『財政金融統計月報（国際収支特集）』大蔵省、386号、1984年6月。

わが国の政策決定過程では、特定の政策決定を迫られると、まず審議会（調査会）に諮問が行われる。そして、一定期間後にその審議会から答申が出されて、その答申に基づいて法案が作成され、国会審議に付されることになる。金融制度改革の場合も、この政策決定過程を踏襲するかたちで進められた。そして、制度問題研究会は、1987年12月に「専門金融機関制度のあり方について」と題された報告書を発表している。

この制度問題研究会報告書では、金融の証券化、機械化の進展、ユニバーサル・バンキングなどの個別の重要論点の整理とともに、そのタイトル通り、長期信用銀行制度、信託銀行制度、外国為替専門銀行制度、相互銀行制度といった、わが国の専門金融機関制度の問題点に関する整理を行っている。そして、長短金融の分離（長期信用銀行制度、信託銀行制度）については、業務分野の自由化を図る観点から今後広い観点から再検討する必要があることを指摘し、外国為替専門銀行制度と相互銀行制度については、前者はすでに特殊業務ではなくなったこと、後者は普通銀行との同質化が進んでいることを理由に、見直しの必要性を提言している。

その後、金融制度調査会は、制度問題研究会の後継として金融制度第一委員会と金融制度第二委員会の2つの専門委員会を設け、前者には中小金融機関および地域金融機関の制度問題の検討を、後者には（第一委員会に付託された事項以外の）金融制度全般に関する問題の検討を委ねることとした。

金融制度第一委員会は、1988年5月に「相互銀行制度のあり方について」と題された報告書を取りまとめ、この報告書は、同年6月に金融制度調査会において承認された後、大蔵大臣に答申された。この答申を受け、かねてから業界自身の希望でもあった相互銀行の普通銀行（第2地銀）への転換が実現することになった。続いて同第一委員会は、協同組織金融機関（信用金庫、信用組合など）のあり方について審議を行い、1989年5月には「協同組織形態の金融機関のあり方について」と題する報告書を発表している。

他方、金融制度第二委員会は、1989年5月に「新しい金融制度について」と

題する中間報告（第一次中間報告）、1990年7月にその第二次中間報告を発表している。第一次中間報告は、まず金融制度見直しの視点として、利用者の立場（利便性）、国際性、金融秩序の維持の3つをあげ、従来からの専門金融機関制度の見直しを超えて、銀行・証券業務の分離の見直しまで、金融制度改革の検討範囲を拡大している。そして、同報告では、銀行業と証券業の相互参入の具体的な方式として、以下の5つが提案された。

- A) 相互乗入れ方式：現行の業態別業務分野規制を維持しながら、個別分野ごとに必要に応じ業態間の相互乗入れをさらに推し進める。
- B) 業態別子会社方式：各業態のそれぞれの業務分野は現行制度を維持するものの、100%子会社による他の業態の業務への参入を認める。
- C) 特例法方式：金融債を含む銀行業務、信託業務、証券業務（ただし、以上の業務については、たとえばホールセールに限るなど、一定の制限を課す）を行える新しい金融機関制度を創設し、各業態からそれぞれ100%子会社で参入する。
- D) 持株会社方式：各業態の現行の業務分野を尊重しつつ、各業態の金融機関が持株会社を設立し、その持株会社の子会社として他の業態の業務を行う会社を設立し、それらを通じて相互に乗入れを進める。
- E) ユニバーサル・バンク方式：各金融機関がその本体ですべての金融・証券業務を行えるようにする。

この段階での金融制度第二委員会は、以上のうちで、B)業態別子会社方式とC)特例法方式が最も推奨できるものとしていた。しかし、金融制度第二委員会は、引き続き審議を行い、その検討成果を第二次中間報告にまとめた。この第二次中間報告では、特例法方式は今後の検討対象として当面の候補から外され、業態別子会社方式が望ましいとの結論が出された。

なお、金融制度第一委員会は、第二委員会の第一次中間報告を受けて、地域金融のあり方についての検討を行い、1990年7月に「地域金融のあり方について」と題する中間報告をとりまとめた。そこでは、地域金融機関は規模が小さ

いことなどから子会社を設立することが難しい場合には、他業務への地域金融機関本体での参入を制限付きで認めることが適当であるとの指摘がなされた。

2 資本市場のあり方をめぐる議論

銀行や証券会社といった金融機関の行える業務範囲に関する制度的枠組みの見直しは、必然的に、それらが活動する重要な「場」である資本市場のあり方との関連性を持たざるをえない。すなわち、金融制度改革は、資本市場の適切な機能遂行と両立するものでなければならない。大蔵大臣のもう1つの諮問機関である証券取引審議会は、1988年9月に基本問題研究会を設置し、こうした資本市場の機能という視点から、金融制度改革についての審議を開始した。

証券取引審議会基本問題研究会は、まず金融の証券化をめぐって審議を行い、1989年5月に「金融の証券化に対応した資本市場の在り方について」と題された中間報告書を取りまとめた。その後、同年7月に同研究会は、第1部会と第2部会を設け、第1部会では証券化関連商品に関する法制上の枠組みについて、第2部会では今後のわが国の資本市場のあり方全般について議論を行うこととした。

基本問題研究会第1部会は、1990年6月に「金融の証券化に対応した法制の整備について」と題した報告書を提出した。現行の証券取引法では個別列挙的な有価証券の定義が行われているが、この報告書では、証券化の進行に伴って従来の有価証券概念では不十分になると考えられるので、新しく「幅広い有価証券」の概念を採用し、証券取引法に取り込むことを提案している。そして、証券化関連商品を含む「幅広い有価証券」の仲介業務を行う者に対しても、証券取引法による規制の対象に含めることを提案するなど、有価証券概念とともに規制範囲に関しても拡大を図るものとなっている。

また、基本問題研究会第2部会も、同第1部会と同時の1990年6月に「国際的な資本市場の構築をめざして」と題された報告書を提出した。この報告書では、望ましい資本市場という観点から、既存の規制や慣行についての改善（と

くに社債発行に関する制約の撤廃、受託制度の見直し、株式委託手数料のあり方など)について検討した後、資本市場における金融仲介機能提供の担い手(市場仲介者)について論じている。

3 金融制度改革法の成立

金融制度調査会は、金融制度改革のあり方について総合的な検討を行うための専門委員会として、1990年7月に新たに制度問題専門委員会を設置した。制度問題専門委員会は、上記の金融制度第一委員会・第二委員会の報告書を含む従来の検討経過を踏まえて、審議を行い、「新しい金融制度について」と題する報告書を取りまとめた。この報告書は、金融制度調査会での了承を受け、1991年6月に大蔵大臣に答申された。

他方、証券取引審議会基本問題研究会も、同第1部会・第2部会の報告書を踏まえて、1990年10月に審議を再開し、1991年5月にその審議結果をまとめた「証券取引に係る基本的制度の在り方について」と題する報告書を公表した(なお、関連した動きとして、保険審議会でも、1991年4月に「保険会社の業務範囲の在り方について」と題する総合部会の経過報告書がとりまとめられた)。

これらの金融制度調査会と証券取引審議会の2つの報告書によって、この時点での金融制度改革の基本的な方向性がほぼ定まったといえる。すなわち、金融業内部(銀行と長期信用銀行、信託銀行)の相互参入も、金融業と証券業の間の相互参入も、業態別子会社方式によることとなった。そして、新規に参入する子会社(信託銀行子会社や証券子会社)に当初から許される業務は、銀行子会社を別にすると、かなり限定された。とくに証券子会社については、発行市場に係わる業務に限られ、流通市場に係わる業務の多くは当面認められないなど、きわめて制約的なものにとどめられた。

しかも、ファイアー・ウォールのあり方については、2つの報告書では意見の一致をみていない。証券取引審議会が、嚴重なファイアー・ウォールの必要

性を主張しているのに対して、金融制度調査会は、そうした必要性をあまり認めていない。こうしたところにも、当時の議論が業態間の水争い的な色彩を強く帯びていたことが反映されている。

当初のタイム・スケジュールでは、金融制度改革に関連する諸法案は1991年の秋の国会に提出される予定であったが、一連の金融・証券不祥事が発生したために、諸法案の提出は、1992年の春の国会まで延期されざるをえなくなった。また、一連の金融・証券不祥事の発生は、金融制度改革の内容そのものの再考を強いる面をもっており、そうした点を検討するために、金融制度調査会・証券取引審議会ともに、1991年の秋に集中的な審議を実施した。こうした経緯を経て、1992年6月によりやく金融制度改革法案が国会で成立し、業態別子会社による相互参入の道が開かれることになった。

具体的には、この金融制度改革法の実施の細目を定めることになる政省令が1993年3月に公布され、金融制度改革法は同年4月1日から施行されることになった。そして、相互参入の第一陣として、同年7月26日から日本興業銀行、日本長期信用銀行および農林中央金庫の証券子会社が営業を開始した。同時に、4大証券会社の信託銀行子会社も開業している。しかし、政省令の内容や金融行政当局の対応は、証券市場の低迷等に配慮したかたちで、かなり新規参入に対して制限的な方針に基づく（「市場の状況等に鑑み、漸進的、段階的に参入を推進していく」という）ものにとどまった。例えば、都市銀行の子会社設立については、長期信用銀行などよりも少なくとも1年間先送りされることとなった³⁾。こうした結果が示すように、この金融制度改革はかなり不徹底なものにすぎなかった。

以上、やや詳細にみてきたように、1980年代の金融制度改革の議論は、金融制度調査会等を舞台にしたフォーマルな議論に限っても、議論を始めてから一

3) 都銀の証券子会社は第一陣として、あさひ銀行の子会社（あさひ証券）が1994年7月26日から営業を開始しており、引き続き同年11月には、上位都銀6行の証券子会社も発足した。

応の結論を得るまでに6年を要している。このように結論を得るのにきわめて長い時間を要したのは、利害調整に手間取ったからである。

金融制度改革という問題は、1980年代の議論の過程で、銀行業界と証券業界（および保険業界）の間の権益争いに完全に堕してしまい、「銀証問題」と通称されるまでになっていた。銀行業界の内部にも、大手銀行と中小地域金融機関の間や、普通銀行と信託銀行の間では利害の不一致があった。証券業界も、大手と中小では一枚岩といえるような状態ではなかった。このように利害関係は錯綜しており、その調整はそもそも困難であった。しかも、行政当局や審議会の組織も、業態に対応して仕切られた構造になっており、個別利害が優先されて、総合的な調整を行い難い意志決定の仕組みとなっていた。

抜本的な改革案であればあるほど、個々の業態に与える利害得失は異なったものになり、すべての業態にとって都合のよいものではありえない。しかし、他の業態に比べて不利益になると感じた業態は、その改革案に反対する。それゆえ、反対を避けつつ、抜本的な内容の案をまとめることは不可能事である。結果として、1991年にまとめられた答申と、その答申を受けて1992年6月に成立した金融制度改革法の内容は、画期的とはいえず、部分的な規制緩和の域を超えるものではなかった。

III その後の挽回の試み

金融システム改革の必要性が厳として存在しているにもかかわらず、このように1980年代を空費したことは、様々な弊害をもたらすことになった。まず、制度改革が遅々として進まず、資本市場関連業務への進出の道を阻まれた大手銀行は、1980年代の後半以降、本業回帰に向かい、貸出の増大にもっぱら注力するようになる。しかし、経済成長率が低下している中で、高度成長期並みのテンポで貸出を伸ばそうとしても、従来からの顧客である製造業等の資金需要があるわけもなかった。そのため、新たな顧客を開拓する必要に迫られ、不動産関連の融資にのめり込んでいくことになる。このことが、言うまでもなく、

過大な信用膨張につながり、バブル発生の背景を形成することになる。

さらに、日本の金融にとって不幸であったのは、1980年代が世界的にみて金融革新の時代であったということである。1970年代半ばにブレトンウッズ体制が崩壊し、80年代には為替レートのみならず、長期金利や株価といった資産価格全般の変動性（volatility）が高まる傾向にあった。こうした事態に対応して、世界的には金融業はますますリスク管理ビジネスとしての性格を強めていた。リスク管理の技法も高度化する一方で、リスク管理のための新たな金融手段も続々と開発されるようになってきた。その代表的なものが、デリバティブズ（金融派生商品）であり、証券化をはじめとした仕組み金融である。

世界の（とくに米国の）の金融機関が、最新の金融技法を身につけ、新たな金融手段を活用する能力を高めようと努力していたときに、日本の金融機関は、金利や手数料の自由化に反対することで、資産価格の変動性の高まりという時流そのものに背を向け続けるとともに、国内での利権争いにもっぱら血道を上げていたのである。こうした彼我の対応ぶりの違いは、10年もしないうちに、金融業の国際競争力の差として顕在化することになる。1990年代には日本の金融機関は、金融の技術力の点で、欧米の金融機関に大きく水をあけられることになり、国際金融市場における主要プレーヤーとしての地位を失う。そればかりか、国内市場でもハイエンドの部分で外資系金融機関に劣後することになる。

1 ビッグバンに至る経緯

バブル崩壊以降は、日本の銀行は大量の不良債権を抱えて呻吟することになり、不良債権問題の解決が最優先課題になり、一時的に制度問題への関心は薄れたようにもみえた。しかし、底流では常に日本の金融システムの機能不全に対するユーザーからの不満が存在しており、そうした不満は時間とともに増大する傾向にあった。とりわけグローバル化している大企業は、ロンドンやニューヨークで享受しているような高質の金融サービスの提供を母国市場においては受けられないことに、ますます不満を募らせるようになっていた。母国

市場での金融サービスの質が低いことは、ユーザーである事業会社の国際競争力にも不利に作用するから、企業としても決して無関心ではいられない。

こうしたユーザー側の不満に押される形で、1996年11月に当時の橋本内閣によって打ち出された包括的な金融制度改革の加速化方針が、いわゆる金融ビッグバンと呼ばれるものである。1996年の秋は、住専（住宅金融専門会社）問題が一応決着し、金融システム不安が解消されたと一時的にみられていた時期にあたる（実際には、翌97、98年により大規模で深刻な金融システム危機を経験することになる）。この時点で、金融機関およびそれを直接に管轄していた部局に対する、ユーザーとそれ以外の部局の不満が引き起こした政治力学の所産が、金融ビッグバンであり、当の金融業界は、先の金融制度改革以上の本格的な第2次改革を望んでいたわけではなかった。

当時の橋本首相の指示は、2001年までに東京市場をロンドン、ニューヨーク並みの水準にまで引き上げることを目指して、わが国金融システムを①市場原理が働くフリーで、かつ②透明で信頼できるフェアな、③国際的で時代を先取りするグローバルなものに改革せよというものであった。そのためには、従来型の漸進的なやり方では不十分であり、包括的・一挙的に進めるビッグバン方式がとられるべきだとされた。ただし実際には、文字通りのビッグバン方式がとられたわけではなく、改革はある程度段階的に進められた。それでも、それまでの漸進主義に比すれば、かなりの広がりをもった改革がそれなりのスピード感をもって実現されることになった。

この時点で、それまで実現できなかった改革が実現可能になった背景には、いくつかの事情の存在が考えられる。すなわち、金融機関は、不良債権問題の発生によって評判を落としており、個別利害を声高に主張して公衆の批判を招くことは回避する必要がある。同じく行政当局も、1995年の過剰接待事件や大和銀行事件で評判を低下させており、金融機関の利益を擁護するような姿勢をとることは、むしろ自らの組織としての存続を危うくしかねず、公衆の支持を得ることを目指す必要がある。そもそも金融問題は、1990年代前半までは、

公衆の関心をそれほど引くものではなく、専門的であるから当事者に任せておけばよいということであったのが、住専問題以降は、強い関心の対象となっていた⁴⁾。

こうした事情から、金融制度調査会、証券取引審議会、保険審議会、外国為替等審議会における検討は、従来にないペースで進んだ。まず、先駆けとして1996年12月に外国為替等審議会法制特別部会が外為法改正案をまとめ、それに基づく外為法改正が1997年5月に実現して、法律から「管理」という文字が消えた。次いで、同年6月に金融制度調査会他の最終報告書が出され、金融システム改革の具体的項目とその実施スケジュールが決められた。それを受けて「金融システム改革関連法案」が作られ、1998年6月に成立した。そのほとんどの内容は、同年12月から施行された。主な例外は、株式売買委託手数料の完全自由化であったが、それも1999年10月から実施された。

2 ビッグバンの内容

金融ビッグバンによる主な改正内容は、以下の4点に要約することができる。

第1は、資産運用手段の充実である。投資家の多様化するニーズに応え、より有利な資産運用を可能とするために、投資信託の整備を進めるとともに、従来、賭博罪の疑義があるとされた有価証券店頭デリバティブ取引の導入を実現するなど、資産運用手段を充実させるための法整備が図られた。

第2に、市場利用者が、様々な質の高いサービスを享受できるように、証券会社等の提供するサービスの自由化、価格の自由化、参入の促進等を図るための法改正が行われた。サービス自由化策としては、従来、專業義務が課され、証券業務以外の業務を禁止されていた証券会社に対して、証券投資信託委託業や投資顧問業等の兼業を可能とした。資産運用業者についても、專業を原則としつつも、証券業も含めた幅広い兼業を認めることとした。価格自由化の代表

4) 金融ビッグバンが実現された政治経済学的な背景については、戸矢哲朗『金融ビッグバンの政治経済学——金融と公共政策策定における制度変化』東洋経済新報社、2003年を参照されたい。

は、株式売買委託手数料の完全自由化である。参入促進策については、まず証券業への参入促進を図るために、それまでの免許制から登録制に移行することになった。さらに、銀行系証券子会社にかかわる業務範囲制限を1999年10月に撤廃し、株式の売買等の仲介も可能とした。

第3は、特色ある多様な市場システムの整備である。投資家や資金調達者が、従来の取引所市場だけでなく、多様な取引の場と資金調達チャネルを利用できるように、私設取引システム（PTS）の導入を認めるなど、各種の市場の枠組整備が図られた。あわせて市場空洞化を防止するために、インターネットを通じた株式の取引（いわゆるネット取引）を可能にするなど、市場の効率性と魅力を高めるための法整備が行われた。

最後の第4は、利用者が安心して取引を行えるための枠組みの構築である。利用者に対して、自己責任による投資判断を求めるためには、市場が公正で信頼できるものであることが前提である。このため、ディスクロージャーの充実や公正取引ルールの整備を進めるとともに、仲介者の健全性確保、破綻の際の投資家・保険契約者保護のための枠組み整備（投資家保護基金と保険契約者保護機構の設立）が実施された。

3 金融サービス法の構想

こうした金融システム改革の実現、さらに金融イノベーションの進展によって、従来の業態・業法の枠を超えた金融商品・サービスの提供が着実に広がってきている。一方で、これまでの商品・サービスの担い手ごとにルールを定めた業態別関係業法では、規制の適用範囲に漏れが生じたり、類似の商品に対する規制内容が不整合であるといった問題が生じてきた。そこで、「公正取引」の実現や「利用者保護」を目的として、幅広い金融商品・サービスに横断的・包括的に適用される法制度の整備が急務となってきた。

金融システム改革関連法の成立の際にも、「縦割り型の法体系を見直し、金融の機能面に着目して、あらゆる金融商品・サービスに横断的なルール適用す

る新たな立法」を導入するとの考え方が、付帯決議として盛り込まれた。そして、こうした問題意識の下、1997年7月に大蔵省は「新しい金融の流れに関する懇談会」を発足させた。同懇談会は、1998年6月に論点整理を公表し、金融商品が幅広く提供される流れの中で、投資信託のような専門家が運用・管理を担当する「集団投資スキーム」が重要な役割を果たすとの認識を示した上で、日本版「金融サービス法」の必要性を提案した。ビッグバンの本国である英国は、1986年に横断的・包括的なルールの体系である金融サービス法を導入しており、わが国においても、それを範とすべきだと考えられていた。

しかし、実際の作業過程では、「対象とすべき金融サービスの範囲が広範であり、それらを包括的に規制する立法化を短期間で行うのは実務的に困難」⁵⁾ということになり、「集団投資スキーム」および「金融商品の販売・勧誘ルール」の整備が優先的に法制化されることとなった。こうした流れを受けて、1999年12月に金融審議会第1部会⁶⁾は、「金融商品の販売・勧誘ルールの整備について」と題する報告書を公表した。これをもとに大蔵省では、いわゆる「金融インフラ3法」をとりまとめた。それらの法案は、2000年5月の通常国会で成立、翌2001年4月に施行された。

金融インフラ3法のうちの2つは、資産流動化法（SPC法）と投資信託・投資法人法の改正であり、「集団投資スキーム」の整備を目的としていた。残りの1つが、金融商品の販売等に関する法律（金融商品販売法）であり、取引ルールの整備を図ったものである。金融商品販売法では、「説明義務の明確化」とそれに実効性を与えるための「損害賠償規定創設」、および「勧誘の適正の確保」が図られた。しかし、当初の金融サービス法の構想からすると、金融商品販売法はきわめて限定的な内容にとどまっているといわざるを得ない。この

5) 『日本経済新聞』1999年10月9日付の記事。

6) 1997年6月からの金融監督庁設置に伴い、金融関係の審議会も再編成され、従来の金融制度調査会、証券取引審議会、保険審議会に代わって、金融審議会が新たに設置された。金融審議会には、第1部会と第2部会が設けられ、それぞれがもっぱら証券取引審議会と金融制度審議会（および保険審議会）の役割を継承していた。

意味で、金融ビッグバンは、規制緩和・自由化という点では成果を確かにあげたが、積極的な制度整備という点では不十分に終わっている。

金融ビッグバンによる一連の改革は、従来までのものに比べれば、画期的な抜本的改革を実現したものであると評価できよう。しかし、東京をロンドン、ニューヨーク並みにするという目標の目線の高さからいうと、海外ではすでに当たり前のこととして行われていたことをようやく実現したに過ぎない。換言すると、この程度のことは、1980年代中に実現しておくべきであった。しかるに、既述の理由で実現できないままにいたものを10年遅れて実現したという点で、金融ビッグバンは、1980年代に一敗地にまみれた金融制度改革のいわば敗者復活戦であったと位置付けられる。敗者復活戦に勝ったとしても、せいぜい銅メダルで、金メダルや銀メダルをとれるものではない。

実際、2001年を越え、すでに21世紀入りして久しいといえるが、東京市場がロンドン、ニューヨーク並みの国際金融センターとしての地位を確保したとはみられない。この意味では、金融ビッグバンは当初掲げた目標を達成するには至っていない。ただし、これは、やろうとしていたことに比して、そもそも過大な目標を掲げていたということである。当時の国内で支配的であった感覚からは、金融ビッグバンはすごいことだと思われていたかもしれないが、実際にはそれは、金融システム再生のためのミニマムの条件を整えるための10年遅れの取り組みに過ぎなかった。そもそも金融業の国際競争力の回復は、一挙的に達成できるものではなく、地道で継続的な努力を要するものである。

IV お わ り に

金融取引に欠かせない事前の情報獲得と事後の履行確保のためには、いかなる場合にも、費用負担が避けられない。相対(あいたい)型金融では、当事者が直接にそうした費用を個別的に負担する。しかし、市場型金融の場合には、優れた情報インフラ・法環境という「公共財」の提供を通じて情報獲得と履行

確保が支援される必要があり、公共財の供給費用という形で集合的に負担を行っていかねばならない。

一般に市場経済が発展するためには、所有権の擁護 (security of property rights) が図られなければならない。とくに金融取引においては、資金提供に対して見返りを得る権利が保護されている必要があり、そうした権利の保護なしに資金を他の主体に委ねるものはいないであろう (見返りなしの資金提供は、贈与にほかならない)。しかし、近年有力となっている「金融と法 (Law and Finance)」アプローチは、投資家保護のための制度 (institutions) の供給には当該国の法的伝統の違いによってかなりの違いがあると主張している。すなわち、common law (英米法) 諸国では投資家保護において優位で、civil law (大陸法) 諸国ではその面で劣位である。その結果、common law 諸国では資本市場の発達が見られ、civil law 諸国では資本市場は未発達にとどまるとされる。

もちろん法的伝統の違いだけを強調すると、宿命論的な決定論になりかねない。それゆえ、市場経済の発展のために所有権の擁護が必要であるとして、そのための制度の形成がどのような場合に促進され、どのような場合に抑制されるかについて、より立ち入って分析する方向に最近の研究関心は向かっている。

換言すると、単なる規制緩和や自由化を進めるだけでは、市場型金融の拡大は望めない。しかし、既述のように、金融ビックバンでは、そうした制度整備は果たせないままにとどまっており、そのことが資本市場の本格的な発展を阻害している。そのために、最近になって、再度この課題に対する挑戦が始まっている⁷⁾。フリーな下でのフェアの確保は、規制撤廃だけで実現できるものではなく、そのための固有の制度整備が不可欠であり、それを成し遂げるまで、挑戦は続けていかなければならない。とくに受託者責任ルールの明確化は不可欠となっている。

7) 金融審議会金融分科会第一部会は、本年7月7日に投資サービス法に関する議論の「中間整理」を公表している。

預金のような負債タイプの金融商品 (fixed income securities) に対して、価格変動の可能性のある金融商品は、その保有者にかかる負荷が大きいものである。負債においては、約定額が支払われたか否かだけが問題になるに過ぎないので、その保有者は、デフォルトの可能性に影響するような要因についてのみ関心を払っていればよい。銀行預金の保有者にとっては、世の中でどのような変化が起こっていようとも、それらが当の銀行の破綻につながるものでない限り、気にする必要はない。この意味で、負荷は軽い。

これに対して価格変動商品の場合には、価格変動につながる要因はより広範囲で多様なものだと考えられるが、それらすべてに関心を払う必要がある。その負荷は重いものである。しかも、価格変動につながる要因は、いまや24時間・世界中で生起しかねないものとなっており、とうてい通常の主体がモニターし続けられるものではない。それゆえ、資産運用は専門家に委託する傾向が生じている。

しかし、運用を委託した場合には、その受託者が適切な行動をとっているかどうか問題になる。受託者の不適切な行動や能力不足の結果として価格の下落が起こったとしても、環境変化による不可抗力の結果であると弁明される可能性がある。そして、自分ではモニターし続けられないので委託している以上、そうした弁明の真偽を委託者は立証できないのが通例であろう。したがって、受託者が最善を尽くしてくれるという確信をもてる状況にない限り、一般の個人等が、預金等の元本保証型の商品を選好し、リスク商品に積極的に投資しようと思わないのはむしろ当然である。

これまでのわが国においては、受託者責任の確保といった面での投資家保護の体制が貧弱なものであった。そのために、一般の個人等の資本市場取引に対する信認は乏しく、「騙されて損をする」のではないかという懸念から、リスク商品への投資は回避するという向きが多かった。したがって、こうした傾向を逆転させていわゆる「貯蓄から投資」への動きを促し、資本市場の発展を図るためには、投資家保護の体制整備こそが求められているといえる。「金融と

法」アプローチが明らかにした「投資家保護のレベルが高い国ほど資本市場が発達している」という事実の重みを噛み締める必要がある。