

グローバル化 が進む金融マーケットに おける日本の立ち位置

Dialogue

グローバル規模で金融マーケットを震撼させた金融危機も、ようやく「危機」からは脱出しつつある。金融危機の影響が先進主要国と比較して小さかった日本は、本来であればその健全性を持って、指南役を期待されておかしくないはずである。しかし、矢継ぎ早に出されるグローバルベースの金融規制の動きを見ても、日本は取り残された感があるのは否めない。今後、日本に期待される役割は何か。元金融庁長官の五味氏に語っていただいた。

日本の金融危機時に似た様相を示す欧米の現状

大崎：ちょうどリーマン・ショックから1年が過ぎました。まずお伺いしたいのは、これで金融危機は終わったと見ていいのか、ということなのですが、そこはどう見ておられますか。

五味：金融危機をいわゆるシステムリスクが顕在化する恐れがあるような危機的な状態と定義づけられれば、アメリカやヨーロッパにおける金融危機は過去のものになったといいと思います。ただし、これは正常化したといえる話ではありません。中央銀行の流動性供給は相変わらず大規模に続けら

株式会社
プライスウォーターハウスクーパース
総合研究所
理事長

五味
廣文氏



特別企画

金融 × IT 対談

れています。それがなければ金融の仲介機能が発揮しにくい状態になっています。

ヨーロッパはあまりディスクロージャーが十分ではないのでよく分かりませんが、アメリカについては、金融機関の経営はある程度落ち着きを示しているものの、不良債権の切り離しは進んではいません。しかも、経済も自立的な回復軌道に乗っているわけではありませんから、不良債権はまだこれから増えていく状況にあるように思います。

大崎：アメリカは、銀行の破綻^{はたん}が不安材料ですね。今年に入って90行を超えていますから、このままいくと100行を超えることになるのではないかと思います。

五味：おっしゃる通りで、現象として、公的資本に

入に続くものですね。

五味：そうです。最初の資本増強がうまくいかずに、長銀、日債銀と倒れていき、99年3月にもう1回、今度は大規模に、かつ鮮烈に資本投入をしました。

アメリカも、それに近いことを去年の秋以降やっているわけです。アメリカは個別対応という点で、日本とやり方はちょっと違いますが、公的資本増強ということでは同じことを行っています。それによって表面的には、金融機関の財務に対する不安感沈静化してきたと見ています。しかし、実体経済がどうしても思うように回復しない。日本の場合には、回復しないどころかどんどん後退が始まったため、金融機関は資本はもらったけれども新たなリスクをとれる状況ではなくなったのです。

結局日本では何をしたかということ、一番の元凶であった大銀行の中に、隠れた不良債権があるのではないかということで、特別検査で大口融資先に限ってチェックを入れてみて、不良債権の洗い出しを行いました。そしてその後、竹中平蔵大臣が登場して、不良債権処理の道筋をはっきり政策的に立てました。

今、アメリカはそのころの状況とよく似ているので、不安ではあるんです。地域金融機関の破綻もまだまだ続く様相を呈していますので、それが実体経済の回復の足を引っ張るわけです。

中央銀行との関係も似ていると思います。当時、日銀はゼロ金利政策をとって流動性を供給したんですが、金融機関の仲介機能は回復しませんでした。アメリカもそれに似ています。大銀行が利益をあげたと言っているけれども、それはディーリングによるものです。要するに十分な流動性の供給があり、かつ競争相手もいなくなり、また中央銀行がリスクアセットを高値で買ってくれるという、こういうものによってあがってきた利益であって、信用コストは増えているわけです。だから、公的資本増強のない地域金融機関がばたばたと倒れているのです。

大崎：時間的なスケールは日本とは違うかもしれませんが、よく使われる表現で言えば「二番底」とで

大崎 貞和

株式会社野村総合研究所
研究開発センター 主席研究員



よって救われた以外の銀行の破綻が相次いでいますし、その勢いは止まっていません。公的な流動性の支えや景気対策などによって、アメリカ経済はいったん落ち着いてはいるものの、自立的な回復過程に入っているわけではなく、失業率は相変わらず高いですし、内需の柱である設備投資もそれほど調子がいいわけでもありません。

このように見回すと、日本の金融危機とその後を見てきた経験者から言うと、アメリカの今の状況は日本の2001年から2002年にかけての状況によく似ています。日本では、99年3月期に公的資本増強を大規模に行いました。

大崎：98年3月の佐々波委員会による公的資金投



もいうものがまだ可能性としては排除できないということですね。

五味：排除できないですね。

純粹に「景気対策が息切れする」といった懸念だけではなく、やはりインフラストラクチャーである金融仲介機能がまだ回復していないという思いがあるので、みんなは非常に心配なわけです。

大崎：これを取り除くには、さっきおっしゃったような、例えば不良債権の抜本処理を一種、力づくでやらなければいけないと思うんです。アメリカでも、金融機関が自発的に不良債権を切り離す動きがどうも進んでいないという指摘があります。政府とか当局としては打つ手はないものなんでしょうか。

五味：やはり、抜本的な切り離しをするには、公的な関与が必要だと思います。日本の場合には、大口の不良債権をバランスシートから切り離すために、官民折半の出資で産業再生機構がつくられました。それが、紆余曲折^{うよせつせつ}はありましたが、最終的には成功裏に終わった。

アメリカもTARP（不良資産救済プログラム）を組んで似たようなことをしようとしているのですが、なぜか機能していないということで、不徹底さが残っています。

不良債権をバランスシートから切り離してあげれば、これで隠されたものはなくなったということで世の中に安心感を与えるわけです、要するに、ゼロ

「不良債権を抜本的に切り離すには、公的な関与が必要だと思います。」（五味氏）

からスタートするから、新たにとったリスクが成功か失敗かということだけになる。こういったリセットはやっぱり公的な関与が必要だと思います。

大崎：公的機関が踏み込めない理由が何かあるとお考えですか？

五味：想像ベースですが、政治的な問題が横たわっていると思います。不良資産の問題に手をつけて、その後また新たな損失が発生することが明らかになって、それが追加的な公的資本投入の必要性に波及する可能性がある。しかし、TARPに潤沢な財源があるわけではなく、むしろ不安がある。そうすると、もう一度議会に頼むということになる。そうなっても議会は「うん」とは言わない。そういった何か制約があるような気がします。

大崎：そこについても、かつての日本の状況と似ていますね。公的資金を続々入れるということが政治的に認められにくいのではないかと感じてしまって、問題が先送りになっているということですね。

五味：アメリカでは、地域金融機関があれだけ倒れているのですから、仮に救済する必要はないとしても、金融不安的な要素がある、あるいは金融仲介機能に影響が出るということであれば、公的な資本増強を考えてもいいはずですよ。

大手の金融機関で経営が改善してきているところが公的資本の返済をしましたね。本来アメリカの監督当局はあれを受け取ってはいけないうちで。公的資本の返済原資を市場から調達できたということであれば、私だったら「おめでとう。じゃあ、公的資本は返さずに、それを上積みして自己資本を大きくしておいてほしい」と言いたいです。

自己規律が働く環境が必要

大崎：議会では今まさに、格付機関規制、OTCデリバティブ規制、場合によっては金融機関の報酬規制にも踏み込むといった勢いで、いろいろ改革論議がなされています。これについてはどう見ておられますか。中身として、これが危機の再発防止策として

うまく機能するのか、あるいは何か大きく欠けている点があるのか、その辺りはいかがでしょうか。

五味：今回の危機の原因は、21世紀型の優れた金融技術に裏づけられた取引分野に規制の空白があったこと、その空白の部分でやってはいけないことが行われた、この組み合わせだと思います。空白があっただけで危機になるわけではありません。空白の中で自己規律が働かなかったことが原因だと思います。

原因を除去するためには2つのことが必要です。まず、規制の空白は何らかの形で埋めておく必要があります。これが第1点。しかし、今後も規制の空白はいくらでも生じ得ます。そういう意味では自己規律が働くような環境を促す仕掛けも必要です。この2つになると思います。

自己規律を働かせなさいといくら説教しても、欧米のアグレッシブな人たちが心を入れ替えるとは思えませんので、周りの環境をつくってあげることが必要だと思います。しかし、そういう発想で物を見ているかどうか、今の解決策からはうかがえません。逆に、銀行なり金融機関の手足を縛るといった規制に傾いてしまっているように見受けられます。

マーケットがその機能を完全に発揮するには自由度が高くないといけません。しかし、自由に伴う責任が果たされていないと、間違いが起こる。今回はそれが起こったわけです。自由度を小さくすることで防ぐというのは、もちろんある程度の効果はありますが、その分、市場の機能を制約してしまうという副作用が伴います。したがって、最初に目指すべきは、なるべく自由度を損なわないような規制にしながら自己規律が働きやすい、あるいは自己規律が働いていないと当局が登場してくる、そういう仕組みをつくっていくことだと思います。

すなわち当局がしなければいけないのは、「自己規律が働くような規制」という考え方を採ることだと思います。

大崎：その観点は日本においても、議論の範囲からかなり抜け落ちてしまっているように思います。今の流れは、とにかく規制強化という方向に向かっ

ています。極端な話、証券化からは手を引けといった話にまで発展してしまうのではないかと、そういう印象さえあります。

では、どうやったらそういう自己規律を高めることができるのでしょうか。

五味：これはごく当たり前の話のようですが、私は、ディスクロージャー、透明性を高めるという原点に戻ることだと思います。

例えば報酬の規制でしたら、報酬の決定方法とか、全体としての報酬額、そういうものをディスクローズさせる。そうすることで市場の知るところとなります。常識に外れた決め方をしていたり、あるいは今回のように、金融機関の行動をある1つの方向に誘導してしまうような報酬の決め方や金額があるのであれば、そこで「法律違反ではないけれども常識に反している」ということで当局が打っていかばいいわけです。プリンシプルベースでそこを監督する。ルールベースではない。ルールには書いてないけれども、金融の安定を守るということを考えれば最低限守ってもらうべき常識とか倫理観というものがある、そこから見て不適切であれば、当局は指摘をして是正を迫る。こういうやり方を採る。また、当局がとったアクションが公表された情報に基づいたものであれば、マーケットには分かりやすいし、予見可能性が高まるわけです。

私はよく「天日干し」と言いますが、日光消毒をすると消毒薬を使わなくてもばい菌は死ぬんです。特にカビとかダニといった当たり前のものはそれで退治できるんです。

銀行の自己資本比率規制強化についても同様の



ことが言えると思います。コアTier 1を導入してその比率を義務付けるという話が出ています。確かにコアTier 1が多いほうが安定度が高いのは明らかです。しかし、コアTier 1を積み上げるには、それに伴う困難あるいは弊害も出てき得るわけです。無理にやればダイリジョンが起こりやすくなります。例えば、優先株はコアTier 1に含めないという方向で議論が進んでいますが、優先株と普通株は資本性にそれほど本質的な差があるわけではありません。それを区別してコアTier 1だけで縛りを設けることには疑問を感じます。優先株による調達は、資本政策の1つの考え方であり、投資家にとってみれば、優先株のほうが魅力的なケースだってあるわけです。どちらかといえば、魅力的なのではないかと思います。

では、プリンシプルベースで考えるとどうなるか。「Tier 1は基本的にコアTier 1で構成されていることが望ましいんですよ」というベストプラクティスを発表し、「コアTier 1がどういう状況になっているかディスクローズしてください」、あるいは「なぜあなたは、コアTier 1とノンコアTier 1をこういう比率でやっているのか、その資本政策を説明してください」と言っておけばいいわけです。そうすると、金融機関は自分の責任で資本政策を決定するけれどもそれは説明可能なものでなければなりません。野放図に優先株を増やせば説明がつかなくなりますから、ベストプラクティスに近づいていくわけです。妙薬はないので、やっぱり透明性が一番効果的だと思います。

グローバルベースの金融規制の議論と日本の存在感

大崎：銀行の自己資本規制の見直しは今まさに国際的な議論がされていますが、どうも今の規制再構築に日本の発言力というか影響力が十分発揮されていないように見受けられます。その辺りはいかがでしょう。

五味：全然発揮されていないですね。

これは政治の責任だと私は思います。今回の金融

危機の後始末、あるいは再発防止を検討するという意味での規制強化の議論は、すぐれて政治的な議論だと私は思っています。

大崎：つまり、形式上は当局同士が話し合っているように見えても、政治的な力学が働いているということですか。

五味：働いていると思います。アメリカにとっても



Hirofumi Gomi

五味 廣文 (ごみひろふみ)

1972年大蔵省(現・財務省)入省。1981年ハーバード大学ロースクール修了(LL.M)。大蔵省銀行局にて特別金融課長、銀行局調査課長を経て、1998年金融監督庁検査部長。2000年金融庁証券取引等監視委員会事務局長。その後、金融庁検査局長、監督局長を経て、2004年から2007年まで金融庁長官。2007年10月より西村あさひ法律事務所顧問。2009年10月より現職。

ヨーロッパの主要国にとっても、今回の金融危機で被った経済のダメージや社会的な不安は、まさに政治問題であって政権の責任が問われる、そういう話になっています。したがって、政権当事者は、これを自分がどのように解決しようとしているかを政治的なメッセージとしてはっきり出す必要がある。ですから、G20であったり、あるいはG7、G8といった場で、規制強化について首脳や財務大臣といった大きな政治責任を負っている人が議論を主導しているんです。本質はそういうレベルの話なんです。

したがって、日本の場合も、この議論に加わりたかったら、実際には加わらなければいけないんですが、首脳が出て行かなければ意味がないわけです。首脳が積極的に発言をしないと、この議論には加われません。

日本は洞爺湖サミットの時からその必要があったし、その頃であれば日本は随分と影響力が発揮できたはず。欧米諸国はもうヘトヘトになっていてどうしていいかわからない。日本だけがほとんど無傷という状態ですからいろんな提案ができたのに、何もしなかったんです。

日本はまさにものを言えるいい立場にいるんです。自国の経済が深い大きなダメージを被ったとか、ナショナルフラッグを背負っているような大金融機関が危機に瀕したり破綻しているといった、そういう追い詰められた状態ではないわけですから、冷静にものを判断できるんです。政治家同士が話をすれば必ず過剰規制という方向になってしまう議論を、一度引き戻して、プロの議論でもう一度整理し

制強化を声高に言わなければ、自分の政権基盤が危うくなります。

そういう人達にもものを言わせておいたらきりがありません。だから無傷に近い日本が受け止め役になる必要があったのです。「私はもっと厳しくしたいと思うんだけど、日本がちょっと待てと言っている」と、彼ら政権担当者にも過剰規制を避ける1つの口実を与えることができたわけです。「市場の自由度をそんなに目の敵にして制圧しても、誰のためにもならないと日本が言っているの、私もそれに付き合っ、今どうしたらいいかを議論しているんだ」といった説明をする機会を提供できたはず。

日本が何も言わないものだから、政治的なパフォーマンスとして規制強化競争に向かってしまったんです。特に、大陸ヨーロッパのように伝統的に「だからアメリカのあの手ぬるいやり方はいけないんだ」と言っていた人たちにしてみれば、格好の機会とばかりに徹底した規制強化をする。そういうことで、どんどん議論がエスカレートしていった、そういう状況だと思います。

大崎：その意味では、そこで発信すべきだったメッセージは、決して細かい技術論や「こういう法律を作るべきだ」という話ではなくて、「ディスクロージャーベースを用いるべきだ」とか、「プリンシプルにのっとった規制を行うべきだ」といった大枠に関するものでよかったわけなんですね。

五味：そう思います。

金融機関やマーケットの自由度を直接的に縛るような規制は、真に必要な場合に限って慎重に検討すべきだ、という幾つかの原則を立ててもら。これは政治的な約束です。それを日本がしっかり主導して、「これは、金融安定理事会（Financial Stability Board）の場で実務家が集まって、こういうタイムスケジュールで議論をしていきましょう」といった、場をつくる提言をしてあげればよかったんです。ですが、そういった役割を果たしてこなかったために、いまや金融安定理事会もG20やG8の下請けみたいになってしまっているわけです。

Sadakazu Osaki



大崎 貞和 (おおさき さだかず)

1986年野村総合研究所入社。1990年ロンドン大学法科大学院修士(LL.M)。99年資本市場研究室長。2008年4月より研究開発センター首席研究員。現在、早稲田大学ビジネススクール客員教授、東京大学法科大学院客員教授を兼務。金融庁・金融審議会臨時委員、経済産業省・産業構造審議会臨時委員などの公職も務める。

ましようと言ってあげることができたのです。

欧米の政治家からは言えません。「何だ、まだ反省していないのか。政治責任があるだろう。徹底的に銀行の手足を縛り上げろ。公的資金だって入れたではないか」と世論や議会が言っている中で、「まあ落ち着いて、時間をかけて事態が落ち着くのを待って考えましょう」なんて言えるはずがない。規

「金融機関やマーケットの自由度を直接的に縛るような規制は、慎重に検討すべきです」(五味氏)

混乱のさなかに規制強化の議論はするべきではありません。日本は、そういったメッセージを発信し、秩序だった、プロの議論へ誘導していくことができたはずだったのに、やらなかった。非常に残念です。

大崎：今のお話をまとめてみますと、1つは、日本の政府は、金融規制の問題を技術的なものだととらえ過ぎてしまっていて、政治的なレベルでメッセージを出すようなアジェンダであるという認識が足りなかった。もう1つは、日本の世論もどちらかというと、アメリカがいわゆる市場原理、市場主義で失敗してしまったから、とにかく規制を強化する方がいいという意見に傾いてしまって、なかなかバランス感覚のあるメッセージを出しにくかった。そういうことなのではないかと思います。

五味：それにもう1つ加えれば、特に政治家の中に、「島原大変、肥後迷惑」といった感覚があったということでしょうか。雲仙普賢岳が崩れ落ちて、それがもとで津波が起こり、有明海の対岸の熊本にも被害が及んだことを表現したものです。

日本の金融システムは、幸か不幸か傷んでいない。それが自慢できることかどうかはともかく、危機にはない。そうすると、経済を何とかしないとイケないという意識が働き、景気対策、経済対策が政治家の最大の任務であると考えたわけです。

それはそれで間違っていないんですが、もう1つやることがあったわけです。今、金融システムをめぐって、日本の金融機関などが窮地に追い詰められるような規制強化が出てきています。政治的に何かコントロールしていかないと駄目なんだという発想が必要だったのです。それが出てこなかった。自国の金融システムが不安な状態ではなかったためです。

大崎：確かにそうですね。先ほどのコアTier 1の

議論も、一番傷が浅かったはずの人が一番対処しなければいけないという結論になりそうな勢いになっています。どうも妙ですね。欧米主要国の方がある種、役者というのか、なかなか巧みだというのが印象づけられてしまった感じがあります。

そういう中で、これからの日本の金融監督、金融行政はどうあるべきだとお考えですか。

五味：今回の危機によって、グローバルなレベルで金融危機が起こるといえることがはっきりしましたし、今後も起こる時は多分こういう形態で起こるに違いないと思っておいたほうがいいです。となると、日本の金融行政はもっと国際的な関わりを深めないといけません。特にグローバルなマクロプルーデンスの議論は、もう避けて通れません。その議論に対して、日銀と金融庁あるいは場合によっては財務省がどういう態勢を組んでいくか、外国のレギュレーターなり中央銀行なりとさらに密接な情報交換あるいは意見交換の機会をどうやってつくるのか、これから大きい課題になると思います。

そうした中で期待したいのは、国際監視というような仕組みの在り方を、日本が先導して提案することです。屋上屋を架すような監視機関をつくらないように、しかし、情報交換がきちんとなされ、いざという時の協調行動が取れるような仕組みをどうやってつくったらいいのか。重要な課題だと思います。

ヨーロッパは、EUという仕組みをつくっているが故に国際金融監督庁に類するような発想が出てきやすい。EU域内では必要かもしれないけれども、国際的に必要なのは、そういった組織ではありません。

日本の金融機関はいくらドメスティックな商売をたくさんやっているとはいっても、グローバルな規制から無縁ではられません。今後は、昔のように日本をたたいてやれという下心で規制がつけられるのではなく、日本がよかろうが悪かろうが「これがグローバルなやり方なんだ」という議論が先行しますので、受け身のままで日本は蚊帳の外に置かれてしまいます。

当局が主導権をとって進めるのはもちろんですが、金融危機後のこの環境では、政治家の力に期待

するところは大きいですね。

政権交代が金融行政に及ぼす影響

大崎：まさにその点をお伺いしようと思っていたんですが、今回の政権交代は、今、話題に出ている金融監督や金融行政の在り方に変化をもたらすとお考えですか？

五味：当然、金融行政にも影響は出ます。金融担当大臣が、連立を組んだ、民主党ではない会派で、独自のマニフェストを掲げて戦われた政党ということからも、さらに変化は生じやすい環境にあると思います。

金融行政はご承知のとおりで、法令執行という分野と、法令の企画立案の2つの機能があります。執行機能は、そもそもが監督者として法令に基づいて職権を行使するという性格のものです。ですので、革命でも起こったのならともかく、政権が交代したあるいは大臣が交代したということで方向が変わってしまうという話ではありません。ただ、執行において考慮すべき重点の置きどころですとか、あるいは事柄の運び方・手順といったものに変化が生ずることは当然あり得るし、今回も起こると思います。

民主党は野党の時代から、中小企業や消費者と金融機関とを対置させて、中小企業や消費者が不利にならないようにするところに重点を置いておられました。もともと金融庁は、消費者保護といった分野では先進的な役所でしたので、民主党の先生方からは「よく頑張っているけど、もっとやれ」といったご指摘をいただいていたと思います。ですので、民主党が与党になったからと言って、方向性が変わるということはないと思っています。例えばタイムスケジュールをよりはっきり設定して物事を進めていくといった変化はあり得るかもしれません。

企画のほうは大変に大きな影響を受けるはずだと思います。政治プロセスですから。

大崎：方向的に、ですね。

五味：ええ。法律は国会という立法機関を通して制定されるわけですから、政権の意向が大きく影響し

ます。これまで検討したことのないことを検討しなければならなくなったり、自民党が与党であった時に「検討しない」という方針であったものが、「検討する」方向に変わることは起こってくると思います。

マニフェストベースでいえば明らかに起こってくるのは、地方金融円滑化法の検討でしょう。これは旧与党が「検討しない」としていたものですので、新しいチャレンジになります。

そのほか、マニフェストではないですが、民主党の政策集に公開会社法の制定が載っています。これは旧与党が「検討しない」と決めていたわけはありませんが、検討は進んではいませんでした。これについても「検討」という指示が出る可能性はあります。そうすると、これも全く新しいチャレンジで、難度の高い法律になると思います。

もっと大きなチャレンジは、新大臣がおっしゃった3年間返済猶予といった法律です。これはまさに事務方としては脂汗の流れるような作業になると思います。財産権という憲法上の問題になり得ますので。

こういうルールに関連する分野では、大きな影響が出ると思います。後輩の官僚諸君や公務員諸君にお願いしておきたいのは、そういう大きな変更が起こる時に、マーケットが誤解をしたり異常な反応をしたりすることがないように、できるだけ予見可能な形での情報公開を心がけてほしいと思います。

大崎：本日は、ありがとうございました。いろいろ新しい視点をいただけ、大変勉強になりました。

(文中敬称略)

