

金融システム研究フォーラム 概要

第 12 回 2009.07.24 (金)

今次の世界的な「金融危機」の広がりの中で日本の金融・資本市場が受けた shock and/or damage は相対的に軽微であったとされる。大きな理由の 1 つとして、欧米でとりわけ最近 10 年間に急激に進行した証券化の展開が日本で遅れていること、およびその背景にある日本の金融・資本市場の発達的大幅な遅れがあげられる。金融・資本市場の未発達に伴って長期間にわたって国民が負担してきたコストの見返りが、今回のショックの影響の軽微さだとの見方もあろう。とはいえ、ショックの現実化さらに再来を歓迎する向きは少ない。さらに、たとえば、「ショックが 10 年後に起こっていたら・・・」という「ストレステスト」を試みることに関心を抱く向きも少なくないだろう。

日本の金融・資本市場未発達の現状・実態およびその原因について具体的に考え、適切な対応の方向と具体的方策、その有効性などについて検討することは、上記の「ストレステスト」にも有用である。

従来の資本・資本市場活性化論議は、金融庁(大蔵省)を中心にした資本市場の key players であった銀行などの伝統的タイプの金融機関グループ相互間の利害調整という色彩が濃厚であった。市場の利用者は、いわば新たな利用形態・方法の許認可を金融庁(を中心とするこれらグループ)にお願いする立場に置かれ、お願いはしばしば棚上げ状態で長期間放置された。結果として、自由化・活性化論議の話題・内容もこの「システム」の中で決定された。

その結果が金融・資本市場の未発達という現状であるとの認識に基づき、今回は、市場のユーザーの側から率直な意向・意見・要望を伺うことを企図した。昨今の金融危機を象徴した存在の 1 つが ABCP 市場だとの認識に基づき、日本の CP 市場に焦点を合わせて、CP 市場を含む金融・資本市場の代表的利用者の 1 つである ORIX の方々から、日本の CP 市場の規模がなかなか大きくなる理由・障害などに焦点を合わせて、日本の金融・資本市場の現状と今後の課題について率直なお話をお願いした。

事前の意見交換に基づき、「資本市場拡大に向けて：実務・制度両面からの要望及び提言～社債市場を中心に～」と題して報告を受けて討議した。

CP 市場を象徴とする短期資本市場が未発達であることの原因・障害に焦点を合わせて欲しいとの要望に対する回答は次の通りである。—短期資本市場における実務・制度面での問題点はほとんど解決されており、マーケット規模が一番の問題である。社債市場の拡大が短期資本市場の拡大にもつながると考える。

当日は福島啓修リスク管理本部副本部長をはじめとするリスク管理本部と財務部の計 4

名の方々からご報告をいただいて討議した。アメリカの市場に比べて、日本の社債市場は規模がほぼ 1/10 にすぎないというにとどまらず、AAA, AA 格債などの高格付け債にほぼ限定され、とりわけ BBB 格以下の格付けの社債はほとんど発行されていない。その原因・理由およびその背景、今後の変化可能性などについて議論が盛り上がった。「そのような債券に対する投資家が不在なのか、それとも、投資魅力に乏しいのか?」「それらの原因は何か?」が中心的話題であった。

「現状のような小さな risk spread で誰が格付けの低い社債に投資するというのか?」「低格付け債の risk spread を拡大しても、投資家は現れないのか?」「機関投資家がそのような社債に投資しないとすると、その理由は何か? 規制か? 意思決定者の誘因か? そこまでの risk spread まで提供しなくても銀行借入れでまかなえるのか?」「大きな risk spread を提供する低格付け債の出現を妨げる要因は何か?」・・・などと質疑が発展した。

たとえば、資料の 1 ページに登場する「日本証券業協会の『自主ルール』の変更」に関連して、「『自主ルール』とは何か? 誰が決めているのか?」「何のためのものか? 目的は妥当か? 有効かつ効率的か?」「誰かがその妥当性を monitor しているのか? monitoring の判断の妥当性や監視は誰が?」「強制力や有効性は どうやって担保されているのか?」「公表されているのか?」「『民々規制』か? カルテル、談合とどのように異なるのか?」「役所の実質的関与はどれほどか?」などと議論が発展した。ちなみに、「エエッ・・・。まだそんなものが存在するのですか?」が少し前まで金融庁に在籍した参加メンバーの口から出た台詞である。

この論点の実質的内容は、資金調達円滑化に関する協議会（「要望・提言」は、協議会のメンバー（約 20 社の発行体事業会社含む）が、金融庁及び経済産業省（企業行動課・産業資金課）に対して行った）ものだという。「『要望・提言』は誰に対するものか? 証券業協会か、金融庁か?」というおなじみの「壁」にぶちあたる。「誰が要望を受け付けたか?」「本当に受け付けたか?」「受け付けたとして、その後どうなったのか?」という設問に対する回答に興味を抱く人達も少なくないだろう。

今回の報告と議論の内容は、長い歴史的経緯を踏まえたものであり、背景等の理解に多少の予備知識を要する。10 年から 15 年前に生じた一連の出来事の延長線上に位置する。当時の経過を、そこに至る経緯・背景を踏まえて整理した三輪と Ramseyer の共同論文およびその英語版も資料欄からダウンロードできる。