

資本市場の役割と課題

——松下総裁講演

平成7年6月14日、資本市場研究会にて

はじめに

本日は、資本市場研究会の設立10周年記念講演会にお招きいただき、誠に光栄に存ずる。

折角の機会でもあるので、私からは、「資本市場の役割と課題」と題して、日頃考えていることを申し上げ、皆様方のご批判を仰ぎたいと考えている。

ご承知のとおり、わが国経済は、1年半余りにわたり、緩やかな回復傾向を辿っているが、最近では、過去の回復局面に比べて、そのテンポの緩慢さの方が目立つ状況にある。先週末に私どもが発表した短観の調査結果をみると、製造業を中心に、企業収益や設備投資マインドは改善傾向を辿っており、経済に着実な回復の力が働いていることは間違いない。しかし、そうした前向きの力が、非製造業も含め経済全体に力強く拡がり始めるにはなお至っていない。また、企業の先行き不透明感も払拭されていないように窺われる。

このように、人々が、経済の先行きに対するコンフィデンスをいまひとつ持ち得ない背景には、もちろん、円相場の大きな変動などへの懸念があることも挙げられよう。しかし、より基本的には、わが国経済がこれまで経験したことのないようないくつかの構造調整圧力に直面していること——すなわち、アジア諸国との競争激化に伴う産業構造の再編とか、バランスシート問題の処理などが、景気の足取りを制約する

要因として働いていることは見逃せない。

私どもは、このような構造調整圧力や最近の為替円高の下でも、景気回復が途切れることなく進んでいくよう、3月から4月にかけて、一段の金融緩和措置を講じた。これにより、公定歩合は1%と、まさに歴史的な低水準の領域に入り、各種の市場金利が大幅に低下していることは、ご承知のとおりである。私どもとしては、こうした金利低下の効果が、今後徐々に拡がりをみせていくことを期待しつつ、金融・経済の動向を注意深く見守っているところである。

ただ、そうは言っても、日本経済がただいま申し上げたような課題に適切に対処し、長い目でみて安定的な発展の基盤を整えるためには、マクロ経済政策によるサポートだけでは必ずしも十分とは言えない面がある。経済発展の原動力が、民間企業による活発なイノベーションの力である以上、経済が様々な構造調整圧力を克服していくうえでも、重要なことは、市場経済の持つ力をできるだけ引き出ししていく、ということであろう。

その際、金融・資本市場の機能を活用することで、問題を解決する、もしくは解決を促すことができる分野も少なくない。後程詳しく触れるが、バブル経済の後遺症として、現在企業や金融機関が抱えているバランスシート問題の処理の過程では、米国の経験が示すように、資本

市場の活用が不可欠の要素である。また、わが国経済が産業構造の高度化を図っていくためには、新たな経済フロンティアを切り拓く、若くて新しい企業を、金融面からサポートしていくことも大切である。

もちろん、わが国の金融・資本市場は、こうした構造的な問題の解決にとどまらず、ますます多様化し高度化しつつある企業や家計の金融取引ニーズに対して、日々の確にこたえていくことも強く期待されている。しかも、世界の金融・資本市場は、通信・情報処理技術の進歩などを活かしつつ、より効率的で高度な金融サービスをグローバルに提供しようとしている。言わば、わが国の金融システムは、直接金融、間接金融を問わず、こうした世界の金融・資本市場のグローバリゼーションという潮流の中で、内外から新たなチャレンジを受けている、というのが実情であろう。

このところ、わが国の金融・資本市場に関しては、いわゆる「金融の空洞化」を懸念する議論が出ている。これも、単にわが国市場の取引高の多寡が問題なのではなくて、わが国金融・資本市場が、他国の市場に比べて資金の調達・運用などの面で、経済のニーズに十分にこたえ切れているか、といった疑問に根差している、と捉えることができよう。

本日は、これらの問題のすべてに触れるわけにはとてもいかないので、ただいま申し上げたような問題意識を前提にして、取り敢えず、話の焦点を、直接金融、それも資本市場の役割という点に絞り、私ども中央銀行の考え方や、皆様方金融・証券界に期待している点などについて申し上げることとしたい。

1. 資本市場の役割と中央銀行の視点

(資産市場の基本的機能)

まず、資本市場の基本的役割を理解するために、株式だけでなく、一般的に、土地や資本設備なども含め、様々な資産の価値、すなわち資産価格がどのような要因によって決まるのか、といった点から述べることにしたい。

なぜこのようなことを申し上げるかと言えば、バブルの時代を思い起こすまでもなく、資産価格の決まり方については、様々な理論が次々に現れ、その時々々の価格水準を説明しようとするからである。しかも、多くの場合、こうした説明は、資産価格について、大変変動が大きい、気まぐれなものではないか、という好ましくない印象を人々に与えているように思う。

そうは言っても、日々の資産価格の変動を予測できる便利な公式があるわけではない。私が強調したいのは、株価であれ、地価であれ、すべての資産価格は、「その資産を保有することによって得られる将来の収益を、現在の価値に引き直したものである」ということである。

地価を例に取れば、バブルの時代には、都心部の地価の急騰は、税制や都市機能の1極集中といった制度的要因が働いているためであるとか、高い地価は「資産大国」の証しであって、不健全ではないといった理屈付けがしばしば聞かれた。それらのすべてを否定するつもりはないが、その多くは、結果として、いわゆる「土地神話」を正当化することになった。

しかし、結局、地価は、土地を利用した経済活動によって得べかりし利益と整合的でないところまで上昇した時、大幅に下落せざるを得なかった。そして現在も、先行きの投資収益の不

透明さを主たる背景として、なかなか低迷を脱し得ないでいる。地価は、やはり「その土地を保有することによって得られる将来の収益を、現在の価値に引き直したもの」なのである。

このような地価の捉え方は、収益還元法と呼ばれる考え方である。収益還元法と言うと、難しく聞こえるかも知れないが、実際のところ、とりわけ商業地においては、以前から先々の収益見通しを念頭に置いて土地の売買が行われていたはずである。その限りでは、これまでも収益還元法で地価を評価してきたと言える。

もちろん、資産から上がる収益の見積もりには、当然値上がり期待も含まれている。ただ、そうした値上がり期待が経済の動きとバランスのとれたものであれば問題ないが、おそらくバブルの時代には、その部分が大きく膨らんでしまったのであろう。そうだとすれば、我々は、結果として、こうした資産価格の決定に関する基本的な考え方を一時見失ってしまった、と言えよう。結局、資産価格の形成のあり方については、その後のバブルの崩壊につれて、また日本経済が外に向けて開放度を高めていくにつれて、——言わば、日本の地価などが「国際競争」に晒されることによって、日本経済全体として、改めて再認識しつつあるように思う。

いずれにしても、株価にせよ、地価にせよ、資産価格は、その資産を利用することによって将来得られる利益の予想、あるいはそれに含まれるリスクの評価を、ひとつの価格の形で表現しているものである。しばしば、株価は経済の先行きを示している、と言われるが、これも資産価格が、以上申し上げたような意味で、現在の経済活動だけでなく、将来の経済活動に関する人々の予想——それが正しいものかどうかは別にして——そうした予想を反映したものであ

ることに由来している。

したがって、資産市場の存在意義も、このような価格形成を通じて、将来の収益性やそれに含まれるリスクを、できるだけ多くの人々の——つまり市場参加者の多様な審査にかけ、土地や資本などの資源を効率的に配分することにあるわけである。

中でも、資本市場、とりわけその中心的市场である株式市場は、「企業の収益の成長性とそのリスク」に関する評価を株価に集約し、その情報機能に基づいてリスクキャピタルを効率的に配分するという点で、大変重要な役割を果たしている。

こうした資産価格や資産市場の機能を十分発揮させるためには何が求められているのか、といった点については、後程、資本市場の活性化という観点に絞って、私どもの考え方を詳しく述べるつもりである。その前に、ただいま申し上げたような資産価格の特徴を踏まえて、金融政策の運営上、私どもが資産価格をどう位置付けているかという点について簡単にお話しておきたい。

（金融政策運営上の資産価格の位置付け）

金融政策の目標——これは改めて言うまでもないが、物価の安定を通じて、持続的な経済成長を実現すること、言い換えれば、中長期的にみて「インフレなき持続的成長」を達成するということである。

その場合、私どもは、地価や株価といった、いわゆる資産価格の安定自体を、一般物価の安定と同じような意味で金融政策の目標に含めることは適当でないと考えている。と言うのも、資産価格が、経済の成長などに関する人々の期待を反映して動くものである以上、一般物価水

準のように、基本的にはゼロインフレが望ましい、という明確な判断基準を設けることができないからである。

もちろん、株価等の資産価格が金融政策の直接の政策目標ではないと言っても、金融政策を運営していくうえで、資産価格が重要でないということでは決してない。

この点は、バブルの経験を引用するまでもなく明らかなことだと思うが、資産価格の変動は、企業や家計の活動に様々な影響を及ぼし、実体経済活動の変動をもたらす一因となる。また、逆に資産価格の大きな変動は、経済活動の変調を示すひとつのシグナルでもある。それだけに、金融政策の運営上、資産価格の動向は、経済活動との関連で、常に注意深くモニターしていくべき対象である。

その際重要なことは、第1に、資産価格の変動から、人々の将来に関する予想や期待をできるだけ虚心に読み取り、第2に、そうした予想や期待が、その時々々の経済の実情に照らして、行き過ぎていないか、あるいは先行きを占うものなのかどうかを見極め、第3に、その他の情勢分析と総合して、経済の安定化のため必要であれば政策対応につなげていく、ということである。

このような資産価格に対する考え方は、「物価安定を基本に経済の持続的成長を図る」という政策態度とも整合的である。つまり、資産価格の動向から得られる経済主体の予想や期待も、政策の判断材料のひとつとして活用して経済の安定化に努めていけば、市場における期待の不安定化や、それに伴う資産価格の過度な変動も未然に防ぐことができるし、また、それらがもたらす経済への悪影響も回避することができるからである。

2. 資本市場活性化のために

(基本的視点)

さて、以上述べたとおり、資産市場、とりわけ資本市場が効率的で安定的に機能することは、私ども中央銀行にとっても重大な関心事項である。また、日本経済が抱えている課題を克服していくためにも、資本市場の機能を十分活用していくことが必要である。

そこで、資本市場がこうした期待にどのようにして応えていくかという点がポイントとなるが、そのためには、いくつかの条件を満たしていることが必要である。

第1は、発行体や投資家に対して広く門戸を開放していることである。具体的には、両者のニーズに対応する多様な商品が自由に開発され、広汎に提供されることである。そのためには、市場へのアクセスを妨げる制約なり規制を極力取り払う努力が必要である。

第2は、市場参加者の自由な競争を通じて、市場メカニズムが貫徹されることである。もちろん、そのためには、投資家の自己責任原則が徹底され、その前提としてのディスクロージャーの促進が欠かせない。

そして第3に、流通、決済システムや税制・会計制度など、安全で円滑な市場取引を支えるインフラ整備も重要な課題である。

そこで次に、このような基本的な考え方を踏まえて、わが国においても、資本市場の機能をもっと活用できるのではないかとと思われる事例を2つ挙げて、具体的に論じることにしてみたい。あらかじめ申し上げておくと、これから述べる2つの事例は、ともに、わが国資本市場の改革のため、共通の方向性を指し示しているのではないかと思う。

(資本市場活用の具体例)

まず、いわゆるベンチャー企業の育成に果たす資本市場の役割である。わが国経済は、アジアとの競争激化に伴う産業構造の再編など、様々な構造的課題に直面している。そうした課題に対応して、産業の高度化・効率化を達成していくためには、若くて新しい企業、すなわちベンチャー企業群の役割が重要であり、その活発なイノベーションと企業家精神の力をできるだけ引き出していく必要がある。

ベンチャー企業の資金調達面での特徴は、3点ほど挙げられる。第1に、事業活動そのものが、ハイリスク・ハイリターン型であること、第2に、キャッシュフローが安定的でないこと、第3に、独自のアイデアや技術を持つ反面、不動産などの借入れのための担保が乏しいことである。

このような資金調達力の特性からみると、ベンチャー企業が円滑に資金調達を行うためには、金融機関借入れや社債など固定金利による手段だけでは必ずしも十分ではない。つまり、事業の内容や特性に応じ、柔軟にかつ積極的にリスクを担い得る投資家の資金、すなわちリスクキャピタルが求められているのである。

しかし、わが国においては、そうした資金調達の手段として、株式公開あるいは公募増資が十分機能を果たしていないのではないかと、この見方が少なくない。

ちなみに、これは、ベンチャー企業に限ったことではないが、90年代入り後の米国企業の株式発行額を、単純に円換算してみると、年平均で10兆円程度にのぼり、同時期のわが国企業の株式発行額の5倍近くに達している。しかも、米国経済がリセッションに陥り、その後の回復テンポも極めて鈍かった91~92年においても、

このような活発な株式発行が続いていたのである。

米国では、このような活発な資本市場の働きが、情報、バイオテクノロジーなど新分野でのベンチャー企業の育成や、既存の企業のリストラに大いに貢献し、これまでの景気回復に寄与したと言われている。

この間、わが国では、バブルの崩壊後、株価は大幅に下落し、その後も達観してみれば軟調な地合いが続いている。したがって、現在までほぼ一貫して上昇基調を辿っている米国株式市場とは大きな違いがあり、この点は割り引いて考える必要があるかも知れない。

ただ、株価が低迷しているからと言って、企業の株式発行を抑えなければならないというものではない。

むしろ、このような時期は、通常、金利水準が低下しており、投資家が求める投資収益率——企業からみれば資本コスト——も低下しているはずである。そうであれば、こうした時期こそ、新たな事業展開を図ろうとする企業家にとっては、資金調達の良いチャンスとも言えよう。

したがって、問題は、わが国の資本市場が、このような若い企業の参入を受け入れるほど十分弾力的かどうか、言い換えれば、投資商品の多様性やそれが取引される市場の多様性が十分かどうか、という点に集約されることとなる。

このように申し上げると、わが国の資本市場は現在以上にリスクの高い投資対象が増えてしまうのではないかと、といった反論があるかも知れない。しかし、ハイリスク・ハイリターン型の企業が株式市場に参入したからと言って、その株式を組み込んだポートフォリオのリスクが直ちに高まるわけではない。むしろ、様々なリスクとリターンの組み合わせを持った多様な商

品に投資することにより、ポートフォリオ全体としてリスクの圧縮を図る、というのが、分散投資の考え方である。

どのような理由であれ、取引される証券の種類を、一定の基準で事前に絞れば、取引対象が「似たような性格のもの」ばかりとなる可能性が高い。そうなれば、価格が上がる時には一斉に上がり、下がる時には一斉に下がるという傾向が強まることとなる。その結果、分散投資の効果は挙げにくくなり、かえって、リスクの圧縮を図ることが難しくなる。

もちろん、このような形で、投資証券の多様化がその効果を発揮するためには、ベンチャー企業の収益性やリスクを十分分析するだけのノウハウが必要となる。すべての投資家にそうした専門的知識を求めることは難しいかも知れないが、米国の例をみると、この点を補うための仕組みが発達し、ひとつのビジネスともなっている。例えば、証券会社のアナリストのように投資家にアドバイスする専門家が豊富に育っているし、一般の投資家と専門家とが、ともにパートナーとなって投資組合を作るケースもある。

要するに、こうした的確な情報の分析や、その提供面での工夫を凝らしていけば、ベンチャー企業のような多様な企業が発行する多様な商品を市場が受け入れることは、発行企業だけでなく、投資家サイドにもメリットが大きい、と言えよう。

同様の考え方は、不良債権の証券化についても当てはめることができる。

米国において、金融機関の不良債権問題を解決するうえで、不良債権の証券化によるキャッシュフローの改善が大きく貢献したことはよく知られている。このため、わが国でも、この問題について様々な議論がなされているが、その

内容は、どちらかと言えば、税制や会計制度などの道具立てに関するものが多いようである。確かに、これらは大変重要な課題であるが、本日は、むしろ、不良債権の証券化の基本的な意味合いについて、私の考えを述べてみたいと思う。

まず、そもそも不良債権とは何かということを考えてみると、銀行にとっては、利息が延滞しているノンバンク向けの貸付は不良債権であろうし、そのノンバンクにとっては、不動産業者向けの貸付が不良債権である。順繰りに辿っていけば、その行き着くところは、たいていの場合、何らかの不動産となるであろう。そうは申しても、不動産そのものが、本来的に不良資産であるとは考えにくい。例えば、山奥の山林原野を、現在利用価値に乏しく、キャッシュフローがないからと言って、不良資産と呼ぶことはないであろう。

実は、そうした不動産が「不良資産」として認識されるのは、収益がいつどのような形で上がるのかが不確実な資産に対して、例えば社債や借入れなどの固定金利でファイナンスしているため、資産から上がる収益で金利支払いができない場合なのである。言い換えれば、不良資産の問題は、每期每期固定的に要求される調達コストの支払いと、極めて変動の大きい、あるいは、かなりの将来にしか期待できないような収益とがマッチしていない場合に生じるのである。

このように考えれば、不良資産を「不良」でなくす有力な方法は、第1に、相応のロス覚悟したうえで、その資産のフェア・バリューをできるだけ正確に評価し、第2に、そのファイナンスを株式類似の資本市場商品、すなわちエクイティに切り替えること、ということになる。

その場合に出来上がる証券は、例えば当面5年間は全く配当がないが、その先には大きなキャピタルゲインが期待できるかも知れないといった、これまでは見慣れぬ形の有価証券になるかも知れない。

しかし、実際、米国の不良資産流動化のプロセスでは、様々な証券化技術が駆使され、新しいタイプの証券が創出されている。いわゆるアセットバック証券という形で、多様な原資産を取りまとめ、ひとつの証券に仕立て上げるという工夫もその一例である。これらは、いずれも基本としては、ただいま申し上げたような考え方に基づいている。

いずれにせよ、ここで私が強調したいのは、そうした形で証券の種類が多様化することのメリットは、まさしく、ベンチャー企業の問題と同様に捉えることができる、という点である。

先程、私は、資産価格の基本的な特性として、「将来の収益期待とリスクに関する見方を反映している」ということを強調した。そもそも、誰にとっても、将来は不確実で、それだけ多様なはずである。そうであれば、対象となる資産の将来の収益を巡って取引される資本市場の商品も、同様に多様であってしかるべきである。資本市場も、そうした多様性を確保してこそ、本来の役割を發揮できるのではないかと思う。

(投資家保護とディスクロージャー)

そこで問題となるのは、わが国流の「投資家保護」のあり方である。

本来、望ましい投資家保護の基本は、第1に、ディスクロージャーの徹底を通じて投資家に公正な判断材料を提供すること、第2に、不正な取引や不適切な販売を排除すること、の2点に尽きると言われている。事実、わが国の証券取

引法自体は、こうした考え方にに基づき、市場メカニズムを阻害することのないよう、注意深く条文が整備されている。その意味では、わが国の投資家保護を巡る法体系は決して独特なものではないのである。

ところが、実際にこれまで投資家保護がどのように運用されてきたかと言えば、わが国の場合、ただいま申し述べたような証取法の枠組みにさらに上乘せる形で、投資家のリスク負担が小さくなるよう配慮されてきているのが実態ではなかろうか。

具体的には、リスクが高いと考えられる証券関連の商品を事前に排除することによって、投資リスクを軽減し、これでもって投資家保護を補完・強化するとの考え方が貫かれてきたわけである。

このような現実の運用のあり方については、戦時統制経済にその淵源を求める見方や、戦後復興期における資金の傾斜配分政策の延長線上に位置付ける見方などがあるようである。

実際、戦後の経済復興期やその後の高度成長期には、企業の資金需要を量的に調整する手段として、増資調整や起債調整が恒常的に用いられていた。そのため、自由な証券発行といった観念自体がそもそも乏しかったのかも知れない。また、公募増資基準や社債の適債基準の導入も、それまでの厳しい上場審査基準や有担保主義からの流れの中では、当時としては、さほどの違和感もなかったと思われる。

わが国流の投資家保護は、こうした経緯とともにマーケットに定着していったわけであるが、それにもかかわらず、企業金融面に特段支障が生じなかったのは、この間、銀行を中心とする間接金融が順便に機能していたからにはほかならない。逆に言えば、それ故にわが国においては、

直接金融の発達が間接金融に比べ遅れてきたわけである。いま申し上げたような投資家保護のあり方は、結果的に証券市場の拡大を制約する要因のひとつとして働いてきた可能性があると言えよう。

このように、わが国流の投資家保護の方法は、戦後復興期や高度成長期の金融・経済情勢の中で出来上がった仕組みであり、わが国経済の発展をそれなりに支えてきたものと評価できよう。

しかし、資本市場を巡る情勢は大きく変わりつつある。第1に、時代の要請は、国民の貴重な貯蓄を如何に分け合うか、ということから、豊富な貯蓄に基づく多様なニーズに如何に応えるか、ということに重点が移っている。第2に、内外の資金交流の活発化から、わが国の投資商品は、直接海外との競争に晒され始めている。第3に、格付機関の成長、証券会社や企業の努力などに加えて、情報伝達手段の発達もあって、様々な情報の入手も容易になっている。

このような変化を踏まえると、投資家保護の考え方についても、市場メカニズムのダイナミズムを積極的に活用するという新しい発想での見直しが可能となっており、また望ましいことと言えよう。

考えてみると、企業経営のリスクを最終的に負担しているのは、その企業の社債権者や株主となっている投資家である。確かに、銀行も貸出を通じて企業経営のリスクを負っているが、その銀行の経営リスクを負っているのは、銀行の株主である。したがって、すべての投資家から企業経営のリスク負担を軽減することは、本来不可能なことなのである。このことは、一部の投資家のリスク負担を軽減すると、他の投資家のリスク負担が増加することを意味する。例えば、社債権者のリスク負担を軽減しようとす

れば、株主のリスク負担が増加するからである。

また、そもそも投資家のリスク負担を軽減することで投資家を保護するのは、マクロ経済的にみてどのようなメリットがあるのか、ということについても、必ずしも共通の理解が得られていないようである。この点は、預金者保護の考え方、つまり、預金者の動揺を未然に抑え、信用不安の連鎖を防止することに意義がある、という考え方が市民権を得ていることとは事情を異にするものである。

結局、このように考えてくると、投資家保護に関して求められていることは、従来のようにリスク負担を軽減するように配慮することではなく、やはり、原点に立ち返って、第1に、リスクの所在やその大きさを投資家自身が合理的に判断できるような基盤を整備すること、そして第2に、不公正な取引や不適切な販売を排除する仕組みをさらに整えること、が基本になるのではないかと思われる。

もちろん、こうした投資家保護の考え方の中で、この先、証券発行企業の拡大や投資商品の多様化を図っていくことに対しては、「日本の投資家は、そうした多様化を受け入れられるほど成熟していない」との反論があり得よう。しかし、現実には、多くの国内投資家は、自分のニーズに見合った投資商品を求めて、既に海外に進出している。また、企業側も、そうした事態を眺めて、資金調達ルートが多様化を海外に求めている。このような実情に照らせば、わが国の資本市場において投資商品の多様化の余地はまだまだ大きなものがあるし、投資家の側でも、それらを受け入れる準備が整いつつある、と言えよう。

それでは次に、投資家保護の根幹をなすディスクロージャーの意義やそのあり方について若

干述べてみたい。

ディスクロージャー、すなわち企業内容の開示は、簡単に言えば、証券投資の判断材料となり得る経営情報を、一般投資家に対し十分に提供することである。言わば、「事実を知らされないことによって被る損害から投資家を保護すること」に対応するものである。したがって、十分なディスクロージャーが行われている下にある場合は、投資家が自らの判断の誤りから損失を被ったとしても、投資家本人の責任として受け入れるのが原則である。言い換えれば、ディスクロージャーは自己責任原則の徹底のための前提条件であり、投資家保護を図りつつ市場メカニズムを維持していくための基本とも言えよう。

また、ディスクロージャーに伴うメリットは、単に投資家にとどまらず、企業自身にも及んでくるものである。企業の情報開示の結果、投資家が高い評価を下し、株価が上昇するようなことがあれば、企業の経営方針が評価されたことを意味する。言わば市場の評価をひとつの指針として自らの経営を不断に見直す契機となり得るものである。

同時に、こうした市場の評価は、自らの資金調達コストにも跳ね返る筋合いにある。例えば、仮に企業の情報開示の度合いが低く、投資家はその内容に懸念を抱く場合には、投資家の投資スタンスは勢い慎重なものとなる。そうなれば、企業としては、結果的により高い資金コスト——すなわち、株式の場合であれば、より低い株価での増資を余儀なくされ、社債の場合であれば、より高い支払い金利を負担することになる。

このように考えてくると、ディスクロージャーは、本来企業が自らの利益のために自主的に実施すべき性格を有しているとも言えよう。

したがって、その開示内容についても、企業間の比較が可能のように必要最低限の開示内容を定めることは必要であるが、それ以上にどのような情報を、どの程度開示するかは、本来企業が自主的に判断して決めるべきものと言える。

この点の考え方を、非常に明確な形で金融機関を対象に打ち出したのが、昨年9月にB I Sから公表された「金融派生商品のディスクロージャーのあり方について」の提言——いわゆる「フィッシャー・レポート」と呼ばれるものである。

その提言の骨子を述べれば、金融派生商品取引のディスクロージャーについては、従来のように「会計原則に従って決められた項目を画一的に開示」するのではなく、「個々の金融機関自身が使用しているリスク管理システムを活かして、将来にわたるリスクや過去の管理パフォーマンスに関する情報を開示し、マーケットの評価を受ける」というものである。言わば、金融派生商品取引に関してどのようなリスク管理体制を構築するか、といった点を含め、金融機関の自主的判断に任せて、それらをディスクローズすることにより、そうした経営判断の適否について、市場の判断を仰ぐべきである、と提言しているのである。

フィッシャー・レポートは、金融機関が行う金融派生商品取引に限った内容ではあるが、その考え方は、ディスクロージャーの一般論としても、極めて適切なものである。わが国でも、こうした考え方を受け、金融派生商品取引を巡る開示について、自主的に拡大する先が既に出ている。私どもとしても、今後このような方向感で、企業のディスクロージャーが充実していくことを強く期待するものである。

おわりに

以上、わが国資本市場に望まれる役割と改革の方向性について、「商品と市場の多様化」という観点を中心に、私どもの考え方を申し上げた。

ポイントは、できるだけ多様な企業に門戸を開放し、かつ、多様な商品を提供することを通じて資本市場の機能を高め、この面から経済発展を支える力を強化していきたい、ということである。同時に、商品や市場の多様化を通じて投資家の選択の幅を拡げることこそが、適切なディスクロージャーや不公正な取引などを排除する枠組みと相俟^{あいま}って、新しい時代の投資家ニーズに応えることになるはずである。

さらに言えば、この「多様化」という概念は、日本の金融システムの今後のあり方を示す重要な考え方といっても良いと思う。

銀行であれ、証券会社であれ、その業務は決して固定的なものではなく、企業や家計のニーズの高度化や多様化に即して、変貌していくはずのものである。実際、わが国でも、業態別子会社による相互参入を柱とする制度改革が実行され、金融機関や証券会社がより高度で、多様なサービスを提供できるようなシステムの構築が始まっている。また、市場取引の分野でも、適債基準の撤廃や店頭登録基準の見直しといった、改革の動きが進められている。

私どもとしては、このような金融サービスの多様化を促す動きや金融システム強化のための措置が、業際問題や個別企業の利害といった次元を超えて幅広く検討され、着実に実施されて

いくことを強く希望している。また、こうした努力を積み重ねていくことこそが、現下の厳しい環境にある証券市場を活性化し、さらなる発展に導いていくものと確信している。

また、資本市場の機能強化にとっては、このほかに、証券の流通・決済システムや税制、会計制度など、市場の取引を支えていくインフラを整備していくことも重要な課題である。

本日は詳しく触れる余裕がないが、私どもとしても、金融取引の効率性と安全性を高める見地から、これまでも、様々な側面で決済システムの改善に努めてきた。ご承知のとおり、昨年は、国債取引について資金と証券を同時に決済する、いわゆるDVPシステムが、皆様のご協力を得て実現した。

もちろん、国債取引についてもなお改善すべき課題は残っているし、それらを含めて資本市場の分野では、決済期間の短縮や、受け渡し・決済の合理化などを要望する声が強く聞かれる。この面でも、市場関係者間で引き続き議論を深めていってほしいと思うが、日本銀行としても、国債取引の改善などに関して私どもが経験したことでお役に立つことがあれば、皆様の参考に供する用意があることを申し上げておきたい。また決済問題に限らず、私どもとしては、今後とも市場整備に向けての努力を惜しまないつもりであるので、この点を最後に付け加えて、本日の話を終えることにしたい。

ご清聴に感謝申し上げます。