

経済システムのデッサン（下） —— その機能と再編

金融研究部 上席主任研究員 川北 英隆

<要 旨>

1. 日本の社会・経済が本稿の分析対象である。社会・経済もシステムの一つであり、システムを構成している機能を分析することが、社会・経済を考えるうえで有効になる。
2. システムが全く自由に働くことはありえない。まず、システムに対する外部からの制約を抽出しなければならない。また、システムには内部階層があり、それぞれの階層はその他の階層を制約する。
3. 戦後、日本の社会・経済システムは「欧米の富」という目標によって統一されていた。行政が金融システムを経由して、具体的な目標を産業システムに伝達した。しかも、企業グループ間の競争があった。
欧米の「富」を実現したことによって、社会・経済システムの統一性は喪失された。現在、抽象的な「富」だけが社会・経済の目標であり、「富」を生み出すための仕組みは「よけいな世話」のようである。しかし、統一性のための仕組みがなければ、社会・経済システム全体として、「富」を効率的に達成することは困難である。
4. 社会・経済システムの要素である国家と企業を分析すると、委託と受託の関係から成立している。また、委託者は受託者をモニターしている。委託と受託の関係を明確化し、事後的に評価できるための仕組みが必要になる。
(以上、先月号)

5. 金融仲介機能は変化している。証券化という、金融機能をサブ機能に分解し、再編成する動きが1つである。また、機関投資家の投資仲介機能と銀行などの金融仲介機能の接近が1つである。これらは委託と受託の関係を明確化する動きでもある。

一方、決済機能については、金融仲介機能と峻別する必要性が高まっている。預金という金融商品の見直しでもある。

6. 今後の社会・経済システムとしての統一性は、事後的な規制を主とするものである。委託者の自己責任原則であり、受託者に対するモニターであり、その委託と受託の正常な関係を社会的に補助する仕組みである。

(以上、今月号)

目次

I 問題意識

II 分析の視点

III 戦後日本の社会・経済システムとその変質

1. システムを統一する仕組み
2. 統一性の喪失

IV 社会システムの仕組み

1. 国家システム
2. 企業システム
3. 委託と受託

(以上、先月号)

V 金融システムのデッサン

1. 金融仲介機能と証券化
2. 機関投資家と投資システム
3. 銀行の役割と決済機能
4. 新たな金融システムに何が必要か

VI 結語

(以上、今月号)

V 金融システムのデッサン

社会・経済システムの例として、金融システムを考えたい。金融システムは社会・経済システムのサブ・システムである。その金融システムも、さらにいくつかのサブ・システムから成り立っている。金融システムのサブ・システムとして主要なものは、金融仲介機能と決済機能であり、金融仲介機能の変形として認識できる機関投資家の機能である。この3つの機能について考える。

1. 金融仲介機能と証券化

日本の銀行が果たしている主要な機能には2つあり、それぞれ銀行法に規定されている。金融仲

介機能（預金、貸出）と決済機能（為替）である。このうちの金融仲介機能に関するシステムは変化しようとしており、その1つが証券化の影響である。

(1) 金融仲介機能と環境変化

金融仲介機能の本質は個人（正確には資金供給者）から企業（正確には資金需要者）へという資金の流れを仲立ちする機能である。その機能は、たんに資金の流れを取り次ぐだけでなく、経済的な価値（付加価値）を生み出す機能である。その付加価値はリスクと情報に基づく。

金融機関のなかで典型的な銀行を考えると、次のように行動している（図6）。

まず、資金需要者を見つけ、次に審査を行う。審査の結果、倒産するようなリスク（信用リスク）が少ない（内部の基準を満たしている）と判断すると、資金を貸し出し、その後は貸出契約にしたがって利息と元本を回収する。元利金を回収する期間中、銀行はその貸出先の信用リスクを監視（モニター）して、貸出契約を履行できるかどうかの判断を継続的に行う。

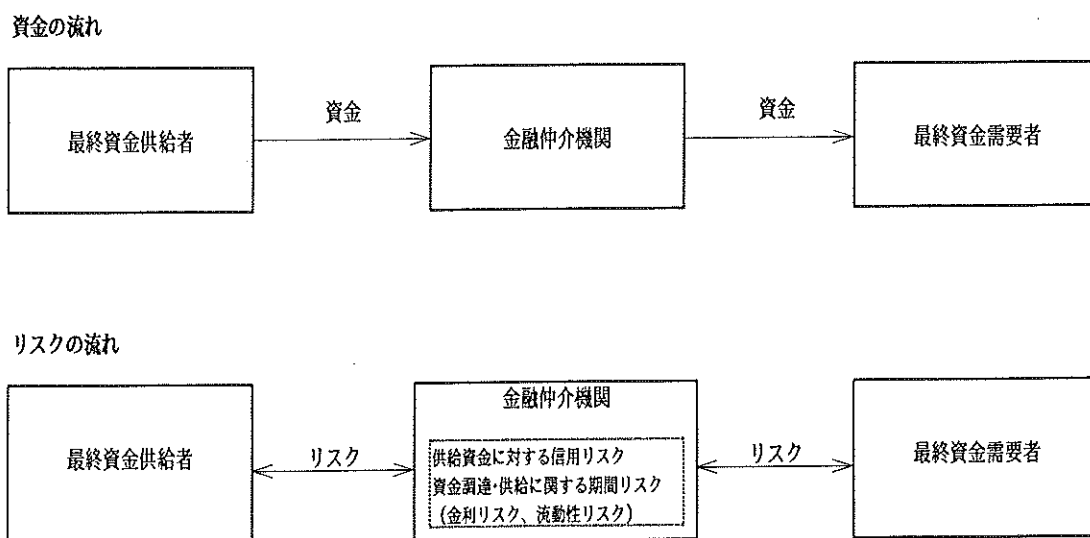
銀行は預金によって資金を調達している。預金という資金の性質は、普通預金に象徴されるように流動性が重んじられ、一般には短期資金である。また、小口であることが多い。さらに、銀行の信用力は一般に高いこともあり、低利資金（預金）として調達できる。

一方、貸出資金は、設備投資資金に代表されるように、長期間にわたって安定的に利用できることが資金需要者のニーズであり、一般には預金よりも長期という性質をもっている。また、大口であることが多い。

つまり、銀行は短期かつ小口の資金を調達して、それよりも長期かつ大口の資金を供給している。さらに、資金需要者の信用力に応じて金利水準を調整する。

以上の機能は一般に指摘されるように、資金需

図-6 間接金融における資金とリスクの流れ



要者の発見機能、信用リスクの変換機能（もしくは信用リスクの負担機能）、資金の期間および量の変換機能、というサブ機能に整理できる。また当然、資金供給者を見つけなければならないが、これは金融商品（預金）の販売機能である。銀行が果たしてきた金融仲介機能の特徴は、以上の機能を一括して担う点にある。

ところで、これらのサブ機能は情報生産能力に基づいており、銀行のノウハウである。また、広義の「資金の投資（資金供給）に関するノウハウ」である。このノウハウが銀行の付加価値の源泉になっている。

実際には、銀行の収益は2つの金利差から得られる。短期・小口資金と長期・大口資金の金利差と、銀行と資金需要者の信用リスクの差に基づく金利差である。

一方、このような収益構造は次のようなリスクをともなっている。

銀行は小口預金を多数集めることによって、資金不足に陥るリスクを回避しながら、短期資金を実質的に長期化している。また平均的にみて、長期金利の方が短期金利よりも水準が高いことから、預金期間よりも長期の資金を貸し出すことで金利差が稼げる。しかし、前者は取り付けリスクを回

避できないし、後者は金利リスクをともなう。

また、信用リスクも問題となる。資金需要者が倒産すれば貸し出した資金は回収できない。資金需要者に対する審査やモニターによっても、信用リスクが完全に回避できるわけではない。

ところで、金融市場が自由化され金利規制と参入規制が少なくなるにつれて、金融機関の経営を安定させるに足りる収益が常時得られるという保証がなくなった。このような新たな金融環境は同時に、銀行をはじめとする金融機関の信用力が絶対優位でなくなったことも意味する。

たとえば、資金供給者は銀行の信用リスクと社債発行企業の信用リスクを比較して、金利との関係でより有利と考えられる方に投資するようになる。この結果、信用リスクの差に基づいて得られてきた銀行の収益が不安定になるとともに、銀行と一般の事業会社との資金調達市場での競合も強まろう。社債発行市場が自由化し、96年からのような企業でも社債を発行できるようになったことは、銀行と一般企業の資金調達市場での競合が現実のものになったことを意味する。

(2) 証券化の工夫と機能

金融の新たな試みとして、証券化が進展してい

る。いわゆる間接金融を、直接金融に類似したものとへと変換する手段である。

金融機関にとっての証券化は、上記(1)で述べた金融環境の変化に対応する有力な手段である。次に述べるように、証券化が従来の金融仲介機能の各サブ機能を独立させる仕組みであることから、証券化によって独立した後のいくつかの機能のなかから得意なものだけを選択して機能発揮すれば、金融機関の収益確保に役立つかもしれないからである。

証券化とは、既存の金銭債権を特別の器（たとえば信託勘定や、特別に設立された会社や組織など）に売却し、その売却された金銭債権に基づいて証券（証券化商品）を発行し、流通させるための仕組みである（図7）。

証券化には、まず、通常の金融仲介機能的な、金銭債権を作り出す機能が発揮されなければならない。いわゆるオリジネート機能であり、その機能を担うオリジネーターの存在である。

オリジネート機能が通常の金融仲介機能と異なるのは、その後の証券化によって金銭債権が売却されるため、リスクにさらされる期間が短くなる点である。また、リスクの短期化によってリスク軽減効果が相当程度もたらされるのであれば、金融機関以外の機関にとってもオリジネート機能を発揮することが可能になる。

次に必要なのは、売却された金銭債権を受けるための器の機能である。この機能を発揮するために、信託勘定が設定されたり、新たに会社（特別目的会社）などの組織が作り出されたりする。

しかし、これらの器は法律上の概念であったり、ペーパー上のものだけであったりするだけで、購入した債権を実務的に管理するわけでない。債権の管理機能（カストディー機能）は、信託や銀行などの専門機関が行うことになる。

また、それらの器に売却された金銭債権に基づいて、証券化商品を生設計する機能が必要となる。金銭債権から発生するキャッシュフローと、証券化商品（多くは複数の証券の組み合わせ）に支払われるキャッシュフローを一致させるための仕組みを作り出す機能である。

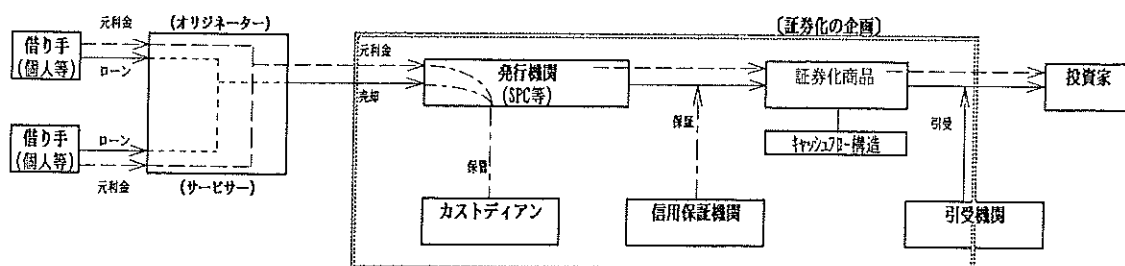
同時に、証券化商品に信用力を付与するための仕組みが必要になる。証券化商品の設計を工夫することによって信用力の付与の問題がクリアされることもあるが、場合によってはどこかの機関に信用力の補完（信用保証）機能を求めなければならない。

このようにして証券化商品が設計された後、アンダーライターの引受機能と証券会社の販売機能を用いて証券化商品は証券市場に売り出され、投資家が投資することになる。

以上は証券化商品の発行時点に必要な機能であるが、その後もいくつかの機能が発揮されなければならない。

1つは、証券化商品の元利払いに関する機能である。証券化商品のキャッシュフローは金銭債権のキャッシュフローに基づいているから、金銭債権の元利金を取り立て、それを証券化のために設置された器に移し、証券化商品の投資家に支払わなければならない。このうち、元利金の取り立て

図-7 証券化の流れ



機能を担う機関は、一般にサービサーと呼ばれる。実務的な便宜性の観点から、サービサーの機能はオリジネーターの担当となる場合が多い。

もう1つは、証券化商品を証券市場で流通させる機能である。これは通常の証券会社の機能である。

以上が証券化のための機能であるが、これですべてではない。もっとも肝心の機能が忘れられている。それは、これらのさまざまな機能とその提供者を具体的に捜しだし、組み合わせ、一方で投資家のニーズを探り出して、そのニーズに合致した証券化商品を作り出すという、いわば企画機能である。企画機能のような全体を統括する機能がなければ、証券化は絵に描いた餅に終わろう。

証券化のための機能を金融仲介機能と比較する形で検討すると、次のことがいえよう。

資金需要者の発見機能は、従来どおり金融機関が果たしうるようになるが、金融機関以外の機関（たとえばリース会社やクレジット会社）との競合が生じうる。

次に、信用リスクの変換機能と、資金の期間および量の変換機能の担い手は脇役に退き、基本的に投資家の負担に委ねられる。ただし、金銭債権が売却されるまでの間は、オリジネーターが2つの機能を担うことになるし、信用保証を付ければ、信用保証した機関がその保証契約に即した形で信用リスクの変換機能を担う。また、証券市場はこれらの機能を投資家間で分担するための場を提供することになる。

なお、金融仲介機能によって資金供給された後の元利金取り立てなど保全のための機能は、証券化の後にはサービサーが担う。

それ以外の機能、すなわち証券化のための器の機能、証券化商品の設計機能、引受と販売機能、流通機能は証券化のために新たに必要となった機能である。

最後に、証券化のための企画機能についてである。これと同様の機能は、金融仲介機能にもある

はずである。しかし、従来の規制金融システムにあっては、金融仲介機能として必要なサブ機能が一括して、当然のごとく与えられていたため、本来に必要な機能の組み合わせを考える必然性がなかったのである。「最初に制度ありき」だったため、企画機能が埋もれてしまっていたといえよう。同時に、預金金利や商品性なども規制されていたため、資金供給者（投資家）のニーズをさぐる必然性もなかったのである。この点は銀行の決済機能のところで再考する。

2. 機関投資家と投資システム

現在の証券市場では「機関投資家」の機能によく言及されるし、その専門性の活用が金融市場から効用を引き出すものと期待されている。ここでは機関投資家の役割と機能について考え、その機能発揮のためにどのような仕組みが求められるのかを述べる。

(1) 機関投資家と金融仲介機関

アメリカでは投資信託（正確には投資ファンド）、生命保険会社、投資顧問会社、年金基金などが「機関投資家」とされている。これらの投資家には共通点がある。それは、投資（広義の資金供給）に関するノウハウを付加価値の源泉（もしくは収益の源泉の1つ）としている点と、その投資機能を他の投資家のために提供している点である。

繰り返せば、投資ノウハウという広義の資金供給機能を保有し、その機能を一般の投資家に提供する役割を果たしているのである。この点は、V-1で述べたように銀行の金融仲介機能が広義の投資（資金供給）に関するノウハウとその提供であるという、一般の認識と基本的に共通である。

以上からすれば、資金供給を仲介するという観点から銀行が金融仲介機関として位置づけられるのなら、機関投資家もまた金融仲介機関として位置づけられることになる。証券化が一般化するに

つれて、銀行が自己の資金供給を証券化することによってリスクの変換機能を縮小し、資金需要者の発見機能に特化していけば、ますます銀行と機関投資家の差異は小さくならう。

(2) 機関投資家の機能

ここでは、機関投資家が広義の金融仲介機能を果たすためのサブ機能について考えたい(図8)。

機能を考えるに際して重要なのは、機関投資家に潜在的もしくは顕在的に影響を与えているものが何かである。まず、機関投資家に機能発揮を期待する本来の投資家(個人投資家など)が存在する。また、機関投資家が機能発揮できる市場(および市場関係者)がなければならない。

このような関係をいい換えると、機関投資家に機能の提供を委託する投資家がいる、機関投資家はその委託者から機能の提供を受託する立場におかれることになる。また、市場は機関投資家が本領を発揮するための場所と環境を提供するのである。

見方を変えれば、委託者も市場も機関投資家の行動を制約する機能を果たしており、機関投資家よりも上位の意思決定機能もしくは環境提供機能を担っているといえよう。

以上が機関投資家に関する原始的な経済主体である。

投資顧問業務の場合はこの原始的な形態に近く、

本来の投資家(顧客、もしくは委託者)と機関投資家(投資顧問会社)と市場だけで基本的関係が成立しう。なお、日本の法律構成では資金や証券を保管する機関が必要となるが、規制上の要請であり、本質的ではない。

実際には、機関投資家の機能により多くの関係者が係わるのが一般的であろう。代表的には、本来の投資家が直接に機関投資家と契約して投資機能の提供を求めるのではなく、本来の投資家から権限を委任された機関(者)が機関投資家と契約するケースが多い。

このような機関投資家を取り巻く関係者について、機関投資家としての役割発揮が大いに期待されている年金と投資信託を例に、もう少し考えたい。

① 年金に関する機能(図9)

公的年金の場合、本来の投資家は年金受給者(国民)である。もちろん公的年金では、拠出した資金と年金受給権が一対一に対応していない。しかし、国民全体からみれば、拠出した資金に対して受給権を有していることになる。

企業内福祉の一環である年金の場合、本来の投資家はそのような福祉を実施したいと考えている企業組織である。この本来の投資家が拠出した資金を用いて投資活動を行うのが、信託、生命保険会社、投資顧問会社などの機関投資家である。

図-8 機関投資家の役割と資金の流れ

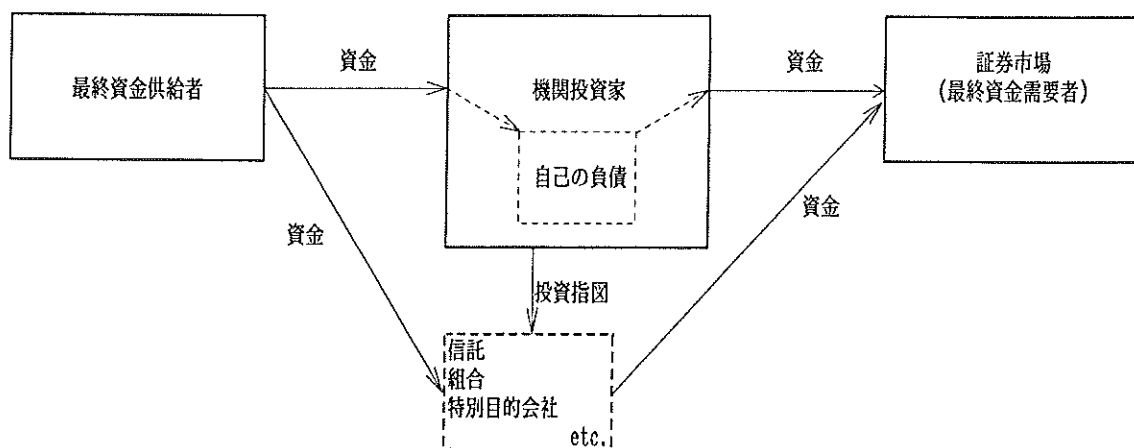
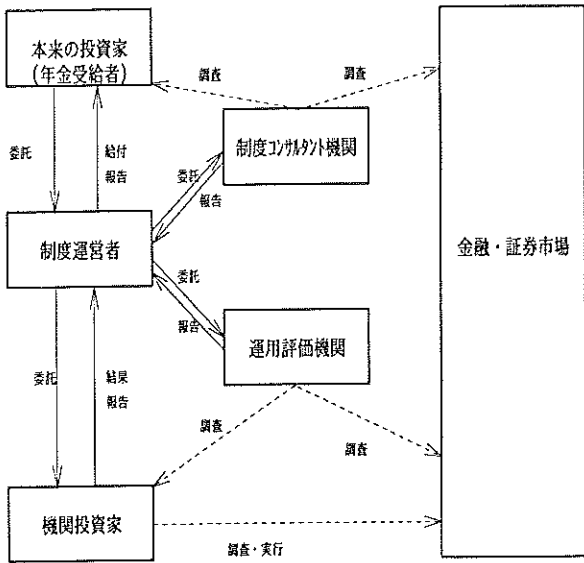


図-9 年金に関する機能と専門機関



(注) カストディ、その他の機能はとりあえず無視している。

個人年金の場合、本来の投資家は個人である。個人年金ではシステムが単純であり、本稿での考察の対象としない。

さて、公的年金や企業年金では、本来の投資家以外の機関(者)が機関投資家と直接契約するケースが多い。国であったり、企業の福祉関係部門や企業から独立した年金運営組織(年金基金)が直接契約する。これらの機関投資家と直接に接触する機関もまた、本来の投資家に一種のノウハウを提供していると考えられる。以下では、このような機関を制度運営者と呼ぶ。

制度運営者の機能は、1つには、本来の投資家から年金制度に必要な資金を集め、それを将来の年金給付のために投資することであるが、その投資にあたって機関投資家の機能を利用するのである。また、年金資金の管理や年金給付事務なども行う。これらの事務もまた、外部の専門機関に委託できよう。

しかし、制度運営者の機能はこれにとどまらない。より本質的な機能は、年金制度を発足させるに際して、市場環境という制約のもとで、どのような制度が本来の投資家のニーズと合致しているのかを調査し、判断することである。この機能が

あってはじめて、機関投資家から適切な投資機能を引き出すことができよう。

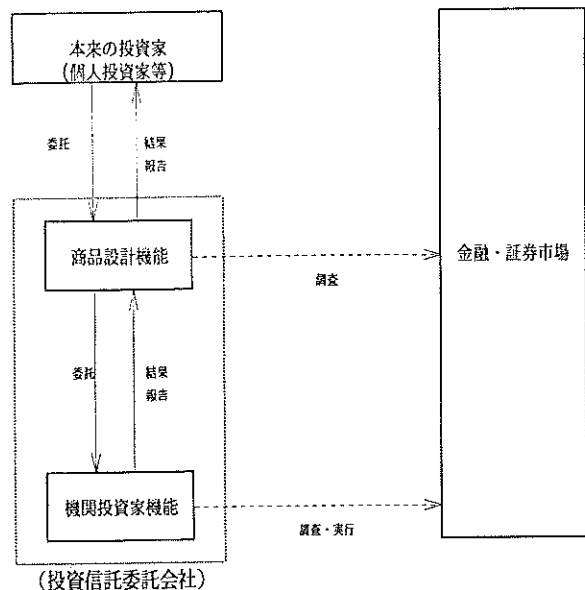
この制度運営者の本来の機能のうち、判断に係わる部分は自分で行わなければならないが、調査機能は外部の専門機関に委ねることができる。どのような制度が最適かの調査であったり、集めた資金の投資を機関投資家に依頼するための調査である。

たとえば、機関投資家から機能を引き出すにあたって、候補となる機関投資家を選び出し、それらの機関投資家の投資ノウハウを事前に評価することが必要になる。同様に、特定の機関投資家に実際の投資を委託した後、その機関投資家が事前に評価したとおりの能力を発揮したかどうか、パフォーマンスを事後的に評価することも必要になってくる。このような事前、事後の評価機能も外部の専門機関が提供している。

その他、選定された機関投資家が特殊な市場に対する投資ノウハウを他の機関投資家に再委託する場合や、投資した証券のカストディ機能の利用などの問題もあるが、本質的でないので省略する。

② 投資信託に関する機能 (図10)

図-10 証券投資信託に関する機能



(注) カストディ、その他の機能はとりあえず無視している。

投資信託の機能も、基本は年金と同様である。投資信託にあっては、本来の投資家の典型は個人投資家である。日本の場合、この本来の投資家が供給する資金を投資信託として投資するにあたって、制度（証券投資信託法）で定められた投資信託委託会社（もしくは投資顧問会社）が機関投資家として機能を提供する。

しかし、本来の投資家の資金はほとんどが小口であるため、機関投資家が運用できるように束ねる必要が生じる。これは、投資コストを節約するなどして、機関投資家の機能を効率良く利用するための工夫である。

実は、年金資金の場合も同様の問題がある。とはいえ、個人年金以外の年金では、「最初に制度ありき」という状態が一般的であり、その制度に基づいて資金が集められる。さらに、年金資金は本来の投資家の意思にかかわらず、半ば強制的に集められる場合が多い。公的年金はその典型である。このため、資金をとりまとめるための工夫が背後に隠れてしまっている。

投資信託の場合、資金をとりまとめる工夫が「投資信託」という商品である。この商品を具体的に工夫し、設計するためには、本来の投資家のニーズを特定し、市場環境という制約のもとで、そのニーズを満たす契約内容を作らなければならない。さらに、そのニーズに最適な機能を提供できる機関投資家を見つけだし、投資の実行を委託しなければならないし、機関投資家の事後的な評価も必要になる。

以上は、投資信託という商品の企画機能と表現することができよう。この機能は年金の場合の制度運営者の機能に相当する。以下では、投資信託の企画機能を担う機関も、年金と同様に制度運営者と呼ぶ。

また、投資信託という商品に対して資金を拠出する本来の投資家を募らなければならない。投資信託の販売である。この販売という機能もまた、年金の場合には背後に隠れがちである。

その他、資金に関する事務、証券類のカストディなどは年金の場合と基本的な差異はない。

③ 委託者と受託者の敷衍

年金や投資信託について例示したように、金融商品にはさまざまな機関が関与することになる。機関投資家はそれらの機関の中で、制度運営者とともに中心的な役割を果たしているだけである。

機関投資家の本来の機能は、投資に関する機能を、本来の投資家のために提供することであると指摘した。また、このような機能の提供の仕方をいい換えれば、受託者としての役割であることも指摘した。一方、本来の投資家は、機関投資家に投資機能の提供を依頼するという、委託者の立場にあることになる。

しかし、受託者の立場にあるのは機関投資家のみでない。本来の投資家以外の、年金や投資信託に関与するすべての機関が受託者の役割を担っている。当然、制度運営者も受託者に含まれる。これは、アメリカの年金に関して、エリサ法が年金資金運用に係わるすべての機関（者）を受託者（fiduciary）とみなし、規制対象としているのと同じである。

ここでは、委託者と受託者の関係を一般化することによって、機関投資家などの受託者の行動はどうあるべきなのか、一方、委託者は何に注目すべきなのかを明らかにしたい。

特定の（年金や投資信託などの）システムにおいて、すべての受託者は、委託者のために機能の提供を行う。システムにおいてある受託者が選ばれるのは、専門家としてノウハウがあるか、コスト削減効果があると委託者が「期待」するからである。受託者はその期待に「結果」で応える義務はない。しかし、機能を提供するプロセスは、委託者の期待に応えうるような、注意深くかつ忠実なものであるべきである。

委託者の行動も、受託者の行動も、ともに経済活動である。では、経済活動は自由に行えるので

あろうか。答えはもちろん否である。法律という規制がある。また、経済合理性（たとえばリスク当たりのリターンの最大化）にかなっていない行動はいずれ破綻するであろうから、経済合理性も行動の制約になるだろう。

資金の投資に関していえば、現時点以降に発生するキャッシュフローが問題になる。キャッシュフローの発生時期、額およびその確かさ（もしくはそれらの変動許容範囲）が、少なくとも暗黙のうちに意識されていよう。そうでなければ、合理的に行動していないことになり、現実においても最適な行動を選択できないだろう。

この点をいい換えれば、投資ニーズの特定が必要だということである。すなわち、当初の資金量、リスクの許容範囲（損失限度額）、リターンの目標値、投資終了時期などの条件を特定し、それに基づいて投資行動を企画するのである。もちろん、このように特定された投資ニーズ（条件）に無理がないかどうかチェックする必要がある。とくに、そのような条件に基づいて、機関投資家が機能の提供を契約する場合、専門家としてのチェックが求められる。

一方、これらの条件設定に問題がない（合理的な）場合には、その条件を投資結果が満たしていかなければならない。また、満たせないような残念な結果になりそうな場合には、条件の変更を検討することも必要である。

もう1つ、現実問題として、金融市場も制約になる。いわゆる市場環境である。提供されている商品とその特性、市場の平均的なリスクとリターン（さらには市場のパフォーマンスに大きな影響を与える経済環境）は投資行動に少なからず影響を与えよう。

とりわけ、投資資金量が大きくなれば、リスクとリターンの目標値は市場環境に大きく左右されるようになる。投資戦略（たとえば利用する投資モデルの選定）も市場環境を考慮して決定しなければならない。また、取引に必要なコストも制約

になる。

本来の投資家は、「制約条件の特定」については制度運営者に、その制約条件の中での最適な投資機能の提供については機関投資家に依存することになる。そのような状況で、制度運営者と機関投資家はそれぞれ専門家としての立場から意見を交換し、より現実的な制約条件とそれに基づく投資行動プランを特定するのが通常であろう。

年金の場合、本来の投資家が制約条件を特定することは困難であるし、さらに年金の資金量が小口であれば最適な投資行動も難しい。投資信託では、制約条件の特定は年金の場合ほど困難でないものの、資金が小口であることによる最適な投資行動の困難さは同じである。

制度運営者の重要な役割は、制約条件を特定して投資の大枠を決め、その大枠の達成に最適な機関投資家を選定し、またその他の機能の受託者を選定し、機能の提供を委託することにある。制度運営者は機関投資家などに対して委託者としての立場に立つ。実質的には再委託者である。

この再委託にあたっては、特定した制約条件を順守すべき旨、伝達しなければならない。つまり、制約条件が年金制度や投資信託に関する「細則」となる。もちろん、機関投資家などは、その制約条件が現実的でないと判断すれば、受託するに際して制約条件の変更を交渉しなければならないし、交渉した後の制約条件が望ましくないと考えれば受託を拒否しなければならない。一方、最終的に決まった制約条件を機関投資家などが順守したかどうかを重要な判断基準として、将来、制度運営者は受託者を再選定することになる。

選定された機関投資家は受託者として、与えられた制約条件のもとで最適と考えられる投資を行わなければならない。他方、何が最適な投資行動なのか、また与えられた制約条件以外に制約はないのか、これらの点に機関投資家の裁量権がある。法律と細則を順守しつつ、裁量権の範囲内で合理的な判断と行動を行っているかぎり、その結果に

対して機関投資家の責任はない。

逆にいえば、機関投資家に裁量権を与えることは、委託者側（制度運営者を含む）のリスクになる。とはいえ、一定の範囲で裁量権を与えなければ機関投資家の専門能力を活用する意味がなくなる。必要十分な制約条件を決めることができるか否かは制度運営者、もしくは制度運営者の委託を受けたコンサルタントなどの能力次第である。

(3) 日本では何が求められるのか

委託者と受託者のあるべき姿からすると、日本の現状はほど遠い。とりわけ制約条件、すなわち本来の委託者のニーズの特定が十分になされていないのである。これは委託者、受託者それぞれの側の問題である。

制度運営者を含めた委託者側の問題は次の点にある。すなわち、機関投資家の専門能力を使う前提として、委託者のニーズに基づいて制約条件を特定すべきであるという認識に乏しいし、そのため的手段が徹底していない。

もう少しいえば、本来の投資家の存在をどの程度認識しているのか、その本来の投資家が望んでいるキャッシュフローの大きさやリスクとリターンというようなニーズの特定がどの程度なされているのかという問題である。また、たとえニーズが特定されていたとしても、そのニーズを1つにまとめることは困難だと思えるのだが、実際には無理にまとめてしまう傾向がある。

投資信託の場合、本来の投資家の特定は簡単であり、また商品にもバリエーションがある。このため、ニーズの特定さえきちんと行えば、後の対応は比較的簡単である。

他方、公的年金（とりわけ基礎年金に上積みされた部分）や従業員福祉としての年金においては、本来の投資家の認識とそのニーズの特定は投資信託のように容易にいかない。また、たとえニーズが大きく異なった場合でも、現実に商品に分けることは難しい。このような年金の性質は「最初

に制度ありき」という事実から派生している。最初に決められた制度が当時の経済復興、高度成長、金融規制を反映したものであり、現在の日本の経済環境、労働市場の環境、民間金融資産の蓄積、投資理論や投資市場の発展を反映していないからである。

一方、機関投資家の問題点として指摘できるのは、たとえば投資信託や生命保険（正確には年金を含む貯蓄性の保険）の場合、制度運営者（投資信託委託会社や生命保険会社）が企画機能と投資機能の両方を担当していることである。すなわち、本来の投資家のニーズおよび制約条件の特定を行う一方で、機関投資家の機能も提供している。このような場合に問題となるのは、ニーズの特定が必要十分に行われるのかどうかである。また、制約条件にかなった投資判断に基づいて行動したのかどうか、事後に適切に評価し、本来の投資家に伝達するのかどうかである。

たとえば、機関投資家として十分な機能発揮を求めるには制約条件が緩すぎたという可能性である。いい換えれば、機関投資家としての裁量権が必要以上に高かったのではないかということである。

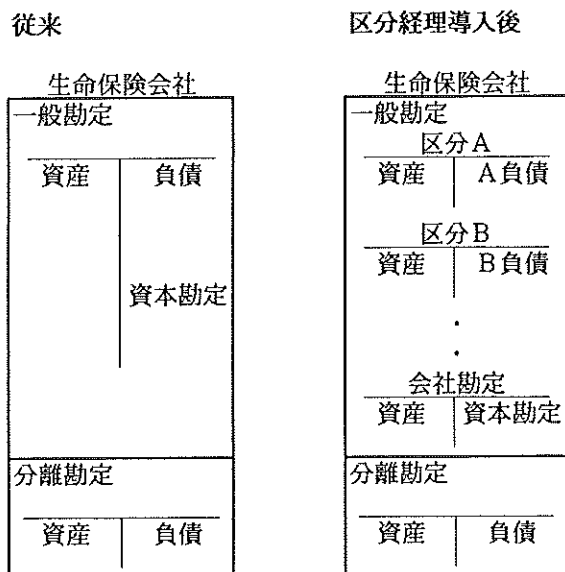
これは可能性だけの話ではなく、日本の戦後経済の現実でもあろう。Ⅲ-1で述べたように、戦後の金融制度は、企業に資金を供給するという金融機関の役割を重視して整備、構築されたものである。「機関投資家」という受託者の役割を意識して構成されたものではなかったのである。機関投資家としての機能を必要十分に提供できるような仕組みが現時点で欠けていたとしても、何ら不思議ではないだろう。

以上から導けるのは、機関投資家を用いた投資システムが機能を発揮するには、次のような金融システムの整備が求められるということである。

1つは、システム自身の見直しである。委託、受託の関係と、委託の条件（制約）が明確になるような、そして結果の評価が明確になるようなシ

システムがまず求められる。さらに、そのような基本的な条件を満たしたシステムのもとで、多様なニーズを反映できるような仕組みを作ることである。投資信託制度における商品性の見直し、改正保険業法における区分經理の導入は、多様な投資ニーズに応えるという方向に沿ったものであろう(図11)。また、年金制度に関しても検討が始まろうとしている。

図-11 区分經理のイメージ



(注) 会社勘定とは株式会社の自己資本相当部分である。

次に、本来の投資家の意識の切り替えも必要となろう。いわゆる自己責任原則の徹底である。もちろん、自己責任を問うには、本来の投資家を委託者として明確に認識することを大前提として、上で述べた機関投資家に関するシステムを見直すことが条件となろう。これまでのように投資家保護を一方的に強調する結果、投資家として本来備えるべき条件(投資ニーズの認識と主張、リスク意識とリスク許容度の認識など)を忘れさせてしまうような愚は避けるべきである。

もう1つは、金融機関と機関投資家の機能およびそれを支えるシステムの見直しである。そのなかで、決済機能をどう位置づけるかが最大の問題となろう。このような見直しについて一般の議論は、まだ本格化していない。

3. 銀行の役割と決済機能

ここでは、一般に「銀行」と呼ばれている機関の機能を分析したい。その目的は、公共的な位置づけが与えられている決済機能と銀行との関係を明らかにすることにある。また、決済に関する技術の発展にも言及する。

(1) 金融仲介機能と機関投資家

V-1で述べたように、銀行の機能は金融仲介機能と決済機能に大別される。一方で、金融仲介機能と機関投資家の機能には類似点が多いことを指摘し、さらに証券化の発展が金融仲介機能と機関投資家の機能の差異を一層小さくする可能性を示した。

ここでは、銀行の決済機能を分析する前に、銀行の金融仲介機能の本質についてもう少し考えておきたい。現在、日本の銀行がどのようにして決済機能と金融仲介機能を担っているのかを明らかにすれば、それが決済機能を位置づける糸口となろう(図12)。

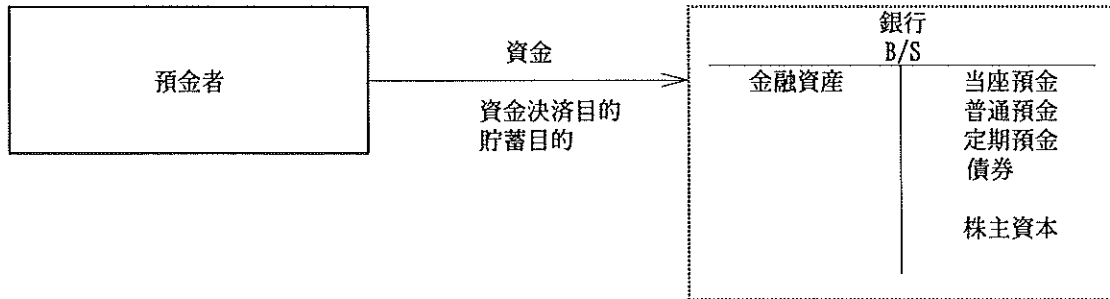
銀行の一般的な資金調達手段は預金であり、場合によっては債券(金融債と呼ばれている)も用いられる。これらによって調達された資金を資金需要者に貸し出すことによって、銀行は金融仲介機能を果たしている。

ところで、同じ「預金」と呼ばれる金融商品にも、性質の異なる資金が混在している。たとえば、定期預金は貯蓄性を重視した商品(貯蓄商品)であるが、当座預金は資金決済のために設定される商品である。もちろん、定期預金も解約すれば決済手段として用いることができようが、そのような用い方は定期預金を設定する本来の目的と異なっている。他方、当座預金には金利が付かない。以上は、決済性預金(代表として当座預金や普通預金)と貯蓄性預金(代表として定期預金)を区別しなければならないことを示している。

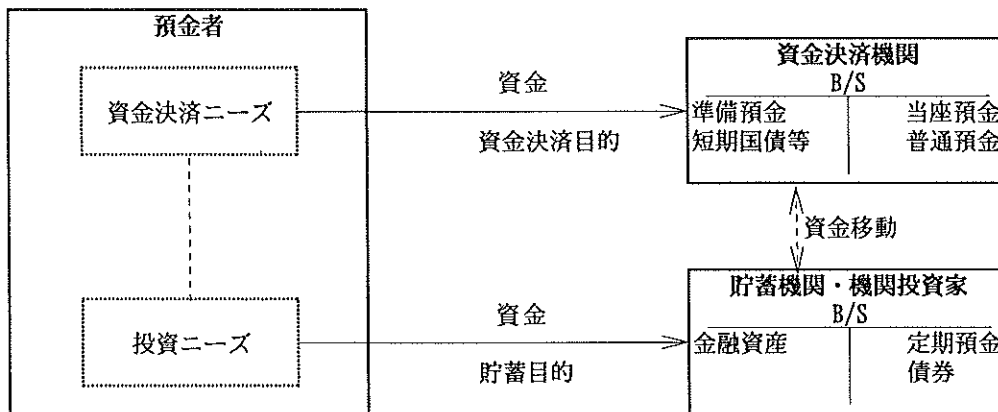
また、もう1つの資金調達手段である金融債も

図-12 銀行機能の分離

現在の銀行機能



将来の銀行機能



(注) 金融仲介機関の典型例として銀行をとりあげた。

定期預金と同じく、貯蓄商品である。つまり、決済性預金とその他の資金調達手段を別のものとして取り扱う必要がある。

投資家（資金供給者）が定期預金や金融債という貯蓄商品を保有する動機は利殖であり、投資パフォーマンスである。この観点からすれば、これらの金融商品を契約するに際して、本来、投資家としてどのようなリスクとリターンの組み合わせが望ましいのかを銀行に主張し、その貯蓄動機にふさわしい商品内容（ポートフォリオの基本的な考え方、投資行動プランなど）を選択できてしかるべきである。

たとえば、銀行の資金調達手段ではないが、投資信託はリスクとリターンの組み合わせを選択できるという意味で、貯蓄商品の典型であろう。また金融債においても、一般事業会社が発行する社

債のように、さまざまな元利払いの形態を選択できていいだろう。貸付信託や定期預金の場合も、同じように考えて何らさしつかえない。現実にも、定期預金の多様化は進みつつある。

以上のような貯蓄商品に対するニーズ（すなわち資産ポートフォリオに対するさまざまな要請）に応える近道は、投資信託のようにニーズ別に（すなわち預金、債券などの資金調達方法別に）分別管理された勘定を作ることであろう。このようにして、分別された勘定では、投資家ニーズ（その結果として投資家と契約した金融商品の特性）にできるかぎりふさわしいポートフォリオを保有することになる。

そして、投資家ニーズにふさわしいポートフォリオという条件さえ満たしていれば、貸出を組み入れようが証券を組み入れようが、その種類は問

われないことになる。貸出をポートフォリオの主要な構成要素として取り入れれば、そのような金融を仲介する機関は、一般的に用いられている定義にしたがうなら「金融機関」とみなされる。一方、証券をポートフォリオの主要な構成要素として取り入れれば、「機関投資家」とみなされる。

このように、投資家（資金供給者）の視点からみた「金融機関」と「機関投資家」の差は、ポートフォリオの構成要素とそれにとまなう投資のパフォーマンスだけであり、本質にかかわるものではない。なお、ポートフォリオがもたらすリスクを投資家と仲介機関のどちらが負担するのかは、（投資家の潜在的な投資ニーズがリスク負担のあり方によって変化しないと仮定すれば）いかようにでも設計できるので、これも本質的な差をもたらさない。

(2) 決済機能の区分について

それでは、決済性預金についてどのように考えればいいのだろうか。

まず、貯蓄性預金のような、ポートフォリオに対するニーズがない。さらに、決済性預金の引き出し率の安定を図り、ひいては決済機能の確実性を高めるためには、多数の契約を集めることが望ましい。このことから、決済性預金を種類毎に分別管理する必要がないし、むしろ単一の勘定で管理した方が望ましいことになる。

他方、銀行が担っている決済機能は「公共的な性格が強い」と、一般に認識されている。現在の経済が、モノと資金の交換で成り立っており、その片側を構成する資金の受け渡しが決済そのものだからである。しかも、証券取引やデリバティブ取引の拡大および経済の国際化にともなって、決済機能が混乱した場合の波及効果が急拡大していることから、決済の公共性がより強調されるのである。

見方を変えれば、現在の銀行という機関がこのように公共性の高い決済機能を担う一方で、貯蓄

に対するニーズに応えるという「機関投資家」と本質的差異のない機能も同時に担うことが望ましいのかどうかという疑問が生じよう。ましてや、貯蓄ニーズが多様化し、リスクの高い商品（株式やデリバティブを組み込んだような商品）を提供することも必要になってきている状況では、このような疑問が強くなる。

日本において、一部の信用組合の経営悪化に始まり、住宅金融専門会社と金融機関の不良債権の処理にからんで、公的資金の導入問題が大きな波紋を呼んだ。公的資金の導入は金融機関（もしくは金融機関が形成しているとされる金融システム）の破綻を防ぐ目的とされた。公的資金に代わるものとして、日本式に「金融機関の互助会的組織」を活用したのも、同じ目的である。

世にいう「金融システム」が何を意味しているのか、必ずしも明らかでない。しかし、「金融システムの混乱が波及効果をもたらす」、「公的な性質が高い」という議論からすれば、決済機能が意識されているのであろう。具体的には、預金の「取り付け」によって金融システムが混乱し、日本の決済機能に対する信頼性が揺らぐことを懸念して、一連の措置が講じられようとしているのである。

しかし、少し発想を転換してみたい。銀行の主要な資金調達手段とされている預金を区別して、決済性預金とその他の預金について、勘定（より厳格には組織）を別のものとして管理すればどうだろうか。

決済性預金に対して、いわゆる金融仲介機関や機関投資家としての行動を要請しないシステムの採用である。この新しいシステムにおいて決済性預金に要請されるのは、「決済機関」としての規律と行動である。いわゆるナロー・バンキング（narrow banking）システムの視点でもある。

もう少し具体的にいえば、決済性預金は単一の勘定（組織）として管理され、それにふさわしい資産ポートフォリオ（TB、一定以上の格付けな

どの基準を満たしたコールローンやCPなどで担保する方法である。さらに、この決済性預金の勘定を中央銀行の制度が、準備預金や貸出を用いて、規制とバックアップを行うことになる。預金に対する保険制度も決済性預金のみを対象としたものになろう。

このとき、決済性預金と区別された貯蓄性預金をみると、それに対応する資産ポートフォリオは金融仲介機能のための貸出と、機関投資家機能のための証券で構成される。不良債権の発生はこのポートフォリオのなかだけに限定され、決済性預金とは切り離して考えられることになる。

また、マクロ経済的視点に立てば、貯蓄性預金と決済性預金の間に資金移動（振替）が生じる。このため、信用創造機能に大きな影響は生じない。経済全体として貯蓄性預金と決済性預金の勘定を分けただけだと考えてもいだろう。

なお、どのようなポートフォリオを資産として保有するかは、貯蓄性預金の提供者のニーズに依存する。ここでも、年金や投資信託資金に対する機関投資家機能と同様、かつての規制金融制度のなかで埋もれていた企画機能が要請されるのである。

このような新しいシステムにおいて「取り付け」が発生するとすれば、それは貯蓄性預金に対するものである。決済システムへの波及は限定され、この結果、「取り付け」懸念に対する社会的な対応策は柔軟性を保ちうることになり、いくつかの選択肢（たとえば、合併、倒産など）から選べることになる。

住宅金融専門会社の不良債権に代表される「金融システム」の混乱に戻って、その要因をさぐると、1つは金融機関自身のリスク管理体制の不備を指摘せざるをえないが、もう1つは金融システム全体に対する仕組みが不十分だった点に言及せざるをえない。決済機能と金融仲介機能の峻別、金融仲介機能と機関投資家機能の同質性に対する認識、そのなかでの証券化の位置づけを含め、将

来の金融システムがどうあるべきなのかについて、何らの議論も公式の場でなされていないようにみえる。

「金融システム」の混乱は、公的資金の導入の是非という皮相的かつその場かぎりの議論に終始する対象ではなく、新たな金融システムの仕組みを同時に議論するための貴重な契機なのである。さらに望ましい議論は、電子マネーという決済技術の発展も視野に入れたものだろう。

(3) 電子マネーと決済機能

貯蓄性預金と決済性預金の区分を促進する可能性を有しているのが、電子マネーの発達である。

現在、考案されている電子マネーにはいくつかの種類がある。

代表的なものとして、1つは、銀行の決済性預金の一部をICカードに取り込んで、それを財布の代わりに用い、決済手段にしようというものである。これは既存の銀行システム（正確には現在の銀行が提供している決済システム）をベースとしたシステムである。

もう1つは、インターネットのような情報システムを決済のためのシステムとして利用しようというものである。このシステムは既存の決済システムに依存しない。

決済は「何らかの取引が行われ、その対価を支払う」という情報に基づいて機能を開始する。その支払い情報に基づいて実際に決済がなされるためには、「支払い手段」が必要であり、それが「現金」であり「決済性預金」である。しかし、「決済性預金」もつきめれば「現金」に裏付けられている。

一般に「現金」は、モノとしての価値に乏しいにもかかわらず、経済価値という情報（紙切れに印字された情報）を表現した「支払い手段」とみなされる（信用される）。その理由は、中央銀行という政府組織が最先端の印刷技術を駆使して偽造の困難な「現金」を発行していることと、国家

システムへの現実的「信用」が確立されていることによる。そして、その「支払い手段」を情報交換や保管の便宜上、比較的信用力の高い銀行に決済性預金として預けているのである。

このように、「(国家システムによる)信用」と「情報」が決済システムの本質であり、銀行の存在が本質ではない。現在の銀行はたまたまその「信用」と「情報」を保管、交換するための機能の担い手としての役割を与えられているにすぎない。

とすれば、情報交換のうえで現在の銀行システムよりもすぐれていて、信用力の裏付けがある(信用力の与えられる)システムが登場すれば、決済機能について銀行システムへの依存を続ける必然性がなくなることを意味する。

インターネットなどは、いつでも、どこでも、安価にアクセスできるという意味で、情報交換にすぐれたシステムである。ただし、信用に関していえば、情報そのものに対する信用(情報の偽造、改竄、漏洩防止のための暗号および重複使用防止のための技術の確立)と、支払い手段としての価値に対する信用の、両方を確立しなければならないだろう。支払い手段としての価値に対する信用は、誰が(たとえば中央銀行が)その信用を与えるかに依存しよう。

銀行が推進している決済性預金のICカード化などによる電子マネーは、インターネットなどによる決済システムへのとりあえずの対抗策である。今後は、「信用」と「情報」をめぐる競争が決済機能の担い手をめぐって展開されることになるだろう。

決済機能をめぐる競争がどのような決着になるのかはともかく、決済機能が銀行システムに専属のものであるという認識が薄らごうとしていることは確かである。金融自由化が現在の銀行に普通の企業としての一面を与え、同時に絶対的な信用力を奪ったことも、決済機能と現在の銀行の結び付きを緩めている。

今後は、銀行の決済機能と金融仲介機能が分離

可能な機能であることが認識され、金融仲介機能面では機関投資家と競合しながら共存するように、決済機能面では情報システムと競合しながら共存するのかもしれない。

決済機能も金融仲介機能も、より効率的なシステムを視野に入れながら、整理を行う段階にさしかかっているように思える。整理という意味は、1つは、競争的なシステムを作るという視点である。もう1つは、決済機能にはその安定と信用を意識した統一性が、金融仲介機能には資金供給者のニーズを意識した統一性が、それぞれに必要なということである。

4. 新たな金融システムに何が必要か

日本の金融システムは「規制緩和(もしくは自由化)」の流れのなかにある。国際的な流れも同じである。しかし、この流れの行き着く先が規制のないシステムだと考えるのは短絡にすぎるだろう。

卑近な例を示しておこう。もしも規則がまったくなくなったとしたら、一般に必要と考えられている「公的な色彩の強い金融システムの維持」をどのように図るのであろうか。情報開示はどのようにして確保されるのであろうか。その他、さまざまな問題が生じるのは火を見るより明らかである。

規制緩和を正確に表現すれば「従来の規制が緩和、改善、廃止される」ことであり、それ以上のものではない。従来の規制が現在の社会経済環境にそぐわなくなったから、規制緩和されるにほかならない。

むしろ、従来の規制の代わりに、新たな規制が必要とされよう。さらにこの新たな規則は、現在の社会経済環境を分析し、将来の金融に必要な姿を想定したうえでのものでなければならない。将来の円滑な金融という統一の思想にもとづいて、金融システムを再構築しなければならないのであ

る。

従来の金融システムに対する規制の特徴をまとめておけば、1つは、政府によるガバナンス（規制もしくは統制）であり、その政府のガバナンスの一部を金融機関が代行していた点である。もう1つは、その代行の代償として、金利規制のもとで、金融機関は安定的な経営基盤を確保できた点である。

この従来型のガバナンスが支配している金融市場では、本来の投資家（資金供給者）は影が薄い。投資家としての主張は金融機関が代弁してくれることになっていた。しかし、その金融機関や金融機関が提供している商品を選択しようとしても、差別化戦略がとられていないため、無意味だったのである。かつての金融商品（預金、投資信託、保険など）に金利や商品のバリエーションがどの程度あったのか、金融機関の倒産リスクを考える必要があったのかというようなことを思い起こせば、この点は明らかであろう。逆に金融機関からすれば、そのような差別化戦略をとっても、収益に貢献しなかったのである。

極論すれば、投資家は何かを考えたくらうで行動を起こすということがなかったし、そんなことをしても無駄だったのである。このような状態が何十年も続けば、投資するに際して「考える」という常識も、実際には非常識になってしまうであろう。その結果、ますます「考える必要がない投資環境」をしつらえなければならなくなったのである。いってみれば、「投資家保護」が「投資過保護」になってしまう恐れである。

証券不況時（昭和40年）やバブル崩壊以降に、元本割れとなった投資信託の償還を延長して、元本の回復を待ったのは、「証券価格は変動」という常識を超えた措置である。信用組合の破綻に際してすべての預金を原則として払い出しの対象としたのも、「金融機関だって倒産する」という常識を超えた措置である。

今後の金融システムに必要なものはつぎの2つ

である。1つは、常識を常識として認識し、実行できる（実行しなければならない）環境であろう。預金者を含めた「投資家保護」は必要であるが、保護の意味が異なるのである。もう1つは、金融技術の発展に基づいたシステムの組み替えである。投資家の常識は、新たな金融システムにおいて、いっそう強調されるべきだろう。これらの点を少し説明しておきたい。

(1) 投資家の自己責任原則

投資家は自己の投資ニーズを特定し、そのニーズに近い投資対象（金融商品や仲介機関）を選定した後、投資を実行し、モニターしなければならない。ローリスク・ローリターンを選択も、ハイリスク・ハイリターンを選択も投資家に自由に委ねられるのである。いわゆる投資家の自己責任原則の徹底である。

「富」が「お金」で表現されるものだとすれば、「富」の増大を目標として行動している国民が、お金の投資に関して無頓着でいられないはずだからである。依然として新たにお金を稼ぐことに必死なのに、稼いだお金を誰に預けるのかには無頓着な状態というのは、タイト・アンド・ルーズ（tight and loose）の典型で、稼いだ尻から漏れていくことになりかねない。もっとも投資家からすれば、従来はタイト・アンド・ルーズでも何の問題もなかった（結果の差も少なかった）ように見えたのである。しかし、今後は違ったものになるだろう。

この自己責任原則という基本をベースにしながらも、あるときにはわざと（たとえばコストを節約するために）基本を実行しなかったり、マスコミ情報だけで判断したり、専門家から機能提供を受けたりするのである。しかしあくまでも、基本から逸脱したことによって生じる損失は投資家がみずから被らなくてはならない。

このような投資家を保護するための仕組みは2つあり、各々区別すべきである。

1つは投資家の判断や、判断に基づく行動をバックアップするための仕組みである。情報開示と、不公平もしくは不正取引行為の防止が代表的であろう。プルデント・マン・ルールも広義の不公平もしくは不正取引行為の防止に含まれよう。これらは、自己責任原則を促すものであり、積極的な投資家保護と呼ぶことができる。

従来、投資家が投資判断する場面は少なかった。このため、開示に重要性はなかった。最近まで社債の発行開示が免除されていたのは、その最たる例である。しかし、常識が常識として通用するようになれば、開示に基づいて投資先や仲介機関を選別することが重要になる。一方、不公平もしくは不正取引行為の防止は当然であろう。

もう1つは、弱者の保護である。現在の預金保険のような保護制度である。弱者のために特別の金融商品を設定することも考えられよう。このような、従来から導入されていた保護制度は自己責任原則とあいれないものであり、消極的な投資家保護であろう。

しかし、消極的な投資家保護は、弱者に対する社会・経済システム全体をどのように考えるかに基づくべきものであり、金融システムだけで考えていたのでは最適な答えは導けない。あるときには過保護になり、あるときには保護不足になりかねないのである。弱者の定義を明確にし、その定義に基づく措置がまず考えられ、そのなかで金融システムとして考慮すべき点を導くべきである。

さらには、金融システムの問題に限定して考えても、預金保険は預金者保護（という弱者保護を意識した機能）だけでなく、金融システムの安定性という目的（言い換えれば機能）を有している。このことは、弱者保護と金融システムの安定性を区別し、整合性を図る必要があることを意味している。さもなければ、議論の紛糾が避けられないのである。

(2) 金融システムの革新

金融に関する技術の発展とそれへの対応は、金融仲介機能、機関投資家機能、決済機能について述べたことから明らかであろう。少し経済社会環境の変化という要因を加えながらまとめておくと、次のとおりである。

まず、金融という社会的な機能がさまざまなサブ機能から構成されていることは、それらの機能の自由な組み合わせが理論的に可能だということを示している。一方、金融に関する技術の現状は、金融という機能のより深い理解と活用がはじまったという事実にとどまらず、「金融という情報」の伝達、加工技術の発展にまで及んでいる。金融理論、投資理論、計算技術、通信技術、それらのソフトを支えるハードウェア技術の発達である。

このような技術の発達は、金融機能の自由な組み合わせを理論段階から現実段階へと移しはじめている。証券化や電子マネーがその典型であろう。後は、既存のシステムである金融制度との摩擦をどのように解決するか、それらの技術を使いこなすための新たなシステムをどのように作るかだけであろう。

ところで、金融機能を自由に組み合わせたいというニーズ（たとえば証券化）や、金融技術の発達は、社会経済のなかで「富」が蓄積した結果でもある。民間が保有する資金量が多くなると、単純に流動性を確保するだけでなく、「有利な投資を」というニーズが高まるのはほぼ必然である。また、「有利な投資」は1つにかぎらないため、多様な金融機能を求めるのである。

このようなニーズが、預金の2つの機能（決済と投資）を峻別するように働いたり、理論に基づいた投資を求めたりするのである。また、資金量が大きくなったことは、投資に多少のコスト（調査費用や専門家へのフィー）をかけても採算にのるようになったことを意味している。

さらに、そのようなニーズに資金調達者や仲介機関が積極的に対応しようとして行動するのも必

然であろう。投資家が望むキャッシュフローを生み出し、一方で仲介機関が負担するリスクを軽減するために証券化が発達したのは、このような対応の例だろう。機関投資家の役割が純化してくるのも、もう1つの例である。

金融技術の発展に対する社会的なニーズがあってこそ、金融自由化が進んだのである。同様に、金融機能の再編成と、新たな金融システムに対する認識が、少しずつではあるが高まっている。金融自由化や金融技術の発展は、本質的には行政などによる政策の産物ではなく、民間のニーズに基づいたものであった。行政の役割は、既存の金融システムを改革して、金融に対する民間のニーズの実現を促進することにあつたのである。

それだけに、今後も金融システムを革新する動きは続き、金融機能の自由な組み合わせが実現していく可能性は高いであろう。今後、実現していく金融とは、金融に必要なサブ機能の組み合わせがワンパターンでなくて多様になることから、現在の金融システムのイメージと異なったものになるだろう。

しかし、新たな金融が完全に自由なものとならないのは最初に述べたとおりである。金融機能の自由な組み合わせが実現したとしても、依然として「金融システム」という仕組みが残り、それが金融に対して一定の制約を求めよう。

新たな金融システムの制約を例示しておこう。

決済機能は投資機能と切り離されるわけであるが、その決済機能には社会的な要請（外部要素）として安定性が求められよう。決済性預金と他の金融商品との分離、決済性預金に対する保険機構、保有資産に対する規制、準備預金制度などが考えられる。

一方、投資に関する機能に対しては、開示、プルードント・マン・ルールなどであり、それらに基づく投資家の自己責任原則である。事前に投資判断するための情報が必要十分に与えられ、また不公平もしくは不正取引が防止されていけば、事

後的な投資結果に対しては投資家に何らの保護も与えられない（保護に相当するような規制がまったくない）ことを意味する。

このような金融システムのなかで、証券化が行われるわけであるが、証券化商品の開示、証券化の器機能に対する規制（税制や法的な位置づけ）、カスタディの忠実義務など、証券化に必要なそれぞれの機能に対して規制が設けられよう。

VI 結語

ここまで、社会・経済システムのデッサンを示した。最後に、望ましい社会・経済システムについて少しばかり考えておきたい。

社会・経済システムは複数の機能によって構成されている。それらの機能は社会・経済システムのサブ・システムであり、さらに細かな機能によって構成されている。しかし、機能を組み合わせてシステムを構成しようとしても、その組み合わせ方は一意的に決まらない。金融システムを構成している証券化、機関投資家、決済システムの例は、高度成長期に確立された日本の金融システムが普遍的なものでないことを示している。むしろ、日本の金融システムが激しい変革の波を受け、現在の機能の組み合わせが望ましいのかどうか問われているのは周知のとおりである。

また、システムは機能から構成されているが、それらの機能が自由に動作するわけでない。機能に対して何らかの制約が存在する。「社会・経済システムに必要な機能」という問い（もしくはそのような定義を求めること）に、すでに制約が入ってしまっている。社会・経済システムに対する何らかの目的意識がなければ、必要な機能が選べないし、それらの組み合わせ方も決まらない。

高度成長期の日本の社会・経済システムに対する制約は、直接には行政によって与えられていた。欧米という統一目標が、言い方を変えれば制約となっていたのである。しかし、高度成長期が終わっ

てそのような統一目標がなくなったということは、社会・経済システムの制約が不明瞭になったことを意味する。「富」の達成という目標だけがその後も存続しているものの、それを達成するプロセスへの合意は得られていないのである。もちろん、「富」の達成という目標が最適なのかどうか（たとえば環境という制約が富という目的と整合的なのかどうか、また環境をどの程度考慮すべきなのか）ということはほとんど意識されていないようである。

では、今後の社会・経済システムに対する具体的な統一目標が形成されるのかというと、それも無理だと考えられる。現在の日本のように豊かな社会では、具体的な目標を経済に対して設定するのは矛盾である。

個人が豊かさを求めるのは、さまざまな社会・経済的な束縛から解放されたいからであろう。一方、社会・経済システムにおける統一かつ具体的な目標とは、制約そのものであり、具体的であればある程、強くシステムを束縛することになる。このことから、豊かな社会が実現した後も具体的な統一目標の保持を続けようとするのが矛盾であり、無理な発想であるのは明らかだろう。

別の表現を用いれば、社会・経済システムが統一目標として具体的に設定しうることは、個人の生活を支えるために最低限必要な、基礎部分についてでしかない。最低限の衣食住、生活の安全、義務教育、光熱、水道、交通、資金決済などの社会的インフラストラクチャであろう。それ以上の部分について、たとえば別荘、徴兵制、地域冷暖房、高速道路、ヘッジファンドなどを現時点で社会的インフラストラクチャとして（当然国民の追加負担を求めながら）完備すべきかどうかについては千差万別の意見がある。このため、社会的な統一目標を具体的かつ過度に設定することは不可能であり、もしも設定したとしても国民の反発を招く恐れがあり、非効率である。

基礎部分を越えた部分について、今後の社会・

経済システムとして可能なことは、できるかぎり市場経済に委ねることであり、それを促進するための措置を用意しておくことでしかない。この点でも、行政は市場経済の基礎部分を提供するだけであり、それ以上は埒外である。言い換えれば、基礎部分を越えた部分について行政として可能なことは、社会・経済システムの「仕組みに関するマニュアル」を提示することであり、それを越えた具体的な指図ではない。

たとえば、市場経済を促進するため、独占禁止法の適用を強化して競争を促進すること、開示制度を改善して時価会計や連結決算制度を推進すること、機関投資家の権利と義務を明確化すること、決済制度と預金保険制度を純化して決済システムの堅固さを強化すること、投資家の自己責任原則を原則とするための措置などである。とりわけ、市場経済においては効率性を追求するために専門家に機能提供を委託することが多いが、その場合の委託と受託の関係の明確化と、モニター環境の提供が重要であろう。

このような市場経済に対する行政の本来的な役割をつきつめていけば、事前規制中心の行政から事後規制中心の行政への転換が求められることになろう。事前に経済システムを規制するだけの、具体的な統一目標がないのだから、当然のことであろう。「市場経済」という目標があるにしても抽象的なものだけであり、事前に具体的な目標が定まるものではない（もしも事前に具体的な目標が定まるのであれば、それは市場経済ではなく、計画経済である）。事後的に観察して、市場経済の原理が適用されているのかどうか評価できるにすぎないのである。

もう少しいえば、市場経済に最低限必要なインフラストラクチャを提供した後は、その環境の中で経済主体がどのように行動し、「富」の形成を行っていくのかに対して、行政は直接に関与しないことになる。不公正な取引が行われたり、著しく不適当な機関（たとえば必要最低限の自己資本

さえ保有しない決済機関、専門家としての義務を明らかにまっとうできないと判断できる機関)が経済機能の提供者になろうとした場合にのみ、行政が介入することになる。

いわゆる規制緩和も、「事前規制の緩和」と考えられよう。規制がなくなるわけでないのはすでに述べたとおりである。

現在、行政の役割と組織の見直し論が台頭している。このような見直し論も、「事前規制から事後規制」へという流れに沿っていると考えれば理解しやすいであろう。もちろん、見直し論のすべてが「事前規制から事後規制」を明確に意識したものとはいえない。しかし、事前規制が国民の要望している以上の役割(制約)を提供するものだとは直感しているのである。

行政の見直し論は、具体的な行政機能が二重性をもっている部分にも波及しよう。たとえば、公的年金は福祉機能とともに財政投融资のための資金調達機能を担っている。また、財政投融资は公的なインフラストラクチャを形成するための機能とともに、景気対策としての機能を担っている。2つの機能を同時に追求することが、行政に期待される役割(社会・経済システムの基礎部分の提供と事後規制)という観点から判断して、合理的なかどうかである。2つの機能において必要十分な役割の提供が、同時に、かつ常に達成されることはかなり困難である。

このような本質論と比べれば瑣末なことであるが、重複規制や縦割り規制も規制緩和の対象であろう。たとえば、日本銀行と大蔵省の金融機関に対する監督権の重複感の問題、証券化に対する証券取引法と特定債権譲渡規制法の併存の問題、金融機関に対する規制が大蔵省、郵政省、農林省などに分かれている問題が指摘できよう。このような状況を一本化すべきなのか、そうでないのか(お互いの規制が競争していたり、補完していたりするのか)、市場経済という目標に照らして最適な機能の提供が行われているのかどうかを検討

されなければならない。

以上の結語で述べた、社会・経済システムが直面しているさまざまな課題からすれば、本稿で示したデッサンは非常にラフなものでしかない。しかし、社会・経済システム全体に関するより詳細なデッサンを即座に提示するのは、筆者にとって不可能である。筆者に可能なことは、全体の見取り図のなかで、一部のサブ・システムに関するデッサンを示すことであり、それが本稿であった。

残された重要なサブ・システムについて、デッサンを描き、さらにデッサンに少しばかり彩りを添えることが筆者にとっての今後の課題である。そのような新たな機会にも、本稿で示した見取り図は有効性を失っていないものと思っている。

＜参考文献＞

- 池尾和人(1995)『金融産業への警告』
東洋経済新報社
- 岩井克人(1985)『ヴェニス商人の資本論』
筑摩書房
- 遠藤幸彦(1996)「機関投資家の受託者責任について」『財界観測』96年1月号、野村総合研究所
- 榊原英資(1993)『文明としての日本型資本主義』
東洋経済新報社
- 榊原英資編(1995)『日米欧の経済・社会システム』東洋経済新報社
- 穴戸善一(1993)「経営者に対するモニター制度」『日本の企業システム 1』有斐閣
- 浜田道代(1994)「国家・企業・家族」加藤雅信編『現在日本の法と政治』三省堂
- 堀内明義編著(1996)『金融の情報通信革命』
東洋経済新報社
- 土浪 修(1994)「米国におけるブルーデント・マン・ルール」『調査月報』94年9月号、ニッセイ基礎研究所
- 宮田満編著(1979)『日本の未来像』

東洋経済新報社

Jacobson, Ivar / Ericsson, Maria / Jacobson,
Agneta (1994) "The Object Advantage"
Addison-Wesley Publishing Co.

Lowell L. Bryan (1988) "Breaking Up the
Bank" Dow Jones-Irwin

川北英隆 (1990) 『第三世代の金融』
東洋経済新報社

川北英隆 (1995) 『日本型株式市場の構造変化』
東洋経済新報社

川北英隆 (1995) 「従業員重視の経営、困難に」
『日本経済新聞・経済教室』1995年11月29日、
日本経済新聞社

川北英隆 (1996) 「株式市場の成熟と機関投資家」
『QUICK REPORT』VOL.22、
QUICK 総合研究所