

## 報告論文に対するコメント

神 田 秀 樹

1. 序
2. 法制や規制のコスト
3. 金融システム活性化のためのインセンティブ付与と法制
4. 情報の問題と解決策
5. 金融の構造的変化とルール作り
6. 派生取引と環境整備
7. むすびに代えて

### 1. 序

報告論文（以下「本論文」と呼ぶ）は、金融システム活性化のための諸方策を議論する際に基礎となるべき理論やロジックを明快に整理・指摘しており、今後、わが国で金融システム活性化のための法制面や規制面でのあり方を具体的に検討していこうとする際にも、極めて示唆に富むものである。とくに、本論文の中心的主張は、評者の理解によれば、今後のわが国の金融システム活性化のためには「誰が行うか」ではなくて「何が行われるか」に着目すべきであり、そして、「何が行われるか」を検討する際には行われることを徹底的に因数分解する必要があるというものであって、評者も、法制や規制のあり方につ

いては「何が行われるかについての要素ごとの分析」を軸とした、従来の法制や規制の枠組みの大きな変更が是非とも必要であると主張してきた。

以下、本論文によって立つと考えられる理論について若干のコメントをするとともに、本論文を契機として、今後の法制や規制のあり方について評者が考えているところを述べてみたい。<sup>1)</sup>

### 2. 法制や規制のコスト

本論文の理論的部分では、法制や規制自体のコストはゼロと仮定されている場合が多いようであるが、いうまでもなく、現実には法制や規制はコストを伴う。したがって、そのコストを誰かが負担しなければならない。法

---

1) 本コメントは評者の過去の小論における主張と軌を一にするものであることを予めお断りしておく。とくに、①拙稿「金融リスクの法的コントロール」金融法務事情1226号6頁以下（1989）、②拙稿「金融規制緩和の法的側面」ジュリスト1000号196頁以下（1992）、③拙稿「担保法制の理論的構造と現代的課題」金融研究12巻2号37頁以下（1993）、④拙稿「会計基準の国際的調和と商法」企業会計46巻1号42頁以下（1994）、⑤拙稿「金融市場の業務分野規制」堀内昭義編『金融』（講座・公的規制と産業第5巻）110頁以下（1994）参照。

制や規制のあり方を論ずる際には、このことが案外軽視されがちであるように思われる。現実論としては、この面が法制や規制の実効性に与える影響が大きいように思われる。

たとえば、第1に、本論文(1.)では、決済機能の安全性確保のための2つの方策として、預金保険制度と自己資本比率規制とを挙げ、決済機能の安全性確保のコスト負担者として、前者は政府(つまり納税者)、後者は金融機関の株主であるとし、そのうえで、それぞれの方策についてそれぞれの制度や規制のもとで生ずる問題点を論じている。そして、とくに、預金保険制度のもとでは金融機関のモラルハザードの問題、自己資本比率規制のもとでは規制が関係者の行動に与える影響という問題に着目し、前者についてはリスクベースの変動保険料率という解決、後者についてはリスクベースの自己資本比率規制という解決策を取り上げて分析し、それぞれが金融システムの再活性化と矛盾することとなる面を指摘している。

評者には、本論文が指摘する問題点は、リスクベースの変動保険料率やリスクベースの自己資本比率規制からくる面もあるが、実際には、規制そのものに係わる各種のコストからくる面も大きいのではないかと、換言すれば、規制そのものに伴うコストが案外重要なのではないと思われる。すなわち、リスクベースの変動保険料率については、リスクを正し

く測定してそれに応じた変動保険料を決め、それを徴求できることが前提である。しかし、政府がこれを完璧に行いうるというのは非現実的である。また、リスクベースの自己資本比率規制についても同様である。本論文でもこの点への簡単な言及はあるが、では、これらの規制はダメなのか、それともコストが少ないかたちでの(セカンド・ベストな)規制がありうるのかが問われるべきであろう。

従来存在してきた金融システムの「安定性」確保のための規制のスタイルは、金融機関の業務の範囲を限定するというものであったように思われる。本論文はこの問題を正面から取り上げてはいないが、本論文の立場からいえば、そのような業務の範囲を限定するという規制が望ましくないことは明らかである。<sup>2)</sup> そうだとすれば、業務の範囲についてはできる限り限定をしないこととすべきであるとして、金融システムの安定性を確保する規制は必要なのか、必要だとすればそれは何なのであろうか。評者も、従来、預金保険制度と自己資本比率規制とが柱となるのではないかと主張してきたが、<sup>3)</sup> 本論文のような論理からいえば、なぜこの両者なのか、他のスタイルの規制は考えられないのかについての説明が必要となろう。なお、現実には、多くの国では、この両者は二者択一ではなく併存している。したがって、今後わが国では、両者の望ましい併存のあり方が制度運営に伴う

2) 研究会の場で、評者に対する指摘ではないが、わが国の金融システム活性化のためにいま一番必要なことは金融機関に対するさまざまな制約的な規制や慣行を撤廃することであるというべきであるのに、これが本論文の報告で抜け落ちているとの指摘があった。評者の理解では、そのような制約的な規制や慣行が取り除かれるべきことは当然であって、そのようなことが行われた後の世界におけるあり方についても今から検討しておく必要があり、本研究会の中心テーマはそこにあるものと考えられる。

3) 拙稿・前掲(注1)①②参照。

コストとの関係も含めて具体的に検討される必要があると考えられる。<sup>4)</sup>

第2に、本論文(5.)では、金融分野におけるルールのあり方について、業態ごとの縦割りのルールではなくて、金融サービスの構成要素ごとに、各要素が実質的に顧客に何を提供しているのかに応じてルールが設けられるべきであると論じられている。評者も、これまで同趣旨のことを主張してきており、このような主張には基本的に賛同する。<sup>5)</sup>しかし、理論的な点をいえば、本論文では、そのようなルールがゼロ・コストであることが仮定されている。もし、ルールが「最善」のものでないとすれば、縦割りの複数の(最善でない)ルールが存在し、それらが互いに「競争」する方が、社会全体としては望ましい結果が得られるのではないかという議論もあることに留意する必要がある。ここでも、また、ルールの策定・適用に伴うコストについての緻密な検討が不可欠であるように思われる。

なお、本論文は、法人格の分離という手法について、それがリスク遮断の方法としては完全でないことを正しく指摘している。<sup>6)</sup>法制としては、リスク遮断が必要な場合には、たとえば倒産法上の特則を設けるといった手法を検討する必要がある。

### 3. 金融システム活性化のためのインセンティブ付与と法制

本論文は、随所で、金融システム活性化のために必要なことは、関係者に十分なインセンティブが生ずるよう環境を整備することであると説く。たとえば、決済機能にかかわる新しい技術やサービス内容の開発に十分なインセンティブが生ずるような環境整備の必要性を主張する。

新しい技術や創意工夫をエンカレッジするために知識やアイデアを保護する必要があるとした場合、その保護は法的に行うべきであろうか。たとえば、知的財産権のような物権的な権利を付与すべきであろうか。難問であるが、物権的な権利を付与すべきか否かは、そうすることが新しい知識やアイデアへのインセンティブを生じさせるために必要かどうかという点だけでなく、そのような物権法的処理は新しい分野へ目を向けさせるという効果がある点にも注目する必要がある(いわゆるプロスペクト理論)。<sup>7)</sup>

### 4. 情報の問題と解決策

本論文(2.)では、金融システムにおける情報の役割が取り上げられ、情報の非対称性

4) 研究会後の懇親会の場で、ある方から、これも評者に対する指摘ではないが、今回の研究会では国際的な視点が欠落していたとのご指摘を受けた。金融の分野においても、国際的なルール作りがますます進展する中で今後のわが国におけるルール作りが行われていくこととなるという点は、重要な点である。

5) 拙稿・前掲(注1)①②③参照。

6) 拙稿「金融リストラクチャリングと法的課題」金融研究7巻3号59頁以下(1988)参照。

7) Edmund W. Kitch, The Nature and Function of the Patent System, 20 *Journal of Law and Economics* 265 (1977) 参照。

の問題への解決として、①情報提供の枠組みの整備、具体的にはディスクロージャーの拡充と格付けの活用の問題が検討され、そして、②資金調達の仕事の変化、とくに金融の証券化の問題が検討されている。とくに金融の証券化を情報の問題を解決するための金融の仕事の改善という視点から取り上げていることに留意する必要がある。

まず、①のうち、ディスクロージャーについては、第1に、リスク情報という本論文の文脈からすれば、そこで述べられているように「時価」会計が望ましいということになる。しかし、伝統的な会計の考え方は、企業の事前の投資計画の結果を事後に測定するためにはどのような資産の評価基準が望ましいかという問いの立て方に基づくものであって、そうだとすれば、時価評価が常にベターであるという結論には直ちにはならない。<sup>8)</sup> 市場において常にリスクにさらされるような資産については時価主義が採用されるべきではないかと考えられる。わが国では、従来、会計制度を変えようという議論をすると、既得権益に基づく足を引っ張る議論が目立ったが、本論文に即していえば、今後、わが国金融システムの活性化のためにも、会計制度の改善を真剣に検討する必要がある。具体的には、まず、短期保有の有価証券についての商法会計規定の再検討、商法の配当規制のための会計と情報伝達のための会計との分離の適否等を

議論していく必要がある。そしてまた、とくに金融機関については、もし会計制度の改善に時間がかかるとすれば、金融資産についての時価情報の開示の充実を早急に移行に移す必要がある。

なお、会計制度の守備範囲は、従来の制度のように狭く維持する必要はなく、本論文が会計制度では不十分と指摘する部分も新たに制度の中に取り込んでいく努力をすべきである。理論的には、それでもなお、会計制度にすべてを期待することは必ずしも正しくはない。<sup>9)</sup>

第2に、金融・資本市場におけるディスクロージャーは、とくに法制がディスクロージャーを強制する場合には、実物市場に影響を与えるという面も考慮する必要があると考えられる。すなわち、本論文の文脈からすれば、ディスクロージャーは多いほどよいということになるが、よく指摘されているように、ディスクロージャーはたとえば新しい製品開発のインセンティブを阻害する可能性がないではない。<sup>10)</sup> 上述した知的財産権的な手当ての完全性ともかかわる問題ではあるが、ディスクロージャーは万能でなく、そのあるべき守備範囲は何かが具体的に論じられる必要がある。法が強制すべきディスクロージャーの範囲は何かを定め、あとは、本論文が言及するリスク・ファクターの開示を含めて、自発的なディスクロージャーへのインセンティ

8) 斎藤静樹「利益の測定と会計制度の課題——実現基準のあり方を考える」企業会計44巻1号77頁以下(1992) 参照。

9) 拙稿「企業会計審議会報告書の示唆」企業会計42巻8号81頁以下(1990) 参照。なお、本論文は、情報開示といっても、株主に有益な情報と債権者に有益な情報とは異なることを理論的に正しく指摘している。今後の会計制度の改善の中で、この両者の取扱いをどのように位置付けていくかは、ひとつの重要な論点となるものと考えられる。

10) 簡単には、拙稿「ディスクロージャー制度は万能か」企業会計43巻5号118頁以下(1991) 参照。

ブを付与するような法制の環境整備を目指すべきものと考えられる。

次に、①のうち、格付けの充実については、評者の理解によれば、格付けの充実は伝統的な与信取引の分解現象のひとつのあらわれと位置付けられる。<sup>11)</sup>そして、ここでは詳論はできないが、このことは、与信取引（担保付与信を含む）についての従来の法制の根本的な再検討の必要性を示唆する。<sup>12)</sup>

最後に、②の金融の証券化については、伝統的には、証券化の銀行貸付と比較しての利点は、銀行のファンディングに規制があったために証券化を行う方がより安価での資金調達が可能となる場合があるという論理が強かったように思われる。本論文のアプローチは、この分野は情報の問題がポイントであると主張するものであって、実際にも、たとえば証券化の母国アメリカでは証券化は格付けを抜きにしては成立しえないこと等を勧案すると、本論文が正しいことがわかる。評者としては、金融証券化の効果はさらにいろいろなものが考えられ、それらをどのように考えるかも今後の重要な論点であると思われる。たとえば、本論文が触れていない理論的視点の例としては、金融の証券化はオリジネーションの増大を示唆する。評者は、わが国の銀行は、今後、資産流動化をもっと前向きに受け止めて、資産流動化という新構造の金融仲介の仕組みの中でどのようなサービス提供が可能かまた適切かについて真剣な検討が行われるべきではないかと考えている。そのため法制上の課題としては、たとえば、債権の譲渡方式（民法467条）についての特則の

導入や証券取引法の一層の改善（たとえば私募証券の流通についてのルール作り等）などが挙げられる。

## 5. 金融の構造的変化とルール作り

金融証券化に代表されるように伝統的な金融仲介の仕組みが構造として変化していくと、伝統的な規制では対応は十分でなく、規制の側も変化していかなければならない。本論文は、金融の証券化に関連して、「管理者」の重要性を指摘することによって、この問題の重要性を正しく示唆している。

金融の構造が変化していけば、そこでは、伝統的な意味での銀行とかを念頭に置いた規制は空振りになるおそれがあるだけでなく、かえって構造変化の足かせにもなりかねない。他方、新しい金融の仕組みのもとでは、誰が何を行っているかを「銀行」がどのようなサービスを提供しているかという観点でみることは問題の本質を見誤らせる。「何が」すなわちどのようなサービスが提供されているかが重要である。そこでは、本論文が説くように「管理者」といった「機能」に応じて主体を分類・把握し、それに応じて必要な規制やルールが設けられなければならない。このようなアプローチは、わが国の従来の既存の規制体系からみるとあまりに距離が遠い。しかし、そのような方向へ向けて規制体系を改善していく努力に着手しないと、わが国は大きな遅れをとるおそれがある。

必要な規制の中心的なものは、本論文に即していえば、管理者と資金提供者（投資者）との間の利益相反の解決（あるいはエージェ

11) 拙稿・前掲(注1)③参照。

12) 拙稿・前掲(注1)③参照。

ンシー・コストの削減)である。この分野については、既存の規制体系は、銀行からの預金者の保護、証券会社からの投資家の保護といった縦割りの狭い範囲の中において細かい規制を設けて対応するという状況であるので、金融証券化といった新しい金融仲介の仕組みのもとではうまく動かない。しかも、従来型の発想からすれば、金融証券化といった構造が変化しているのに、「誰が」という伝統的な分類に従った主体に着目したうえで、やってよいことを限定するというアプローチがとられがちであるため、結局のところ、望ましい金融仲介の構造変化を阻害し、ひいてはわが国の金融産業の活性化を阻害するおそれがある。業態ごとにやってよいことを限定するというアプローチから脱皮して、「何が」行われているかに着目した新しい公正取引ルールの確立こそが、いまわが国にとって一番必要なことである。

その際、たとえば、欧米で用いられる「fiduciary」という概念をわが国でも、たとえば信託法上の受託者といった狭い意味ではなく、より広く機能的に把握した概念として定着させ、それに応じた法理の形成を検討する必要があるように思われる。具体的には、「fiduciary」(広義)についての現在の一般私法(民法、商法、信託法等)における取扱いと特別法(銀行法、信託業法、証券取引法、証券投資信託法等)における取扱いを十分に整理し、改善していく作業が行われることが望ましい。そして、実質論としては、たとえば、現在の民事信託の基本ルール(信託法22条参照)や会社法の基本ルール(商法265条、266条参照)が基本ルールとして維持される

べきか、それとも、市場が機能する局面においてはこれと異なるルールを基本とすべきかが、重要な論点となると考えられる。

## 6. 派生取引と環境整備

金融・資本市場における取引はリスクの取引である。本論文は、このうち、派生取引はボラティリティーの取引であると整理している(ボラティリティーも広い意味ではリスクに含まれる)。通常理解によれば、現物取引と派生取引との違いは、資金調達性の有無にある。<sup>13)</sup>本論文が上述のような把握をするのは、本論文の焦点がリスクの問題にあるからであると推察されるが、さらに、取引の対象となるリスクについて派生取引が対象とするリスクは現物取引が対象とするリスクと異なるとするのは、派生取引といってもそんなにわけのわからないものではないということ を明らかにしようとする意図によるものと推察される。それはそれで成功しているように思われるが、他方において、たとえば、派生取引市場が現物市場にどのような影響を与えるかといった問題も現在各国で議論されている大きな問題のひとつである。したがって、わが国でも、この問題、そして銀行分野では派生取引市場が銀行の金融仲介機能にどのような影響を与えるかといった問題について、突っ込んだ検討を行う必要があると考えられる。

以上の点はともかくとして、派生取引について、法制や規制はどうしたらよいであろうか。この問題の詳細をここで論ずることはできないが、たとえば、派生取引市場の一層の整備、倒産法制の再検討、関係するルールの

13) たとえば、Chicago Mercantile Exchange v. SEC, 883 F. 2d 537 (7th Cir. 1989) 参照。

### Ⅲ. コメント論文

国際的な調整等が重要な課題であると考えられる。<sup>14)</sup>

#### 7. むすびに代えて

従来、とくにわが国では「規制」というと、何かをやってはいけないこととするといった発想が強く、その意味では、法制、とくに「規制」は、本論文が説くようなわが国の金融システムの活性化を論ずる際には、逆方向の話か、少なくとも無縁の話であるかのごとく映ることが多かったのではないと思われる。まして、金融システムの活性化のためのインセンティブを金融の関係者に対して与えるような規制は何かなどといった発想は、わが国では大幅に欠如していた感がある。しかし、法律や規制は本来われわれの生活をサポート

するために存在するはずのものである。そうだとすれば、いまわが国で皆が金融システムの活性化に向けて一段の努力をしようとしているときに一番求められていることは、そのような活性化をサポートするような環境整備に直接または間接に貢献するような法制や規制のあり方を具体的に論ずることである。本論文、ひいては本研究会が契機となって、わが国の法律関係者の間でも、今後、わが国の金融システムを活性化するためには法制や規制はどうしたらよいかという方向での具体的かつ建設的な議論が活発に行われることを期待したい。

以 上

[東京大学法学部教授]

---

14) 拙稿・前掲(注1)②参照。