

守 破 創 対談

長らく日本経済の足かせとなっていた不良債権問題の処理に立ち向かい、産業・金融の一体再生をなし遂げてきた産業再生機構。そのトップとして活躍されたあと、この六月に東京証券取引所の社長に就任された齊藤惇氏をお迎えして、今後の新しい金融の展開、金融資本市場の進路など、福井俊彦総裁との間で率直な意見交換が行われた。言葉の端々に東京証券取引所と日本銀行それぞれの立場から、金融の新次元を開いていこうという両人の強い意思がうかがわれた。



日本銀行総裁

福井俊彦

Toshihiko Fukui

【ふくい・としひこ】1935年大阪府生まれ。1958年東京大学法学部卒業、日本銀行入行、1980年高松支店長、1981年大阪支店副支店長、1983年総務局長、1984年人事局次長、1985年調査統計局長、1986年営業局長、1989年総務局長、日本銀行理事、1994年副総裁。1998年(株)富士通総研理事長、2001年経済同友会副代表幹事。2003年日本銀行総裁。



株式会社東京証券取引所代表取締役社長

齊藤 惇

Atsushi Saito

【さいとう・あつし】1939年熊本県生まれ。1963年慶應義塾大学商学部卒業、野村証券(株)入社。1983年M&A・セキュリティーズ・インターナショナル・ニューヨーク副社長、1985年野村証券公社債部長、1986年同取締役、1988年同常務取締役国際業務部長、1990年同専務取締役資金債券本部長、1995年同取締役副社長、1997年同顧問。1999年住友ライフ・インベストメント社長兼CEO、のち会長。2003年産業再生機構社長、2007年同役員(清算人)。2007年6月(株)東京証券取引所代表取締役社長。

金融機能を強化し、日本の未来を明るくする

世界の物差しで
企業価値を測る

福井 本日は、産業再生機構で強いリーダーシップを発揮されたあと、この六月に東京証券取引所の社長に就任された齊藤惇さんにお越しいただきました。日本にまだ、産業再生という概念があまり芽生えていなかった状況の中から新たに枠組みを作られ、立派に運営されたわけですが、そのプロセスは非常に透明なものでした。日本の将来のために素晴らしい仕事をされたと思いますが、ご苦労も多かったのではないのでしょうか。

齊藤 振り返ってみると、産業再生機構では、いくつもの困難な課題を乗り越えてきました。

最初は機構を担う人材の募集です。必ずしも条件はよくありませんでしたが、それでも優秀な若手が、熱い気持ちで前職をなげうって集まってくれました。次に、金融機関が再生案件を持ち込んでくれるかという根本的な問題がありました。正直なところ最初の半年は、お互いに腹の探り合いでした。案件が見えるようになって、果たして債権放棄に応じてもらえる

かという難題をこなさなければなりません。最終的には、お願いしたすべての金融機関に債権放棄をしていただくという世界的にも珍しい成果をあげることができました。何としても、国民に負担を掛けずに企業を再建する、これが一番のポイントではないかと考えていました。幸いにも、この点に関する心配は杞憂(きゆう)でした。世の中の大きな方向感覚、スタッフの熱意に押され、福井総裁はじめ周りの温かいご支援もあって、終わってみると私自身は苦勞らしい苦勞を感じることなくすべての課題をクリアできたというのが実感です。

福井 市場できちんと評価された企業価値というものを中心に据え、自己責任原則に基づいて行動する。斉藤さんは昔から、いろいろな場でこうした基本的な考え方を貫いてこられた方ですから、産業再生機構のトップになられても、「国民の税金を安易に使って処理するわけではないのだ」という、明確な出発点をお持ちだったのではないのでしょうか。

斉藤 金融は世界共通のベースで流れていきますから、世界の物差しをあてて評価しないと価値論が

語れません。企業再生の過程では、メインバンクが最後まで面倒をみるといった日本の温かさとは違った冷たい面もあることを強調せざるを得なかったのです。そのベースとなるのが、客観的な数字。企業価値を市場が決定できるように、透明なデータを提供するというデ

福井 財務状況を、あたかもX線写真に撮って示すような、とてもフェアなやり方がとられるようになりました。こうしたことを通じて、グローバル化とは何かが、理屈ばかりではなく行動のレベルでも実感できるようになったと思います。

産業界、金融界ともに過去の課題はかなりクリアしてきました。これからは新しい付加価値の創出を目指して前に向かって進まなければなりません。ここでは、事業の価値とリスクがともに正しく評価され、資源が最適に配分されるのが前提となります。まさに産業再生機構で貫かれていた考え方ですから、その延長線上で東京証券取引所の戦略展開もしていたのではないかと期待しています。

国際競争が生んだ 日本産業の奇跡

斉藤 日本は工業立国で成功しました。世界を視野に入れた戦略を取ってきた事業会社は、日本の状況がどう変わろうと企業としては世界で生き残れるでしょう。イギリスやフランスが過去の栄光から縁遠くなっても、ロスチャイルド家は繁栄する——日本にもそんな企業が現れるかもしれません。しかし、それだけに頼っていいのかという問題があります。

日本国内を見渡して最も経済波及効果が高い産業をみると、意外にも金融なのです。実際に、工業化で成功した国の次のステップは金融立国への取り組みです。その意味では、東京証券取引所はシンボリックな位置付けにあるといえるでしょう。日本銀行や関係機関と一緒に金融産業を育成して、改めて金融立国を目指し、日本の将来を明るくしたいという気持ちが強くなります。

福井 産業界では過剰設備・過剰雇用・過剰債務を処理する過程にあっても、新しい価値を創出するための技術革新の努力が続けられ

てきました。グローバルなサブライチエーションや新たな国際分業体制の構築などを地道に展開し、飛躍のための発射台を整備してきたわけです。

一方、金融界でも、九〇年代後半のビッグバンで、前進するための基礎条件はかなり整っていました。ただ残念ながら、不良債権処理に追われる中で、金融のイノベーションやグローバル展開といった面で、やや足踏みをしてしまった感があります。金融仲介機能が急速に高度化すると同時に、担い手も想像の範囲を越えて多様化し、資源の有効な配分を促すといったグローバルな展開に、しっかりと目を向けていく必要があります。

斉藤 日本の産業界では、ある意味では奇跡が起こっています。原材料価格の上昇や円安でコストが約七割上がったという計算もできるのですが、これを輸出製品価格に転嫁していません。しかも、記録的な利益を出す企業があるというミステリーに近い現象です。これは、日本独特のまじめな経営努力、グローバル戦略が的確に行われた結果であり、これまでの国際競争の蓄積がものをいったもので

しよう。

産業のお米であるお金がどれだけ効率的に活用されるかは、常に重要なテーマです。現在では、世界中の色々な所で資金や資本が調達できるようになってきました。金融資本市場の競争が激化しているのです。そのなかで、日本の金融資本市場としては、特に日本企業やアジア企業などにかんして効率の良い金融仲介機能を供給できるか、が差し迫った課題となっています。

金融界に求められるグローバル・スタンダードとの整合性

福井 日本の金融プレーヤーがホームゲームだけでなくアウエーゲームでもいい勝負ができるようになり、やがてはホームグラウンドの金融資本市場がグローバルにみて格段に魅力的になるとというのが、一番いい形だと思います。

日本が持つ優位性の一つは、今後大きな発展が期待されるアジアの金融資本市場と共に発展し得る絶好のポジションにいます。まずは、共同作業を増やしていくことが重要です。日本銀行では、

債券市場から協力を始めようと、EMEA P（東アジア・オセアニア中央銀行会議）という中央銀行のグループで、ABF（アジア債券ファンด์）プロジェクトを進めています。これは各国の外貨準備の一部を「呼び水」として活用し、アジア各国の債券市場育成につなげていこうとするものです。株式については、斉藤さんのほうにも大いに期待します（笑）。

斉藤 債券は世界中同じ方程式でキャッシュフローが流れている世界ですから、アジアや世界での取引に比較的馴染みやすいといえます。

株式も次第にそういう商品に変わっています。東京も時価総額は二番目ぐらいの現物市場ですが、これからはデリバティブを組み合わせた取引が一般化すると思います。公的年金などの大規模投資がそちらにシフトしているからです。ルール、会計基準、人材、経営なども、共通化する時代になってきたのです。

福井 法制や税制、会計制度、その他規制の共通化でも、やはりアジア各国との協調が一つのポイントになるといえます。ただ、私の

心配は、日本自身が早くグローバルなスタンダードを整えないと、アジア全体に対してリーダーシップを発揮することが難しくなりかねないということです。

斉藤 資金運用は、リスクをどう定義づけるかから始まります。一九六〇年代後半からアメリカではリスクを定量化するようになりました。価格は、金利とボラティリティ（変動率）で構成されます。商品とは関係なく、金利と変動率の組み合わせで価格が決まってしまうのです。この流れに日本はついていけませんでした。

また、アメリカではカーター大統領時代に年金運用を規制するE R I S A法を改正して、ベンチャー・キャピタルなどの非上場資産で運用できるようにしました。その結果、ビル・ゲイツ氏に代表されるベンチャー企業が一気に花開いたのです。日本もこれくらい柔軟な頭とインテリジェントな興味を持ってやるべきだと思います。

福井 全くそのとおりです。金利とボラティリティの的確な評価、速やかな取引という世界に入っていくかなくてはなりません。

さらに今後は、供給制約のある

エネルギーや商品の市場をうまく作り上げていくことも、ボラティリティの低下を通じて、経済の不確実性の低減にもつながり得るだけに、大変重要な課題です。それらの市場と金融資本市場とのスムーズな連関を意識しておく必要があります。

リスク偏在の警告を発する中央銀行の機能

斉藤 世界中のどこにもお金があるという珍しい状況のなかで、目下ボラティリティは比較的安定しています。こうした環境にあって、ヘッジファンドなどが、金融機関に代わって金融業務を行いだしています。ヘッジファンドは、

リスクをまるで地球上に粉雪をまいたような小さなピースに分割しています。リスクとリターンを勘案し、リスクを最小化しながらリターンの安定を図っているわけです。金融機関もこうしたトレーディング金融への参入を図っています。この分野が日本の弱いところ。こうした金融技術を日本も早く確立していかなければなりません。

福井 日本人は好奇心が強いわりに、最初に着手することに慎重な



面があります。ですから、例えば排出権取引などへの取り組みも遅れているのです。先日、マレーシア中央銀行のゼティ総裁から、日本のイスラム金融への取り組みについても遅れを指摘されました。金融のグローバル化は非常に幅広い概念で、あまり関係のなさそうなところからも芽生えてきます。

齊藤 金融技術が一定の方程式のもとで普遍化してきましたから、あらゆる取引を包摂しながら、しかも時には個別の文化を反映しながら、地球上で同じものとして取り扱っていきけるという感覚だと思

います。

福井 日本銀行は、まずは金融政策をきちんに行い、企業が付加価値創出力を高められるよう、長期安定的な経済成長の条件を保証したいと考えています。同時に、マーケット機能の強化に努めることや、リスクの偏在について警告を出すことも重要な仕事です。

齊藤 世界で大きなお金の塊が動き出しています。金融の理論と技術が非常に発展して、市場ではいろいろな形で裁定取引が行われています。しかしながら、何かの拍子で問題が起きる恐ろしさがあります。その中で、流動性リスクをしつかりウオッチしてくれるプロフェッショナルが中央銀行だと思っています。

福井 買い手に対して常に売り手が出る、売り手に対して常に買い手が出る。これが流動性です。必ずしも目に見える資金ではありません。そういう流動性のある市場を維持することが、金融市場をモニターする責任を持つ中央銀行として大事なことです。

何か問題が起きると、「規制さえすれば」という議論に傾きがちですが、モニタリングと適時適切な

警告を受けて、各市場参加者のリスク管理能力が高まっていくことが重要だと思っています。

齊藤 欧米の大手の証券会社では、コンピュータでお互いをつないで取引すれば、取引所に行かずにブロックの大きな株式の取引ができると考えています。風がフォローのときはいいのですが、相對取引は実に怖い。やはり値段は市場が決めるものです。自分が持っている資産が売れる場を用意しておかないと、破滅してしまいます。

東京証券取引所の魅力を増す品揃え

福井 コンピュータ化や証券取引所の株式会社化、国際的な合従連衡の進展など、昔の証券取引所のイメージを持っている人には、何が起こっているか分かりづらくなっています。

齊藤 デリケートで難しい問題ですね。審判機能を持つという意味では、証券取引所は公的な役割を非常に強く持っています。しかし、上場すると株主からは利益の追求を要求されます。したがって、必ずしも利益の最大化だけを追求していればよい訳ではありません。

市場をクリアにして公平性を担保し、情報の透明性を確保して、合理的な価格付けに寄与するという役割を果たし、その結果、適正な報酬を得るという対応をすべきだと思います。取引全体量は対応スリードと商品の数との掛け算になるでしょう。

東京証券取引所には、キャッシュフローで計算される商品をたくさん並べます。すると、マーコビッツ教授のいうように、きめ細かくリスク分散して、それを数多く持つことが保有資産全体の安定につながるので、豊富な品揃えは投資家のリスクを減らすことができます。例えば、世界的なテーマとなっている排出権なども、インデックス化して取引できるようにしたいと思っています。

福井 東京証券取引所が独自の魅力的な品揃えを持つ。そのほかに、国内外に取引内容が違う効率的な取引所が数多く存在し、そうした取引所との間ですぐに裁定取引ができる。こういう姿が必要になりますね。

今後時々議論をさせていたいただきたいと思えます。本日は、ありがとうございました。

*この対談は7月4日に実施いたしました。