

経済制度研究連絡委員会報告

金融ビッグバンの根底にあるもの

平成11年12月13日

日本学会議
経済制度研究連絡委員会

この報告は、第17期日本学術会議経済制度研究連絡委員会の審議結果を取りまとめて発表するものである。

委員長 花輪俊哉（日本学術会議第3部会員・中央大学商学部教授）

幹事 高木 仁（明治大学商学部教授）

村本 孜（成城大学経済学部教授）

委員 加藤寛孝（創価大学比較文化研究所教授）

鈴木芳徳（神奈川大学経済学部教授）

田村 茂（中央大学商学部教授）

金融ビッグバンの根底にあるもの「概要(要旨)」

日本の金融機関は、バブル経済までは外国の金融機関を恐れさせるような存在であった。したがって、日本の金融機関の活動を規制するために、BIS規制が設定されたと言われている。しかし、バブルが崩壊すると、日本の金融機関は不良債権の増大に悩むことになり、国際競争力を失ったばかりではなく、日本の金融機関の存在が世界恐慌の発端となることが恐れられている。

金融ビッグバンは、こうした日本の金融システムを改革し、バブル崩壊後空洞化した東京市場を、一級の国際市場に改変しようとする試みであり、徹底した自由化を前提とする。しかもその自由化は価格についての自由化のみならず、業務の自由化も包含されているのである。従来わが国で成功してきた資本主義は、「もの・サービス」の生産に関係する製造業中心の資本主義であり、その経済成長がうまく言ったことがかえって「かね」の貸借に関連する資本主義への変容を妨げていると考えられる。またビッグバンを実施しようとした時、ちょうどバブル経済が崩壊し、不況に突入したことが、金融システムの改革を遅らせていると考えられる。

バブル経済の崩壊により複合不況がもたらされたと言われているように、それには経済政策の失敗のみならず、銀行経営の失敗や企業経営の失敗が関係していると考えられる。この根底に金融機関や企業のみならず政府の倫理観の低下があったことは否定できないであろう。それについては現在もお刑事責任や民事責任が追及されている。その上重要なことは、製造業を中心とした資本主義から金融業を中心とした資本主義への変容が、すでに欧米で生じていたにもかかわらず、それについての認識が甘かったのであろう。従来の遣り方をなかなか変えられなかったのである。

製造業を中心とした資本主義の中心には企業家が存在し、技術革新を行っていたように、金融業を中心とした資本主義の中心には投資家とくに機関投資家が出現し、新金融商品を生み出すべく懸命に努力している。金融機関も従来の生産金融から資産形成金融へとそのウエイトを替えつつある。この変化はまたリスクについての対応を大きく変化させるものである。金融機関が短期の生産金融にのみ限定されていれば、そのリスクはそれほど高くはなかったかもしれない。特に商業銀行はそのようなものとして作られたものである。しかし、大企業の銀行離れが始まると、銀行は新しい領域を求めなければならない。資産形成金融に携わることは、金融機関としては長期金融領域に入ることを意味し、当然リスクは高くなることが予想される。これは企業や金融機関だけの問題だけではなく、資産選択を行う個人まで含めた事柄なのである。そこにはリスクに対する根本的な意識変革が必要となる。その上コンピューターの普及は著しい。情報革命の進展は予想を越えている。そのため意識変革は急がなければならない。それにもかかわらず安定株主の維持に見られる従来通りの遣り方に固守しているところがある。こうして金融ビッグバンにより官僚支配と集団主義の「護送船団方式」が解体され、我が国は自己責任原則を基本とする真の自由経済社会の形成に向かって大きな一歩を踏み出すことになったと言えよう。

～ 目 次 ～

まえがき	金融ビッグバンの根底にあるもの	1
第 1 章	日本型金融ビッグバンと金融システム	3
第 2 章	金融ビッグバンの日米比較	1 3
第 3 章	金融ビッグバンと E U 金融市場統合	2 2
第 4 章	金融ビッグバンとオープン・マーケット - 取引所集中義務撤廃と非取引所取引システム -	3 2
第 5 章	金融システムの効率化・健全化と企業統治のあり方	4 1
第 6 章	金融ビッグバンと家計の金融資産保有	5 3
第 7 章	金融ビッグバンの倫理的含意	6 3
	参照（引用）文献一覧	7 4

金融ビッグバンの根底にあるもの

本報告は日本学術会議第3部所属の経済制度研連の報告書である。現在わが国が直面している重要問題の一つである日本型ビッグバンについて各分野の専門家の議論を通じて得た結果をまとめたものである。題して「金融ビッグバンの根底にあるもの」としたのは、ここでの討議がいわゆる政策論ではなく、むしろ根底的なことを考えることが金融ビッグバンを理解する良い方策と考えたからである。

言うまでもなく日本版金融ビッグバン構想は、1996年11月橋本首相の指示により始まった金融システム改革である。この構想は、バブル崩壊後空洞化の著しい東京市場を、2001年までにニューヨークやロンドン並みの国際市場に改変する事を目指している。これは規制に縛られていた日本の金融全般の自由化を一気に進める改革となる。その為には銀行、証券、保険の各業務範囲を見直し、金融持株会社制度を導入し、手数料、内外取引を自由化するだけでなく、自己責任原則を基本にしている国際市場に倣って、法制度、会計制度を国際標準化する事であるとされた。しかし、日本の金融界は、バブル経済の崩壊以来不良債権の処理に追われ、前向きな改革に取組みができなかった。その結果東京市場は、海外から見放され、金融の空洞化の怖れが生じたのである。それ故に日本版ビッグバンは、金融機関の不良債権の処理と金融改革を同時に措置しなければならなくなった。このように我が国のビッグバンは、イギリスのそれ（86年に証券市場改革として実施された）をモデルに始めたのであるが、我が国ではバブル崩壊の金融危機に見舞われた事で苦労していると言えよう。

ところで、金融ビッグバンは徹底した自由化を前提にしているが、このことは製造業を中心とした経済発展で大成功したわが国にとって必ずしも簡単ではなかったようである。むしろ製造業での成功が金融業を中心とした経済発展を抑制してきたように思われる。すなわち従来は日本型経営と呼ばれるものが非常に効率的に作用してきたと考えられる。しかし金融業となると同様な形での発展は取りにくい。その上わが国では、バブル経済が崩壊し、長い不況に陥った。これにより金融ビッグバンは非常にやりにくくなったと言えよう。金融ビッグバンと景気対策は必ずしも両立しやすいものではない。何故なら金融ビッグバンは構造政策に属するものであり、この結果失業の増大が予想されるからである。しかし失業の増大を恐れて金融ビッグバンを遅らせることは、わが国の将来的発展を遅らせる怖れが強いからである。

このように今回の不況はバブル経済の崩壊を契機にして生じたのであるが、この原因についても必ずしも一様ではない。北海道拓殖銀行、山一証券、日本長期信用銀行、日本債券信用銀行の挫折のみならず、第一勧業銀行などのスキャンダルに見られるように、やくざ世界のみならず大蔵省をはじめとする官庁界と金融機関との癒着が見られた。MOF 担等の存在が明らかとなり、官庁などの癒着が金融機関での出世に繋がるという変な傾向が出来、資本主義社会における企業者精神は影をひそめることになった。護送船団方式の中で金融機関は技術革新を忘れ、担保を取れば審査をせずに貸出をするというような安易な経営に終始していたのである。担保は主として土地が利用されたので、

土地価格が上昇しているうちは巧くいったのであるが、バブルが崩壊し土地価格が下落し始めると、金融機関は担保価値が低下し、不良債権の増大に苦しめられることになった。このところ金融界には従来考えられなかったような嵐が吹いている。そこには一言で言えば、金融機関経営者の経済倫理の欠如が見られたのである。現在その経済倫理の欠如が糾弾されているところである。このように、バブル経済をめぐる金融機関経営者の経済倫理の欠如は言うまでもないが、それだけがバブル経済の形成と崩壊の原因ではない。いくら資金の供給を増加させても、産業界が資金を利用しなければ良かったのであるが、実際には、産業界は安い金利であるということにつられ、資本コストを考慮せずに、資金を借り過剰投資に走ったのである。現在その過剰設備の廃棄問題が産業再生の重大課題となっている。さらにこうした究極の原因となったのは、経済政策の失敗である。財政・金融政策の失敗は、もちろんアメリカの影響によるところが大きいですが、政策当局は当然自国の利益を第一に考えなければならないであろう。少なくとも自国の利益を損なうものであってはならないと考えられる。このように、経済倫理の欠如、経済政策の失敗、金融機関の経営の失敗、企業の資本コスト意識の無さ等、いろいろの見解があるが、それらが複合して原因となったことは否定できないだろう。

日本長期信用銀行と日本債券信用銀行の国有化、都銀への公的資金の投入および金融再生法案等の整備により、ジャパン・プレミアムもようやくなくなり、わが国の金融システムへの評価が立ち直りつつある。これで金融再生は終了し、これからは産業再生であるとの声もあるが、弱体の金融機関がまだ多数ある事を考えるとそれほど手放して喜んでいるわけにはいかないだろう。その上金融ビッグバンが成功したとしても、それでお仕舞と言うわけではない。現在すでに世界中が悩まされているように、投機による弊害が目立ってきた。これに対する対策も決めなければならないだろう。

以上の考察の中で強く感じたことは、次のことである。すなわち、問題解決への意志と問題解決の能力との間にギャップがあるということである。かつてケインズは1926年「自由放任の終焉」を書き、「物質的窮乏状態は的確に状況変革への誘因をもたらすが、その物質的窮乏状態を実験してみる余地はほとんど存在しない。物質的繁栄は、まさに安全に改革を行う好機であるかもしれないが、その時にはそのような誘因は消滅してしまっている。ヨーロッパは行動する為の手段を欠いており、アメリカはその意志を欠いている。」といてカサンドラの叫びをあげているが、現在同じ事が我が国とアメリカとの間でも見られる。大不況は1929年より始まる。世界的大不況は、物質的繁栄をしている国の力なしでは回避できないと考えられる。現在もアメリカが、その力を出し惜しめば再び世界は大不況に突入する事になりかねず、「カサンドラの叫び」が再び繰返される可能性は強いと考えられる。

第1章 日本型金融ビッグバンと金融システム

1 問題提起：日本の金融ビッグバンが必要な理由

日本の金融機関は、バブル形成期までは威勢も良く、外国の金融機関に恐れを抱かせる存在と考えられた。そのために日本の金融機関の活動を規制しようとしてB I S規制（国際行8%、国内行4%）が定められたと伝えられている。しかし、バブルが崩壊すると、日本の金融機関は不良債権の増大に悩むこととなり、状況はまったく様変わりし、日本の金融機関の存在は世界恐慌の発端となるのではないかと心配されるようになった。こうしたことは、日本の金融機関が、それが貨幣の供給という重要な仕事に関係しているという理由で長い間保護されてきたために、国際競争力の低下に気がつかなかったのである。この結果金融の空洞化が起こったのである。このことは日本人にとって食料としての米が重要であるという理由で長い間保護されてきた農業に就いても同様である。

このように日本の金融機関が長い間保護されてきた結果、金融機関の国際競争力が低下し、金融の空洞化が現れてくるに到り、金融ビッグバンへの関心が強まったものの、後一つ力が出せなかったのは、逆説的に言えば、わが国が製造業中心の経済発展で優れた成果を上げたことによるのではないかと考えられる。一般に経済の発展は、第2次産業から第3次産業へと変わると考えられる。そして第3次産業では第2次産業とは異なる資源調整システムが作用するのであるが、わが国では製造業の発展があまりにも著しかったので第3次産業である金融業でも同様にうまく機能できるのではないかと考えてしまったのではなからうか。その上金融業は、ここにおいては情報化時代の代表選手なのである。その金融業が十分な働きをする為には、十分な自由化が保証されていなければならない。従来保護・規制の中での競争では、世界の金融機関との競争に勝てるわけがない。日本に金融ビッグバンが必要なのはそのためである。

2 日本では何故金融ビッグバンが遅くなったのか？

日本の金融機関に不信が芽生えている。早くそれら不信を払拭する事が必要である。各種金融再生の為の法律はそのためのものであるが、それにしても急激な日本金融機関に対する不信は、何故生じたのであろうか。もし政府が銀行の預金等の安全を保障しなかったならば、国民は安全な資産運用先を求めて右往左往したであろう。また国外でも日本の金融機関に対する信頼が失われ、ジャパンプレミアムが課されるなどわが国金融機関に対する悪影響が続いた。このところようやく公的資金の投入などにより、わが国の銀行再生の見通しができたということで、ジャパンプレミアムが解消してきた。このように見ると、わが国の金融機関への不信は、バブル崩壊が確かにその契機であるが、それだけが原因ではなく、その背後により重要な産業構造の変化があったと考えられるのである。

周知のように、経済成長は通常第1次産業から第2次産業へ、また第3次産業へと移行してしていくのであるが、我が国の高度成長においては、とくに第1次産業の農水産業から第2次産業の製造業への移行が注目されていたのである。生産性からみても、需要からみても後者の方がはるかに有利であったからである。問題は両産業における生産資源の需給調整メカニズムの違いである。すなわち、農水産業が支配的な時代では、その需給調整メカニズムは価格調整であった。農水生産物は腐りやすく在庫保有が出来なかったからである。それに対して製造業生産物は在庫が可能となるので、需給調整メカニズムは在庫・生産調整となる傾向がある。その理由は、もし超過需要で企業がその生産物価格を上げるならば、顧客はその企業が足元に付込んで利益の増大を図ったと考え、企業に対する信託をなくすかもしれないのである。したがって、企業は長期正常価格を決定すれば、その価格をできるだけ維持し景気過程の需給の齟齬は在庫・生産の調整によるのが賢明と考えられたのである。もちろんオイルショックのように顧客の納得が十分得られれば、価格の引き上げは可能である。反対の超過供給の場合も同様であろう。このように製造業が支配的な時代においては、企業は単に価格に対し弾力的に対応するだけでなく、シュンペーターの言うように、企業は技術革新を行う主体として特色付けられるのである。ここで一つ注意をしておかなければならない。それは製造業が支配的になった時の農水産業の性格の変化である。すなわち冷凍技術や運輸の発達によって、本来腐りやすいものではあるが、それを補う方法が開発されたのである。こうして農水産業の製造業化が進むのである。(Hicks , 1989)

さて日本が製造業の発展に力を入れていた時に、英米は早くも製造業からサービス経済化へと進展し始めていたのである。我が国ではこの進展がスムーズにいかなかったのである。なぜか。その理由を次で考えよう。日本では製造業の発展に銀行が大きく貢献し、世界的にも規模を大きくしたので、同じようにサービス経済化の発展にも貢献できると安易に考えたのかもしれない。しかし、その期待は無残に砕かれた。バブルの崩壊により銀行の経営基盤は大きく弱められたかもしれないが、問題はそれだけではなく、製造業からサービス経済化への適応がうまくいかなかったのである。(花輪俊哉 1999) それは両産業では、生産資源の需給調整メカニズムの差異があるからである。すなわち、製造業では在庫保有が可能であったから在庫・生産調整が主であったが、金融サービス業では在庫が不可能であるから価格需給調整に戻らざるをえなかったのである。とくに長期資金についてはリスクが高いので特にそうなのである。近年マーケット重視の声が高いのはその為である。また第3次産業が支配的になると第2次産業も第3次産業化するのである。すなわち、在庫管理の徹底によってできるだけ在庫を減少させようとするだろう。また先物取引を利用する事によって、あらかじめ将来の生産量を管理しようとするだろう。このことは第1次産業についても当てはまると言えよう。このように第3次産業化は情報経済化なのであり、金融業はその代表であるが、コンピュータリゼーションの力が大きいと思われる。日本の経済成長は、製造業を中心とした高度成長の成果によって従来のやり方に自信を持っていたから急に变化する必要を認めなかったのであろう。逆説的に言えば、日本の製造業が高度成長を成功させた事が、日本のポスト製造業の発展を難しくさせたといえよう。そしてバブルの形成とその崩壊は、金融の不安を通じてビッグバンの進行を困難にしているのである。

さて、製造業中心の従来の日本の金融組織は、各業態別に金融機関が組織され、相対取引で取引が行われていた。顧客のニーズに対応するには、その方が便利であったのだろう。すなわち、銀行業界、証券業界、保険業界があり、さらにその業界内も短期金融、長期金融、生命保険、損害保険に分割されていた。こうした分割とその秩序づけが管理するのに便利だったと考えられる。ところで相対取引に対して市場取引がある。前者は顧客の多様なニーズに対応する取引であるのに対し、後者は規格化され標準化された証券の売買という形での取引である。近年貸出債券の証券化も行われるようになったが、これは銀行の新しい形の象徴である。こうして金融のビッグバンは、銀行、証券、保険の各業態の垣根を取り払いすべて金融サービス業となって競争することになる。その上いまままで金融業でなかった業種や海外からの参入もあるだろう。したがって競争は激化するので効率は高まるだろう。

ところで日本がビッグバンを迎えるに当たって、日本経済が極めて特殊な存在であるという見解が生まれた。それは「1940年体制」に示されているが、我が国が戦争という事態に対処するためにすべての生産資源を国家総動員の下で有効に利用する事を意図したものである。物資についても資金についても、すべてが国家目的のために利用しやすいように条件付けられたため生産資源の利用の仕方が市場原理から大きく乖離したと考えられている。それほど日本は特殊と考えられるべきなのだろうか。

我が国は世界的にも驚異的な経済成長を示したが、それはいわゆる低金利政策の下で、民間の設備投資の増大および重化学工業化政策が成功したと考えられたのである。それは豊富で質の高い労働力に恵まれると同時に、IMF、GATT体制により自由貿易が促進された時期であった事も恵まれていたと考えられるであろう。しかし前述でみたように、経済成長のパターンは大体何処の国でも同じである。わが国は、後発国であったことから急成長を遂げたことは事実であるが、わが国経済発展が特殊であるというよりも、経済成長のパターン等から見てむしろ欧米と共通しているところが多いと考えられるのである。

3 バブル経済の形成とその崩壊の原因

金融ビッグバンとバブル経済の崩壊は、本来別の事柄である。日本の場合には、たまたま金融の空洞化に迫られた金融ビッグバンとバブルの崩壊が同時に生じたということなのであろう。そしてその同時性は、日本にとって非常に不幸なことであった。何故ならば、日本ではバブルの崩壊によって、金融機関の力が無くなり、やりたくとも金融ビッグバンを遂行することが難しくなったからである。

では何故バブル経済が形成されたのか。この原因についてはいろいろの考えがある。ここでは3種類の考えを示す。すなわち、経済政策の失敗、銀行経営の失敗、企業経営の失敗である。実際にはこれら3種類の混合というべきであろう。

まず第1に、経済政策の失敗から考えよう。わが国のバブル形成は、85年のプラザ合意によるドル急落・円急騰を防ぐ為に行われた金融緩和政策に原因があると言えよう。急速な円高によって、輸出企業は言うまでもなく、コスト高となったわが国企業は、賃

金の安いアジア諸国へ進出せざるを得なくなったのである。こうした日銀の金融緩和は、卸売物価が安定していたこともあって、市場での必要な資金の供給を行っていると言う意識に支えられて、何の罪の意識無く行われたのである。これは物価の安定をフローの物価のみについて考え、ストックインフレと言う考えがなかったことに由来しているのである。ストックインフレと言うのは、貨幣価値が土地などの資産に対して減価することを意味しているのであり、当然インフレ概念の中に組み込まれなければならないのである。

もし日銀がそうした意識を持っていたならば、資産インフレは防げたであろうと考えられると、まことに残念であったと言えよう。日銀は市中銀行のオーケストラの指揮者である。指揮者の考えにしたがって、行動するシステムとなっているのである。そのシステムとは何かと言えば、銀行の信用創造のシステムであり、それを前提に考えるならば、中央銀行の責任は明白となる。金融政策にとって日銀の責任は重要であるが、景気に対して金融政策に大きな負担を掛けた大蔵省の責任も大きい。すなわち大蔵省は、財政再建という理由で、景気対策においてしばしば金融政策に大きなウエイトをかけてきた。もっと早く財政政策が発動されれば景気が回復したかもしれないのに、いつも後手後手となる嫌いがあったと言えよう。その意味で政策当局の責任は同罪である。

4 日本はいかにして不況から立ち直れるか

今回の不況を克服するのに金融システムの改善が重要なのか実体経済の改善が重要なのかという対立がある。どちらもケインズ経済学を援用するのであるが、その重点の置き方により相違が生ずると考えられる。従来戦後の不況克服において、有効需要の増大によって超過供給を是正できれば、その結果、景気の回復がみられたのである。戦後アメリカケインジアンが重視したのはこの視点であり、今まではうまく機能していたと言えよう。すなわち不況に際して、金融緩和政策と財政拡張政策によって、しかし実際には財政政策よりも金融政策にウエイトをかけた仕方で有効需要の刺激が行われ成功してきたと考えられる。したがって、今回の不況についてもまず景気の回復が必要条件との意見がなくもない。それも財政政策の拡充である。もちろん景気が回復すれば銀行の再生も容易になることは理の当然である。でも財政政策だけに頼るのは誤りであると言えよう。アメリカケインジアンと異なりケインズ自身が苦労したのは、やはり金融システムの桎梏から生じた不況であったと考えられるからである。つまりケインズ時代には、金本位制の桎梏から貨幣の供給が円滑に行えず不況が深刻化したのである。ケインズは金本位制を過去の遺物として批判し、新しく管理通貨制を造る事によって不況からの脱出を考えたのである。換言すれば、ケインズの時代では、中央銀行の健全性と国民経済の安定性の両立が困難となり、国際収支が赤字となった国では中央銀行の貸し渋りで不況が深刻化したので、金準備の代わりに保証準備を取り入れる事によって、中央銀行の貸し渋りをなくし、経済の活性化に貢献したと考えられる。もちろん財政政策の援助も受けたのであるが、金融システムの改善に努力を払った事は疑いない。

現在の不況については、少なくとも中央銀行である日銀が貸し渋って不況を深刻化し

ている事実は見られないと断言できる。しかし、日銀が如何に指揮棒を振っても、市中銀行の貸し渋りを解消できないと考えられる。それは何故か。もし一国だけで経済が成り立っているのであれば、日銀の指揮棒はかなり有効であると考えられる。しかし、現代は国際化された時代である。日本の銀行も、外国で活動するとなれば、それはただ一個の銀行として行動する事になる。いわゆるグローバル・スタンダードの下で行動せざるを得ない。B I S規制の自己資本規制によって我が国の銀行は貸し渋りを生じさせ、不況の深刻化する中で、いっそうの貸し渋りをを行っているわけである。すなわち現在の銀行の貸し渋り現象は、民間銀行の健全性と国民経済の安定性が両立しないことから生じていると考えられる。経済の成長過程で活躍した銀行の信用創造は、いまや信用収縮へと転換している。他行よりも早く収縮することが自行の健全化につながるのですが、どうしても貸し渋りがとまらないと考えられる。公的資金を投入すればいくらか良いだろうが、それだけではおそらく銀行の貸し渋りを止める事は出来ないと考えられる。日本国内の問題としては、出来るだけ国際的に業務を行う銀行を少なくし、少数精鋭の国際化した銀行には政府保証でバックアップする制度を作る事で対処するしかないかもしれない。考えてみると、ケインズの管理通貨制はまだ国内的管理通貨制でしかなかった。これを国際経済に拡充した国際的管理通貨制にすることが必要となろう。今回の不況は、こうした意味での金融システムの改善なしでの回復は難しいと考えられる。

このところわが国の金融再生ができたと言われている。日本長期信用銀行や日本債券信用銀行の国有化および公的資金の都銀への投入等によって、それまで存在していたジャパン・プレミアムが解消したと伝えられている。これは外国銀行から見て日本の銀行に対する評価が変わり、不信感がなくなったものと考えられるのである。しかしこれはあくまでもミクロ的な金融再生と言うものではなからうか。すなわち、ミクロ的金融再生だけでは銀行の貸し渋りはなくなる保証はない。銀行の役割は金融仲介として貸し出しができ、国民経済の安定に役立つものでなければならない。これはマクロ的金融再生と考えられるものである。したがって、ジャパン・プレミアムが解消したからと言って金融再生ができたと言放しで喜ぶことはできないのである。

その上金融再生ができたと言ってもそれは国際行の話であり、国内行の再生はまだ終わってはいない。都銀以下の地銀、第2地銀、信金、信組等の経営再建は現在進行中である。これら金融機関の対象は中小企業を中心であるから、雇用問題からしてもこれら金融機関の体力増大と貸し渋りの解消に努めなければならない。中小企業は今のところ大企業と異なり、銀行以外の資金調達手段を持っていない。それゆえ、大企業以上に銀行の再生が重要な意味を持っているのである。また銀行以外の金融機関の再生も重要である。特に生命保険は、一時はザ・セイホとアメリカまで恐れたのであるが、現在の状況はかなり国際競争力を失っていると思われる。金融機関としての生命保険は、直接企業に貸出すると共に企業の発行する有価証券を保有することにより大きな力を持ってきた。これら金融機関すべてが再建され、企業の再生に貢献することができないならば日本の景気の回復はないであろう。

5 価格のメカニズムと投機

現在金融ビッグバンは価格メカニズムの活性化と言う形で、日本経済に大きな影響を与えながら進展している。金融改革は金融界のみならず、労働界や政治界の改革をも進める事になる。しかし、ここでは金融問題に限定して考えよう。銀行は金融仲介機関と呼ばれるように、金融界における商人ともいえる。すなわち資金の貸し手から資金の借り手へと資金を供給すると考えられる。これは丁度商人が生産者から消費者へと商品を融通するのと同様に、銀行は資金の貸し手である家計から資金の借り手である企業へと資金を融通する商人なのである。生産物市場における商人は、商品の価格を目安に売買する。金融市場の中で銀行は、資金の価格である利子率を目安に資金の調整を行う。こうした市場は、価格調整のメカニズムの中で、どうしても投機活動と無縁というわけにはいかない。そうであれば投機をどのように管理するかを考えておかなければならぬだろう。まず投機が如何なるものかを考察しよう。(Hicks, 1989)

いま生産物市場には、生産物を供給する生産者と生産物を需要する消費者とその中間の商人がおり、いずれも生産物の価格を目安に行動すると考える。そして商人は生産物を需要するばかりではなく、生産物の供給も行うのであり、それは在庫の調整を通じて行われるのである。その意味で、この市場は価格調整経済にあるといえよう。いま何らかの理由で生産物の供給にネックがあったと考えよう。生産物価格の高騰が予想される。したがって商人は、生産物を購入して在庫を増やすと考えられる。将来その生産物の価格が上昇すれば、商人は多くの利益を得ることができであろうからである。その結果、生産物価格はそうした騰貴がなかった場合と比べてより高くなるであろう。生産者は喜ぶかもしれないが、消費者は不満を持つであろう。これが商人の価格の不当なつりあげとして非難されるところであり、投機が非難されたところである。反対に、生産物が余ると予想された場合はどうであろうか。商人は当然その生産物の価格が下がると予想して在庫を放出するであろう。消費者は喜ぶかもしれないが、生産者は不満に思うであろう。商人は、その投機活動において予想を間違えない限り損はないであろうが、予想を間違えると損をすることになる。

このように商人の投機活動は非難を受けることが多かったのであるが、国民経済という観点からして投機は本当に悪いものであったかを考察することは必要なことである。いま生産物の供給にネックがあり、価格の上昇が予想された場合を考えてみよう。商人の投機活動によって、商品価格はより高騰するであろう。その高騰により非難されることになったのであり、その限りでその非難も理解できないことではない。しかしその商品価格の高騰によって、需要が減少すると共に供給が増加するならばどうであろうか。需要の減少も供給の増加も価格を抑制するように作用するであろう。したがって、商人の投機が存在せず、供給のネックにより価格が高騰した時に比べて価格の上昇はなだらかであったかもしれない。これは投機による価格の平準化効果である。反対の価格が下降する場合も、騰貴により一時的にはより大きく価格が下降するかもしれない。しかし、その価格の下降によって、生産者が供給を制限し、消費者が需要を増やすかもしれない。供給の制限や需要の増大は、商品価格の下降を制限するように作用するであろう。その

結果、商人の投機が存在せず、供給の余剰によって生じた価格の下降による場合と比べて、価格の下降はなだらかになるかもしれない。この場合にも投機による価格の平準化作用がみられるのである。このように考えるならば、商人による投機活動を一時的な感情で非難することは適切でないと述べなければならない。この事は金融市場で仲介機能を持つ銀行についても同様に言えよう。

このように、一般的な日常的投資活動は、価格の平準化に役立つと考えられるのである。これは経常的な生産活動においては物事に限度があるからである。しかし、資産形成となれば、限度がなくなるのではないか。それゆえ投機活動を野放しにはできないのである。アジアの金融危機において、ヘッジファンドが活動できないように国内規制を強めたといわれている。また国際的にもこれら投機資金を規制する必要を説く人は多い。かつて金本位制が崩壊した直接の原因は、投機的な短期資金の激しい移動の結果であるという意見は強い。たしかにそうした傾向はある。ケインズも投機が投資を混乱させるようになると経済は極めて困難な状況になると指摘している。一国では管理は難しいので、諸国が足並みお揃えすることは極めて難しい仕事となろう。それに国の力だけに頼るのはまた危険でもあり、望ましいことでもない。

このようにケインズは、自由放任の終焉（Keynes、1972）を主張した。このことは、資本主義経済の本質を、一般均衡論のように価格機構万能論に求めているのではないことを示している。社会主義経済の計画経済に対する資本主義経済の特質を市場経済とする場合、その本質は通常価格機構に求められた。したがってケインズ批判もまた価格メカニズムの徹底の中で行われたのである。フリードマンの反革命はまさにそうしたものであった。ケインズの本質はそうした価格機構を万能として絶対視することなく、それを支える経済主体の行動を客観的に考察することによって、彼らの叡智による資本主義経済の救済が必要であるし、また可能であると考えたのであろう。すなわち、資本主義経済における企業者は単に価格に対し反応するよりも、新商品を作るという意味で技術革新(innovation)を行う経済主体として認識されるようになったことを意味している。この点の認識は必ずしもケインズ一人の認識ではなく、シュンペーターを含めた20世紀経済学者の共通した認識と考えられるものである。ともかく企業者が価格ではなく新製品の提供に関心を抱くようになり、また顧客も安定した価格で商品の獲得を望んでいることがわかれば、固定価格モデルが一般化するであろう。たしかに顧客は、超過需要において、企業が価格を引き上げようとするれば、顧客の足元に付込んで利益を得ると考え顧客の信頼を失うであろうし、反対に超過供給の時価格を引き下げようとするると、顧客はその品質に疑問を抱き、企業に対する信頼をなくすかもしれない。したがって、企業は長期正常価格を設定し、超過需要の時には在庫・生産の増強で対応しようとするだろうし、超過供給の時には在庫・生産の減少で対応しようとするだろう。もちろんこの長期正常価格は、独占価格となってはならないから、絶えず激しい競争にさらされていなければならないであろう。もちろん超過供給が長期にわたって続くと予想される場合には、企業者は顧客のニーズに対応した低価格の新製品を供給していくこともありうることである。

そして労働生産性が上昇した時、長期正常価格は長期的に価格を引き下げるか、より高品質のものを作るかの選択が可能となるかもしれない。現実にはこの両方向に分かれ

て生産性向上の効果が実現したと思われる。このように考えれば、この固定価格モデルはかなり現実的で、また合理的な制度と考えられる。そしてこの制度を支える動的な均衡条件として国民所得による投資・貯蓄の均等が考えられたのである。

『貨幣論』で企業者に着目したケインズは、さらに彼らに資金の供給する銀行に注目する。資本主義経済を支えるものとして、企業者精神とそれに資金供給する銀行が考えられたのであるが、さらにその銀行は、信用創造を行うものとして、固定価格モデルの下で行動するものと考えられたのである。すなわち、銀行間貸借市場としてのコール市場を前提に、個別銀行は、その貸借尻を見ながら貸出行動を管理したのであるが、全体としての銀行群としてみると、そのリーダー及び中央銀行の決定するコールレートに対応した貸出量、そして銀行預金量が決められる。このことは銀行の貸出が預金量に制約されることがないことを示していることで重要な点である。こうした銀行行動論は、我が国では、いわゆる日銀理論として知られている。我が国の経済発展は、こうした銀行組織の下で大躍進したことは言うまでもない。

価格のメカニズムが必ずよく機能すると考えられるならばともかく、それに疑問があり自由放任の終焉が正しいとすれば、投機はすべて均衡回復的とは言えなくなる。そこで投機の規制が問題となる。その規制主体としてすぐに国が出てくるのが普通であるが、それで済むかどうか。ケインズは国と個人を対立させるのではなく、したがって個人を国だけが規制するのではなく、国と個人の間で中間的な存在を考え、それが自発的に自律的規制を行える存在になるのではないかと考えた。その代表的なものは大学とか中央銀行とか言うものである。大企業ですら、そうした公徳心を持ったものとして考えることができるようになったのではないか。そのように企業ですら社会的存在としての意識が強くなるので、社会的環境を無視して行動ができなくなると考えられる。

6 金融業の将来 生産金融から資産形成金融へ

資本主義経済が初期のうちには製造業中心に経済の発展が図られたので、もっぱら銀行業中心で生産金融が行われたと言っても良い。そこでは銀行間貸借としてのコール市場が中核となり、短期利子率であるコール・レートが最重要の金利と考えられたのである。短期利子率は裁定を通じて次第に長期利子率に影響するとされた。中央銀行も民間銀行の管理を通じて、全金融界を管理できると考えたのであろう。しかし資本主義経済も次第に成熟し、新たな変容を遂げるのである。

その変容の第1は企業の銀行離れである。企業の資本力が強くなると、企業は銀行からの資金調達よりも自身の力で社債や株式の発行を通じて資金の調達を図ろうとする。それも証券市場の発達が進むと、短期資金の調達も銀行からではなく、企業自体の信認の増大からCPの発行で短期資金の調達を行うようになるのである。こうして企業、特に大企業の銀行離れが進行するのである。もちろん証券市場を利用できない中小企業は、銀行離れをする力はないだろうが。第2の変容は、資本の蓄積が進むと資産運用の必要性から金融資産の多様化が進むであろう。そしてこれに対し投資家が成長してくる。投資家も個人投資家の他に、機関投資家が成長してくる。個人投資家は入手する情報の分

析にコストも時間もかかりすぎると考えれば、ポートフォリオの改定に慎重にならざるを得ない。それに比べると機関投資家は、資金量も多く新しい情報を得れば直ちにポートフォリオの変更を行うだろう。このように機関投資家は、銀行と並んで金利の決定に力を持つてくるのである。ただその場合銀行と違い機関投資家の場合は、むしろ長期金利の決定が重視されるのである。ケインズの流動性選好論はまさにその理論的萌芽であったと言えよう。

ところでわが国の公社債市場の発達、オイルショックに対する大量国債の発行から生じたものである。それまでは国債は日銀が民間保有の国債をオペの対象として購入していたのであるが、大量の国債発行となると、日銀はすべての国債を購入すれば貨幣供給が増大し、インフレの恐れが避けられなくなろう。その結果、大量増加された国債は、銀行が保有することができず、銀行貸出の要求に対応して、銀行は手持ちの国債を大蔵省の規制に影響されることなく、公社債市場で売買するようになったからである。こうして予想外の出来事によって、わが国の公社債市場が発達してきたのである。

また長期の市場のみならず、短期の市場も次第に充実してきた。コール中心の短期金融市場が、TB, FA, 現先、CD, CP 等の短期金融市場として発達してきた。金利の自由化が進み、企業の余資の運用に便利であったからである。米国では TB 市場が短期金融市場の中心であったのに対し、わが国では CD がその中心であったことは、いまだに銀行の力が大きいことを意味しているのである。しかし、このところ日銀の実質金利ゼロの金融政策によって、また大蔵省の短期資金調達の変化が変わったことから、わが国でも TB 市場や FA 市場が拡張される可能性は大きい。こうした変化により日銀の金融政策も、貸出方式からオペ方式に変わるものと考えられる。もちろん今までオペ方式がなかったわけではない。しかしそれは手形オペとか CP オペとかで、貸出の変種とも考えられるものであったから、本格的なオペ方式が採用できる条件が整ったことは喜ぶべきものと言えよう。

また銀行の管理方式についても、『貨幣論』ではもっぱらコール市場を通じた貨幣供給管理であったが、『一般理論』では、オペ方式による貨幣供給管理へと移行している。このことはその間において金融構造の成熟が起こってきたことを示すものであり、とくにケインズはアメリカの金融構造の効率性に着目したものである。貨幣組織だけでなく投資家機能を重視したことは、実は金融構造の変化を内包している。すなわち、生産金融から資産形成金融への変化である。貨幣供給は企業者を対象にして行うだけでなく、投資家の行動をも考えて行うべきなのである。そしてウエイトはだんだん後者に移っていくのである。このように考えるならば、『一般理論』の主張は実に金融経済学の新しい誕生であったのである。アメリカケインジアンは、ケインズ経済学を実物的に考えすぎたかもしれない。このようにケインズは、企業者、投資家等の行動に着目することにより、価格機構万能論を打ち破ろうとしたのではなかろうか。すなわち、企業者は、在庫・生産調整によって価格の安定を図ろうとし、投資家はポートフォリオ選択により金融的流通の安定を図ろうとしたのである。

投資家の活動する分野はまさに資産形成の場である。すなわちそれは短期金融の場と言うよりはむしろ長期金融の場であると言えよう。そこでは当然短期金融よりもリスクは高くなる。銀行が商業銀行として短期金融のみに関わっていたならばそれほどリスク

は高くなかったかもしれない。しかし大企業が銀行離れを始めるのが時代の趨勢である以上、銀行は長期金融の場に進出せざるを得ないであろう。そしてそれはまたリスクの高い場なのである。他方家計も豊かになってくるに従い財産も増え、労働を提供して得る所得よりも資産から生ずる利子・配当所得の方が大きくなっていくこととなった。少なくともそうした傾向が予感されるようになってきた。1%の賃金の上昇より1%の金利の上昇の方が所得に対する影響が大きいことが感じられるようになってきた。特に高齢化が進み、また年金制度の確立と共にそうした意識が重要となったのである。老後の資産を如何に保持するか、また年金基金を如何にうまく運用するかは、現代社会の最重要の課題である。個々の家計の情報判断では極めて難しい事柄である。したがって、それら個々の家計から委託された機関投資家が重要な役割を果たすことになる。

投資家は、生活者や企業の資産運用者のニーズに応じた金融商品を提供する必要がある。高い収益を得られるならば元本は減じてもよいと考えている人もいるだろうし、また元本の安全を第一に考え、そのためには収益は問題ではないとしている人もいるだろう。その両者の間にも多様なニーズがある。それも期間を考えると非常に複雑となると言えよう。投資家がこうした多様なニーズに対応した金融商品を提供できる為には、当然多様な金融資産が必要となる。ベンチャ・キャピタルのようなリスクは高いかもしれないが将来収益が高くなると予想されるような証券も存在しなければならないし、国家をバックにした国債もしくは公債なども安全性の点から重要である。投資家はこれら金融資産を適切にアレンジすることにより、資産運用者のニーズに合った金融資産を提供するのであるが、その場合金融の自由化が絶対的な条件である。政府による規制が、厳しければ厳しいほど投資家の金融資産開発の意欲を減じてしまうからである。こうして金融業は従来 of 狭い領域に止まることなく、金融サービス業へと進んでいくことになる。

最後に金融サービス業が、悪い投機に取込まれないようにする為に規制を強めなければならないと言う意見がある。しかしこれは下手をするとかえって混乱を大きくしてしまうかもしれない。むしろ「国家対個人」の構図で考えるよりも、中間にしっかりした独立機関を増やして、市場の発展を考えるべきであろう。

第2章 金融ビッグバンの日米間比較

1 はじめに

1996年11月、橋本内閣総理大臣（当時）はイギリスで1986年に行われた証券市場改革ビッグバンの名をとり、わが国金融市場を2001年までにフリー、フェア、かつグローバルな仕組に変える、「日本版ビッグバン（金融大改革）」を実行するよう関係者へ強く指示した。わが国金融市場を、ニューヨークやロンドンと並ぶ国際金融市場へ改造し、経済の活力を維持し発展させようとするものだった。

イギリスのビッグバンは、アメリカにおける1980年金融制度改革（後述）から刺激を受けて行われ、世界中に金融自由化の嵐を吹き付けわが国も倣ったアメリカの同改革は、影響がビッグバンより遙かに大きかった。恐らく、ビッグバンが人々に響きのよい言葉であることから、この呼び名がわが国へ転用されたものと思われる。

ビッグバン宣言に先立つ1990年代初めから、わが国では金融機関の経営破綻が始まり、金融システム安定化のため広い範囲にわたる関係者が、多大の努力の傾注を強いられてきた。当初、華々しさを帯びているようにみえた日本版ビッグバン計画は、金融システム修復の動きの蔭になって色が褪せたようにみえたが、歩みはその後ほぼ順調に進んでいるとみなされている。ポーターレス・エコノミーに堅く組み込まれているわが国の経済は、金融システムの安定化に日本版ビッグバンの成就が加わえられなければ、再生と不況脱出が達成できない状況にある。

そうすると、第1に日本版ビッグバンの具体的内容を知ることが必要なだけでなく、第2に併わせてその意義をどう理解すればよいかといった問題が生じてくる。本稿は主たる目的を第2の問題に置くが、その理由は次の通りである。

(1)われわれが到達しようとしている、金融グローバル・スタンダードと呼ばれる目標は、実はアングロ＝アメリカン・スタンダードではないかという、非難の意図を含めた見解がときには主張される。確かに、事実はその通りだと思われるから、本稿は当のアメリカン・スタンダードを取り上げる。(2)金融制度面で、わが国が明治期から現在までアメリカから受けてきた影響の大きさを考えれば、アメリカにおけるビッグバンの経緯を調べることは有意義と考えられる。(3)わが国の問題を考えるにあたり、外国の事例を取り上げる比較社会文化アプローチは、いわば定番である。

2 わが国金融システムの現状

2.1 わが国の金融システム

第2節を、主として高木（1998）によって述べると、明治維新以降わが国は欧米を手本にして、官民とも「追い付け追い越せ」という態度を100年以上続けてきた。経済成長に必要な資金の不足へ対応するため、金融ルートについては短期・長期、大企業向け・中小企業向け・農業向けといった分野調整、金融機関の種別については民間金融機関、

戦前の特殊銀行、戦後の政府金融機関といった区分、資金コストについては金利規制など、キメ細かい専門化や分野調整や競争制限が長年行われてきた。

こうした枠組は、100年以上にわたり変わらず長い間に不具合も溜まっていったが、これが経済発展へ大きく寄与したことも間違いない。例え話でいえば、分野調整など金融面の交通法規の下で、大蔵省が交通警察の役を演じて行政指導を強力に行い、窮屈な資金需給という交通渋滞をうまく捌いてきた。しかし、警官（大蔵省）は好成績を挙げたため権限が強くなり過ぎ、自己点検を怠り勝ちになっていった。また、警官の指示に馴れ切った通行者（金融機関）の行動は、リスク認識力の低下や横並び意識の定着などで、単なる規模拡大が主流となり、他の通行者（預金者）も金融機関を識別する能力を失い、モラル・ハザードに近い状態へ陥ったといえるだろう。

以上で要約された金融システムは、制度疲労、自由化による競争激化、資金需給の著しい緩和などに対応する力が、著しく不足していた。そこへ、バブル崩壊による金融機関の不良債権累積が生じ、脆弱なシステムは予想を超える揺れを経験した。

2.2 構造改革、規制緩和、および金融制度改革

1993年8月、細川内閣は発足直後の「緊急経済対策」で、規制緩和をマクロ政策と並ぶ柱として打ち出した。これに基づく政府の経済改革研究会は同年11月、通称「平岩レポート」で経済的規制は「原則自由」であり、社会的規制は「自己責任」とすると基準を示した。これ以降、村山内閣（成立1994年6月）、第1次橋本内閣（同1996年1月）、第2次橋本内閣（同1997年5月）、および小渕内閣（同1998年7月）は、こうした流れを踏襲した。

現下のわが国は、不況脱出と長期的な経済発展という目標 目標達成手段としての規制緩和 日本版ビッグバンの達成と不況脱出のための不良債権処理、という一連の課題を抱えている。そこで、「規制緩和」の潮流の理解は不可欠である。

平成9年版経済白書によれば、非製造業における生産性の上昇と効率性の改善は満足すべき状態になく、その主要な原因の一つは公的規制にある。

同白書は、もっとも効率的な経営が行われている場合の費用フロンティアを推計し、それと現実との乖離が規制緩和で縮小すると仮定して、規制緩和による潜在的効果を銀行業と他の被規制産業について算出した。わが国の銀行業は1970年代後半、規制緩和によるコスト改善の余地が平均コストに比べて26%あり、1990年代前半には同じく22%あったと推計された。金利規制と業務分野規制が、一定の効果を挙げてきたことは認めるが、規制緩和による効率性改善の余地はまだ十分にあり、規制は従来からの事前チェック型から事後チェック型へ転換中であるとも指摘した。

2.3 日本版ビッグバンの目的

1986年にイギリスで行われた証券市場改革は、大幅な規制撤廃で激しい市場競争を導き、宇宙生成の大爆発を意味する‘Big Bang’という言葉が、当時これに当てられた。アメリカはイギリスに先立ち、1975年に株式売買手数料を自由化し、1980年には金利と金融機関の業務範囲の自由化を、1980金融制度改革法（D I D M C A）の制定によって

行ない、イギリスのサッチャー首相がこれを受けて1986年に、ビッグバンを実施した。これらの動きに比べると、わが国の金融制度改革はかなり遅れているが、なぜ日本版ビッグバンの動きが1996年11月に生じたのだろうか。

当時、第1に長年にわたる業者保護行政（護送船団方式）により、金融機関の経営は甘く金融システムは揺れ、競争不足で金融サービス価格は高く、新商品開発が不振であるなど、問題が山積していた。第2に、われわれは国際的にみて、貧弱な金融サービスしか受けられない立場に甘んじていた。第3に、過剰規制などの理由で海外の金融機関が東京から撤収したり、本来は国内で行われてよい金融取引が、ニューヨーク、ロンドン、シンガポールなどへ移され、わが国金融市場の空洞化が懸念されていた。

金利自由化と、銀行・信託・証券間の部分的相互参入を終えたわが国が、今後は日本版ビッグバンを進めることになっている。現在、わが国金融機関経営のフロンティア部分は、欧米先進金融機関のそれに比べて10年は遅れていると専門家の一部は指摘しており、こうした面からも日本版ビッグバンの達成が必要だろう。

グローバル・スタンダードの達成は、日本版ビッグバンの目標としてしばしば強調される。そもそも、金融の動きは早い時期から国際的な性格を持ち、例えば楊枝（1997）によればロンドンの金匠銀行家などは、産業革命に先立つ1650年代に早くも外国為替業務に従事し、コルレス先をヨーロッパ各地に持っていた。当時から350年も時間が経ち、しかもコンピュータ技術と電気通信技術で裏打ちされた金融の動きが、国際的な結び付きを超えてグローバルになっていることは当然だろう。

このように、わが国の金融に関する現下の状況からみて、日本版ビッグバンの達成には差し迫った必要があると考えられる。ただし、その達成は関係者によって意図的に行われるというよりは、金融機関の倒産、外資による本邦金融機関の買収、あるいはわが国金融市場の著しい空洞化といった、いわば強制によって実現するのではないかと懸念される。それでもなお、日本版ビッグバンの達成が国民の利益に叶う課題であることは、仮にこれが実現しない場合の痛手を考えれば、容易に判るだろう。

2.4 日本版ビッグバンの内容

本稿は、日本版ビッグバンの予定された実施内容へ、僅かだけ触れるに留まる。ビッグバンの達成時、銀行は証券投資信託を販売し、証券会社は決済機能付き証券総合口座を提供し、株式売買手数料が自由化され、外国為替は銀行以外でも自由に売買でき、異種金融機関を傘下にもつ金融持株会社の仕組が解禁され、普通銀行の金融債発行や消費者ローン会社等ノンバンクの普通社債やコマーシャル・ペーパー（CP）の発行も解禁されるなど、市場は自由化と多様化と競争で大きく変化する。

要するに、日本版ビッグバンの達成は競争促進の結果、国内的には金融サービスの種類を豊富に増やし価格を引き下げ、経済の活性化を導くことが期待される。また、国際的には海外からの投資が活発化して、経済・金融の空洞化が阻止されて所得をわが国へ落とし、あるいは外資金融機関の進出によって雇用が増えたり、本邦金融機関へ有益な刺激を与えることが期待される。

3 アメリカの金融制度改革（ビッグバン）

3.1 1980年代の金融制度改革

アメリカで、抜本的な金融制度改革をビッグバンと呼ぶ習慣はないが、わが国とイギリスの事例へ対応させるため、アメリカについてもビッグバンの名を用いよう。

小節3.1を、主として高木（1998）によって述べると、1933年銀行法は預金保険制度の創設、貯蓄性預金金利の上限規制、要求払預金への付利禁止、銀行業務と証券業務の分離、銀行持株会社規制などの改革を行い、こうした金融体制はそのあと約半世紀間続いた。この体制の核心は、第1にセイフティ・ネットの強化であり、第2に競争制限と業務範囲制限による銀行保護だった。なお、同法の一部が銀行・証券分離原則を定めたグラス＝スティーガル法（G＝S法）である。1933年法に続く抜本的な金融制度改革は、1980年金融制度改革法（DIDMCA）に基づくもので、イギリスのビッグバンもわが国の金融自由化も、DIDMCAから強い影響を受けている。

DIDMCAは、(1)預金金利規制を1980年から6年間で段階的に撤廃し、(2)預金保険制度の付保上限4万ドルを10万ドルへ引き上げ、(3)小切手が振り出せる普通預金ともいべきNOW勘定を容認し、(4)連邦法免許貯蓄貸付組合（S&L）へ資産の20%以内で、消費者ローン、商業用モーゲッジ貸付、社債等への投資を認めるなど、金利の自由化、預金保険制度の強化、および業務範囲の自由化が主要部分である。

この改革で、1930年代金融体制の第1の柱だったセイフティ・ネットはさらに強化され、第2の柱だった競争制限と業務範囲制限は逆に緩和が図られた。預金金利自由化は完了は、予定より大幅に早く1983年末までにほぼ実現した。同法成立後もしくは高金利が続き、世界的な大豊作に伴う農業不況や、第2次オイル・ショック後の急速な原油価格低下に伴うエネルギー不況が、地域的に限定されたとはいえ金融機関の経営環境を改善させなかった。また、S&L業界では業務範囲の緩和による放漫経営、上記エネルギー不況、不動産不況などから経営破綻が続出した。こうした諸々の状況へ対応するため、1980年以降も1982年ガーン・セイントジャーメイン預金金融機関法や、1989年金融機関改革・再建・規制実施法（FIRREA）などが制定された。

3.2 1990年代の金融制度改革

小節3.2を、主として高木（1998）によって述べると、1991年連邦預金保険公社改善法（FDICIA）は現在もっとも最新の包括的な金融制度改革法で、預金保険基金の強化、早期是正措置を伴うリスク反映銀行自己資本比率の適用、リスク反映預金保険料率の採用など、重要な項目が含まれている。わが国も1996年以降、早期是正措置などFDICIAの後追いをする形で、関係法律の改正と制定が行われた。

1991年3月、議会へ提出されたFDICIAの原案はG＝S法の改正、BHCより業務範囲が広い金融サービス持株会社（FSC）の容認、「銀行業と商工業の分離」原則の見直し、一般事業会社が銀行を保有できる多角持株会社（DHC）の容認、金融システムの安定化を求めて決済業務に専念し貸付をしないコア・バンクの構想、金融規制構造の再編成など大きな改革項目が数多く入っていて、ブロード・ビル（幅広い法案）

と呼ばれた。しかし、この法案は諸般の事情から最終的には成立せず、多数の項目を落とした形のナロウ・ビル（幅狭い法案）が、法律として成立した。

1995年1月、連邦議会へ提出された金融制度改革下院法案は、BHCの証券子会社にフルラインの営業を認め、証券会社もBHCに転換できる双方向参入を許し、国法銀行が保険業務に一部進出できる条項も後に加えられた。しかし、関連業界の利害の錯綜などによって、1996年6月に同法案は下院で事実上廃案となった。また、同年2月に議会へ提出された金融制度改革上院法案は、審議がまったく進まなかった。

1998年5月、前年から審議中の金融制度改革下院法案は下院本会議を通過したが、これに対応する上院法案は10月末に審議未了となった。さらに1999年3月、1999年金融制度改革上院法案と同下院法案がそれぞれの院の銀行委員会を通過したが、現時点でその行方について予測することは、高木（1999b）によればかなり難しい。

3.3 アメリカ金融制度改革の動因

解決すべき問題が山積していても、改革には強い契機が必要で、1930年代にそれは大不況だった。そして、1980年DIDMCAが制定されたのは、第2次石油ショックに起因する高度のインフレーションだった。1980年における、GNPの伸び率-0.3%、消費者物価上昇率13.5%、失業率7.1%、年末のプライムレート20.35%をみれば、この時期の経済・金融の厳しさが理解できる。それでもなお、国民の4人に1人が失業していた大不況時代に比べれば厳しさは相対的に緩やかで、これが1980年改革を徹底的なものたさせず、その後も改革が続くことになったのだろう。

金利規制とインフレが重なると、規制金利しか支払えない金融機関から資金が流出し、規制外の証券商品へ資金が流入するディスインターミディエーション（銀行離れ）が生じ、住宅金融や中小企業金融を滞らせ実体経済へも悪影響を与える。1978～1980年の時期にもこれが起こり、改革の促進要因の一つになった。さらに、沈滞したアメリカ経済の活性化には、ディレギュレーションが必要という認識も深まった。

1991年FDICIAの制定過程において、既述のようにブロード・ビルが尻つぼみに終わり、最終的にナロウ・ビルが法律として成立したのは、1980年代後半から始まった銀行破綻の大波が、1991年後半から収まり始めたからだろう。抜本的な金融制度改革の「産みの母」は、実体経済側からの強いインパクトである。1996年と1998年に金融制度改革法案が成立しなかったのも、1999年3月に上院と下院の銀行委員会をそれぞれ通過した、金融制度改革法案について前途が判り難いのも、アメリカ経済が好調を続け改革への「強い契機」を見出し難いからだろう。

4 わが国の金融制度改革

4.1 日米円・ドル委員会の圧力

1980年代初めのアメリカは、国際経済競争で日本に勝てないのは円安のせいで、円安はわが国が金融・資本市場を規制して開放しないからだ、という考え方を持っていた。わが国へ大幅な金融開放を求めるアメリカは、1984年開かれた日米円・ドル委員会へ強

い態度で望み、その結果わが国の金融自由化は大きく進展したが、15年前に起こった出来事を高木（1984）によって振り返ってみよう。

当時、わが国を困む主な条件は次のようだと考えられていた。(1)国債の大量発行と累積で、その自由な売買すなわち金利自由化は不可避。(2)貯蓄過剰でわが国は資本輸出国へ転じ、他方で海外の自由金利市場から資金調達が盛んになり、金融に関する内外の仕切りが薄弱化。(3)低圧経済が居座って資金需要が弱く、硬直的な金利体系、長短分離原則、強力な金融規制などが無力化の趨勢。(4)アメリカの対日要求には、ヨーロッパ諸国や経済開発協力機構（OECD）の支持があり、いわゆる外圧が膨張。

このとき、わが国が行うべきだとされていた金融自由化の目標5点を挙げ、各々に筆者がみた現況を太字で付記しよう。(1)預金金利自由化を順次進める（**現状：自由化された預金金利は横並びで、預金者に選択権が事実上ない**）。(2)外国金融機関の進出へ門戸を開く（**現状：日本市場が魅力を欠き、外国金融機関の進出は多くない**）。(3)円の国際化を進展させる（**現状：円は決済通貨としても準備資産としても、諸外国できわめて僅かしか使われていない**）。(4)短期金融市場を整備する（**現状：CP市場と手形市場は育成されたが銀行引受手形（BA）市場は成長せず、短期割引国債（TB）の発行量は多くない**）。(5)わが国金融機関の経営基盤を強化し、信用秩序を健全に維持する（**現状：銀行はリストラ策ですら横並びで、信用秩序はガラス細工**）。

4.2 日米円・ドル委員会のあと

1985年のプラザ合意 円高不況 不況脱出へ向けた財政・金融政策の失敗と投機の組み合わせ バブル現象 バブル経済崩壊 現在も続く平成不況 不良債権の顕在化 金融システムの動揺、という動きがその後加わったが、ここ15年間におけるわが国金融面の変容は、直前でみたように抜本的とはいえないように思われる。

現在、本来は必要とされる預金保険料率すら負担できない低収益の銀行が、数多く存在している。横並びを脱した銀行間競争がなければ、預金者は金利自由化による便益を享受できないし、外資金融機関の上陸による競争水準の向上も期待できない。市場経済を標榜しているわが国で、オーバーバンキングがなぜ継続されるのだろうか。

資金不足が続いた高度経済成長期に、護送船団行政が一定の役割を果たしたことは事実だが、これがオーバーバンキングの有力な原因であることは否定できず、効率最低の金融機関へ生き延びる機会を与え、官製の競争回避策となった。しかし、北海道拓殖銀行が倒産し日本長期信用銀行と日本債券信用銀行が事実上倒産したあとも、公的資金が投入された銀行ですらリストラ策は横並びだから、もたれ合い体質は民間にも存在すると考えざるをえない。

4.3 わが国の金融制度改革はなぜ進まないか

こうした事情の原因は、競争に対するわれわれの考え方にあると思われる。考え方のアメリカ型は共通条件の下で戦う‘fair competition’を重視し、日本型は競争結果に大差が付かない‘fair share’へ執着し勝ちである。現在、われわれはグローバル・メガコンペティションの下で、‘fair competition’による並み優れた成果を引き出す必要があり、

そのルールを受け入れるのが適切だろう。‘ fair share ’ がうまく働く世界は理想社会だが、現実はそのように展開しないことを誰もが知っている。

勿論、アメリカでも常に ‘ fair competition ’ が貫徹する訳ではなく、1984年に大手銀行コンティネンタル・イリノイが公的資金と民間協調融資によって、緊急救済を受けた有名な事実がある。アメリカの連邦預金保険公社（FDIC）が活動を開始した1934年から、1997年までに至る間の銀行破綻処理の実績をみると、当初は破綻処理に向けて預金保険金支払（ペイオフ）が多く用いられ、当該の銀行にとっても顧客にとってもハード・ランディングが強いられたが、あまり時間を置かないうちに買収承継（P & A）という形が増え、当該銀行にとってはハード・ランディングであっても、顧客に対してはソフト・ランディングが割り当てられてきた。

アメリカの銀行数は、わが国の銀行数と桁違いに多いにしても、銀行破綻の処理件数がきわめて多い。FDICが業務を開始した1934年から、1997年間で64年間に銀行破綻の処理件数は2,131件に達し、あまり意味はないが平均を算出すると毎年約50行が破綻してきた。銀行倒産は当該銀行が資本を失うだけでなく、各種の社会的コストの支払も必要とするが、それらは競争市場から敗者を退出させて得られる効率に、十分引き合うという暗黙の合意がアメリカ社会にはあるように思われる。

これに対してわが国では、預金者保護の名の下に極度の銀行保護政策が取られ、銀行破綻が回避されてきた。しかし、1990年代に入ってから関係者のみならず国民全体が、金融システムの安定化を確保するため支払った甚だしい苦痛を顧みれば、銀行破綻処理の洗練された方法を構築する必要は当然あるが、銀行を潰すことを無理に避けない競争市場の育成を、併わせて検討すべきだと考えられる。

5 ビッグバンをどう受け止めるか

5.1 金融機関市場の将来

小節5.1を、主として高木（1995）によって述べると、アメリカで金融機関全体が保有する金融資産総額に占める銀行のシェアは、1945年に49.9%あったが1997年には20.1%へ落ち、これを根拠として銀行産業衰退論が唱えられた。長期的には、新種の金融商品と新種の金融機関が次々に出現するから、金融機関全体の資産に占める銀行資産のシェア低下は、むしろ当然である。衰退論の結論は、貸付などオン・バランスシート業務の結果を示すストック・ベースではなく、手数料などオフ・バランスシート業務がもたらす収益や、国民経済計算の所得面といったフロー・ベースで計れば、銀行はむしろ成長産業と判定できるというものである。

現在、銀行は金融仲介機能と決済機能を併わせて果たし、特殊な地位にあると目されている、しかし、電子マネーが登場し、最終的には銀行預金の差額決済へ頼るにせよ、企業間で資金受取・支払のネットィングが行われ、あるいは個人も含めてインターネット取引が行われている時代に入り、コンピュータ技術と通信技術の急速な進歩へ配慮すれば、現在のような銀行の地位がいつまでも続く保証はない。

前出した、アメリカの金融制度改革法案審議の経緯で判るように、現行のBHCより

広範囲の非銀行業務をFHCへ認める試みは実行直前にあり、銀行業の総合金融サービス業への移行は実現を目前にしている。こうした動きは、法人分離原則に従い持株会社方式で行われるとき、ありうべき弊害を小さく留める可能性が高く、提供される金融サービスの総合化によって、「規模の経済」と「範囲の経済」を示すことも期待される。連邦準備制度理事会（FRB）議長グリーンズパンによれば、銀行の基本的な目的は昔も今もリスクを評価し、引き受け、かつ管理することで、将来の銀行はバランスシートの規模が小さいながら、大きい金融リスクを引き受けかつ管理する、「金融マネジメント・アドバイス・コミュニケーション会社」へ進化するだろうという。

5.2 金融制度改革の強い契機

銀行業の総合金融サービス業への移行は、一方で企業ないし市場の問題だが、他方で金融制度改革の問題であり、改革のためには強い契機と立法措置が必要である。ここでは、金融制度改革の「産みの母」である、「強い契機」について述べよう。

アメリカで、抜本的な金融制度改革の動因は1930年代の大不況と、1980年代の第2次石油ショックという強い契機にあると、すでに述べた。また、1991年の金融制度改革が予定通り進まなかったことも、1995年以降の金融制度改革がいずれも立ち往生していることも、それぞれ理由をすでに説明した。金融制度に限らず、制度改革は関係者の一部の既得権を侵害する結果になるから、既存の制度の下では耐えきれない苦痛ないし矛盾、すなわち「強い契機」がなければ実行へ移れない。

わが国について大袈裟な引き合いを出せば、幕藩体制への貨幣経済の浸透と門戸開放への海外主要国の要求という強い契機が、明治維新による資本主義経済への移行を実現させ、もともと内在していた社会的矛盾と敗戦という強い契機が、第二次世界大戦後に民主化と経済成長の果実をわれわれへ与えてくれた。また、日本版ビッグバンを求めるようになった契機についても、すでに述べた。

5.3 日本版ビッグバン成功へのシナリオ

現在、わが国で金融制度改革を成就させるための条件としては、雇用の流動化、専門経営者層の誕生、コーポレート・ガバナンスの深化、情報公開、事前型規制から事後型規制への転換、政治家主導の改革プラン……、そして何よりも金融システムの安定化が挙げられるが、もっとも必要とされる条件は以上で述べてきた意味での「強い契機」だと思われる。中谷巖（1997）は、「経済構造改革は……規制緩和や税制改革といった部分的な言葉だけで語れるものではない、日本の基本的な社会風土を改める抜本的な改革だ」と述べているが、これは別言すれば本稿でいう「強い契機」の必要を示唆しているものと解される。

高木（1998）によれば、日本版ビッグバン達成の条件として決して望ましくはないが、(1)大規模金融機関の倒産、(2)外資による本邦金融機関の買収とその後の厳しいリストラ、(3)東京国際金融市場の空洞化といった、「高価な授業料の支払」ないし「劇薬の嚙下」が強い契機として必要ではないかと、高木（1997）は三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券の経営破綻に先立ち主張した。前出した日米の歴史的事実を顧みれば、これを

一概に暴論とはいえないように思われる。ただし、幕末期、大不況期、敗戦期、および第2次石油ショック当時と比べ、現下の状況が「強い契機」になりうるかどうかについては、意見の分かれるところだろう。

なお、公定歩合0.5%が4年も続く異常な低金利時代に、外資金融機関が活発に上陸する可能性は低いが、オーバーバンキングが改善されないまま金利が正常水準へ復帰すれば、外資攻勢は大いにありうるだろう。一般産業と違い、銀行産業は一国のマネー・サプライに関わるだけに問題は野放しという訳にいかず、一方で外資金融機関との競争を歓迎しながら、他方で国益へ配慮するバランスの確保が望ましい。

6 おわりに

すでに述べた、「高価な授業料の支払」ないし「劇薬の嚙下」が必要であるという見解は、いかにも極論と受け取られ兼ねないが、同様の主張が本稿ほど具体的ではないにしても、リチャード・カツ（1999）によってなされている。

カツによれば、日本は1955年から1973年の石油ショック期に至るまで開発至上主義がうまく働いて、先進諸国へのキャッチアップに成功した。1973年以降、石油ショック、アジア新興諸国の台頭、賃金上昇、その他の構造的要因によって日本の産業は過剰生産力に悩まされるようになったが、政府と与党自民党ことに後者は輸入制限や補助金交付を進め、あるいは非公然のカルテルや談合を容認し、本来は市場から退出すべき企業と産業を守り、かつて効率的だった製造業のかなりの部分の活力を低下させ、市場競争の腐敗の程度を深めた。

日本はいくつかの面で、腐敗の進行を止めて新しい展開を目指すため、制度の改革をしなければならない。金融システムにおいて、貸手も借手も誤りを犯したときは対価を支払う仕組みが必要だし、貯蓄者は幅広い選択肢の下で正当なリターンを得るべきで、日本版ビッグバンも成就させる必要があると、カツはいう。

カツはいわゆるリビジョニストでなく、日本を愛し心配を重ねている人物で、日本は明治維新と第二次世界大戦の敗戦のとき、きわめて重い難題に直面して必要とされる変化を達成するため、ほとんど180度の大幅な転換をやり遂げた国であるという。今日の日本が必要としている改革のプロセスは、前2回の出来事に比べて必要性が劣っている訳ではなく、状況がドラマティックでないため改革に時間が掛かるだろうが、日本が改革に成功する可能性は高いと、彼は診断している。本章が主張しているのは、「高価な授業料の支払」ないし「劇薬の嚙下」が改革プロセスにとって、起爆剤または強い契機となるのではないかという見通しである。

第3章 金融ビッグバンとEU金融市場統合

1 はじめに - 問題意識 -

1999年1月1日にEU通貨統合の最終段階としてのユーロが導入され、EUは単一通貨で統合された。ユーロ導入は単一通貨圏の形成という意味をもつ一方、金融市場統合の成果の上に組成されたものであるという意味で、金融システムの共通化が実現したものと考えられる。いわば、究極の金融ビッグバンが通貨統合というユーロ導入によって確立されたものともいえよう。

日本の金融ビッグバンを考察するとき、その根底にあるものが金融システムのグローバル・スタンダードとの整合性の確保であるとすれば、そのグローバル・スタンダードの理念を明確にする必要がある。ビッグバンのインフラとしてのディスクロージャー、早期是正措置、会計基準などの整備はアメリカ的システムとの整合性確保であるともいわれる。はたしてアメリカ的（アングロ・アメリカン）スタンダードのみでグローバル・スタンダードを考察してよいかと問われるべきである。

この点で、EUの金融システムからグローバル・スタンダードとして抽出できるものを明確にすべきであろう。たとえば、

アメリカでは早期是正措置を1991年のFDICIAで導入したが、EUにはそのような制度はない（日本で行なわれている自己査定はアメリカにも存在しない）

アメリカでは1966年に郵便貯金制度を廃止したが、EU諸国には存在する、

アメリカにも公的金融が存在するが、出口（Federal Credit System）のみである。

EUでは公的金融システム（日本の財政投融资制度）がより多様である、

アメリカには協同組織金融機関がcredit unionという形でしか存在せず、市場シェアも小さいが（相互組織としてのS&Lがあるが、かなりのものが株式組織に転換している）、EUには協同組織金融機関がかなりの市場シェアを有しており、その存在意義が大きい、

といった制度的な相違がもたらす点をグローバル・スタンダードの解釈に反映させるべきであろう。

2 金融システムの類型

2.1 金融システムのタイプ

現在の日本型システムが指向していると思われるアメリカの金融システムのプレーヤーは、主に営利法人である商業銀行で、相互組織であるS&Lも株式会社形態が多くなっているように、営利組織に近い存在になっている。非営利の協同組織形態としては、クレジット・ユニオンと農協系の協同組合銀行のグループにすぎず、資金シェアは小さい。郵便貯金は1966年に廃止されており、政府系金融機関は存在しているがその資金調達は基本的には市場調達である（連邦資金調達銀行 Federal Financing Bank が財務省が

ら借入れの形態をとるが、その原資は財務省の国債発行によるものが多い。

これに対し、ヨーロッパの金融システムは、ドイツ流のユニバーサルバンクに代表されるように、業務面での自由化が進んでいるが、国によってシステムは区々である。しかし、いわゆる間接金融の担い手である狭義の金融仲介機関は、商業銀行グループ、

貯蓄銀行グループ（イギリス：国民貯蓄銀行・信託貯蓄銀行（旧）、フランス：貯蓄金庫、ドイツ：貯蓄銀行、イタリア：貯蓄銀行、スウェーデン：貯蓄銀行）、協同組織金融機関グループ（イギリス：住宅金融組合、フランス：庶民銀行、ドイツ：D Gグループ銀行、イタリア：庶民銀行、スウェーデン：協同組合銀行）の3つに大別される。株式会社組織である商業銀行グループのほかに、これを補完する形で貯蓄銀行・協同組織金融機関が存在するのが一般的である。

貯蓄銀行グループは、協同組織金融機関とは非営利という点で似ている。しかし、貯蓄銀行は一般に不特定多数を対象とするもので、員外取引を区別しない点で異なっている。貯蓄銀行の中には、公営のものも多いが、民営のものには協同組式的組織のものも多くある。とくに、日本の郵便貯金制度に対応するのがこの貯蓄銀行であったり、別に郵便貯金として存在する場合もある。

協同組織金融機関は国によっては、住宅金融に特化していたり、農業金融に特化しているなどの特殊性はあるが、メンバーシップに則とり、非営利の経営が行なわれている。これらは、ドイツのシュルツェ・ディーリッチュ型の信用組合、ライフアイゼン型の信用組合の伝統、イタリアでのルザッチの協同組合運動などの系譜を反映するものである。協同組織金融機関は、その発生からして基本的にはメンバーシップ制である。しかし、ヨーロッパの土壌の中で、他の金融機関と同質化してきている。たとえば、協同組織金融機関の中には員外からの預金吸収に制限がないもの、貸出についても員外を制限しないもの、も多いことが挙げられる。さらに、ヨーロッパの協同組織金融機関には、税制・補助金等の面で特別の優遇措置を受けていない場合も多い（配当課税を除く）。

2.2 日本の金融システム

日本の金融システムは郵便貯金や協同組織金融機関のシェアの小さいアメリカ型ではなく、むしろヨーロッパ大陸型に近いのである。表3-1のように、ディスクロはヨーロッパでは積極的ではないし、預金保険の活用も盛んではない。日本型システムの特殊性（問題処理の密室性や行政の不透明性、弱い検査機能など）はアメリカに比べてのものであり、日本特殊論はややアメリカ・サイドに偏しているきらいがある。日本の金融システムを考えると、営利組織にはアメリカ型を追求するとしても、非営利組織をいかに市場型システムと整合的にソフトランディングさせるかが重要で、ヨーロッパ型システムから学ぶべきであろう。金融システム論として、営利組織と非営利組織のバランス、機能分担などが十分議論されてこなかった点に、金融不安の一端があるともいえよう。ただ、ヨーロッパでも営利組織金融機関のリテール・シフト現象は存在しており、協同組織金融機関への影響は大きい。

金融グローバリゼーションの中で各国の金融業務の相互参入ないし規制緩和をみると、証券業務は基本的には自由になっている。一方、保険業務はヨーロッパでは基本的には自由で、多くは子会社方式である。しかし、アメリカと日本での保険業務は他業態

に対し基本的に禁止されている。また、銀行の事業会社の株式保有などには制度的違いが大きい。

今後、金融業がリスク管理という括りで統合・整理される方向にあるとすれば、金融機関をシステミック・リスクから守るためには、市場性証券に運用する取引勘定（決済勘定）と非銀行関連業務を分離する、いわゆる「ナロウバンク」方式を導入することも重要になる。この点は、アルフィナンツないしバンカシュランスに代表されるような銀行業務と保険業務が統合される状況でも同様であろう。

金融規制は、グローバル化やデリバティブ取引に代表される金融システムの市場型への転換に伴って、市場の規律を重視する方向を向いている。ところが、表3-1に示されるように、中央銀行の最後の貸手機能の活用については多くの国で異論はないが、市場規律を担保すると思われるディスクロージャーはアメリカを除くと、その程度は弱いものである。したがって、市場型金融システムの確立をいかに担保するのかを合意することが規制の国際的ハーモナイゼーションにとっては重要であろう。

日本の金融システムは、株式会社の普通銀行等のほかに、協同組織金融機関もあり、郵便貯金もある。それぞれ全金融機関の資金のうち23%、25%のシェアである。営利組織の金融機関の資金シェアは50%強でしかないのである。したがって、日本の金融システムは郵便貯金や協同組織金融機関のシェアの小さいアメリカ型ではなく、むしろヨーロッパ大陸型に近いのである。

(表3-1) 金融規制の類型化 (『金融経済研究』第9号、p.83)

	ディスクロージャー	預金保険	LLR
アメリカ			
イギリス		×	?
日本		×	?
ドイツ	×	×	?
フランス	×	×	?

*LLRとは、中央銀行の最後の貸手機能のこと。

：積極的、×：禁止あるいは否定的、×?：制度はあるがあまり利用せず。

2.3 ヨーロッパ型システムの特色と日本の方向

ヨーロッパ型システムの特色を解明することが、今後の課題であるとしても、いくつかのヒントはある。大久保[1995]は、イングランド銀行は経営困難に陥った銀行の支援はできる限り秘密にすること、支援の有無について明確な基準はなく、事前に予測しえないようにすることが重要とされていること、検査官の数も多くないこと、などを指摘している。とくに、銀行と当局の関係について、国内の銀行も国外の銀行も取扱が同じで、当局は銀行の育成にも配慮する、銀行経営には規律と自己管理が重んぜられる、当局との意思疎通が重んぜられる、規則は状況に応じて柔軟に適用される、問題は密室（behind the scene）のうちに処理される、という特色があり、イギリス型システムは日本型に近いといい、他のヨーロッパ諸国でも同様であるという。むしろ、アメリカ型システムは訴訟社会を反映し、コストがかかりすぎるという。

金融機関のディスクロージャーを否定することは、金融システムへの信頼性・透明性の向上に資するものではないので、できるだけ避けなければならない。しかし、すべてアメリカ型のシステムにするのがよいとも思われず、協同組織金融と公的金融を併存させる金融システムについての方向付けが重要である。この点で、ヨーロッパ型システムを参考にすべきであるし、高齢社会を日本よりも先に体験している国の経験に学ぶことも多いはずである。

ただし、注意しておくべきことは、ヨーロッパ型社会の安定性ないし成熟性は評価されるべきであるが、果たしてダイナミックな社会であるかは問うておく必要がある。金融の世界でもデリバティブに代表される先端分野はマネーセンターであるニューヨークの主導性は大きく、先進的なところに鞘寄せしておくことが重要な視点でもある。日本のシステムの方向としては、アメリカ型の透明性・競争メカニズムとヨーロッパ型の多様性を統合したシステムなのであろう。

3 ユーロ導入とEU金融システム

3.1 ユーロ導入の意味

ユーロ導入は金融市場統合とりわけ金融システムの統合の上に成り立つとすると、その成果として金融資本市場がより効率的になることが期待される。このことは1986年2月の欧州単一議定書 (Single European Act) に基づくSMP (single market programme)の延長線上にあるものと理解される。金融システム面では、88年の「第2次銀行指令」の実現 (単一銀行免許制度の採用) が金融資本市場の統合を具体化するものであった。この指令以後、自己資本比率に関する指令 (89年に2つの指令が提示された)、マネー・ロンダリングに関する指令 (91年)、金融機関の監視・監督に関する指令 (92年に2つの指令が提示された)、投資会社・金融機関の適正資本に関する指令 (93年)、預金保険制度に関する指令 (92,93,94年) などが出されている。

これらの指令に基づく制度改革によってEU諸国の金融自由化・規制緩和が進み、金融資本市場は競争的な市場となっている。その結果、1988年のチェッキーニ報告 (Cecchini Report) が指摘したよりも多くの分野で金融サービス価格は下落し、各国間の価格の幅はかなり縮小したことが確認されている。

以下では、SMPにより金融システムの効率性がいかに向上したかを実証研究の紹介によって検証したい。具体的には金融サービス価格の変化、金融機関における規模の経済性・範囲の経済性のチェック、およびX非効率性に関する分析の検討である。

3.2 EUの金融システムの特色

EUの金融システムには株式会社形態の金融機関、協同組織形態の金融機関、公的金融機関が併存し、ある程度の市場セグメンテーションが行なわれており、グローバル・スタンダードと摸されるアメリカ型の株式会社組織金融機関中心の金融システムではないという特色がある (表3-2)。さらに、金融自由化の過程で表3-2の構成比 (資産ベース) はフランスとイタリアを除くと大きく変化していない。他方、フランスでは

民営化が進み、イタリアでは公営化が進んだ。

公的所有の金融機関の存在、とくに協同組織金融機関の存在は中小企業・個人分野の重視での表われである。リテール分野には大銀行の進出も激しく、競争は激化しているが、EUの協同組織金融機関は自らのアイデンティティを確立し、リテール分野での棲み分けを模索している。すなわち、

大規模金融機関のリテール戦略と協同組織金融機関のリテールには、基本的にスタンスの違いがあること、

大規模金融機関のリテール戦略は、収益指向・収益第一であり、リテールの対象も中堅企業・富裕層といった分野である（イギリスの大銀行の2,000の店舗網によるリテールは、イギリスのA（1,600家族）・B（企業経営者・役員）層という上流階層を相手にしている）

協同組織金融機関のリテールは、地域での人的結びつき、融け込みといった地域への密着、収益指向というよりも、地域での共存を第一としている。たとえば、フランスの庶民銀行は大企業取り引きも可能だが、中小企業金融に特化し、全金融機関中4%の預金シェアにもかかわらず、中小企業金融貸出市場のシェアは24%である。イタリアの庶民銀行は中小企業金融市場の60%のシェアをもつ、
が指摘できよう。協同組織金融機関は地域金融機関として地域ニーズに対応することをアイデンティティとしている。グローバル化、通貨統合への対応として、絶対の切り札とでもいふべきものはむしろ存在せず、地域金融機関の本来の機能、優位性を活かせる分野への深耕がなによりも必要である。制度的相違による金融システムの違いは残る可能性が高い。

このような市場セグメンテーションないし目的関数の異なる金融機関の存在は、コーポレートガバナンスの問題でもあろう。すなわち、アングロ・アメリカン型の多数株主と経営者の権限強いシステムに対して、大陸欧州型の少数株主の保有による企業所有と労働者の経営参加のシステムの相違であろう。

（表3 - 2）金融機関の経営形態 [資産ベース、括弧内は83 - 88年の変化]
(Moore Report (1997) pp. 15, 16 (Table 2.6 & 2.7))

	民間所有	公的所有	相互（協同）組織	外国機関
ベルギー	37.0(1.5)	16.8(-5.2)	11.0(2.4)	35.2(1.3)
デンマーク	69.5(-0.1)	1.3(-1.0)	29.2(1.1)	n.a.
フランス	24.2(19.6)	42.2(-20.3)	20.2(-2.7)	13.5(3.4)
ドイツ	32.0(0.9)	49.5(0.4)	16.7(0.7)	1.8(-2.0)
ギリシア	11.0(2.9)	83.7(-5.1)	n.a.	5.3(2.2)
アイルランド	61.7(6.0)	4.0(-0.2)	12.9(0.7)	21.4(-6.5)
イタリア	12.3(-9.1)	7.9(7.5)	16.8(1.2)	3.0(0.4)
オランダ	61.2(5.5)	8.1(1.0)	17.7(-5.8)	13.0(2.3)
スペイン	49.0(-4.3)	2.3(-5.6)	37.7(6.2)	11.0(3.7)
イギリス	31.8(-1.4)	1.0(0.0)	14.0(0.8)	53.3(0.7)
ポルトガル	6.8(n.a.)	87.1(n.a.)	1.9(n.a.)	4.2(n.a.)

*) 公的は政府部門（中央・地方）所有

4 SMPの効果

4.1 SMPによる金融サービス価格の下落

SMPの進行による金融システム面の制度改革によってEU諸国の金融自由化・規制緩和が進み、競争的な市場となっている。この点を明らかにするためEC委員会はMoore Report(1997)をまとめ、各種の側面からSMPによって得られた効果を測定している。

88年のチェッキーニ報告(Cecchini Report)は、域内市場統合の完成時(92年)に獲得されうる利益を推計したが、その中で金融サービス価格(87年時点)を計測し、その値が市場統合の完成する92年末には相当下落することを推計した。Moore Reportはいわばその追試を行なっているが、金融サービス価格のうちいくつかのものは96年には実際に下落し、各国間の価格の幅はかなり縮小したことを明らかにしている(もっとも価格下落が少ない分野、価格差が縮小していない分野もある。表3-3参照)。具体的には、

商業ローン、住宅ローン、個人株式取引は、調査対象国7カ国中5カ国で下落した、

クレジット・カードはあらゆる国で下落した、

小切手口座は、調査対象7カ国中3カ国で下落した、
が明らかである。

(表3-3) 金融サービスの価格下落(Cecchini[1988]〔左の数字〕との比較、単位 ecu)
(Moore Report (1997) p.43.)

	商業ローン	クレジット・カード	住宅ローン	小切手口座	個人株式取引
イギリス	6,875 7,500	61 35	290 475	112 4	23 18
フランス	4,375 3,885	37 33	653 626	10 -70	9 51
ドイツ	5,000 2,114	84 32	575 245	117 52	11 20
ベルギー	4,500 3,755	94 71	480 408	0 38	14 13
オランダ	6,750 2,741	75 27	343 180	0 n.a	22 13
アイルランド	5,125 4,843	99 40	350 552	240 280	10 3
スペイン	5,625 6,976	66 43	800 540	2 109	17 13

*) は Cecchini[1988]よりも下落していることを示す。

4.2 規模の経済性の計測

金融システムの効率化は、金融産業の規模の経済性と範囲の経済性の発揮によって実現される。Moore Reportでは規模の経済性と範囲の経済性の計測を行なった結果、それぞれの存在を確認している。

Moore Reportでは、通常計測される費用関数の計測の手法を用いて、規模の経済性を

計測している。実際の計測は、87～94年(年次データ)で、IBCAの“Bankscope database”によるもので、資産規模別に行なわれている。

計測結果によれば、規模の経済は景気変動に対応し、景気後退期には顕著で、景気回復期には減退する傾向があるという興味深い結果が得られたが、個々の国について見ると、

イギリスでは、90～94年の計測期間中で、93年を除くと規模の経済が計測された、スペインでは、87～94年の計測期間中で、90、91、94年に規模の経済が計測された、オランダでは、90～94年の計測期間中で、91～93年に規模の経済が計測された、ベルギーでは、90～94年の計測期間中で、94年以外は規模の経済が計測されたが、90年には大規模行では規模の経済が存在しない、

ポルトガルでは、92～94年の計測期間中で、93年のみに規模の経済が計測された、ドイツでは、87～94年の計測期間中で、小規模行(100億 ECU 未満)については規模の経済が計測されたが、大規模行については87～91年には規模の経済が存在しなかった、

フランスでは、87～94年の計測期間中で最小規模行(10億 ECU 未満)については規模の経済が計測され、89～94年に小規模行(10～100億 ECU)で計測されたが、87・88年は中規模行以上で規模の経済が存在せず、91年には大規模行で存在しない、

イタリアでは、87～94年の計測期間中で、90・91年に規模の経済が計測されたが、93・94年の小規模行を除くと規模の経済は存在しない、

ルクセンブルグでは、90～94年の計測期間中で91年のみ規模の経済が計測されたが、90・94年に小規模行のみ計測されたのみで、ほかは存在しない、

デンマークでは、92～94年の計測期間中で、92・94年に一部を除いて規模の経済が計測された、

が明らかである。押し並べて、規模の経済が計測されたが、規模の比較的小さい銀行について規模の経済が顕著である。したがって、小規模行は規模の拡大によって利益を得る可能性が高い。他方、大規模行については常に規模の経済が存在するわけではないので、規模拡大の効果は限定的である。

4.3 範囲の経済性の計測

SMPはEUにおいてユニバーサル・バンキングを一般化させ、さらにバンカシュレーション、アルフィナンツを促進している。Moore Report は範囲の経済性の計測を行ない、SMPが銀行業の範囲の経済性を促進したことを示した。Moore Report では、範囲の経済性を伝統的な計測手法(費用の補完性)ではなく、“expansion path subadditivity”(EPSUB)によって計測している。“expansion path subadditivity”は、たとえば2つの小銀行が別々に産出するよりも、ある規模の銀行(ユニバーサル・バンク)が、小銀行の夫々の産出物を結合して産出する方が効率的であるか(大規模銀行が小規模銀行に分割するとコスト高になること)を検証するものである。計測結果によれば、範囲の経済性は、大規模銀行において存在することが確認される(資産規模500億 ECU 以上と10～100億 ECU 規模の銀行について(イギリス、スペイン、オランダ、ベルギー、ドイツ、フランス、イタリア)。ただし、ルクセンブルグ、ポルトガル、デンマークは除く)。

4.4 S M P による X 非効率性の減少

Moore Report では、I B C A の “ Bankscope database ” を用いて X 非効率性を計測している。実際には、efficient cost frontier と実際の費用との乖離を計測し、その大きさを X 非効率性と定義している（正確には、誤差 + X 非効率性）。

S M P の進展が、X 非効率性を低下させたかをチェックすると、S M P の成果が明らかになってきた90年代に入って X 非効率性（現実の費用と最低費用（費用関数から得られる理論値）との乖離）は低下しつつある（X 非効率性を総費用に占める割合で示すと、E U 諸国の平均値では、90年[27.2%] 91年[27.1%] 92年[26.1%] 93年[24.5%] 94年[22.9%]、と低下した。さらに、国別には表3 - 4 をみても93・94年には顕著に低下している）。計測結果からは、

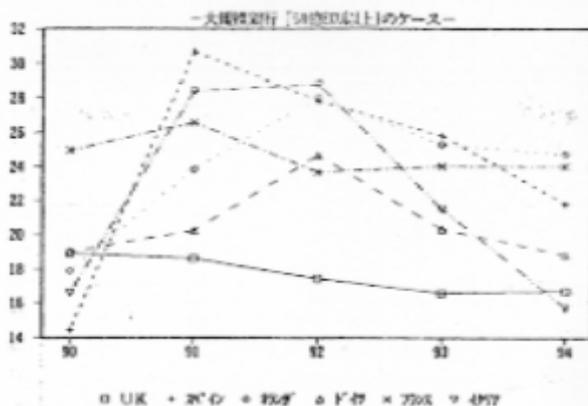
国別では、デンマーク、ポルトガル、スペインで X 非効率性の低下が顕著である、金融機関の規模別では、小規模金融機関の方が大規模金融機関に比べて、X 非効率性が大きい、

大規模な金融機関で X 非効率性の減少が顕著である（図3 - 1）といったことが分る。この結果から、S M P が金融機関の効率性を高めたことが明らかで、通貨統合によって X 非効率性の低下の傾向は強まり、金融機関の効率性向上は一層加速されることになろう。

（表3 - 4）X 非効率性の計測（Moore Report (1997) p.93.）（%）

	87	88	89	90	91	92	93	94
イギリス				18.1	19.0	19.5	18.2	18.0
スペイン	16.0	14.8	15.1	17.9	21.2	20.4	20.0	16.1
オランダ				18.1	17.1	25.7	26.9	24.5
ベルギー				21.6	19.2	20.0	19.0	17.6
ドイツ	19.1	18.3	19.9	20.2	21.3	19.9	18.4	17.4
フランス	18.0	19.8	22.1	21.0	21.3	21.4	20.2	18.7
イタリア	15.4	15.2	17.2	14.3	16.6	19.2	19.2	13.3
ルクセンブルグ				15.2	15.3	13.8	13.6	11.5
ポルトガル						24.5	18.2	12.3
デンマーク						21.2	21.7	12.2

(図 3 - 1) 大規模金融機関の X 非効率性 (Moore Report[1997]pp.94 ~ 95.)



5 残された課題：金融システムのセイフティネットの共通化など

ユーロ導入に伴って金融資本市場が統合され、加盟各国の預金者は有利な金融機関と取引するようになったが、金融機関にすれば居住者・非居住者の区別がなくなることになった。そこで、各国の預金保険制度を共通化すること、あるいはその適用を共通化することによって、セイフティ・ネットを共通の基盤にすることや、コンピュータ・システムの安全性についても同様な視点からの整備が必要となった。

預金保険制度は従来、国によって制度が異なっていた。たとえば、付保対象預金についてみると、日米が採用している定額付保制度に対して（付保限度以下の預金者に市場規律が要求されない可能性が高いといわれる）、イタリアやイギリスは比例損失填補制度で預金額の一定比率をもって保険金支払額とする制度であり、小口預金者に対しても破綻にともなう損失の一部を負担させるものである（市場規律を要求し、金融機関選択のインセンティブがはたらく）。これに対してドイツは定額付保上限方式から当該銀行の自己資本の30%という付保限度としているが、これは金融機関の自己資本維持・向上の確保を迫るものである。いずれにしても、1国内で異なる預金保険制度が併存し、預入銀行の母国毎に付保条件が異なることになるが（母国主義）、預金者にすればどこの国の銀行に預入しても当該国の預金保険制度の対象になるとすれば、どこの国の金融機関が有利かを選別するインセンティブが働く。

また、預金保険制度が金融機関の破綻処理にあたって保険金支払（ペイオフ）の手段しかもたない国としてフランス、イギリスがあるが、破綻処理に対する権限を付与している国もある（ドイツ、イタリア等）。金融機関にすれば母国主義で預金保険制度に加入するのか、有利な国の預金保険制度に加入するのかという選択が起こり得よう。

EUでは92年預金保険制度設立に関する指令提案、93年同修正案で、最低付保額2万 ECU（比例損失填補制度国では2万 ECU までの付保率は90%以上）、母国に比べ現地国が高い付保レベルの場合にはその海外拠点は現地の預金保険制度に加入するといった標準化が行なわれている。ただし、母国制度のレベルが現地国よりも高い場合の調整方法が規定されていないので、母国制度の有利な外国金融機関が選択される可能性があることが指摘できる。これは、海外預金者の付保を拒絶するなどの母国当局による恣意的運用を招く可能性をもっている。さらに、加盟国のある国の預金保険制度が破綻処理に対して資金拠出する際、公的資金を投入できる制度がある場合に、母国以外の当該国の海外拠点に対する扱いなどについて国際倒産法上の問題点も指摘されている(嶋拓哉 (3)[1995.8]pp.93~94)。

加盟各国の金融監督制度についてもECBの下での共通化するか、あるいは共通の規制・検査・監督を行なうことが金融資本市場が円滑に機能する上で重要なインフラとなるろう。

いずれにしても、金融システムのプレーヤーは同質化が進み、各国の金融資本市場を差別化するには、独自の機能をもつことが必要になるが、これは通貨統合とはアンビバレントかもしれない。

第4章 金融ビッグ・バンとオープン・マーケット

- 取引所集中義務撤廃と非取引所取引システム -

1 はじめに

— 成熟経済下の蓄積構造

成熟経済とここで称するのは、かつての資金不足経済から資金過剰経済へと変貌をとげた経済の姿である。例えば、身近な戦後日本経済の状況を考えてみると、戦後の復興から成長の過程においては、企業における蓄積資金の不足と大衆の所得水準の低さから、常に成長資金の不足に悩まされ、これが金融経済の全体像を決定してきた。しかし、低成長経済への移行とともに成長資金への需要は影を潜め、逆に金融機関の手元における余剰資金の滞積が始まった。すなわち、成長過程において育成された生産力の成果は、蓄積資金の積みましとなって現れ、大衆の所得水準はかつてない程高いものになった。しかるにこの滞積された資金に呼応するだけの資金需要はどこを見渡しても存在しないのである。

今は身近な日本について考えたが、しかし世界経済においても、ひと回り大きな規模で、同様のことが生じてきている。それは管理通貨制度への移行にはじまり、金ドル交換停止を経て、今日に至る国際的な規模での通貨供給機構の変化を背景としての蓄積構造における変化であるが、企業における自己金融の増大、外部資金依存度の低下、銀行依存度の低下など、金融機構における変化は継続してきている。

なかでも重要なのは、こうした変化を受けて、企業そのものが資金の運用・調達の両面において「金融主体化」し「金融的自立」を遂げてきていることである。場合によっては金融を専らとする子会社さえ設立される。それは、金融の世界が、旧来の金融業の枠を越えたものとなりつつあることを意味している。1986年のイギリスにおけるビッグバンが公正取引庁による証券取引所に対する独占禁止法違反の訴えに始まったことの意味には実に深いものがあると言わねばならない。金融専門業者の世界の一般開放が求められていたのである。

それとともに、委託売買手数料の自由化の過程に見られるように、資金運用・調達の専門業者である機関投資家の発言権が強くなり、その経済社会における位置はかつてない程重要なものとなった。すなわち、機関投資家は企業の調達・運用の両面に関係することで大きな社会的地位を確保するようになった。

こうした変化は、旧来の銀行を中心としての資金回路の外側に、発展した大規模なオープンマーケットを中心とする資金回路をつけ加えることになった。やや短絡的にいえば、旧来の間接金融の機構の外側に、企業が直接に取引する直接金融の機構が大きく付け加わったということもできよう。それは企業の「銀行離れ」を意味し、この銀行離れが銀行経営を直撃し、銀行は斜陽産業か否か、銀行業の将来性いかに問われることになったのである。そして少なくとも旧来型の銀行は存在の根幹を問われ、生き残るためには変貌を余儀なくされることが既に明らかとなってきている。

今日、金融自由化とかビッグバンとか称される一連の事態はこうした変化の過程の一側面を示すものであるが、以上のように議論してゆくと、銀行の将来は暗く、証券市場の将来は明るいといった単純な結論に導かれる恐れがある。しかし、問題を抱えているのは証券市場の側でも同様であって、本章で取り上げる証券取引所に関連する問題はなかでも注目すべきものであり、「オープン・マーケットの発達そのことが取引所の存在意義を改めて問い直しつつある」という逆説に注目する必要がある。

2 証券取引所とは何か

そこで本題に入る前に証券取引所とは何かについて、まず考えておくことにしよう。

証券取引所は経済社会の或る種の共同施設である。証券取引所の主たる任務は、(1) 売買の恒常性と、(2) 価格形成の透明性とを確保することにある。すなわちこれを言い換えれば、(1) いつでも売れる、いつでも買えるという証券の流動性に関わる機構的な保証、(2) 「合理的な」価格を発見する機構的な保証、これら二つを旨とするものである。

そしてこうした二つの役割を果たす取引所において、売買主体としては(A) 会員制度を、またそこで売買される証券については(B) 上場制度を、伴っている。この「会員制度」は、要するに証券業者の中から一定の条件を満たすもののみ会員とし、この会員によって取引所は組織されるのであるが、このように限定される「会員」の条件とは、取引に関する専門的な知識をもっていること、取引における信用があり、かりにも約定不履行のごときがないこと、とが求められているのである。

問題はこうした二つの側面が、上述のような経済社会の変化のなかで、果たして順調に維持されてゆくのかどうかであるが、とくに「価格形成の透明性」の確保は容易ならざる難問となりつつあり、またいわゆる「最良執行」の維持は重大な問題となってきている。

3 市場集中義務の撤廃に伴う取引所定款改正並びに証券取引法改正

—— 取引に関する報告・公表の義務

まず身近なわが国における証券取引所に関連する問題の進展状況を見ることにしよう。

価格形成の透明性のために従来は「市場集中義務」が課せられていた。これは、そのものとしては、法律による定めではなく、取引所の定款における定めすぎないが、しかし、あらゆる売りとあらゆる買いとを一定の場所に可能な限り集中させることによって、可能な限り合理的な価格を発見しようとするものであった。すなわち、市場集中義務とは、「証券業者に対して上場有価証券の売買を取引所において行うことを義務づけること」であり、取引所外での売買は、一定の場合を除き、原則的に禁止する趣旨のものである。

わが国における今までの経過についていうと、取引所集中義務の見直しについては、

すでに数年前から機関投資家の間で議論が生じつつあった。1996年10月、経団連が上場株式の取引所外取引の例外的容認を、また1996年11月、産業構造審議会総合部会基本問題小委員会が上場株式についての取引所集中義務の見直しを提言した。1997年6月、証券取引審議会報告書は、取引所市場の効率性を高め、取引の公正性を担保する仕組みを前提として取引所集中義務の撤廃を提言し、スケジュールを示した。これを受けて、1998年12月1日から取引所外取引が解禁されたのである。

今回のわが国における動きは、のちに見るように紆余曲折の過程を経ながら事実の変化に現実的に対応してきたアメリカの場合とはやや異なり、現実の変化をかなり先取りした形で法的な仕組みを先行的かつ徹底して設定したという特徴を持っており、この設定された新たな仕組みがこれからも変化してゆく現実にとどこまで即応できるかものかには、不分明なところがあるのは当然である。また、今回のわが国における市場集中義務の撤廃は、他の諸国には類をみない徹底したものであるが、問題はその前提となるべき機構上の整備、とくに市場参加者が常に意識的に再生産しなければならない「公的」な機構の整備が遅れている点にある。

もとより、現今におけるわが国の状況は、なお変化・移行の過程をたどりつつあるものであるが、これについてやや具体的に見ると以下の通りである。

東京証券取引所定款

これまでは、第23条において「正会員は、次の各号の一に該当する場合のほかは、本所の市場外において上場有価証券の売買を行ってはならない。」とされていたものが、平成10年12月1日をもって削除された。これと同時に、第8条の2が新たに付加された。すなわち、「正会員は、本所の市場における公正な価格形成と円滑な流通を確保し、もって本所の取引所有価証券市場としての機能の維持及び向上に努めるものとする。」これは直接に会員業者を拘束する性格の条文ではなく、むしろ一種の精神規定ともいえるべき理念をしめす条項のように思われる。

以上は正会員に対するものであるが、これと並んで、非会員業者に対しては従来、業務報告書において「母店契約書」(会員業者につなぐ契約)を添付するという形で集中義務に従うことが求められていた。従って、行政当局もまた市場集中義務を当然のこととして前提し、非会員に対してこうした取り扱いで臨んできたのである。

証券取引法

従来の証券取引法には市場集中義務について明示的に表現した箇所はなかった。とはいえ市場集中義務が当然のこととして前提されてことを示すいくつかの条項があり、従って、市場外取引を行うとした場合、これに抵触するとみられる規定が存在した。これら証券取引法の規定は、1998年12月の取引所定款の改正による市場集中義務の撤廃に連動して改正された。

すなわち、従来の証券取引法は、1998年6月に成立したいわゆる「金融システム改革法」(「金融システム改革のための関係法律の整備等に関する法律」)が、同年12月に施行されることによって、改正された。改正点の中で、注目されるのは、次の項目であり、新旧の対照を示せば以下の通りである。

旧（改正前）証券取引法

第87条の2

「何人も、有価証券市場に類似する施設を開設してはならない。」

第47条

「証券会社は、有価証券に関する同一の売買について、その本人となると同時に、その相手方の取次をなす者又は代理人となることができない。」

第129条

「有価証券市場における売買取引の委託を受けた会員又は会員にたいする売買取引の委託を媒介し、取次し若しくは代理することを引き受けた者は、有価証券市場において売付若しくは買付をせず、又は会員に対しその媒介、取次若しくは代理をしないで、自己がその相手方となって、売買を成立せしめてはならない。」

改正証券取引法（1998年12月）

第167条の2の第三項

「前二項の規定は、第二十九条第一項第三号に掲げる業務の認可を受けた証券会社……が当該認可を受けた業務を行う場合には、適用しない。」

第37条

「証券会社は、顧客から証券取引所の上場される株券、転換社債券その他の有価証券で総理府令・大蔵省令で定めるもの（……）の売買に関する注文を受けたときは、当該顧客の指示が取引所有価証券市場外で取引を行う旨の指示であることが明らかである場合を除き、取引所有価証券市場外で売買を成立させてはならない。」

第79条の2

「協会員（……）は、次の各号に掲げる場合において当該各号に定める事項を、大蔵省令に定めるところにより、遅滞なく、その所属する協会に報告しなければならない。

一～三 略

四 「自己の計算において行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買又は媒介、取次ぎ若しくは代理を行う上場株券等の取引所有価証券市場外での売買が成立した場合 当該売買に係る上場株券等の種類及び銘柄並びにその売買価格及び数量その他大蔵省令で定める事項」

ここに明らかなように、新たに改正された証券取引法の下では、（１）顧客からの明示ある場合を除き、取引所外で売買を成立させてはならないこととなり、また（２）取引所外取引については、取引価格、ロットなどの情報を、日本証券業協会に報告し、日本証券業協会はこれを公表する義務をおうことになった、さらに（３）店頭市場も有価証券市場として規定するとともに、PTS（Proprietary Trading System）[最近ではむし

る、ATS = Alternative Trading System と呼ばれる。これらをわが国では「証券取引所・日本証券業協会以外のものが商業ベースで運営する電子取引ネットワーク」と定義しているが、この定義が十全なものかどうかには検討の余地がある。]業務については市場類似施設開設の禁止規定を適用しないこととし、(4)以上の他、相場操縦の禁止を、取引所外取引にも適用することにした(証券取引法、159条2項の改正)。

(1)についていえば、顧客が注文のさいに明示的に取引所外での執行を希望した場合には、取引所外での執行が許される、ということであって、ここに市場集中義務は証券取引法上でも消滅したと見ることができる。(2)は、取引所外取引の透明性の確保のための手続きであって、日本証券業協会への報告義務と、これを受け取った日本証券業協会がこれを公表する義務を負い、また毎日の相場等を大蔵大臣に報告することが求められることとなった。(3)は、有価証券市場類似施設の禁止の下で、PTS業務が適用除外とされることになったのである。

こうした証券取引法の改正に伴い、日本証券業協会の任務は従来以上に重いものとなった。とくに市場外取引についての報告・公表の義務は今後、大きな意味をもつものとなってこよう。今回の場合、日本証券業協会における「報告・公表システム」(協会公正慣習規則第五号)は次のようなものとされた。(A)証券会社は協会に大して次の情報を5分以内の報告する。その内容は、銘柄名、売買価格、売買数量、成立日時、売り・買いの別、自己・委託の別、直近の取引所の価格(最良気配)、売買の相手方、その他。(B)協会はこれれのうち、～をすみやかに投資家等に公表する。(C)ただし、以上の報告・公表は、8:10～16:59内に限り、それ以外のものについては、翌朝一括して報告する。(D)さらに、超大口注文の公表は、報告受領日の翌日の16:00とする。

4 市場外取引に関する値幅制限措置

こうして市場集中義務が撤廃されたことによって、(1)証券会社は取引所の外側で注文を執行することができるようになるが、(2)その際、取引所外取引の透明性を確保する必要から、日本証券業協会との関わりにおける報告・公表義務が生じてきている。

その場合、「最良執行義務」を確実なものとするを厳密に考えるならば、わが国におけるあらゆる売買の気配を系統的にリンクさせて提示・公表し、証券業者に顧客の注文にたいして最良の価格で売買を執行させることを義務づけることとなろう。しかし、こうしたシステムが直ちに整備できるかということ、そこにはかなりの疑問があり、もしそのように判断するとなると、取引所における取引を中軸において、その外部における取引については、取引所における出来値の一定範囲内とし、一定の値幅においてのみ許すという形のほうが望ましいことになる。

こうした考え方にたって、現在のところわが国では、次のような措置が取られている。

[1 , バスケット取引以外]

注文の区分	売買金額	価格制限
小口	1000万円以下	取引所の最良気配の範囲内
準大口	1000万円超5000万円以下	取引所の直近価格の上下3%以内
大口	5000万円超	取引所の直近価格の上下7%以内

但し、大口注文のうち、売買金額が50億円以上のものは超大口注文として、公表遅延措置を設けている。

[2 , バスケット取引]

15銘柄以上を同時に売り、又は買う注文で、総売買代金が1億円以上のものをいい、取引所の直近価格の上下5%以内

以上の1, 2を通じて、立会時間外の売買については制限がない。

5 証券取引所側の効率化への努力

以上のように、取引所の外側へと売買執行が流出してゆくとなると、取引所としてもこれを傍観しているわけにはいかない。すでに述べたように、今日ではあくまで取引所を市場構造の中軸においてこれに場外取引が加わるという形をとっている以上、取引所取引の求心力低下を維持強化する方策を採ってゆく必要がある。そうでなければ、取引所において形成される価格の意義そのものが疑われることになりかねない。いま、東京証券取引所で試みられつつある効率化政策の一部を例示すれば次の通りである。

立会場銘柄の入力制限の緩和・撤廃、立会場の廃止、自動執行
呼び値の刻みの縮小
立会外の新売買取引制度の導入 (T O S T N E T 1 , T O S T N E T 2)
一般気配に係る注文数量の提供
その他

6 アメリカにおける変化の潮流

日本の場合の細部に少しく立ち入り過ぎたきらいがある。アメリカの場合はどうなっているのだろうか。大きな流れを見ることにしよう。

アメリカでは、先にも触れた代替的取引システム (Alternative Trading Systems, ATS) あるいは私設取引システム (Proprietary Trading Systems, PTS) と呼ばれる、登録取引所以外の証券市場が、会員制度をとらない営利企業として登場し、その取引額が急増した。例えば、Instinet、POSIT、アリゾナ証券取引所などである。こうした「非取引所取引システム」は、単なる BD(ブローカー・ディーラー) に過ぎないものが、取引所類似の施設と化して大きな取引の場となったものであり、そこでは証券取引所の機能をコンピューター・システムが代替している。

こうした ATS について注目すべき点は次の通りである。

第一に、コンピューター・システムが全面的に採用されており、この機械化と自動化によって執行・処理コストは大幅に低下した。そのことによって、取引所間ネットワークの構築にも道が開かれたわけであって、なおイノベーションの可能性を秘めている。

第二に、そこでは従来の「投資家 - - 会員業者 - - 取引所」という階層構造が崩れ、いわば投資家の直接発注のシステムになっている。このこと背景には、機関投資家の台頭を中核とする投資家像の変貌がある。考えてみると、従来のトレーディング・フロアを中心とする物理的空間的な証券取引所は「個人投資家」を前提とするものであって、その故にこそ「会員業者」の「専門的知識」や「信用」が重んじられたのである。今日ではこのように投資家像の変化が機構全体に大きな変化をもたらしているのである。

第三に、従来の場合、取引所における価格形成の透明性への要求こそが、取引所の存立の根拠であり、これが「最良執行」を求めるにあたっての前提であったのであるが、機関投資家にとっての「最良執行」とは、必ずしも価格面だけではなく、マーケット・インパクトが小さいこと、匿名性が保てること、などが重要な要素となりつつあり、その意味では「価格競争」を超える側面、「価格競争」以外の側面が重要になりつつある点が注目される。ここでは第二に取り上げた変化、すなわち投資家像の変化が、マーケットに期待する内容に大きな変化をもたらしていることになる。(本項は、清水葉子(1999)に負うところが大きい。とくに参照を乞いたい。)

ごく最近、アメリカのナスダックの日本上陸が報道されたが、ナスダックのマーケット・メーカーのスプレッドはこのところ縮小してきており、その原因の一つが問題の私設相対取引システム(スプレッドを取る仲介者が存在せず、通常1株当たりの取引料を課す)の発展にある、と考えられる。そして、ここで注目すべきは、元来、「機関投資家の発展」に起因する今次の大変化は、「個人投資家に機関投資家並みの取引機会を与える」新たな段階に展開してきている。

7 証券市場機構における「分散と統合」

問題はこれからどのような証券市場機構を作り出してゆくのか、ということにあるが、

この点についてわが国において必ずしも大方の合意をうるには至っていないように考えられる。元来、将来の証券市場機構のあり方に関して二通りのやや異なったイメージがありうる。やや図式的に分類してみると次の通りである。

第一は、証券取引所をあくまでも中心におき、単一市場の下で一物一価の原則が堅持されることを狙い、取引所の価格形成機構を最大限活用しながら、一定の緩和措置の下でその周辺に派生的な市場を許すといったものである。第二に、競争下にある幾つかの市場の併存を正面から許し、これらを情報回線で繋ぐことで情報統合市場として仮想的に単一化し、あたかも物理的に一つの市場であるかのように機能させるという考え方である。これは従来とは全く異なった新たな市場機構理念に基づくものであり、米国のナショナル・マーケット・システムの基本理念とされたものである。この米国流の考え方では、市場間競争ということが基本の理念とされており、その上で全米規模での市場間情報統合が考えられている。この場合には、「分散と統合」が並進し両立に向かいうるものが狙いとなっている。

しかしこの第二の場合には、留意すべき問題がいくつか存在する。幾つもの市場に需給が分散されることによって、取引の厚みがなくなり、流動性が低下し、公正な価格形成が難しくなることが懸念される。複数の市場で幾通りもの価格が形成されるから、市場情報や取引の透明性が低下する恐れがある。特に、マーケット・メーカー制度の場合、価格優先・時間優先の原則がないから、これと取引所機構との整合性が問題になってくる。すなわち、取引所ないしその類似施設をも含め、複数化して、取引の場が増えるに従って、証券取引における流動性の維持、価格形成の透明性の維持などをいかにして実現するか、とくに仮想的な「統合」に向けての機構整備の努力が急務とされよう。

8 変化の根底にあるもの

以上のような変化の根底にあるのは、証券業者、機関投資家、法人投資家が事実上、取引主体としてある点で同質化してきているという現実であり、個人投資家を中心としたかたちで構築されてきた従来の証券市場機構が根本のところから問い直されているのである。そのことが、証券業者＝会員業者の *respectability* の根源である信用と専門性を突き崩しつつあるのであり、これが証券取引所の意義と役割とを変化させつつあるのである。それは、今日の自由化の流れの中で、銀行が被っている困難と軌を一にするものといってよい。かつては銀行のみが金融の専門業者であったものが、今日では法人企業も機関投資家もそうした技量と信用を手に入れているのであって、これこそまさに法人企業の「金融的自立化」ないし「金融主体化」と呼んだものに他ならない。そうしてみると、事態の根源は同一であることはあきらかであろう。

かつては、金融・証券の専門業者を超える技能と信用をもつものは他に存在しなかった。その専門性と信用は他を圧倒的していた。しかしいまや、金融・証券の専門業者を超えるものが市場に多く現れるに至った。ここに市場機構は全面的に再編を余儀なくされる。市場集中義務の撤廃はそうした変化の表現であり、したがってこの流れに逆らうことは不可能というに近い。そうした意味からいうと、今日の変化の根底にあるものは、

法人企業が金融主体・投資主体として自立化したことに求められよう。そしてそのことが機関投資家の発展を生み出し、これが金融・資本市場全体の構図を変化させつつあるのである。

そうした意味では、実は、先に述べた「金融主体化」ないし「金融的自立化」という事態は、同時に「投資主体化」であり、また「投資主体としての自立化」を内容とするものなのである。

「市場集中義務」において示された単一市場への収斂のための枠組みは、個人投資家のみを前提としていたが故に、可能とされたのであった。現代においては、個人投資家を超越する存在が生まれたが故に、市場の全機構を改めて「分散と統合」にむけて改変せざるをえなくなったのである。しかしその際、「統合」のためのインフラ整備がどこまで可能なのか、その時果たしてかつてのような市場の性能を維持できるかどうか、ここに直面する困難はあるとあってよい。

以上では触れることがなかったが、ことがらが国際的な規模で進行しつつある点、ならびに上記の「統合」を技術的に可能としつつあるものがコンピューターの発達である点をさらに詳しく検討する必要があることを付言しておきたい。

第5章 金融システムの効率化・健全化と企業統治のあり方

1 現在進行中の金融システム改革の意義と問題点

1.1 今回の改革の意義

1996年の秋に当時の橋本総理によって打ち出された日本版ビッグバン構想に基づいて、現在わが国では非常に画期的な金融システム改革が進められている。その改革とは、これまで各種金融機関や証券会社に対して課されてきた種々の規制を2001年までに大幅に緩和ないし撤廃し、金融機関並びに証券会社との競争を促進することによって金融仲介の効率を高め、資金の貸し手から見ても借り手から見てもより安いコストで金融が行えるようにすることを意図したものであって、いい方を換えれば、わが国の金融システムを市場の規律が働く自由（free）で公正（fair）な世界に通用する（global）システムに改めるための改革といえるだろう。

そもそもわが国で金融機関と証券会社に対して参入規制をはじめ、業種ごとに業務範囲や取り扱い商品のタイプを限定したり、金利や手数料の設定を制限したりする様々な規制が課されてきたのは、明治以来相対的に乏しい原資蓄積のもとで急速な経済発展を図らなければならなかったというわが国の経済的事情による。資産の蓄積が乏しいときには、貯蓄超過主体である家計はその貯蓄資金の運用に当たって安全性と流動性を強く求めるから、元金の支払が確実で換金も比較的容易な間接証券を発行する金融機関を通じて家計の貯蓄資金を投資に動員するのが、資本蓄積の推進に有効である。そのためわが国では金融機関を中心に金融機構が整備されることになったが、間接証券が安全で流動性に富むというのは、実はそれを発行する金融機関の経営の健全性を前提にしていることなので、そのような金融機構を真に資本蓄積の推進に役立つものにしよとしたら、金融機関の経営を安定的に維持する措置も同時に必要になる。そこで登場してきたのが、上述のような規制によって金融機関相互間や証券会社との間の競争を制限し、それによって金融機関の経営を保護しようとする、いわゆる“護送船団方式”の金融行政であった。それゆえ、金融機関や証券会社に対する競争制限的規制を必要ならしめたのは、まさに“低蓄積のもとでの高成長”という当時の経済条件だったということになる。

もちろん、規制による金融機関の保護には、信用秩序を維持することによって家計貯蓄の投資主体への流れを円滑化し、資本蓄積を促進するというプラスの効果がある反面、競争制限で金融機関や証券会社の経営が非効率化し、金融仲介のコストを高めるといったマイナスの効果もある。ただ、国民の間で先進国へのキャッチアップ願望が強い後発国の場合、市場合理的システム（market-rational system）よりも計画合理的システム（plan-rational system）の方が、良い結果をもたらすことがあるとする Johnson(1982)の指摘もあるように、キャッチアップ期の日本ではそのマイナス効果よりプラス効果の方がはるかに大きかったと思われる。明治以来の日本の急速な経済発展、とりわけ第2次大戦後の驚異的な高度成長が、そのことを明瞭に物語っている。

ところが、その高度成長によってわが国がキャッチアップに成功した1980年代以降に

なると、今度は逆に金融規制の持つマイナス効果の方が強く現れるようになってきた。その理由は、60年代から70年代はじめにかけての高度成長で富の蓄積が進む一方で、海外からの技術導入の減少もあって投資が減少し成長率が低迷を続けるようになって（産業構造審議会総合部会基本問題小委員会『中間とりまとめ』（1997）参照）、わが国の経済条件がそれまでとは逆の“高蓄積のもとでの低成長”に変わってきたことにある。そうならば、わが国の金融に求められるものも当然変わってくる。かつては成長に必要な資金を貯蓄超過主体からいかに多く引き出すかがわが国金融に求められる課題であったが、80年代に入ってから投資需要が減退している中で、蓄積された資金をいかに効率的に運用するかがその課題になってこよう。こうした課題に適切に応えるためには、金融機関や証券会社による新しい金融手法の開発、あるいは新しい業務展開がどうしても必要であるが、金融規制があるとそれが自由に行えないから、折角の資金蓄積が効率的に運用されないことになる。さらに悪いことには、規制によって経営の安泰が保証されていると金融機関は業容の拡大に走りがちで、そのため蓄積された資金が不健全に使用されてしまう危険も出てくる。このことは、プラザ合意に基づく日銀の金融緩和政策で運用資金が増大した金融機関がひたすら業容の拡大に走り、実物投資の落ち込みで資金需要が減退していた企業にまで“押し込み貸出”の形で競って融資を拡大して、あのバブルを発生させたことから容易に推測できよう。このように、80年代に入ってから経済条件の変化もあって、金融規制のマイナス効果が顕著になってきていた。もっとも、そのことがはっきりと認識されるようになったのは、バブルが生み出した巨額の不良債権から深刻な金融不安が起こってからで、そこではじめて規制の緩和・撤廃の必要性が認識され、ビッグバン構想が打ち出されたというわけである。

（2）今回の改革の問題点 自由化は効率化・健全化につながるか？

以上のことからすれば、ビッグバン構想に基づいて進められている現在の改革は、経済条件の変化でマイナス効果を強く持つようになった金融規制を緩和・撤廃し、それに代わって市場原理が規律づけをする、より効率的で健全なシステムにわが国の金融システムを作り変えてゆこうとするもので、金融システムの効率化と健全化がその最終的狙いになっていることはいうまでもない。ビッグバンの狙いの一つとして‘金融空洞化の阻止’あるいは‘東京市場の国際金融センターへの復権’といったこともよく挙げられるけれども、それはわが国金融システム効率化の副産物に過ぎない。

どんな市場でも自由な取引を制約する規制があると、取引効率が下がるだけでなく、市場規律が働かなくなるため不健全な取引が行われる危険も大きくなる。このことを逆にいえば、そういう規制の緩和・撤廃は取引効率を高めるとともに、市場規律の働きにより不健全な取引が行われる危険を小さくするということであるから、一般には金融規制の緩和・撤廃は金融システムの効率化と健全化に役立つと考えられている。しかしわが国の場合、必ずしもそうとはいえないのではないかと感じさせる問題がある。わが国では企業間の株式持ち合いに代表されるような安定株主工作が盛んに行われてきた結果として、株式のうち安定株主によって保有される部分が増大してきており、そのため株価形成が企業業績を的確に反映するものになっていないのではないかとというのがその問題である。Fama(1976)が明快に示しているように、資本市場が資金をいろいろな用途に

効率よく配分する機能を果たすためには、そこで成立する価格が利用可能なすべての情報を十分に反映するものになっていなければならないから、企業間の株式持ち合いで株価に企業業績が反映され難くなっているとしたら、わが国の株式市場はとても効率的な資金運用の場とはいえないし、それが原因で企業が不健全な投資を行ってしまう恐れも多分にあるといわなければならない。事実、バブル期に多くの企業が実物投資の落ち込みにもかかわらず、銀行融資だけでなく増資や転換社債、ワラント債を使ったエクイティファイナンスによっても資金を調達し、それを使って金融投資や土地投機を行っていた。この点を考慮すれば、わが国金融システムを効率化し健全化するには、企業の株式相互持ち合いの解消などで安定株主による株式保有の割合を減少させることがどうしても必要になってくる。果たして今回予定されている自由化措置でそのことまでできるのだろうか。本章ではこの視点から今回の改革の有効性について検討を加えることにする。

2 安定株主の存在と企業統治のあり方

2.1 安定株主とは

日常の用語法からすれば、ひとたび株式を保有したらそれを簡単に手放そうとはせず、長期にわたってそれを保有する株主はすべて安定株主ということになるが、専門用語としてのそれはもっと限定的に、以下のことを暗黙に同意した上で相当数の株式を保有する法人株主だけを指す言葉として用いられている（Sheard(1996)参照）。

- a) よほどのことがない限り株主として持つ支配権の行使を控えること。
- b) 第三者、とくに敵対的乗っ取りをもくろむ買い手に所有する株式を売却しないこと。
- c) 所有する株式をどうしても処分しなければならないようなときには、その持ち株を他の安定株主に引き取って貰うなど、企業が必要な対応をとれるように前もって企業にその旨を伝えること。

これらのことに同意して株式を保有する安定株主の存在は、企業経営者からすれば、自らに対する株主たちの監視の目を弱め、経営の自由度を広げてくれるという点できわめて好都合である。この点を以下でもう少し詳しく述べておくことにする。

一般に、株主は企業の経営状態に対する関心の持ち方で、発言(voice)型と退出(exit)型とに分けられる。発言型というのは経営状態に強い関心を持ち経営者に対しても常に監視(monitoring)の目を光らせ、機会を捉えては経営者に注文をつけるといった積極的なタイプの株主のことで、通常は大株主がこれに当たる。というのは、経営者を monitoring するにはそれなりのコストが掛かるため、それを行っても僅かな利益しか得られない小株主にとっては、monitoring を行って経営者に積極的に注文をつけるというのは引き合わない行為であり、それを行えるのは大株主に限られるからである。これとは対照的に、普段は企業の経営状態にきわめて消極的な関心しか示さないのに、その状態が思わしくなくなったとなると、直ちに所有している株式を売却して株主の席から退席しようとするのが退出型の株主であって、一般に小株主がこれに当たる。株主をこのように2つのカテゴリーに分けてみると、発言型の株主は monitoring と積極的発言によって経営者の意思決定に大きな影響を与えることができるけれども、退出型の株主の方はそれができないように見える。しかし実はそうではない。退出型の株主はたしかに社内的には経営

者に影響も与えられる存在ではないが、株式市場を通じる間接的な形で経営者に無言の圧力を加えることができる。たとえば、株主がすべて退出型という企業で、株主が monitoring を行わないのをいいことに経営者が効率的な経営をせず、そのためその企業の株式一株当たりに、それと同程度の危険度をもつ他の資産について一般に期待されているよりも低い率の収益しか生み出せなくなったとしたら、株主たちは持っている株式を一斉に売りに出るだろうし、その結果株価が下落すれば経営者は市場からその力量を問われることになる上、敵対的乗っ取りの危険にも晒されることになる。もちろん、そういう結果になるのは経営者にとって好ましいものではない。そうであれば株主がなにもいわなくても、かれらが望んでいるだけの収益をあげられるように、経営者は常に効率的な経営を行っていかざるをえない。これが退出型の株主も経営者の意思決定に影響を与えることができると述べた理由であって、発言型にしる退出型にしる株主が経営者に対してこのように効力のある影響力を持っているからこそ、所有と経営が分離した今日の企業でも株主の規律付けによる企業統治が成り立っているわけである。ということは、経営者にとって、発言型の株主も退出型の株主も自由な経営活動を制約する厄介な存在だということにほかならない。

これに対し、株主としての支配権の行使を差し控え、企業の同意を得ない株式の売却はしないと約束する安定株主は、発言も株式売却もしないことになるから、発言型でもなく退出型でもない、第3のカテゴリーに入る株主ということになる。いうまでもなく、発言もせず株式の売却もしないということは、経営者に何の影響も与えないということであるから、こういう株主によって保有される株式部分が大きくなればなるほど、株主から経営者に加えられる制約は弱くなり、経営者としてはそれだけ自由に経営活動を行えるようになる。安定株主が経営者にとってきわめて都合のよい存在だと述べたのはこうした理由からである。そうだとすると、企業が安定株主をできるだけ確保したいと望むのは当然なことになるが、収益目的で株式を保有しようとする一般の投資家が自らを不利にするような約束に応ずるはずはない。それに応じられるのは株式保有に収益以外のものを求める投資家、たとえば、企業グループの結束を強化したいと望んでいる他の

取引先企業などに限られる。そのため、安定株主は法人株主というのが通例で、Prevezer&Ricketts(1994)によれば、図5-1に見られるように全体の2/3を占めるわが国の法人株式保有(金融機関を含む)のほとんどは安定株式保有とみなされている。実際には企業同士が上述の約束のもとに株式を持ち合う形で安定株主作りが行われることが多いところから、企業間の株式相互持ち合いが最も典型的な安定株主工作とみなされている。

ところで、安定株主というのはわが国だけに見られる現象である。上でも指摘したよ



うに、安定株主は経営者にとって都合のよい存在なので、欧米諸国でも見られてよいはずなのにそれが全く見られない。それは、欧米諸国では株主の規律付けが有効に働く企業統治が一般的なためと思われる。安定株主の存在は経営者には好都合かもしれないが、株主からすればそれは経営者に株主の利益を考えた行動をするように求める圧力を弱めるという点で好ましいものではない。それゆえ、株主の規律付けが有効に働く企業統治のもとでは、経営者がいかにそれを望んだとしても安定株主作りの動きが出てくることはない。反対に、株主の規律付けが有効に働く企業統治になっていなければ、経営者はさまざまな方法を考えて自分にとって都合のよい安定株主を獲得しようとするに違いない。このことからすれば、わが国で安定株主の存在が顕著なのは、わが国の企業統治が株主による規律付けが有効に働かない企業統治になっているためと推察できる。もちろん、この推察が妥当かどうかを確かめるためにはわが国企業統治のあり方についての検討が必要である。

(2) 資金コストの捉え方から見たわが国企業統治のあり方

実際問題として、企業統治というのはそれを制度的仕組みとして捉えるのは容易でも、その機能の仕方を見るのは非常に難しい。そのためここでは、企業統治のあり方を明確に反映していると思われる企業の資金コストの捉え方から、間接的にわが国における企業統治あり方を見てみることにする。

資金のコストには2通りの捉え方がある。その一つは資金を手に入れるのに要する費用（通常その費用を調達する資金の額で除した資金1単位当たりの費用で表示される）でそれを捉えるというもので、それを見た資金コストは資金調達コストと呼ばれる。これとは反対に資金の使用面から資金のコストを考える捉え方もある。調達された資金は企業では収益を生み出すための資本として使用されることになるが、その際、少なくともこれだけの収益は生み出す必要があるというように、達成しなければならない収益の水準が与えられていると、それが調達した資金を資本として使用する上でのコストとみなされる。したがって、使用面から見るとこの必要収益が資金のコストになるわけで、それを資本コストという。それは一般に資金1単位当たりの必要収益つまり必要収益率として表示される。以上述べたところから明らかのように、何らかの要因で稼ぎ出さなければならない収益の大きさが決まっているから、資本コストの形で資金のコストを考える必要が出てくるのであって、それが決まっていなければ、その必要はない。では、必要収益なるものが決まってくるとしたら、それはどんな理由からなのであろうか。通常、それは株価維持の必要性からと見られている。株価の下落は企業に対する市場の評価を表すものであって、その下落は企業の資金調達や顧客の開拓に不利な影響を及ぼすから、企業自体としても株価の下落はなるべく避けたいと望むだろうが、それ以上にそれを望んでいるのは株主である。株主にとっては株価の下落は富の減少を意味する。それゆえ、富の増大を望んで企業に出資をしている株主としては、株価の下落は何としても避けたいと強く望んでいる。だから、株主の規律付けが有効に働く企業統治のもとでは、株価を下げないようにする企業の行動が非常に鮮明に現れてくる。このことは、もちろん、資金のコストとして資本コストを考えるということの意味している。

株主は株式投資を通じて企業に出資をしている投資家であるが、一般に投資家はその

ときの資本市場で可能な、同程度の危険を持つ他の代替的投資の収益率を参考にして、自分が行おうとしている投資についてこのくらいの収益は稼げるだろうと、ある収益率を期待して投資を行っていると考えられる。そのことはいい方を換えれば、他の代替的投資に匹敵するだけの収益率が期待できないような投資は、だれもそれを行おうとはしないというこであって、実際に投資を行った後で期待しただけの収益が得られないことがわかった場合でも、合理的投資家なら直ちにその投資から資金を引き上げてそれを他の代替的投資に振り向けるに違いない。いずれにせよ、他の代替的投資並の収益率が期待できない投資物件の価値は下がることになる。これを株式投資でいえば、企業の営業成績が悪く、その株式に投資家たちが期待するだけの収益を生み出せなくなったら、その株式の価値、すなわち株価は下がるということである。したがって、株価が下がらないようにしようとしたら、企業は、その株式一株について投資家たちが期待するだけの収益を生み出せるよう、その資本を効率よく使用して収益をあげることが必要になってくる。そうであれば、新しく調達した資金を資本として使用するに当たっても、投資家たちが期待する収益率でそれが収益を生み出せるように配慮しなければならないから、その資金のコストを資本コストとして捉える必要性が出てくる。このことは、株主の規律付けが有効に働く企業統治のもとでは、資金のコストとして必ず資本コストが用いられることを示唆している。反対に、株主の規律付けが有効に働かず、経営者が株主の利益に配慮しない経営を行っている場合には、株主よりも企業の立場が優先するから、資金のコストは資金調達コストで考えられがちである。そうだとすれば、わが国企業の資金コストの捉え方を見ることによって、わが国における企業統治のあり方を知ることができるはずである。

表5-1 日米企業(製造業)の資金調達動向(1966~95年)

金融方法	日 本					ア メ リ カ				
	66~75年	76~80年	81~85年	86~90年	91~95年	66~75年	76~80年	81~85年	86~90年	91~95年
自己資本金融	28.0%	62.0%	81.2%	73.1%	89.6%	66.4%	57.6%	60.6%	56.1%	86.1%
内部留保	5.1	17.7	19.6	17.9	14.4	19.8	24.4	11.4	8.6	9.0
減価償却引当	19.5	36.6	48.8	36.1	71.1	41.8	28.1	42.2	42.1	63.3
内部金融	24.6	54.3	68.4	54.0	85.5	61.6	52.5	53.6	50.7	72.3
株式発行	3.4	7.7	12.8	19.1	4.1	4.9	5.1	7.0	5.4	13.8
負 債 金 融	72.0	38.0	18.8	26.9	10.4	33.6	42.4	39.4	43.9	13.9
社債発行	5.2	1.0	10.1	20.0	0.7	13.7	8.0	10.2	13.1	5.7
金融機関借入	34.4	9.6	2.0	-9.8	4.9	17.9	6.6	7.5	13.9	2.5
企業間借用	32.4	27.4	6.7	16.7	4.8	1.9	27.8	21.7	16.9	5.6
(買入債務その他)										
資 金 調 達 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(資料出所) 日本銀行 『日本経済を中心とする国際比較統計』

その作業に入るに当たって、まず表5-1によってわが国主要企業(製造業)の資金調達の動向を見てみると、わが国の成長パターンが高度成長から低成長に変化した1970

年代の後半から、自己資本金融の比率が急激に高まりアメリカ企業のそれを超える水準にまで達していることがわかる。ただしこれについては単に、投資需要の減退で減価償却・内部留保といった内部資金でまかなえる割合が増えただけのことであって、とくにわが国企業が意識的に自己資本金融による資金調達を増加させようとしたことを示すものではない、という見方もある。しかし、内部金融率の上昇で外部資金への依存が減っているなかで、80年代の終わりまで増資による資金調達の割合が高スピードで増加してきていることから見ても、そこに自己資本金融での資金調達を増やしたいという企業の主体的意思が働いていたことが窺える。企業の資金調達の原理についての最新の理論として知られるペッキング・オーダー仮説（pecking-order hypothesis）によれば、資本コストで見ると増資は最もコストの高い資金調達方法とされているのに、どうしてわが国企業はそれに多くを頼った資金調達に傾斜してきたのであろうか。この点について貴重な情報を与えてくれるのは、増資がブームに達したバブル期に柴田・高田(1990)が東証一部上場企業803社（金融・保険業を除く）を対象に行ったアンケート調査の結果である。この調査で実際にアンケートに答えてくれたのは317社であるが、それらからの回答によればコストが安いから外部金融の方法として増資を多く利用しているという企業がほとんどであって、しかもそのコストをどう考えているかという質問に対して、資本コストの形でそれを考えていると答えた企業は、表5 - 2に示されているように僅か4社、1.3%（算出方法の3と4）に過ぎない。これに対し明らかに資金調達コストの形で増資のコストを考えていることを示す回答を寄せた企業は309社、97.5%（算出方法の1と2）にのぼっている。

この調査結果からすれば、わが国企業が増資のコストを資金調達コストでしか考えていなかったために、資本コストで見れば高つく外部資金調達の方法なのにそれを安い方法と誤認し、それが企業に盛んに増資を行かせたと見てよいように思われる。しかし、さらにその調査結果はもっと重要なこと

表5 2 我々国企業の増資資金コストの捉え方

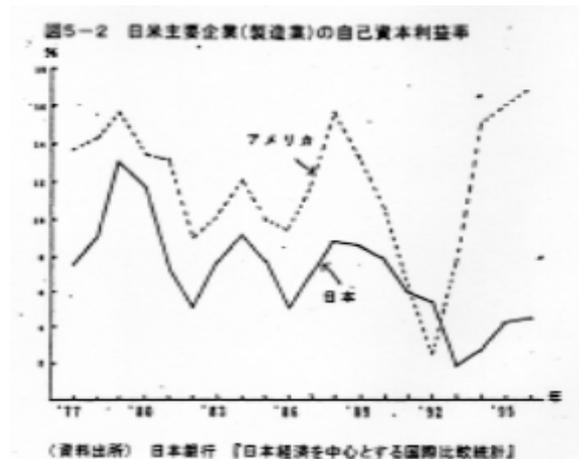
算出方法の類別	回答数	構成比%
1. 発行費用と配当金増加額を発行額で割る。	219	69.1
2. 上記の1. に株式持ち合いに伴うコストを加味する。	90	28.4
3. 株主にとっての期待収益率を株式資金のコストと考え、配当利回りに配当支払額の増加率を加算した値とする。	4	1.3
4. 株主にとっての期待収益率を株式資金のコストと考え、リスクのない確定収益率にリスク・プレミアムを加えて算出する。	0	0.0
5. その他（1. に税の効果を加味したものなど）	4	1.3
回答総数	317	100.0

（出所）柴田典男・高田義幸「エクイティ・ファイナンスと株式持ち合い」『企業会計』90 Vol.42 No.7

をわれわれに示唆してくれている。それは、わが国企業が増資に限らずすべての資金調達方法について、それで調達する資金のコストを資本コストではなく資金調達コストで捉えているのではないかと、ということである。図5 - 2を見ればすぐわかるように、わが国企業の自己資本利益率は90年代はじめの一時期を除いてアメリカ企業のそれよりかなり低い。上の推測はこのことによっても支持されているように感じられる。なぜなら、

日米企業の間に見られるこの自己資本利益率の差は、アメリカ企業が調達する資金のコストを資本コストで捉えているのに対して、日本企業はそれを資金調達コストで考えていることを示していると判断できるからである。通常は、株式投資家たちが求める危険プレミアムを含むためにその差だけ資本コストの方が資金調達コストより高い。そういう資本コストで資金のコストを考えているアメリカ企業は、それを上回る比較的高い収益率が期待される投資しか行わないのに、より低い資金調達コストで資金のコストを考える日本企業だと、アメリカ企業なら行わない期待収益率の低いプロジェクトまで行ってしまうことになる。その差が両国企業の自己資本利益率の差を生み出していると見て間違いのないであろう。

以上の分析から、わが国企業が資金のコストを資本コストではなく資金調達コストで考えていることが明らかになったが、それは同時にわが国にお



ける企業統治のあり方が株主の規律付けが働かない、株主不在ともいえるものになっていることを表している。だからといって、それより直ちわが国で安定株主の存在が顕著なのはそういう企業統治のあり方になっているからだと断定することはできない。というのは、わが国の企業統治がもともと株主不在であったから安定株主の存在が顕著になったのではなく、そうした安定株主の存在が一般株主の企業経営に対する影響力を弱め、株主不在の企業統治を生み出したということもありうるからである。ほんとうに企業統治のあり方が原因なのだとを確認するためには、わが国特有の株主不在型企業統治がどのような経緯で生まれてきたのかを検討してみる必要がある。その考察は次節で展開される。

3 日本型企業統治が形成されてきた経緯

わが国でも商法上の規定としては、株主総会で選任される取締役によって構成される取締役会が業務執行についての意思決定と監督の機関と定められ、業務執行機関としては取締役の中から選ばれる代表取締役がそれに当たると定められている。このように、経營業務について意思決定しそれに基づいて業務の執行状況を監視・監督する機関と、実際に業務の執行に当たる機関とを分離した経営機構にするのは、業務の執行に当たる経営者が出資者である株主の意向を無視した経営活動をして、株主の利益を損なうことがないようにするためであって、制度上の仕組みとしては株主総会での取締役の選任を

通じて、株主も間接的にはあるが、業務の執行についての意思決定とその執行状況の監視・監督にその意向を反映させることができるようになっている。また、わが国独特の制度として監査役会も置かれていて、取締役会とともに業務執行状況の監督に当たることになっているから、株主の利益は十分守られているはずなのに実際にはそうはなっていない。現実には、監督機関である取締役会と業務執行機関とが一体化してしまっている。これは、株主総会が持っているはずの取締役の任免権が、事実上執行役員でもある代表取締役（社長）をはじめとするトップの経営陣に握られてしまっていることによる。わが国では株主総会に際して会社側が株主委任状の形で議案を通すのに必要な議決権を確保してしまうので、トップの経営陣によって選ばれた役員候補者は取締役会で認められさえすれば、株主総会では必ず選任されることになる。どの取締役もこうして選任されるわけであるから、トップが決めた役員候補者を取締役会が認めないはずはなく、結局のところ、取締役にしても監査役にしてもその任免権はトップの経営陣が握っていることになる。

制度的仕組みとしては一応整った形になっているわが国企業の経営機構が、このように株主を閉め出すようなものになったのはどうしてなのであろうか。それにはいろいろな要因が関わっていたに違いないが、その中で最も重要な働きを演じたと考えられるのは、わが国独特の人事制度である終身雇用制と年功序列型賃金体系である。この人事制度が確立されてくると、従業員にとって社内での昇進が自分のキャリアを高める唯一の道になってくる。つまり、勤務している企業がイコール自分の人生という感覚になるということであって、会社人間といわれる存在になるのもそういう感覚からであろう。そのような状況のもとでは取締役は、形式的には株主総会で選任される役職と定められていても、実質的には社内における昇進コースの最終的役職にならざるをえない。取締役の任免権が実質的には社長をはじめとするトップの経営陣の手に移るといった事態になったのも、こうした事情によると思われる。

終身雇用制ならびに年功序列型賃金体系が確立された時期についてはいろいろな見方があるが、1960年代半ばから70年代半ばまでの高度成長期と見るのが妥当な見方といってよいであろう。というのは、次のような理由による。すなわち、わが国の高度成長は海外から技術導入に依存して達成されたものなので、導入した技術をより日本の条件に合うように各社がそれぞれに工夫を凝らして実用化を図る過程で、各企業には導入した技術を独特な方式で実用化するノーハウが蓄積されることになったが、それはある一つの企業にとってのみ有用性をもつ firm-specific なノーハウであるため、そういうノーハウを身につけた従業員はその企業でのみ価値を持つ人材となり、それらの従業員に安心して働いてもらうために終身雇用制と年功序列型賃金体系という人事制度が生まれてきたと考えられるからである。このように考えてくると、日本型企业統治が形をなしてきたと思われる時期は、企業間の株式持ち合いが活発化して安定株主の比重が高まってきた時期、つまり1970年代より早かったことは確実で、したがって企業の安定株主作りは日本型企业統治の原因ではなく結果であると見て間違いのないであろう。

4 金融自由化で安定株主の存在を排除できる可能性

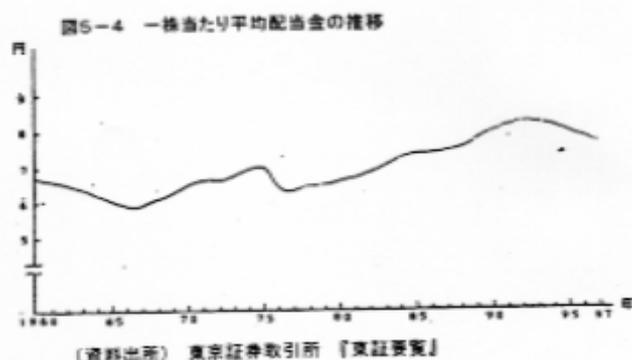
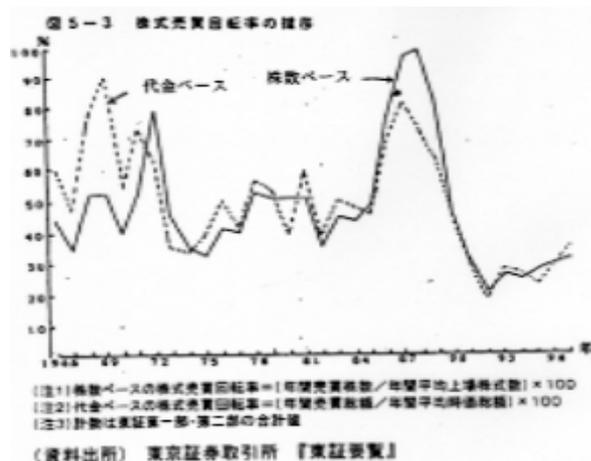
2.1で述べたように、発言型でもなく、また退出型でもない大株主という安定株主は、株式市場を不活発化し退出型株主が株価の下落という形で間接的に経営者に圧力を加える道も塞ぐというだけでなく、発言型株主の経営者に対する直接的な影響力も弱めるという点で、一般株主にとって好ましからざる存在になっている。図5-3に示されている東証第一部と第二部を合わせた株式の回転率を見ると、バブルのような特別な時期を除けば40~50%というの

がその大体の水準になっている。これは70~80%が常態になっている欧米市場の回転率と比較すると明らかに低く、それだけわが国の株式市場が不活発で退出型株主の意向を反映しにくい市場になっていることがわかる。また、図5-4によってわが国の株式に与えられる1株当たりの平均配当金の額を見てみると、それは株価に関わりなく6~8円というきわめて低い水準に

あり、配当の低位固定化現象が明瞭に窺える。こうした株式市場の不活発化にしても配当の低位固定化にしても、安定株主による株式保有の比重が大きいことがもたらした現象であって、その意味で安定株主は一般株主にとってまさに好ましくない存在なのである。それゆえ、安定株主

の比重が大きい限り個人投資家は積極的に株式投資をしようとはしないから、株式市場は蓄積された資金の効率的運用の場にはなりえない。表5-3によれば、わが国の家計は収益性を求めて資金を運用する場合でも、値上がり益ではなく安定した利回りの形で収益が得られることを望む傾向が

強い。したがって、蓄積された資金が効率的に運用できるような金融システムに改革しようというのであれば、株式市場についてもそれをこうした家計のニーズに適切に応えられるものに改めてゆく必要があるが、それには株式売買手数料の自由化だけでは不十



分で、何としても安定株主の存在をなくすか、その比重を下げるのが不可欠である。しかしこれまで考察してきたところによれば、安定株主というのは日本型企业統治に深く根ざしたものであるから、それを排除するには日本型企业統治そのものを変えてゆかなければならない。果たして金融規制の緩和・撤廃でそれが可能なのだろうか。これが最後に残された問題であって、その可能性は金融自由化で発言型の大株主を作り出せるかに懸かっている。退出型株主の企業経営に対する影響力が期待できない以上、日本の企業統治を改革するには強力な発言型の大株主が出現して、株主の影響が経営に及ばないようにしている現在の経営機構に内部から風穴を開けるしかない。となると、問題の焦点は金融自由化でそのよう

表5 3 家計が重視する貯蓄運用の基準 (単位%)

年	収益率 (利回り)	(値上がり)	安全性	流動性	その他	
1970	19.6	(14.0)	(5.6)	34.5	36.8	9.2
73	17.5	(12.9)	(4.6)	35.8	41.6	5.1
75	18.3	(14.5)	(3.8)	30.6	46.2	4.9
78	22.8	(19.1)	(3.7)	42.2	27.0	8.0
80	24.8	(22.2)	(2.6)	40.5	27.1	7.6
83	29.2	(26.0)	(3.2)	38.1	24.2	8.5
85	32.0	(30.2)	(1.8)	43.0	22.9	2.1
88	23.8	(20.8)	(3.0)	46.1	26.1	4.0
90	28.3	(25.6)	(2.7)	41.0	26.9	3.8
93	25.2	(23.9)	(1.3)	43.5	27.1	3.4
95	22.2	(21.0)	(1.2)	45.1	29.3	3.4
97	15.3	(13.5)	(1.7)	49.3	30.9	4.4

(出所)貯蓄増強中央委員会 『貯蓄に関する世論調査』 (1991年以前)および『貯蓄と消費に関する世論調査』 (1992年以降)

な大株主を出現させることができるのかどうかに絞られてくるわけであるが、その点で注目に値するのは年金基金の資産運用の自由化である。大株主である安定株主に対抗できるほどの大株主になるというのは個人投資家には無理なことで、それは機関投資家にしか望めない。といっても、ただ大きな株式所有ができるというだけでは不十分で、その企業の経営に対し常に積極的関心を持ち、意欲的 monitoring を通じて経営者に効率的な経営をするように圧力を掛けられる、そういう機関投資家でなければならない。たとえば、投資信託は短期的な投資パフォーマンスの結果だけに関心を持ち、頻繁にポートフォリオの組替えを行うところから、大量の株式を保有していても、それらの株式を発行している企業の経営改善などにはあまり関心を持っていない。これでは安定株主に対抗して日本企業の経営のあり方を変えてゆく役割をそれに期待することはできない。そもそも、企業の経営状態に強い関心を持つのは、長い計画保有期間で株式を所有する投資家である。計画保有期間が長い場合にはその株式保有で得られると期待する収益は企業の経営業績に大きく依存することになるから、必然的に投資家はその企業の経営状態に強い関心を持つようになる。そのことからいえば、日本型企业統治のあり方を突き崩す役割を期待できるのは、その業務の性格から10年とか20年といった長い期間で株式の保有を考える年金基金や生命保険会社に限られてくる。なかでも、高齢化社会を迎え年金に対するニーズが一段と強まって、その資金規模が急速に拡大するのではないかと予想されている年金基金に期待されるころは大きい。その理由として2つのことが挙げられる。一つは今回の改革でこれまでその資産運用に課されていた規制の撤廃である。これまで年金基金の資産運用に課されてきた規制では株式に運用できるのはその資産の30%までと定められていた。その規制が撤廃され、しかも基金の規模も拡大するということになれば、年金基金の株式への資産運用の伸びは相当なものになると予想できる。

年金基金に対する期待が大きいもう一つの理由は、確定拠出型年金の導入が認められたということである。これまでの年金はすべて確定給付型で、将来受ける給付が予め決められた上で、それに必要な拠出額が算出されるというものであった。これに対し、確定拠出型の方は一定の額で拠出をしてそれで将来どれだけの給付が受けられるようになるかは、拠出を受けた基金がそれをどれだけうまく運用するかで決まってくるというタイプの年金であって、基金の資産運用の巧拙が受給者により鮮明にわかる型の年金といえる。それだけに、その導入は各年金基金により効率的な資産運用を迫ると予想されるが、株式に運用されている資産の場合にはその収益の増加は投資先企業の業績改善で図られるわけであるから、それが年金基金に発言型株主として有効な働きをさせることになるのではないかと考えられる。

こうして見ると、金融自由化は日本型企业統治を変革するのにけっして無力でないことがわかる。しかし、それが日本の企業統治のあり方を変化させ安定株主を排除するのにどれほど有効かとなると、確定的なことはいえない。自由化のその面での有効性は年金基金あるいは生命保険会社といった長期的資産運用が可能な機関が、どれだけ株式保有を伸ばし、さらにどれほど発言型株主として機能するかに依存しているからである。

5 要約と結論

以上、金融諸規制の緩和・撤廃を主題とする今回の金融改革でわが国の金融システムが効率化し健全化するかどうかを検討してきたが、その結果は以下のように要約できる。

- 1) 金融システムの効率化・健全化には株式市場の効率化が不可欠であるが、わが国の場合その効率化には企業業績が株価に反映しないようにしている安定株主の解消が必要である。
- 2) 安定株主の存在はわが国特有の株主不在型企业統治に根ざしたものであるため、その解消にはそうした企業統治そのものの変革が前提になる。
- 3) したがって、今回の改革で金融システムの効率化・健全化が図れるかどうかは、金融自由化で日本型企业統治の変革が可能かどうかにかかっていると見える。
- 4) その点で、規制緩和で長期の資産運用が可能な年金基金や生命保険会社の株式投資が拡大し、発言型株主として経営者に圧力をかける存在になることが期待されるが、高齢化の進行と確定拠出型年金の導入で年金基金の拡大と資産運用の効率化が予想されるだけに、確定的なことはいえないにしてもその可能性は少なくないと結論できる。

第6章 金融ビッグバンと家計の金融資産保有

1 はじめに - 問題意識 -

日本版金融ビッグバンが議論され、2001年にはグローバル・スタンダードの金融システムが構築されようとしている。このようなアメリカやロンドン並みの金融システムが出来上がれば、金融システムのエンドユーザーである個人・預金者の資産選択についても選択肢が広がり、その経済的厚生が高まることが期待されている。1998年は外為法改正の実施（4月）、投資信託の銀行窓版開始（12月）といった個人部門にも関係のあるビッグバンの第一陣が実現した点で注目され、今後の展開を注視する必要がある。

金融ビッグバンの根底にあるものが経済的厚生の向上であるとすれば、エンドユーザーにもそのプラスの効果が期待できるはずである。しかし、ビッグバン自体は金融機関サイドの問題つまり供給サイドの問題である以上、需要サイドであるエンドユーザーの行動変化が暗黙のうちに変化するものとしなければ効果は期待できない。果たして暗黙の行動変化は生じるのであろうか。いわばエンドユーザーの効用関数のシフトに対する効果を検証したいというのが、本論である。

2.1 金融ビッグバンとエンドユーザー

図6-1は日米個人金融資産残高構成比をみたものである。これによれば、日本の『資金循環勘定』の個人部門の債券・投資信託・株式という危険資産の保有は1996年末に11.6%にすぎないが（『資金循環勘定』の個人部門には、消費者としての個人、個人企業、農林漁業者、非営利団体が含まれ、純粋な家計であれば危険資産保有はもっと小さいと考えられる）、アメリカの個人部門は同じ時点で危険資産保有が43.7%に及ぶ。この差は金融市場の改革が1980年代に行なわれ、個人部門に多様な金融資産が提供されているからであるという理解が多く、日本でも金融ビッグバンによって多様な金融資産が供給されれば、日本の個人部門の金融資産選択も多様化し、アメリカ並みになると予想され、経済的厚生の向上が期待されるというのがその帰結である。たとえば、日本経済研究センターが行なった『2020年の日本の金融』によると（図6-1）、2020年末に個人部門の金融資産残高は2,556兆円に達し、危険資産保有が33.4%になると推計している。とくに、投資信託の保有は1996年末の2.6%から2020年に20.2%になるという推計をしている。日経センター長期予測[98年2月]によれば、2005年に家計貯蓄率は8.3%に、国民負担率は42.2%になり、2015年年にはそれぞれ1.6%、45.7%になると推計し、2025年には家計の貯蓄超過は消滅するとしている。ただし、家計の金融資産は家計貯蓄率が下がるといっても、ゼロになるわけではないので、2025年に2,200兆円に達すると推計している。

藤崎(1997)は郵政研究所の行なった独自調査から、

- ・高齢になると金融資産選択における証券のシェアが高まること、
- ・安全一辺倒だった日本の個人投資家も、収益性や流動性を考慮しながら高リター

ンを追求していくようになると推測される、

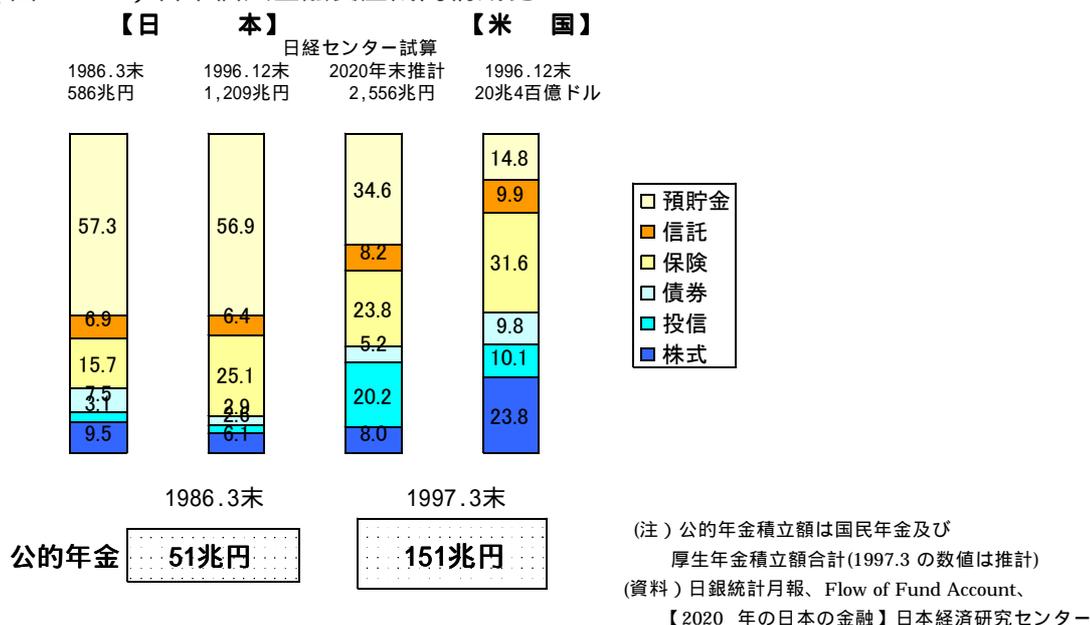
ことから、高齢化社会に備えて生活保全のために積極的な運用と、多様な商品の中からバランスのとれた効率的な資産配分を目指すようになって、危険資産保有の高まりを予想し、株式、投信を中心とした証券市場関連商品が主役になるとしている。

このように、日本の個人・家計の金融資産選択は従来安全性第一で、収益性基準の比重は高いものではないが、金融ビッグバンが行なわれれば収益性を加味した金融資産が幅広く供給されよう。そうすればアメリカのようにMMFが需要されるかもしれない、すなわち、金利選好が高まる可能性が大きい、というのが予想される有力なシナリオでもある。

しかし、はたしてこのような金利選好が向上するシナリオが金融ビッグバンによってもたらされるのかについて懐疑的にならざるをえないという、率直な印象から始めたのがこの研究である。日本の個人・家計の金融資産選択行動が安全性第一なのは、金融資産の供給サイドが有利な商品を提供していないからなのであろうか。むしろ供給が行なわれたとしても、選択行動はあまり変わらない可能性の方が強いのではなかろうか、というのが当面の仮説である。

図6-2はアメリカの『資金循環勘定』(Flow of Funds Accounts)における家計金融資産を見たものであるが、アメリカでは1950～60年代に預金の保有比率は30%にすぎず、その当時は株式保有の比率が大きかった。70年代半ばに預金保有比率が40%を超えたが、レギュレーションQによる預金金利規制を回避した行動や、80年の預金金融機関規制緩和法などにより金融技術革新が進み、種々の自由金利商品の供給によって預金の相対的な魅力が低下して預金から自由金利商品へとシフトした。MMFやミューチュアルファンドの保有の増大は80年代以降であるが、預金の保有比率は90年頃に漸く50～60年代の水準に低下したにすぎないことにも注目しておきたい。アメリカの家計の資産保有にはもともとリスクな資産の選好が大きいのである(効用関数がリスク・テイキングになっているともいえよう)。

(図6-1)日米個人金融資産残高構成比



(図 6 - 2) アメリカの家計金融資産保有の推移(『世界経済白書』平成9年版、p.117)



2.2 金融ビッグバンのシナリオ：効果

金融ビッグバンによっていかなる経済効果をもたらされるのかについては、いくつかの試算がある。

[通産省の試算] 通産省が1997年 5月に行なった試算によると、東京市場が欧米並みの国際金融市場に発展し、株式などリスク性金融資産の保有が増加するという仮定の下で計算すると、2001年までに金融ビッグバンにより消費者余剰は1世帯 8.3万円の増加になる。また、規制緩和全体では消費者余剰は 36.5万円の増加になる、という。

その結果、規制緩和全体で2001年には1995年に比べてGDPが 6.0%ほど引き上げられるという。

[経済企画庁の試算] 経済企画庁は、97年6月に各種分野の規制緩和による経済効果を試算している。とくに、金融分野の規制緩和が行なわれると、証券投資信託・商品ファンドの割合が2000年度にアメリカ並みになると考えられる(95年末の個人金融資産残高中の証券投資信託の割合はアメリカが 8.2%で、日本は 2.8%である)。その結果、個人の金融資産運用の多様化・高度化による金融サービスへの需要(手数料支払：金融サービス消費)増加によって、2000年までに 2,959億円になるという。

[経済審議会WGの推計：個人資産ポートフォリオの推移] 経済審議会の金融ワーキング・グループは、金融ビッグバンの影響を推計した(98年 3月)。この推計によると、高齢層ほど金融資産のポートフォリオは多様化し、リスク性資産の保有比率が高まるが、高齢化という人口構造の変化の影響をみるとポートフォリオに対して変化は見られないこと、また所得水準の向上の影響がポートフォリオの多様化に影響を与えるかを見ると、これもポートフォリオには大きな変化は与えないこと(とくに投資信託の保有に対して)を明らかにしている。しかし、アメリカ並みのポートフォリオの変化を仮定すると、ポートフォリオに変化が生ずることを明らかにして、日本でも金融ビッグバンがアメリカ並みのポートフォリオの変化をもたらすことが期待されることを示した。

2.3 ビッグバンの影響

金融ビッグバンによる影響の1つに外資系金融機関の進出があげられる。シティバンクが個人分野に進出したり、外国金融機関が国内金融機関と提携したり、さまざまな事例がある。しかし、外資系金融機関は直接に支店を設置して進出するようなことはなからう。むしろ、支店設置のようなコストのかかる進出は予想しにくい。進出するならば、既存のネットワークを利用するというような、アウトソーシングの手法をとるであろうし、提携によって獲得した顧客名簿を利用して直接アクセスするような手法をとるであろう。

また、いわゆるプライベート・バンキングの対象となる層は金融資産で1億円以上の層であるともいわれ、外資系金融機関のターゲットは限定的である。

外資系金融機関の進出は、日本の貯蓄の海外流失ということに繋がる。これは、世界の資金不足に充当され、日本に還流することはないかもしれない。

小野善康は「日本、資産の分散投資急げ」(『日本経済新聞』、98年5月18日)で、バブル期に日本の資金がアメリカで不動産投資を行ない、結局は高値で購入し、安値で売却することになり、損失を蒙った事例などから、海外投資は分散化が重要であることを力説している。

中窪文男は「外為法改正と資金流失の可能性」(『ニッセイ基礎研 REPORT』、98年6月)で、外為法改正での資金流失の可能性がどのくらいになるかを論じているが、外為法改正のみによる影響は限定的であることを指摘している。いずれにしても、外国株式で運用する投資信託などが広く個人に販売されれば、アメリカ株の高値掴みに終わってしまう可能性が高いことにも注意を要する。

2.4 資産保有と文化

金融資産の供給がグローバル・スタンダードに近づいたとしても、個人・家計の資産選択行動つまり効用関数が変わらなければ、収益性重視ないし危険資産への選好度が高まるとはいえない。金融資産の保有あるいは実物資産の保有には、独特の文化的側面があるのではないかと、ということも意識している。

この点は、すでに保険について水島(1995)(保険文化研究会)の興味深い研究がある。その結論は誤解をおそれずにいえば、日本には保障という意味での保険が根付いていないこと、あるいは日本人の意識に確率論的思考方法が希薄であることによるのではないかと、というものである。金融資産保有的側面からいえば、保険は貯蓄性をもったものとして意識されているのである。

このような保険文化とのアナロジーからすれば、日本の個人・家計の金融資産選択 - 金融文化といえるかもしれない - は従来元本保証の商品を支持してきたが、この選択行動は変わらないのではないかと印象をもつ。すなわち、金融資産選択一般についても、日本人の行動様式は確率論的思考方法が応用されないのではないだろうか。危険回避的行動(risk-avertter)が主で、危険愛好的行動(risk-lover)はとらない可能性が強い。もし金融ビッグバンが実現しても個人・家計は元本保証を得た上で、より収益性の高い商品を選択するのではないかとというのが、本論の仮説である。

もっとも以下の分析での認識は、このような金融ビッグバンを予め織り込んだ分析を

行なうことはもともと困難であるとも考えている。というのは、いかなる商品が供給されるかが不透明だからである。また、本論で紹介する各種調査や計測結果はすべてビッグバン以前のデータであり、過去の延長線上にビッグバンを捉らえていることになるので、ビッグバンの本来の意義を捉らえられないという制約もある。とはいえ考えておくべき問題のいくつかを指摘しておきたい。一つは家計貯蓄率の低下傾向である。もう一つは金融資産保有が大きい層は結局高齢層であることである（金融資産残高の6～7割ともいわれる）。高齢層の金融資産残高が結局は高齢層の生活費であることを考えれば、リスクな行動は取りにくいからである。しかも高資産層は遺産動機も強く、安全なまま残したいと考えると予想される。たしかに、一定の資産保有があれば藤崎[1997]の指摘するように、生活保全・生活防衛的な行動からリスクな資産保有を行なう可能性はないともいえない。むしろ新しい価値観を持った高資産層で若い世代などがリスクな資産選択行動を行なう可能性があることが重要であろう。

また、『貯蓄動向調査』などからも明らかのように、世帯毎の貯蓄保有額は一様に分布しているのではなく、一部の公資産保有層の影響で平均値が高くなっている（ジニ係数が大きい。ないしローレンツ曲線の偏りが大きい（個人貯蓄の63%は、世帯全体の25%（2,000万円以上）で保有されている）。この点に注目すると、一定水準の資産保有層は多様化・高度化する可能性が高いともいえよう。つまり、貯蓄額保有の平均値である1,500万円前後ではあまり多様化ないしリスク性資産の保有は小さいが、資産保有増大にともなって安全性を踏まえて収益性重視も行なわれる可能性が高い。いわゆる、プライベート・バンキング（PB）は金融資産額1億円以上を対象とするといわれる所以である（PBの対象層は60万世帯〔140兆円〕といわれ、また自宅以外に1億円以上の土地保有の世帯である80万世帯〔300兆円〕といわれる。さらに、PBの対象となる年収1,500万円以上世帯は東京30km圏で5%（世帯主50歳代で11%）程度である）。

3 家計の金融資産選択の変化

3.1 金融資産選択の基準

家計の金融資産選択の変化をみるために、まず『資金循環表』により属性別の資産シェアをみると（図6-3）、1965～95年でいわゆる安全資産が占めるシェアは60～70%程度でほぼ変わらない。危険資産のシェアはそれほど増大しておらず、保険のシェアの増大が目立つ程度である。

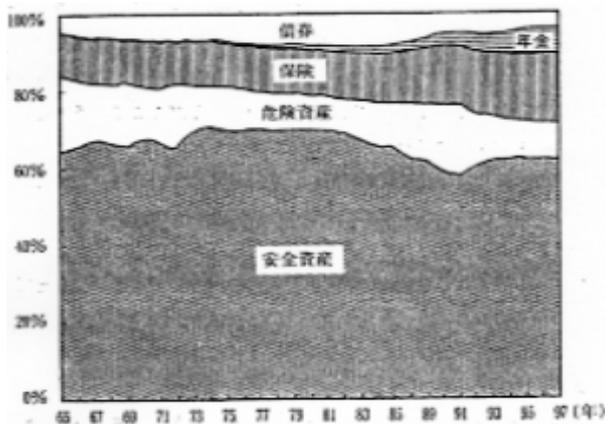
ところで、金融資産選択にあたって、安全性・流動性・収益性といった選択基準が、実際の資産保有に与える影響としては大きい。たとえば、貯蓄広報中央委員会（事務局：日本銀行情報サービス局）の『貯蓄と消費に関する世論調査』（以下『日銀調査』という）によれば（図6-4）、日本における金融資産保有の推移を反映して、貯蓄選択の基準はバブル期に高まった「収益性基準」が90年代に低下傾向にあり、「安全性基準」が上昇している。

とくに、安全性志向は預貯金などの元本保証的商品の選好に現れるが、『日銀調査』の「預入先が信用できる」という基準が92年以降に増大してことで明らかのように、金融機関選択の信用度にも重点が置かれてきている点（金融機関選択）は注目される（77

年から「安全性」基準が、それまでの「安全に保管してくれる」から「信用できて安心」という聴き方になって、「安心性」が高まった。これは、金融機関安心性指向（金融機関選択）を表すものと考えられるが、90年代に入ってからこの機関「安心性」基準が高まっている。もっともこれは、昨今の金融機関の不良債権問題によるところが大きいといえよう。これは、資産選択が預金以外になかった時代においては、元本保証はいわば自明で、意識されるものではなかったが、金利自由化が本格化した85年以降急激に高まったことに表われている。年齢別には、高年齢層ほど元本保証が強まることは、老後目的貯蓄からして当然であろうし、「大人主義」的価値観からすれば当然であろう。また、郡部で機関安心性が強いほかは、年齢別・所得別の差異は少ない。

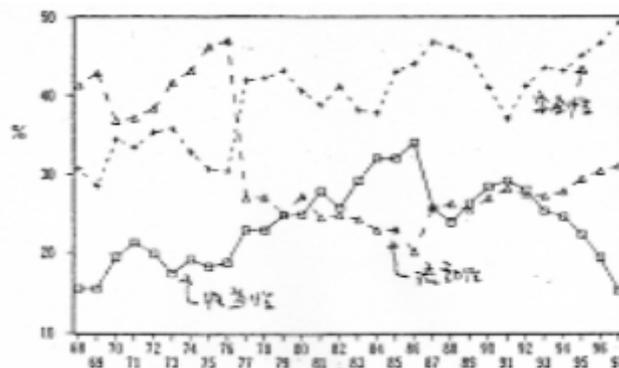
ただし、『日銀調査』の「収益性基準」は87～88年の低金利時にも低下しており、金利に対応してサイクリカルに変動するものと考えられ、今後金利が上昇する局面では、「収益性基準」が増大する可能性はある。地域別では、郡部で80年代前半まで利回り指向が他地域よりも強かった。関東と近畿では、わずかであるが関東の方が利回り指向が強い。年齢別では、若い世代ほど利回り指向が強く、「自分主義」的価値観を反映しているのかもしれない。また、高資産層ほど利回り指向が強いことも、資産額が大きければ金利選好的ないしリスク負担能力が大きくなるので、当然のことといえよう。

(図6-3) 資産シェア [資金循環勘定]



注)・「安全資産」は、現金+要求払預金、定期預金、譲渡性預金、信託。
 ・「危険資産」は、外貨預金、投資信託、株式。
 ・「債券」は、国債、地方債、事業債、金融債、政府保証債。

(図6-4) 日銀『貯蓄と消費に関する調査』：貯蓄の選択基準



3.2 特性分析による資産選択の基準の変化ヒストリカル・データの物語るもの

特性分析による資産選択分析の先行研究である明石・吉川[1994]は、1967～92年の期間で分析しており（『資金循環勘定』四半期データ）、バブル崩壊と金融機関の不良債権問題に至る時期をカバーしていない。そこで、直近までのデータによる追試を行なった。期間は1967～95年で、年次データである。ランカスター・モデルでは特性を数量化して表わすので、 $(数量) = (資産シェア) \div (価格)$ という関係から特性を定義する。データは、

- 1) 資産シェア：『資金循環勘定』金融資産負債残高表の「個人」部門から抽出（『資金循環勘定』の「個人」部門には消費者としての家計のほか、個人企業、農林漁業者および非営利団体を含む点に注意しておく必要がある。個人部門の金融資産は96年12月に1,209兆円であるが、純粋個人ではない。また、健康保険組合、共済組合および基金は「一般政府」部門のうちの「社会保障基金」に含まれる。ただし、SNA年報では、「対家計民間非営利団体」部門と「家計（個人企業を含む）」部門に分割している。

「現金通貨」と「要求払預金」は合算。「保険」に「年金（個人年金、企業年金）」が含まれるので、「保険」と「年金」を分離。

- 2) 価格変数：各資産の価格は資産の収益率（利子率、利回り）の逆数として定義。
定期預金：1年物定期預金金利、譲渡性預金：譲渡性預金平均金利（新規発行ベース）、外貨預金：米国財務省証券利回り（3カ月物）、信託：指定金銭信託予想配当率（5年以上）、保険、年金：予定利率＋利差配当率、国債・地方債・金融債・事業債：東証上場債券利回り（全銘柄平均）、公団公庫債：東証上場債券利回り（政府保証債・全銘柄平均）、株式：TOPIX（平均）の対前年変化率、投資信託：運用増減÷前期末純資産残高

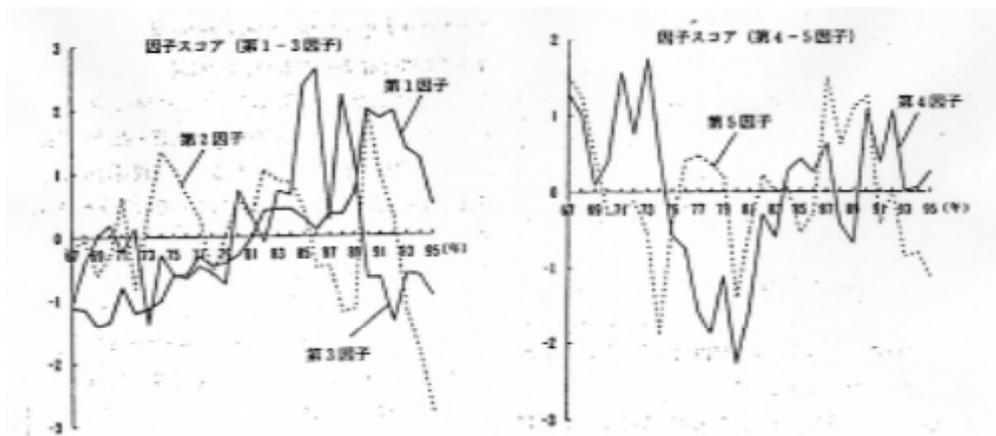
因子分析によって得られた推計結果は以下の通りである（図6-4、表6-1）。

- 1) 67～95年の年次データによる分析では、明石・吉川が「安全・安心性」として評価した要因と思われる因子の説明力が高く（年金性、老後貯蓄・保障性）、90年代にはよりその傾向が強い。因子スコアの推移からは80年代初頭に構造変化があったことを窺わせる。この第1因子は年金と正の相関が大きいほか、外貨預金、譲渡性預金、国債などとも正の相関があり、金融自由化因子（収益性）をも反映している可能性があり、金融自由化が進んだ80年代以降説明力大きい。この点は、期間を区切って、80～95年で推計しても結果はほぼ変わらない。
- 2) 定期性預金、保険、国債と正の相関がある第2因子は「安全性・安心性」を示すといえるが、70年代には正に説明力をもっていたが、90年代以降急激に寄与しなくなっている。73・74年、79・80年という石油ショック時（景気後退期）に上昇し、景気拡大期に下落するともいえるが、バブル崩壊後はやや特殊かもしれない（金融機関の不良債権問題に起因する金融機関への信頼性の低下を示すかもしれない）。この点で金利に対する感応度を示す因子とも解釈可能である。
- 3) 第3因子は外貨預金、株式、投信と正の相関があり、（現金＋要求払預金）と負の相関をもつので、危険性ないし収益性を示している。80年代の金融自由化以降説明力を高め、バブル崩壊後は寄与しなくなっている。

という結論が得られたが、これはほぼ明石・吉川(1994)と同じである。

以上の推計結果から、家計の資産選択は年金性、長期貯蓄（老後保障）性という安心性の裏返しの特性と安全性という特性によって強く制約されたていることが明らかになった。バブル期という資産選択においてかなり収益性そして危険を冒すことを志向したと思われる時期に、リスクに代表される因子はやや貢献していたが、その後急速に寄与を低下させた。このことは、今後の家計の資産選択にも一つの意味をもってくる事が予想される。収益機会の増加が期待されるとしても、家計の資産選択の基本は、高齢化への対応を基本とし、安心性と安全性を軸に行なわれることが予想される。換言すれば、資産選択行動は効用関数を予算制約の下で極大にする行動であるとしても、効用関数の形状はバブルによって大きくシフトしなかったし、今後のシフトも予想しにくいということである。

(図6-4) 推計結果(1): 因子スコアの変化 (67~95年年次データ)



(表6-1) 推計結果(1): 因子の固有値と相関

67-95 年次データ分析結果 (数量化)
固有値表: 回転後 (バリマックス法)

因子	二乗和	寄与率	累積寄与率
因子 1	3.662	0.262	0.262
因子 2	3.517	0.251	0.513
因子 3	2.042	0.146	0.659
因子 4	1.719	0.123	0.781
因子 5	0.597	0.043	0.824

	a	b	c	d	c
	第1因子	第2因子	第3因子	第4因子	第5因子
年金	0.936	信託 0.943	譲渡性預金 0.784	株式(市価) 0.430	投資信託 0.449
外貨預金	0.420	定期性預金 0.844	外貨預金 0.722	投資信託 0.248	保険 0.342
T B・国債	0.246	金融債 0.664	T B・国債 0.587	現金通貨+要求払 0.187	外貨預金 0.245
譲渡性預金	0.207	保険 0.636	保険 0.461	外貨預金 0.124	株式(市価) 0.213
投資信託	0.127	公社公団 0.482	投資信託 0.287	年金 0.046	事業債 0.167
地方債	0.115	事業債 0.436	株式(市価) 0.179	譲渡性預金 0.019	現金通貨+要求払 0.010
事業債	0.024	T B・国債 0.395	地方債 0.166	公社公団 -0.032	信託 0.010
信託	-0.195	地方債 0.380	年金 0.142	保険 -0.038	T B・国債 -0.047
保険	-0.265	現金通貨+要求払 0.175	信託 0.061	信託 -0.200	年金 -0.050
定期性預金	-0.386	譲渡性預金 0.074	金融債 -0.001	金融債 -0.281	譲渡性預金 -0.068
金融債	-0.590	株式(市価) -0.053	定期性預金 -0.012	定期性預金 -0.299	定期性預金 -0.119
株式(市価)	-0.670	外貨預金 -0.102	公社公団 -0.119	T B・国債 -0.354	公社公団 -0.173
公社公団	-0.804	年金 -0.236	事業債 -0.160	事業債 -0.717	金融債 -0.213
現金通貨+要求払	-0.881	投資信託 -0.492	現金通貨+要求払 -0.381	地方債 -0.754	地方債 -0.215

4 むすびにかえて

4.1 金融ビッグバンと金融資産選択の方向

金融ビッグバンによって個人部門の金融資産1,250兆円の行方について、より有利な運用に向けて変化することが期待されている。むしろビッグバンは金融システムのグローバル・スタンダードの実現と同時に家計・個人部門の金融資産選択行動をより収益性の高いものとするにその目的があるとも理解される。事実、ビッグバンによって家計部門の得る収益の増加を試算している例も多い。これらは家計の資産選択が従来の預貯金中心のものからアメリカのように投資信託へシフトすることをかなり意識している。果たしてアメリカ型の資産選択にシフトするのであろうか。より収益性の高い運用がなされることは高齢化社会を考えても望ましいことであるに違いない。しかし、ビッグバンによってより収益性の高い金融資産が供給されても、それらが直ちに家計・個人によって選択されるかは一義的には決まらない。

おそらく大きな変化は起こるまいというシナリオが有力であるし、反対に資産選択行動に大きなシフトが起こるといのがもう1つの有力なシナリオである。ビッグバンによってより収益性の高い金融商品が金融機関によって提供されれば、家計・個人によって選択されることが予想されるが、その際リスク選好がどうなるかが重要である。ロー・リスクでハイ・リターンであれば直ちに受け入れられるであろうが、ハイ・リスクのものまで選好されるのであろうか。あるいはリスクに対する選好度は大きく変化するのであろうか。

たしかにビッグバンにより個人の金融資産運用の機会は増えると考えられるが、個人の意識とくに自己責任の意識の変化はそれほど起こらないのではないかと、ということも考えられる。たとえば貯蓄広報中央委員会の『貯蓄と消費に関する世論調査(1997年)』では、自己責任意識が高まっていないことを指摘している。

貯蓄の基本理論(フィッシャー流の時間選好理論やトービン流のポートフォリオ・セレクション理論)によれば、貯蓄ないし資産選択は所得制約(予算制約)・機会制約(到達可能領域)と個人の効用関数によって決定される。ビッグバンは所得制約ないし機会制約を変える可能性はあるが、個人の効用関数そのものを直接変化させるものではない。したがって、個人の効用関数の変化をいかに捉えらえるかが決定的である。この点は生命保険文化センター(1997.6)、『日本人の金融資産選択』(東洋経済新報社)として刊行)で詳細に考察されているが、たとえば相対的危険回避度がバブル期に変化していないことなどが指摘されている。

本論は、日本の個人・家計の金融資産選択行動が安全性第一なのは、金融資産の供給サイドが有利な商品を提供していないからではなく、むしろ、供給が行なわれたとしても、また「情報」が多様に提供されるようになっても、選択行動はあまり変わらない可能性の方が強いことを強調した点で通説とは異なるかもしれない。金融資産の供給がグローバル・スタンダードに近づいたとしても、個人・家計の資産選択行動つまり効用関数が変わらなければ、収益性重視ないし危険資産への選好度が高まるとはいえないこと

を強調し、金融資産の保有あるいは実物資産の保有には、独特の文化的側面があるというのがその主張である。日本の個人・家計の金融資産選択は、従来元本保証の商品を支持してきたが、この選択行動は変わらないのではないかと、という印象をもっている。すなわち、金融資産選択一般についても、日本人の行動様式は確率論的思考方法が応用されないのではないだろうか。危険回避的行動（risk-avertter）が主で、危険愛好的行動（risk-lover）はとらない可能性が強い。

4.2 資産選択行動の変化

本論は、あくまで過去のデータを用いた実証研究を基にしており、過去の連続性の制約の下に将来の予測を行なっているとの批判がありうることを十分意識している。とくに効用関数（選好）のシフトが顕著に現われていないという結論は、過去のデータの検証にほとんど依存しているため、効用関数が今後ビッグバンの進行にしたがって変化する可能性を排除していない。個人の価値観は多様化し、確実に変化しているし、今後も変化する可能性が強い。

また、金融機関などの供給サイドが日本人の選好に適合したリスクな資産を提供すれば（元本保証のある投資信託などがありえるのであれば）、さらにリスクに対する懇切な説明を行ない、一定の学習効果を付与するのであれば、効用関数のシフトが変化するかもしれないし、その可能性は高い。といっても、ポートフォリオ全てではなく、一定部分なので、平均的個人であれば必然的に投資額はそれほど大きいものではなく、また一定の資産額以上を保有する層（たとえば2,000万円以上の層）に限定されよう。

とくに価値観が従来型から多様化しつつある若い世代ほどその可能性は高いであろう。若い世代は住宅の取得について、土地取得から始める1次取得ではなく、親から土地を相続して上物である住宅のみを建築する可能性が高いし、住宅そのものも相続する可能性が高い。このことは、住宅取得が負担にならないので、金融資産の選択行動に大きく影響する可能性がある。つまり、価値観の変化を通じて効用関数を大きく変える可能性がある。

ただ金額的に多くの貯蓄を保有する世代は高年齢層であるので、リスクな選好が顕在化するには一定の時間がかかるであろう。金額的に大きな保有層は従来型の価値観で選好を行なう可能性が高いと考えられる。

さらに、公的年金制度・企業年金制度といった老後保障システムは最低限の自助努力を求めるものであったが、公的年金制度の給付引き下げや企業年金制度の変革（確定拠出型年金制度の導入 [アメリカの401K的な制度]）により、リスクテイク行動が起こる可能性はある。しかし、401Kの成功は税制優遇措置が大きいといわれており、イギリスでのベンチャービジネスへの投資優遇制度や個人の株式投資を奨励するPEP（Personal Equity Plan、一定の条件で行なう年間9,000ポンドまでの投信・株式投資にかかるキャピタル・ゲインおよび配当金は非課税とするもの）の導入（1987年）の効果が大きいといわれる。個人の投資優遇制度の拡充が不可欠で、これなしにはリスク性資産への投資は活性化しないであろう。

第7章 金融ビッグバンの倫理的含意

1 迫られる大変革：集団主義から個人主義へ

バブル崩壊後のわが国の経済は、絶好調のアメリカ経済が掲げる自由経済原理の威力と世界的な情報化・国際化競争の高まりによって、全産業にわたって徹底した規制撤廃・自由化を迫られている。これまで金融業界を保護してきた大蔵省の「護送船団方式」を解体する「金融ビッグバン」は、その対応策のひとつである。これによって、これまで建前は自由経済でありながら官僚支配と集団主義の色彩が濃厚だったわが国の社会（ウォルフレン、加藤1997）は、真の意味での自由経済社会の形成に向かって大きな一歩を踏み出すことになった。

自由経済社会の哲学的基礎は、個人の自律性、自由、権利、自助努力、自己責任を基本とする個人主義である。これに対して、わが国の社会の伝統的な基礎は、個人の帰属集団への献身、集団による個人の保護を基本とする集団主義である。したがって、わが国の社会を真の意味での自由経済社会に形成するためには、その哲学的基礎を集団主義から個人主義に切り替えること、少なくとも個人主義の方向へウエイトを大きく移動させることが必要である。それゆえ「金融ビッグバン」が意味する大改革とは、単に大蔵省の金融行政や金融機関の経営方式の変革に止まるものではなく、究極的には、《政治家・官僚・経営者・労働者を含むすべての日本人の人生観・倫理観が集団主義から個人主義に変革されることを要求する》という意味での大変革なのである。これは大変な課題である。例えば、柳田邦男は「今は『何のために生きるのか』『自分らしい人生を生きているか』を問う時代になった。しかし、生きがいとか使命感は人それぞれに違うから、自分で考えなければならない。大変な精神的作業だ」（柳田,338）と述べている。

自由経済社会の中で生きるために個人の自律性に基づいた人生観・倫理観を確立するという基本的課題の遂行に当たっては、自由経済と倫理との間の独特の緊張関係に特に注意する必要がある。すなわち、自由経済体制は、アダム・スミスが『国富論』で強調したように（正義の枠内での）個々人による物質的利益の自由な追求を基本的推進力としているので（WN,687.訳II,511）、この体制に基づく自由経済社会には、（適切な倫理観が確立されなければ）利己主義と拝金主義を促進する傾向が内在している、という点に注意する必要がある。

本章の目的は、「金融ビッグバン」を契機として本格的な自由経済化を迫られているわれわれ日本人が、真の意味での個人主義を確立し人間的価値の追求と両立しうる自由経済社会を形成するための有力な参照枠組みとして、スミスの共感倫理学と古代ギリシアの道徳哲学（幸福主義的個人主義）を紹介し、基本課題達成のための公共政策を提案することである。

2 スミスの共感倫理学

『国富論』(1776年)において歴史上初めて自由経済の原理を解明したアダム・スミスは、1752年から64年までグラスゴウ大学道徳哲学教授の職にあり、1759年に『道徳感情論』を公刊し、学者としての名声をヨーロッパ全域に確立していた。この『道徳感情論』で展開されたスミス独特の倫理思想(加藤1993)は、『国富論』で展開された自由経済の原理の倫理的基礎となっているだけでなく、今日のわれわれ自身の自由経済社会における倫理問題を考察するための有効な参照枠組みをも提供してくれる。

2.1 道徳的判断の根拠：共感

スミスによれば、人間は生来「仲間をつくりたい」という社交心をもっている。つまり、「他人に共感したい、また、他人から共感されたい」という願望をもっている。そして、他人に共感できたとき、また、他人から共感されたときには、仲間になれた喜びを感じる(TMS, 116. 訳237)。

一般に、当事者Aの感情と行為の是非を観察者Bが判断する場合に、Bが想像力を働かせて、もし自分がAの立場にたったなら感じるだろうと思う感情の強さがAが実際に表出している感情の強さと大体一致すると「思われる」とときには、BはAの感情に「共感し」Aの行為を「是認する」。大体一致すると「思われぬ」とときには、BはAの感情に「共感せず」Aの行為を「否認する」(TMS, 325. 訳414)。このように、スミスによれば、ある人の行為に関する是非の判断つまり道徳的判断の根拠は、「公平な観察者」の「共感」が成立するか否かに求められるのである。

2.2 慎慮・正義・慈恵

スミスによれば、人間は行為の動機として、「自愛心」(自分自身の幸福への関心)と「博愛心」(他の人々の幸福への関心)という二つの基本的な本能を持っている。そして、他人の共感・是認・称賛を得たいという基本的な願望を通じて、自愛心からは自分の幸福に貢献する「慎慮」の美德が形成され、博愛心からは、他人の幸福を侵害しないという「正義」の美德と、他人の幸福に積極的に貢献するという「慈恵」の美德が形成される(TMS, 262. 訳502)。

(1) 慎慮。「個人の健康、財産、および身分と名声、すなわちこの世における彼の快適と幸福が主として依存すると想定される諸対象についての配慮は、普通に慎慮と呼ばれる美德の適切な任務と考えられる。」(TMS, 213. 訳445)「われわれ自身の私的な幸福と利益に対する顧慮は、多くの機会に、非常に称賛すべき行為原理であるように思われる。儉約、勤勉、分別、注意、および思考の応用という習慣は、自利的動機から涵養されると一般に考えられており、また同時に、すべての人の尊敬と是認に値する非常に称賛に値する資質であると理解されている。」(TMS, 304. 訳379)

(2) 正義。「最も神聖な正義の諸法、すなわち、それらの侵犯が復讐と処罰を最も声高に要求するように思われる諸法は、われわれの隣人の生命と身体を守る諸法である。次は、彼の財産と所有物を守る諸法である。そして最後にくるのは、彼の対人的権利と

呼ばれているもの、すなわち、他の人々の約束によって彼に帰属するものを守る諸法である。」(TMS, 84. 訳132)「正義は、[社会という]大建築の全体を支持する大黒柱である。もしそれが除去されるならば、人間社会の偉大な巨大組織は一瞬にして崩壊して粉々になるにちがいない。」(TMS, 86. 訳135)

(3) 慈恵。「慈恵は、[社会という]建物を美化する装飾であって、建物を支える土台ではない。それゆえ、この美德は奨励すれば十分であり、決して強制する必要はない。」(TMS, 86. 訳135)「この美德[慈恵]の比較的大きな発揮は最高の報奨に値するようになる。そのような発揮は、最大の善を生みだすものなので、最も熱烈な感謝の自然的な是認される対象なのである。」(TMS, 81. 訳128)

2.3 道徳規則

人々が他人による共感と是認を何回も経験するという事実から、道徳規則が形成される。「他の人々の行動についての継続的な観察によって、われわれは気づかぬうちに自分自身に対して、何を行ない、または回避するのが相応しく適切であるかについての、一定の一般的規則を形成するようになる。その内容は、われわれを嫌悪すべき、軽蔑すべき、処罰すべきものにする傾向、すなわちわれわれが最大の恐怖と嫌悪を抱くようなすべての感情の対象にする傾向のあるすべての行為は回避しなければならないということ、および、われわれが本性上最も強く願望するようなすべての感情、すなわち人々の愛情、感謝、感嘆をかきたてるような仕方で行うための、あらゆる機会を注意深く求めなければならないということである。」(TMS, 159. 訳188-89)

「完全な慎慮、厳格な正義、適切な博愛[慈恵]の諸規則にしたがって行為する人は完全に有徳な人である。」(TMS, 237. 訳473)

2.4 良心

われわれ自身が自分の行為の是非を判断する際には、自分自身の心の中に想像する「公平な観察者」すなわち「想像上の公平な観察者」の判断にしたがう。つまり、われわれは想像力を働かせて、もし自分が外部の「公平な観察者」であったならば自分の行為をどのように判断するであろうかと考える。この「想像上の公平な観察者」が自分の行為を是認する場合には、われわれは自分の行為を是認することになる。この「想像上の公平な観察者」は、われわれの「良心」(TMS, 134. 訳199)の源泉である。

「自分の行動が主として、想像上の公平な観察者の諸感情に対する顧慮[つまり良心]によって指導されなかった人で、彼の生涯の全体、またはそのうちのかなりの部分にわたって、慎慮の道、正義の道、または適切な慈恵の道を着実かつ一様に歩んだ人は、かつて一人もいないのである。」(TMS, 262. 訳502)

2.5 自由経済体制の倫理的基礎

自由経済体制は分業と交換に基づく経済体制であるが、スミスによれば、交換の基礎は「博愛心」(「慈恵」)ではなく「自愛心」である(WN, 26-27. 訳I, 26)。したがって自由経済体制の倫理的基礎は「慎慮」と「正義」の美德であって、「慈恵」の美德はこの

経済体制の基礎となることはできない。もちろん、スミスは「慈恵」を最高級の美德として評価しているし、自由経済社会において友情、親切、慈善、献身というような「慈恵」の美德が実践されうことを否定しているわけではない。スミスが主張しているのは、自由経済社会の経済的基礎を「慈恵」に求めることは不可能であり、かつ、自由経済社会は「慈恵」がなくても「商業的社会」(WN,37. 訳 I,39) として存続可能である、ということである。したがって、『国富論』の主題である自由経済体制が成立するための基礎としては、「慈恵」の美德は最初から除外されることになる。つまり、『道徳感情論』の世界 - 「慈恵」 = 『国富論』の世界、なのである(TMS,85-86. 訳134)。

2.6 富裕と美德の混同

スミスによれば、真に尊敬すべき人は「知恵の人と美德の人」であるが、人々は一般に、尊敬すべき真の理由がないにもかかわらず「富裕の人と権力の人」を(彼らの想像上の快適な状態に対する共感から)実際に尊敬する傾向がある。つまり一般に人々は、実際の尊敬の対象として、「知恵・美德」の代わりに「富裕・権力」を選択してしまうと指摘されている(TMS,61-62. 訳95)。

	富裕の人 権力の人	富裕と権力の 面で普通の人	貧乏な人 無力な人	
知恵の人 美德の人	正当	不当	不当 矛盾	尊敬に値する
知恵と美 徳の面で 普通の人	不当	正当	不当	
愚行の人 悪徳の人	不当 矛盾	不当	正当	軽蔑に値する

実際に尊敬される
実際に軽蔑される

この問題状況は上掲の表のように示すことができよう。この表で、特に「知恵の人・美德の人」が貧乏な人・無力な人である場合には、“本当は尊敬に値する人が実際には軽蔑されている”という矛盾が生じ、また、愚行の人・悪徳の人が「富裕の人・権力の人」である場合には、“本当は軽蔑に値する人が実際には尊敬されている”という矛盾が生じることになる。

しかし、スミスは、どうすれば人々が、真に尊敬すべき人すなわち「知恵の人・美德の人」を実際に尊敬するようになり、また、そのような尊敬すべき理由のない場合には

「富裕の人・権力の人」さえも尊敬しないようになるのかという根本問題については、明示的な議論をしていない。

この問題は、人々の道徳感覚を強化する問題であり、広義の道徳教育の問題であると言えよう。スミスの倫理思想に則して言えば、これは「公平な観察者」の道徳感覚を啓発する問題であろう。実際、スミスは道徳感覚を養成する点での「躡け、教育、および実例」の重要性を指摘している（TMS, 163. 訳210）。さらに、道徳理論の役割は、単に道徳現象を解明することだけではなく、人々の道徳観念を「指導」し、道徳実践を「勧告」し「奨励」することでもであると説明している（TMS, 329. 訳, 419-20）。

「胸中の人[良心]の諸判断は、それら[道徳哲学]の論証によって大いに影響されるであろうし、しかもその偉大な同居人[良心]は、それらの論証によって教えられて、われわれの私的、偏愛的、利己的な諸意向のすべてを威圧して多かれ少なかれ完全な平静におくように試みるであろう。この同居人[良心]の判断を指導することが、すべての道徳体系の偉大な目的である。ストア哲学がその追隨者たちの性格と行動に大きな影響を与えたことは、疑いのないことである。」（TMS, 293. 訳364）

3 幸福主義的個人主義

ある個人の「生き方」は、人間と社会についての当人の考え方に依存している。そして、どのような人間観・社会観・倫理観を採用するかという問題は、完全に科学的証明によって決定される問題ではなく、人間と社会に関する特定の基礎的な大前提に基づく特定の哲学を「選択」という「決断」の問題である。

われわれの「幸福」や「生活目標」の考え方に関しては、最近、デラウエア大学哲学教授デイヴィッド・ノートン(David L. Norton, 1930-95)が提唱している「幸福主義的個人主義」(DMD, 8, 132)の哲学が有益な示唆を与えてくれる。彼の立場は、現代の西洋の支配的な道徳哲学である「自由主義的個人主義」の欠陥を指摘しながら、個人の真の「幸福」と「道徳的発達」を実現するために、古代ギリシアのソクラテス、プラトン、およびアリストテレスの道徳哲学（幸福主義的個人主義、略して幸福主義）を現代に復活させようとするものである。

3.1 基礎概念

(1) ダイモン

幸福主義の基礎的な大前提によれば、「人間であることは、生得的に潜在的眞価を持っていることであり、そして（潜在的眞価は本来的に実現を要求するので）この眞価を発見し、それを前進的に実現する道徳的責任を負うことである。」(DMD, 107) 「すべての美德はすべての人間の中に潜在的に存在している。かくて人間であることは、諸美德を顕現することができるということである。」(DMD, 83) 「人々は生得的に、潜在的卓越性を持っているだけでなく、これらの卓越性を実現しようとする熱望をも持っている。ソクラテス、プラトン、およびアリストテレスによって提案された定義によれば、人間は『善を愛する者』である。」(DMD, 3)

ノートンは、この潜在的卓越性のことを「人々の理想的人格に内在する美德、またはダイモン」(DMD,3) と言い換えている。例えばソクラテスの「ダイモン」とは、ソクラテスの言う「私の支配者」または「私の神」であり、ソクラテスの「理想的な自己」であり、彼の人生行路の指針である(DMD,83,118)。

要するに、幸福主義の大前提は、すべての人間は生まれながらにして、潜在的卓越性、それを発見し実現する道徳的責任、およびそれを発見し実現しようとする熱望を持っている、ということである。ダイモンすなわち潜在的卓越性は各人独自のものであり、ここに人間の「個人性」の根拠がある。各人は自己のダイモンを実現することを熱望し、またその実現の責任を負うのであるから、各人のダイモンは各人の「宿命」と言えよう。

(2) エウダイモニア

「個人の生得的潜在性を実現する人生行路は、当人によって本来的に生きがいのあるものとして経験される。それは、自己実現的行動に特有の種類幸福または満足を与える。この幸福を表わすギリシア語がエウダイモニアである。」(DMD,3)

「エウダイモニアは、ある状態とある感情とを意味する。1.それは自己自身に忠実に生きているという状態を表わす。ここで真実の自己は当人のダイモンであり、それに忠実に生きるということは、それを発見して、それを前進的に実現することを意味する。2.この状態での感情は幸福と呼ぶことができるが、それは自己実現的行動に伴なう独特の幸福である。ただし、感情としてのエウダイモニア(幸福)は人生の適切な目的となるものではない。個人の人生の適切な目的は、その個人のダイモンを構成する特定の諸価値を実現するという特定種類の価値ある生活である。」(DMD,3,162)

3.2 自己発見

(1) 汝自身を知れ

人間にとっての最も重要な課題は、まず最初に、自己の潜在的卓越性(真価)すなわち自己のダイモンを発見することである。これは自己発見であり、デルフォイの神命「汝自身を知れ」(DMD,5,82,163)の実践である。自己発見から自己知識が始まる。

自己発見は人間の青年期(ほぼ年齢十代の時期)の課題である。自己発見のためには、個々人はいろいろな試行錯誤をしながら自己の潜在的卓越性を実験的に探究する必要がある。「理想的な諸善に関する知識は知恵であり、制度上および経験上の教育によって獲得されねばならない。所与の個人の自己実現を表わす特定の理想的善に関する知識は、自己知識であり、これは教育の至高の目標でなければならない。」(DMD,3)

(2) 学校教育の改革

この点でノートンは、青年期における学校教育を知識詰め込み型から知識欲尊重型へ改革することを主張している。そしてその指導的思想として、デューイの教育思想を高く評価している(DMD,54)。デューイは、実用主義哲学の立場から、科学と生活の「分離」状態を批判して両者の本来の「結合」状態を理想とし、学校教育においても、日常生活上の諸問題が科学的方法(経験的-実験的方法)によって解決できることを生徒たちに納得させることを目的とすべきであると説き、学校の中に、教室だけでなく、実験室、商店、庭園、劇場、ゲーム場などを設置することを主張した。

(3) 生活形成選択

個人は成人期に入ると、青年期に発見された自己のダイモン、潜在的卓越性（真価）を実現するための適切な人生行路を選択しなければならない。その場合には各種の「生活形成選択」(DMD,59)が必要となる。この選択を正しく行なうことによって、個人は自己にとっての正しい人生行路すなわち自己実現的人生行路を進み、エウダイモニアを得ることができる。

3.3 道徳的発達

自己のダイモンを実現することは、自己の潜在的価値を実現することであると同時に、自己の潜在的美德を実現することでもある。潜在的美德を実現する過程は「道徳的発達」と呼ばれる。

(1) 道徳的発達の動機

「幸福主義は、人々の自然的な生得的な動機として、価値ある生活を送りたいという願望を設定する。」(DMD,7) この願望は「エロースの意味での愛」と呼ばれる。

「エロースの意味での愛は、排他的または基本的に対人的な愛であるわけではない。それは何よりもまず、各人の自分自身との正しい関係である。愛がまず向けられる自己は理想的自己であり、この自己こそが熱望の対象であり、この自己が偶然的変化を一定方向を持った発達に変形する。個人の理想が正しく選択された場合には、それは、個人の内部に生得的潜在性として存在していた客観的諸価値を実現し、それによって、個人の中に『誠実』と呼ばれる自己同一性を達成する。そして『誠実』は他の諸美德の基礎を構成する。/このように理解された場合には、自愛心は、他の人々への愛を決して排除しないし、むしろそのような愛の前提条件である。...しかし、エロースは対人的愛に止まることはない。ソクラテス、プラトン、そしてアリストテレスが教えたように、エロースはさらに成長して、すべての価値への愛となるとともに、それらの価値を体現している人々と制度への愛となる。しかもその際、対人的愛をないがしろにすることなく、また、個人の特定価値への献身という特殊性をもった自愛心を維持している。...われわれは、諸個人が道徳生活の前進的により高い諸段階を通じて発達するという形で諸個人を向上させることのできる唯一の主題的動機として、エロースの意味での愛を提案する。」(DMD,40)

(2) 道徳的発達の実際

道徳的発達は、低次の諸段階（慎慮と正義）から前進的に高次の諸段階（慈恵）へ進んでいくものであって、自己のダイモンすなわち理想的自己を一挙に実現することを目指すものではない。「一つの理想によって指導される人にとって現在重要なものは、次の一歩である。そして人々にとって、次の一歩は常に可能である。つまり道徳的発達は常に可能である。」(DMD,41)

人々の道徳的発達を促進するためには、より高度な段階に達している人々の実例が必要である。「道徳生活は訓戒よりも実例によってはるかに大きく奨励される。実例が全然欠けている場合には、訓戒は空虚なものになってしまう。端的に言って、実践されない実践的訓戒は訓戒ではない。具体的に言えば、自分自身の道徳的発達を追求している人々は、彼らの知り合いの範囲内に何人かの師匠を必要とする。これらの師匠は道徳的

発達の水準の点で彼らを凌駕している人々である。師匠たちの実例からいっそうの道徳的発達に関して多くのことを学ぶことができるし、これらの実例によっていっそうの道徳的発達が奨励されるのである。」(DMD,27)

(3) 道徳的貴族の義務

道徳的発達においては、道徳的意味での「貴族の義務」(DMD, xii) が発生する。すなわち、「より大きな道徳的発達には、より大きな道徳的責務が伴なう」(DMD, 150)。「道徳的発達は人類に対する普遍的な要請であるが、道徳的発達の高次の諸段階における責務的な行動は、低次の諸段階においては[責務を超える]奇特な行動である」(DMD42-43)。

3.4 政府の役割

幸福主義的個人主義によれば、政府の役割は、すべての国民の潜在的卓越性の発見と実現を支援することでなければならない。ノートンはこのような政治を「美徳の政治」または「発達の民主主義」(DMD, 44)と呼んでいる。

「美徳の政治」は次の三段階から成る。「第一に、政府の主要な責任は、政府にとって利用可能な手段によって、被統治者の生活の質を高めることである。第二に、生活の質を高めることはその最も深い意味においては、価値ある生活という目的への道徳的発達を意味する。そして第三に、すべての人は(仮説によって)潜在的眞価と道徳的発達への誘因とを生得的に賦与されているのであるから、社会的努力として考えられた生活の質の高揚における基本的に重要な第一歩は、大部分の人々が『自分自身と接触すること』すなわち彼ら自身の生得的な潜在的眞価を確認することの見込みが大きくなるような諸条件を確保し、それによって、その眞価を実現するように生きることへの彼らの誘因を振起することである。要するに、良い政治は良い生活に関心を持つのであるから、それは道徳的諸美徳の涵養に関心を持たなければならない。」(DMD, 99-100)

政府は、特に、諸個人が自己実現の責任を果たすために必要とする諸条件のうち自分では供給できない諸条件を、諸個人に供給する責任を負う。

3.5 他の道徳哲学との関係

(1) 自由主義的個人主義への批判

ノートンは、近代以降の「自由主義的個人主義」(DMD, 132)の倫理を「ルール倫理」(DMD, x)と呼んでいる。これは、社会生活の秩序を維持するために、すべての人に理解可能で実行可能な最低の道徳的ルール(慎慮と正義)が守られるならば、あとは誰も好きなように自分の利益を追求すればよいという考え方であり、道徳的発達の最初の、最低の段階だけを重視し、その後のいっそう高い段階への道徳的発達の必要性を無視している。ノートンはこれを「道徳的最小限主義」(DMD, xi-xii)と呼んで批判している。

(2) 共同体主義への批判

幸福主義的個人主義は、個人の自律性を尊重する点で広義の個人主義に属する。それは、前記のように自由主義的個人主義を批判しているが、現在周知のように自由主義的個人主義を激しく批判している「共同体主義」(DMD, 8, 123, 131, 139)とは一線を画し

ている。ノートンは、共同体主義に対しては、それが個人による適切な共同体の選択を認めず、個人に対して子供期に与えられた共同体のみを尊重している点、および個人の自律性を共同体の共通価値の下位に置いている点を批判している。

幸福主義的個人主義によれば、各個人は、成人期においては、子供期・青年期の所与の共同体に対して情性的に献身するのではなく、自己の潜在的価値の実現を支援してくれるような適切な共同体を正しく選択し、それに対して献身しなければならない。

幸福主義的個人主義においては、個人の自律性と共同体は相互依存の関係にある。

(3) 幸福主義的個人主義の評価

幸福主義的個人主義の基礎的な大前提が自由主義的個人主義のそれよりも健全であると言える理由としては、ノートンは、幸福主義的個人主義は自己実現への道徳的責任によって権利の根拠を説明することができ、権利の無制限な増殖を抑制することができること、および幸福主義的個人主義の大前提に基づいて行動した場合の有益な諸帰結で示される「実用主義的擁護」を挙げている(DMD, 107)。

4 われわれ日本人の倫理的課題

4.1 問題点

(1) 倫理的背骨の創造

われわれ日本人の倫理に関する最も基本的な問題点は、第2次世界大戦の敗戦によってそれまでのわが国のすべての伝統的価値観が否定された後、それに代わる新しい健全な価値観がまだ確立されていないということ、つまり、戦後の日本人には倫理的な背骨が失われたままになっているということである。現在の集団主義の風潮も信頼度の高さも治安の良さも、いわば過去からの情性であって意識的な倫理的原理を欠いているので、基本的には脆弱なものである。したがって、わが国が経済復興と経済成長を達成していわゆる「経済大国」になった現在、「人間としての生き方」について熟考し、人間としての「真の幸福」の現代的内容を確立し、喪失した倫理的背骨を創造することが、われわれ日本人にとって最も重要な課題である。

具体的に言えば、自由経済社会を目指すわが国の社会にとっての基本的な倫理的課題は、社会全体の中に「自由経済体制」を補完する「健全な道徳体制」を確立することである。そのために必要なことは、官僚支配や会社主義のような集団主義を克服するとともに、利己主義や拝金主義も克服して、人々がそれぞれ一個の人間としての独立心・自尊心・価値観をもつような「真の個人主義」を確立することである。このようにして「効率的な社会」に「人間的な潤い」をもたせた上等な社会を建設することを目標とすべきである。

われわれ日本人にとってのこの倫理的課題は、実は、「バブル経済」と「金融ビッグバン」以前の時期、遅くとも高度経済成長を達成した1970年代に積極的に取り組むべき国民的課題であった。もし1970年代にわれわれ日本人がこの課題に取り組み、国民全体としての倫理的意識が高揚していたならば、「バブル経済」に見られたような銀行経営者の不健全な融資態度、バブル崩壊後の銀行経営者の「不良債権」隠蔽工作、大蔵省・

日本銀行の無責任な銀行検査・考査、大蔵省・日本銀行職員の不祥事などは起こらなかったであろう。さらには、家族崩壊や学級崩壊といった今日の重大な社会問題も発生しなかったであろう。「金融ビッグバン」による自由経済化の進展によって、現在、この倫理的課題の緊急性はますます高まっていると言えよう。

(2) 上等な社会：「慈恵」の必要性

既述の通り、自由経済体制の倫理的基礎としては、スミスの三つの美德のうち「慎慮」と「正義」だけが必要な美德である。しかしこれだけでは、ノートンの言う「自由主義的個人主義」の「道徳的最小限主義」である。確かに、『道徳感情論』において最高級の美德と目されている「慈恵」は、『国富論』の「自然的自由の体制」の基礎としては必要でない。しかし、われわれの自由経済社会が、単なる「商業的社会」を超えて「いっそう幸福で快適な」社会すなわち 上等な社会 になるためには、われわれが「慎慮」と「正義」の美德だけでなく、さらに「慈恵」の美德を実践することが必要となる。ノートンが言うように、われわれが「道徳的発達」の諸段階を昇って行って「道徳的な貴族の義務」を果たすようになることが必要である。

富は「慈恵」の前提である(TMS, 205. 訳314)。自由経済体制は「慈恵」の前提条件としての富の増大に貢献する。「慈恵」は、この増大した富の使い方の中で実践される美德である。富の使用法の問題は、単なる経済活動の問題ではなく、人間生活全体の問題である。「社会という建物の装飾」を仕上げ、われわれの社会を「構成員の間の相互的愛情と愛着」によって「いっそう幸福で快適な」社会にするためには、われわれは『国富論』の世界から『道徳感情論』の世界に戻らなければならない。つまり、『国富論』の世界(商業的社会) + 「慈恵」 = 『道徳感情論』の世界(上等な社会) なのである。そしてノートンの提唱する「幸福主義的個人主義」は、『道徳感情論』の世界(上等な社会)を実現させるであろう。

4.2 提案

自由経済社会形成のための倫理的基礎の確立という当面の最重要課題を解決するための公共政策として、次の二点を提案したい。

(1) 道徳教育の振興

第一は、道徳教育の振興である。わが国の現状では、道徳教育の振興と言うと、すぐ教育勅語の復活論だと警戒されるが、ここでの意図は、もちろん教育勅語そのものを復活させることではない。「道徳教育」という言葉がどのように嫌われようとも、いかなる社会も言葉の真の意味での道徳教育を欠くことはできない。「健全な道徳体制」を確立するためには、健全な形での道徳教育を実践することが必要不可欠である。ノートンも「重要な課題は、自己知識に特別に留意した善についての教育という課題である。したがって道徳教育はギリシアの教育術の背骨であった」(DMD, 4) と述べている。

(1) 道徳教育を実施するに当たっては、特に、宗教者、哲学者、倫理学者、教育学者が指導力を発揮すべきである。スミスは、道徳を支える宗教の役割を重視している(TMS 91, 164, 170, 訳142-45, 212, 221-22)。特に「宗教上の小宗派」への加入は庶民が道徳を守るための有効な方法であると認めている(WN, 747. 訳 III, 169)。また既述の通り、美德の実践のための倫理学者の教化機能を重視している。

(2) 道德教育のための具体的な場としては、家庭、学校、および社会が考えられる。スミス(TMS, 222. 訳455-56) は、家庭教育の重要性を強調している。学校で道德教育を実施するに当たっては、政府が学校制度を利用して一定の特殊な価値観を押し付けることは避けるべきである。公立学校では、一般的な観点から、人間にとっての道德の必要性、主要な道德思想、および道德的に卓越した人物の実例について教育すべきであろう。多元的価値観の社会においては、多様な価値観の支持者たちが、それぞれ、いろいろな方法を工夫して自己の信奉する価値観を宣伝広布すべきである。そのような価値観の競争の中からハイエクの言う「集団選択」(Hayek:27)によって、優れた価値観が生き残るであろう。

(2) 社会的監視制度と社会的表彰制度の確立

第二は、社会的監視制度と社会的表彰制度の確立である。

(1) 社会的監視制度。現代は、大組織の時代、官僚制の時代である。大組織の内部における個人の行動については、外部からの監視は行き届かない。しかし、スミスが説いているように、われわれの行動を律するものは、まず、外部の「公平な観察者」の目である。したがって、現代における「健全な道德体制」を確立するためには、大組織内部の個人の行動を外部から観察することが可能にならねばならない。このためには、各種の「情報公開制度」を整備・活用することが必要である。また、この点での報道機関の役割は非常に大きいと言わねばならない。

(2) 社会的表彰制度。スミスは人々の道德感覚を強化するためには「実例」が必要なことを強調している。ノートンも「師匠たちの実例」が必要なことを強調している。したがって今日、われわれ日本人の道德感覚を強化するためには、道德的に称賛するに値する人物を社会的に表彰する制度を確立することが必要だと考えられる。これは、広義の道德教育の一環でもある。

参照（引用）文献一覧

第1章 - 日本型ビッグバンと金融システム -

- Hicks, J. R. (1989) *A Market Theory Of Money* 花輪俊哉・小川英治訳 (1993) 『貨幣と市場経済』東洋経済新報社
- 花輪俊哉 (1999) 「金融経済化と銀行」花輪俊哉 (編著) 『金融システムの構造変化と日本経済』中央大学出版部
- Keynes, J. M. (1972) *The End Of Laissez-faire* The Collected Writings of John Maynard Keynes Vol. 宮崎義一訳 「説得論集」 『ケインズ全集第9巻』昭56東洋経済新報社

第2章 - 金融ビッグバンの日米比較 -

- 経済企画庁(1997) 『平成9年版経済白書』
- カツツ[Katz, Richard](1999) ‘*Japan: The System that Soured*’ (鈴木明彦訳 『腐りゆく日本というシステム』)
- 中谷 徹(1997) 「経済構造改革「社会風土改革」の覚悟を」経済教室 『日本経済新聞』11月11日
- 日本経済新聞(各号)
- 日経金融新聞(各号)
- 日本銀行金融研究所(1995) 『わが国の金融制度』
- 高木 仁(1984) 「日米円・ドル委員会報告書の要点解説」 『海外フィナンシャル・ニュース』バロース株式会社、第4号
- _____ (1991) 「アメリカ金融制度改革の長期的展望」 『金融経済研究』第1号
- _____ (1995) 「アメリカ銀行産業衰退論の展望」 『金融経済研究』第9号
- _____ (1997) 「日本版ビッグバンの前途」 『シンポジオン』7月号、明治大学大学院
- _____ (1998) 『業際問題を超えて』日本証券経済研究所
- _____ (1999a) 『金融システムの国際比較分析』東洋経済新報社
- _____ (1999b) 「1999年アメリカ金融法案の行方」 『金融ジャーナル』第40巻、第5号
- 楊枝嗣朗(1997) 「シティ鳥瞰: 1660年代～1913年(上)」 『佐賀大学経済論集』第30巻、第3・4合併号、9月

第3章 - 金融ビッグバンとEU金融市場統合 -

- Apel, E. (1998), *European Monetary Integration 1958-2002*, Routledge.
- Benink, H. A. (1993), *Financial Integration in Europe*, Kluwer Academic Publishers.
- Cecchini, P. (1988), *The European Challenge 1992*, Commission of the European Communities.
(田中素香訳(1988) 『EC市場統合・1992年』東洋経済新報社。)
- Eichengreen, B. (1997), *European Monetary Unification: Theory, Practice, and Analysis*, The MIT Press.

- European Commission [Moore Report](1997), *Impact on Services: Credit Institutions and Banking*, (The Single Market Review: Subseries , Vol.4) , Kogan Page. Earthscan.
- Hunter, W.C. and Timme, S.G.(1995), " Core deposits and physical capital: a re-examination of bank scale economies and efficiency with quasi-fixed inputs," *JMCB*, Vol.27 No.1.
- Leibenstein, H.(1966), " Allocative Efficiency vs 'X-Efficiency'", *AER*.
- Molyneux, P.(1996), Altunbas, Y. and Gardener, E. , *Efficiency in European Banking*.
- Monti, M.(1996), *The Single Market and Tomorrow's Europe - A Progress Report from the European Commission*, Office for Official Publications of the European Communities and Kogan Page Publishers. (田中素香訳(1998) 『EU単一市場とヨーロッパの将来』東洋経済新報社。)
- 星野郁(1998) 『ユーロで変革進むEU経済と市場』東洋経済新報社。
- 小平裕(1995) 「LeibensteinのX非効率性について」『成城大学経済研究』第131号。
- 国際通貨研究所編、佐久間潮・荒井耕一郎・糠谷英輝著(1997) 『欧州単一通貨ユーロのすべて』東洋経済新報社。
- - - 編・荒井耕一郎・田中和子・糠谷英輝(1998) 『ユーロ後のEU金融証券取引』東洋経済新報社。
- 村本孜・小平裕(1997) 「生命保険会社の効率性と非効率性」『文研論集』(生命保険文化研究所) No.118。
- 日本銀行(1997) 「欧州経済通貨統合(EMU)を巡る最近の動きについて」『日本銀行調査月報』。
- - - (1998.5) 「euro導入に対する実務面での対応について」『日本銀行調査月報』。
- - - (1998.8) 「通貨統合後の欧州のペイメントシステムについて」『日本銀行調査月報』。
- 大久保和正(1995) 「ロンドン：インサイド・アウト」『月刊 資本市場』No.124。
- 島野卓爾(1996) 『欧州通貨統合の経済分析』有斐閣。
- 嶋 拓哉(1995.6~9) 「セーフティ・ネットに関する国際倒産法上の一考察 1~4」『貿易と関税』。

第4章 - 金融ビッグバンとオープンマーケット -

- 佐賀卓雄(1999) 「取引所集中義務の撤廃について」『証券レビュー』第39巻第1号、日本証券経済研究所)
- 横山 淳(1998) 「取引所集中義務の撤廃について」『大和投資資料』
- 清水葉子(1999) 「アメリカの代替的取引システムとSECの規制について」(東証正会員協会 『正協レポート』第3巻2号
- 中川英太郎(1999) 「取引所取引とオークション市場」『証券』東京証券取引所、4月号
- 鈴木芳徳(1998) 「金融自由化と成熟経済」『神奈川大学70周年記念論文集』

第5章 - 金融システムの効率化・健全化と企業統治のあり方 -

- 海老名誠・高宇知敏彦(1998) 「欧米のコーポレートガバナンスに学ぶ」『富士総研論集』

- 奥村 宏(1999)「株式相互持合いについて」花輪俊哉(編著)『金融システムの構造変化と日本経済』中央大学出版部
- 証券団体協議会(1998)「米国の経済および株式市場の現状と課題」
- 田村 茂(1999)「金融システムの改革と企業金融」花輪俊哉(編著)『金融システムの構造変化と日本経済』中央大学出版部
- 通商産業省産業政策局(編)(1997)『日本経済の構造改革』(産業構造審議会総合部会基本問題小委員会中間とりまとめ)東洋経済新報社
- 深尾光洋・森田泰子(1997)『企業ガバナンス構造の国際比較』日本経済新聞社
- Corbett, J.(1998) " Changing Corporate Governance in Japan" ,in *Corporate Governance, Financial Markets and Global Convergence*, edited by Balling, M., Henessy, Z., and O'Brien, R., Kluwer Academic Publishers.
- Fama, E.(1976) *Foundation of Finance*, Basic Book, Inc. N.Y.
- Johnson, C.(1982) *MITI and Japanese Miracle*, Stanford University Press.
- Prevezer, M. & Ricketts, M.(1994) " Corporate Governance: The UK Compared with Germany and Japan" , in *Capital Market and Corporate Governance*, edited by Dimsdale, N. & Prevezer, M., Clarendon Press Oxford.
- Sheard, P.(1996), *Japanese Firms, Finance and Markets*, Harper for Australia Japan Research Centre, Australia National University. Canberra.

第6章 - 金融ビッグバンと家計の金融資産保有 -

- 明石茂生・吉川卓也(1994)「家計資産需要の属性分析」『成城大学経済研究』第126号。
- 藤崎秀樹(1997)「1,200兆円個人金融資産の現状と今後の予測」『金融ジャーナル』第38巻第12号。
- 浜島秀夫(1997)「金融ビッグバンと個人の資産運用 - 投資信託の今後 - 」『郵政研究所月報』No.106。
- 堀内芳彦(1997)「個人金融資産と株式市場の活性化 - ビッグバンの一課題として - 」『農林金融』第50巻第9号。
- 蟹江健一(1997)「日米両国の家計の貯蓄行動と遺産・相続の実態」『郵政研究所月報』No.101。
- 吉川卓也・小平裕(1995)「生命保険需要の特性分析 - 簡易保険と民間生命保険 - 」『成城大学経済研究所研究報告』No.5。
- 間々田孝夫(1992)「日本の貯蓄と文化・社会的要因」『フィナンシャル・レビュー』第25号。
- 水島一也編著(1995)『保険文化』千倉書房(保険文化研究会報告書(水島一也ほか)(1995)『日本人と生命保険・その文化史的研究』生命保険文化センター)。
- 村本 孜編(1998)『日本人の金融資産選択』東洋経済新報社。
- 太田 誠(1978)「ヘドニック・アプローチの理論的基礎、方法および日本の乗用車価格への応用」『季刊理論経済学』。
- 沢泰久(1997)「資産運用ビッグバンと投資信託」『Financial Research』第24号。
- 生命保険文化センター(1997)『金融資産選択と金融マーケティング研究会報告書』。

- 白塚重典(1994)「物価指数に与える品質変化の影響 - ヘドニック・アプローチの適用による品質調整済みパソコン物価指数の推計 - 」『金融研究』第13巻第4号。
- 高山憲之・チャールズ・ホリオカ・太田清(1996)『高齢化社会の貯蓄と遺産相続』日本出版社。
- 橘木俊詔・木村俊夫(1991)「品質理論の金融資産選択行動への応用」証券市場実態調査分析研究会『日本の証券市場の実態調査と分析』資本市場研究会。
- - - (1998)『日本の経済格差』岩波書店。
- 小野善康「日本、資産の分散投資急げ」『日経新聞』(98年5月18日)
- 中窪文男(1998)「外為法改正と資金流失の可能性」『ニッセイ基礎研 REPORT』
- Becker, G.(1965), "A Theory of the Allocation of Time," *Economic Journal*, Vol.75.
- Court, A.(1939), "Hedonic Price Indexes with Automotive Examples," *The Dynamics of Automobile Demand*, The General Motors Corporation.
- Lancaster, K.(1966), "A New Approach to Consumer Theory," *Journal of Political Economy*, Vol.74.
- (1971), *Consumer Demand: A New Approach*, Columbia Univ. Press. 桑原秀史訳(1989)『消費者需要 - 新しいアプローチ - 』千倉書房。
- Verma, V.(1980), "A Price Theoretic Approach to the Specification and Estimation of the Sales-Advertising Function," *Journal of Business*, Vol.53 No.3.

第7章 - 金融ビッグバンの倫理的含意 -

- Hayek, F. A. (1988) *The Fatal Conceit: The Errors of Socialism*. London: Routledge.
- 加藤寛孝(1993)「アダム・スミスの『道徳感情論』の概要」『世界経済』1993年3月号。
- 加藤寛孝(1997)「ウォルフレンの衝撃」『計画行政』20巻2号、1997年6月。
- Norton, D.L.(1991) *Democracy and Moral Development: A Politics of Virtue*. Univ. of California Press. DMD として引用。
- Smith, A.(1976a) *The Theory of Moral Sentiments*, 1759; 6th ed., 1790. The Glasgow Edition, eds. D.D. Raphael and A.L. Macfie, Oxford: Oxford Univ. Press. TMS として引用。
水田洋訳『道徳感情論』筑摩書房、1973年。
- Smith, A.(1976b) *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*, 1776; 5th ed., 1789. The Glasgow Edition, eds. R. H. Campbell and A. S. Skinner, Oxford: Oxford Univ. Press, 1976. WN として引用。大河内一男監訳『国富論』全3冊、中公文庫、1978年。
- ウォルフレン, K. v.(1994) (篠原勝訳)『人間を幸福にしない日本というシステム』毎日新聞社
- 柳田邦男(1998)『この国の失敗の本質』講談社
- (注) 英語文献からの引用に当っては、訳本がある場合、しばしば訳文を多少変更したことをお断りしておく。訳者の方々にはこの点の御了承をお願いしたいと思う。

4 4

図5 - 1 株式分布の推移（構成比）

（注）1985年度以降は単位数ベース
（出所）東京証券取引所 『東証要覧』 1998年

個人 金融機関（除投信、年金） 投資信託 事業法人等 年金信託 外国人

個人 金融機関（除投信、年金） 投資信託 事業法人等 年金信託 外国人

4 6

表5 - 1 日米企業（製造業）の資金調達動向（1966～95年）

（資料出所）日本銀行 『日本経済を中心とする国際経済研究連絡委員会比較統計』

4 7

表5 - 2 我が国企業の増資資金コストの捉え方

（出所）柴田典男・高田義幸「エクイティ・ファイナンスと株式持ち合い」
『企業会計』'90 Vol.42 No.7

4 8

図5 - 2 日米主要企業（製造業）の自己資本利益率

（資料出所）日本銀行 『日本経済を中心とする国際比較統計』

5 0

（注1）株数ベースの株式売買回転率 = (年間売買株数 / 年間平均上場株式数) × 100
（注2）代金ベースの株式売買回転率 = (年間売買総額 / 年間平均時価総額) × 100
（注3）計数は東証第一部・第二部の合計値

（資料出所）東京証券取引所 『東証要覧』

図5 - 4 一株当たり平均配当金の推移

（資料出所）東京証券取引所 『東証要覧』

表5 - 3 家計が重視する貯蓄運用の基準

（出所）貯蓄増強中央委員会 『貯蓄に関する世論調査』（1991年以前）および
『貯蓄と消費に関する世論調査』（1992年以降）

44

図5-1 株式分布の推移(構成比)

(注)1985年度以降は単位数ベース
(出所) 東京証券取引所 『東証要覧』 1998年

個人 金融機関(除投信、年金) 投資信託 事業法人等 年金信託 外国人

個人 金融機関(除投信、年金) 投資信託 事業法人等 年金信託 外国人

46

表5-1 日米企業(製造業)の資金調達動向(1966~95年)

(資料出所) 日本銀行 『日本経済を中心とする国際経済研究連絡委員会比較統計』

47

表5-2 我が国企業の増資資金コストの捉え方

(出所) 柴田典男・高田義幸「エクイティ・ファイナンスと株式持ち合い」
『企業会計』90 Vol.42 No.7

48

図5-2 日米主要企業(製造業)の自己資本利益率

(資料出所) 日本銀行 『日本経済を中心とする国際比較統計』

50

(注1)株数ベースの株式売買回転率=(年間売買株数/年間平均上場株式数)×100
(注2)代金ベースの株式売買回転率=(年間売買総額/年間平均時価総額)×100
(注3)計数は東証第一部・第二部の合計値

(資料出所) 東京証券取引所 『東証要覧』

図5-4 一株当たり平均配当金の推移

(資料出所) 東京証券取引所 『東証要覧』

表5-3 家計が重視する貯蓄運用の基準

(出所)貯蓄増強中央委員会 『貯蓄に関する世論調査』(1991年以前)および
『貯蓄と消費に関する世論調査』(1992年以降)

代金ベース 株数ベース

