

日本版ビッグバン後の金融業界動向

ー フィナンシャリゼーションの行方

村 井 睦 男

はじめに

1 金融変化の潮流と「資本主義多様性」理論の考え方

- (1) 金融変化の潮流について
- (2) 「資本主義多様性」理論について

2 バブル崩壊と日本版ビッグバン

- (1) 事実関係
- (2) その後の変化と影響
- (3) わが国の金融システムの特徴とその変化

3 日本版ビッグバンの評価と今後の展望

- (1) 日本版ビッグバン総括
- (2) 自由市場型経済と調整型市場経済の相互補完
- (3) 日本的な金融システムの構築

おわりに

はじめに

わが国の金融ビッグバン後の金融業界の変化を観察し、今後の展望を行うにあたっては、2つの問題意識が基本にある。1つは、国際的な金融変化の潮流とその影響であり、今1つは、わが国で行われた金融の大改革の効果とその影響についてである。

まず、1980年代に入って米国を中心に加速した金融変化の潮流についてである。米英で取組まれてきた産業規制の緩和、金融の自由化の勢いが、レーガン大統領、サッチャー首相によって一挙に世界に伝播、拡大した。いわゆるネオリベラリズムに基づいたアメリカンスタンダードの拡大との見方もある。¹⁾ それは世界経済のグローバル化や通信・情報処理技術の発達と相俟って、80年代～90年代には金融の現場においても、制度的な枠組みの改革においても、次々と新しい取組みが行われ、大きな変化の進展があった。

金融自由化の潮流は、80年代前半に欧州諸国や日本におよんでおり、具体的な自由化の取組が始まった。因に、日米円・ドル委員会報告は1984年であり、「ビッグバン」改革と呼ばれた英国証券市場大改革は1985年である。ドイツ、フランスにおいても同時期に金融の自由化・市場改革は着手されている。そして、その変化の潮流は、金融の領域に留まらず、産業全般、経

済運営全般の取組にまでおよぶものとなった。いわゆる構造改革の取組みに拍車がかかっていった。

80年代に経済運営の成功者とみられたドイツ経済が停滞し、バブル崩壊後の日本も長期の景気低迷を続けた。これに対して、米国は80年代末～90年代初の不況を克服し、見事な経済復活を果し、以降長期にわたる経済成長を謳歌した。すなわち、これまでのドイツモデルや日本モデルの評価が崩れ、米国の市場中心型モデルが礼賛される状況が益々強くなって、凄まじい勢いで各国に浸透し、変化を促進させた。

社会学者 R. ドーアは、この流れを「マーケティング(市場化)」と「フィナンシャルゼーション(金融化)」と呼んでいる。²⁾ ここには、市場取引を中心とした金融構造からコーポレートガバナンスにおける株主主権、経営者の唯一正当目標とする株主価値、年金の賦課方式から確定拠出型へのシフトなども包含されている。

今1つは、わが国の金融大改革後の金融業界の変化についてである。「日本版ビッグバン」と呼ばれたわが国の金融の大改革構想は、1996年11月当時の橋本首相によって打上げられた。基本的な改革として掲げられた6大改革のなかでも、その重要度は上位に位置づけられるべき大改革であった。というのは、米欧諸国が既に金融制度改革に取組み、着実に実績を挙げつつあったのに対して、わが国の実情は金融自由化の取組みを開始したものの十分に進展せず、一方で金融機関の抱える不良債権問題への対応に追われて、取組みの余裕などほとんどない状況であった。わが国の金融システムを揺るがしかねない不良債権問題を抱えながら、一方で思い切った金融改革を行うことのリスクは確実に存在していたにも拘わらず敢えて踏み切りざるを得なかったのは、わが国の金融システムにとって改革が、それほど焦眉の急であったことを意味している。金融の大改革は、2001年3月を完了スケジュールとして、紆余曲折はあったものの着実に実行されていった。

金融改革開始から今年で10年が経過した。数多くの思い切った制度改革、法改正・整備が行われた。改革後の新レジームは旧レジームを一変するものとなった。10年という時間の経過を踏まえて、徐々にその効果が問われるようになり、その評価がマスコミでも論じられるようになった。あれだけの改革となれば、短時日での結果云々ではなく長期のプロセスとして捉えるべきものとの議論はあるものの、仮に10年が中間時点であるとして、一応評価の対象となる期間であろう。

本稿では、最初に金融変化の潮流とその後のフォローアップとして、90年代および今世紀に入って資本主義経済そのものについてのパターン化の議論が活発になったが、それらの考え方・議論のなかで代表的な「資本主義多様性」理論の考え方を確認する。そして、それがわが国の金融制度変化を考えるうえでヒントとなることを示唆する。次いで、日本版ビッグバン後のわが国の金融レジームにどのような変化が起き、どのような新しい現象がみられるようになったのか、それは今後のレジームの展望のなかでどのような問題を提起しているのかをみる。併せて、上記理論の視点から解釈を試みる。最後にそれらを踏えてわが国の望ましい金融レジームについて目指すべき方向を検討する。

1 金融変化の潮流と「資本主義多様性」理論の考え方

(1) 金融変化の潮流について

村井(2004)が指摘した金融変化の潮流は、70～80年代の主として米国における金融の動向、金融規制の緩和、撤廃、金融機関側から次々と取り込まれていく金融取引の領域、通信・情報処理技術を駆使した金融リスク管理やリスク回避のための新しい解決方法を用いた金融商品開発や手法の活用など一連の動きを意味していた。米国の金融機関の内部から吹き出す改革の活力が、その潮流の源泉に確かに存在していた。それをより大きな観点から眺めれば、米国の伝統的なネオリベラリズムからハイエク・フリードマンの思考の系譜、レーガン・サッチャーに繋がるアングロサクソン型市場中心主義の流れと位置づけることもできる。

米国の経済的成功と金融分野における圧倒的に強い競争力を背景に、先ずは先進諸国へ、次いで発展途上国へとその流れが浸透していった。アングロサクソン型市場主義が最も優れており、それこそがグローバルスタンダードであるかのごとき強い印象を与えた。

このような状況のなかで、経済的効率、経済的厚生を最大化を指向する経済理論のフレームワークにおいても、市場経済主義が必ずしも万能ではないことを指摘する人たちが次々と現れた。

例えば、Allen and Gale(2000)、Allen and Santomero(1998)は、米英の市場中心型経済と欧州諸国や日本などの銀行中心型の経済を対比し、市場中心型経済にも銀行中心型の経済にも一長一短があること、新しい技術や製品を迅速に判断する能力は市場型がすぐれているが、経済の安定の観点からは後者が優れていること、しかし両者ともに機能的には不可欠な存在であって、相補完し合う存在であることを指摘した。

Aoki(2001)は、ゲームの理論に依拠しつつ、制度にアプローチする最も妥当な方法として、制度をゲームの均衡として概念化し、制度や規範・慣行を繰り返しゲームによる均衡の出現によって説明、各国の制度比較分析を試みた。優れたフォーマル・ルールを海外から取り入れたとしても、固有のインフォーマル・ルールが慣性を持ち、変化を困難にするため両ルールの間には軋轢が生み出されるかもしれない、結果的に借り物のフォーマル・ルールは実行可能(enforceable)とも、うまく機能するともいえない。「グローバル化しつつある市場のインパクトがかなり重大なものであるとしても、そのような単線的発展の見込みを当然のものともみなすことはできない³⁾とし、自然地理、文化的遺産、コミュニケーション範囲など「ローカル」な制度は、トランスナショナルな制度と並行して進化すること、また、ドメイン間で制度の相互依存性や連結が共時的および通時的に生じる可能性があるからという理由を挙げている。特に金融取引に関して、経済価値を有するコード化不可能な情報に基づく関係的ファイナンスの価値を完全に無視することはできないとし、証券市場のグローバル統合のもとにおいても、関係的ファイナンスが存立可能となる理論的な可能性を示している。

(2) 「資本主義多様性」理論について

90年代後半に入って、資本主義そのものの中身を分析し、態様を類型化する考え方が相次いで出てきた。この背景には、「アメリカの市場型・金融型資本主義の優越性とその世界的伝播が喧伝され、各国はこのアメリカ・モデルに収斂するし、収斂しなければならないという言説が、陰に陽に跋扈するようになった。そうした今日の状況のなか、これに対抗する理論的・実証的基礎を求めて、資本主義の多様性と各種モデルのパフォーマンス比較を解明する作業が、経済

学の内外で・・・精力的に展開されてきた」⁴⁾ という事情がある。従来の経済理論だけでは資本主義の全体を捉えることはきわめて困難であるとの認識から、経済理論のみならず、政治経済学的アプローチ、社会学的なアプローチ手法を駆使した分析を目指すものである。

Boyer(2004) は、資本主義の多様性に関する文献レビューを行っているが、図表 1 は 1990 年以降のものを例示したものである。

図表 1 資本主義の多様性の理由と程度——文献レビュー——

論 者	多様性の源泉	存続の理由	多様性の数
CHANDLER Alfred (1990)	企業の経営スタイルは国民的経済空間の構造化に反応する	経路への存続	主として 2 つ：①競争的経営者資本主義(米)，個人資本主義の変種あり(英)，②協調的経営者資本主義(独)
ALBERT Michel (1991)	競争／協調の関係	国際規模での分割による均衡	基本的に 2 つ：①ライン型(ないし協調型)，②アメリカ型(競争によって動かされる)
LAZONICK William (1991)	水平のおよび垂直的な活動統合度	事後的に観察される整合性，次いで経路への依存性	3 つの形態，後へ行くほど統合度は高まる：①所有者資本主義(英)，②経営者資本主義(米)，③集团的資本
HOLLINGSWORTH Rogers, SCHMITTER Philippe, STREECK Wolfgang (1994)	技術および市場の異質性に対応して，部門編成を支配する諸制度の多様性	制度・組織・部門特化の間の整合性	経験分析のいかんにかんがわれているが少なくとも 3 つの多様性：①米，②独，③日
HOLLINGSWORTH Rogers, BOYER Robert (1997)	制度・アクター・組織の社会的形成	各々の資本主義形態はそれ固有のパフォーマンス基準および正統性基準をもつ	経験分析および軌道観察いかんにかんがわれている
ORRU Marco (1997)	文脈と結びついた行動の合理性の型	環境に反応した経営装置の補完性	3 つの資本主義形態： ①同盟型(日，独) ②国家統制型(韓，仏) ③同族型(台，伊)
WHITLEY Richard (1999)	「企業システム」の諸成分間の補完性の多様性	国内的・国際的变化のゆえに分岐化の傾向	「企業システム」の 6 タイプ： ①細分型②工業地区的コーディネート型③仕切り型④国家による組織化型⑤協調型⑥強力なコーディネート型
TRAXLER Rogers, BLASCHKE Sabine, KITTEL Bernard (2001)	労働関係を中心とする利害および制度の構造化	経路への依存	6 タイプ：①古典的コーポラティズム②別のコーポラティズム③経度コーポラティズム④多元主義⑤新自由主義⑥国家主義
HALL Peter, SOSKICE David (eds.) (2001)	市場による／市場外のコーディネーションの程度	それらの補完性いかんに応じたサブシステムと特化の補完性	主として 2 つ：①自由市場経済(LME)②コーディネートされた市場経済(CME)
STREECK Wolfgang, YAMAMURA Kozo (eds.) (2001)	経済諸制度がそこに挿入される社会諸関係	寛容な国際環境，これは再検討に付されうる	主要な対立は，自由資本主義／非自由資本主義だが，それぞれのカテゴリー内で変種あり
HALL Peter, GINGERICH Daniel (2002)	市場的コーディネーションから戦略的コーディネーションにまで広がるスペクトル	各種領域を通したコーディネーション形態の類似性，これが補完性の源泉	両極間の連続体，だが中間的構図の成長パフォーマンスは貧弱
GOUREVITCH Peter, HAWES Michael (2002)	(全体ないし特定の)労働力人口の保護形態，生産システムと政治システムの関係	生産・政治の 2 システムとグローバリゼーション対応の特化との補完性	両極の形態：自由市場経済対組織市場経済，だが中間的形態あり

出所：ボワイエ(2005)pp90-91

ここでは、Hall and Soskice(2001)、および Vogel(2006) によってこの基本的な考え方をみることとする。

Hall and Soskice(2001) における資本主義多様性理論は、次のような基本的な疑問から出発し

ている。「経済運営の成果と社会的幸福を条件づける国の政治経済には、国によって基本的な相違が存在するのだろうか。もし存在するのであれば、この相違をどのように解釈すべきか。国際的に経済が統合されていくなかで、それが国に与えるプレッシャーは耐え得るものと考えられるか。グローバリゼーションに関連して、技術の変化や発達が世界のビジネス環境を変化させてきているが、これまでの理論や考え方の理解に多くの疑問を投げかけており、それらの疑問を解明することが現時点で緊急課題となっている。」すなわち、「国際的経済統合が進めば、多くの国々の諸制度や法体制は1つの共通モデルに統一されるという仮説に対して疑問を投げかける」ものであるとしている。

基本的に比較政治経済アプローチをとるが、政策策定の重要性は、企業が勝ち抜くために追求するインセンティブを提供する努力を確認することではなく、政策決定者が直面する基本問題を新しい光の中に投げ込んで、経済における他のアクターと調整する企業の能力を改善するというもっと困難な仕事であることを意味している。

ここでは「制度」と「企業」がキーワードである。⁹⁾ 政治経済のいくつかの制度がどのようにして他の制度の働きを強化し、国全体として明確な資本主義の形態を作り上げるかを説明するものである。また、企業が調整をうまく行うためのリレーションシップを発展させる5つの側面として、産業間の関係、職業上の訓練と教育、コーポレートガバナンス、企業間の関係、自社の従業員を掲げ、企業がこれら5つの局面において調整問題に直面した時に解決する方法を対比することで、資本主義を2つの経済パターンに分類する。すなわち、自由市場型経済 (Liberal Market Economies, LMEs) と調整型市場経済 (Coordinated Market Economies, CMEs) である。

自由市場型経済においては、企業はその活動を主としてヒエラルキー的競争市場の設定条件に従って対応し、アクターは新古典派経済学で強調される限界的な計算をベースに商品やサービスの供給や提供を行う世界である。特定のタイプのリレーションシップ、すなわちアームスレングスの関係によって特徴づけられ、高度の競争を特徴とする。一方、調整型市場経済においては、企業は他のアクターと努力し調整し、中心となる競争力を取得形成するために市場型ではないリレーションシップにかなりの比重で依存している。調整の非市場型モードは、さらに広範囲の关系的、不完全な契約、ネットワーク内の私的情報交換に基づくネットワークモニタリングや、企業の競争力を構築するための、競争的ではなく協調的關係により多く依存する形を要求する。調整型市場経済は、企業間やアクター間での戦略的相互作用の結果であるとみる。

以上が2つの資本主義経済の類型の主たる差異であるが、これらの経済に制度的な相補性が多く見られる。すなわち、①調整の特定の形態に対して、どの経済においても利用可能な制度的支援を企業が活用し、そこから戦略的経営における種々の問題に対し新しい見方を引き出し、企業戦略を発展させているか。②契約や基準設定のための国の法的枠組みが、どのようにしてビジネス調整の特定のパターンを強化するのか、また、貨幣制度が産業的關係システムとともに相互に反応して経済行動の特徴あるパターンを生み出しているか、などそれらに対する方法を示すものだからである。

次に、国家間の比較優位と制度の比較優位についてどのように考えているかをみると、産業間取引の拡大や国際的資本移動の増大によって、かつての比較優位説は説明できなくなった。なぜ国は多量の商品を同じ地域から輸出したり輸入したりするのか。今なおなぜ特定の国が特定の生産形態や生産に特化しがちなのかを説明する理論が必要になっているが、それは制度の比較優位の概念のなかに見出せると考える。例えば、ある企業が生産したり、輸出したりして

いるのは、その国での制度的支援を受けているからというような制度に着目する。このような制度は、国を超えて外国に平等に配分されないものであって、今日ではこのような制度的な関係が経済の成長率や技術進歩を条件づけているということが広く認識されている。

政策策定者が、国の経済実績を改善することができる最も主要な方法は、民間セクターのアクター間でのよりよい調整の形態を確保することである。場合によっては、この調整を確保するために市場を利用することができるので、政策策定者の仕事は、市場の機能を改善することであるとしている。

自由市場型経済では、経済効果を上げるためには市場の競争を尖鋭化させる政策を要求する。アクターがより効率的に行動できるように誘導する市場ベースのインセンティブ政策をとる。これに対して、調整型市場経済では、アクターの非市場調整能力を強化する政策から多くの便益を得ることができる。企業ニーズを関連する具体的なものに近接させることで技術の水準あるいは技術的能力といった企業の能力を改善する調整指向政策をとる。

それでは経済調整のダイナミックスおよびグローバリゼーションに対してどのようにみているのだろうか。

グローバリゼーションに対する従来の考え方に収斂説があった。すなわち、①企業はやがてどこの国でも同じようになる、②労働コストの安いところを求めて企業は海外に進出する、③グローバリゼーションによって特定の政治的ダイナミックスが生じる、というものである。国際間の資本依存は、労働に対してより多く出て行く機会を持つ資本を提供するために、力のバランスは劇的に資本の方にシフトした。

これに対して、資本主義多様化アプローチは、次のように説明する。①企業はどここの国でも同じではない。自由市場型経済と調整型市場経済では大きく異なっている。異なった型の経済における企業は、同じ挑戦でも異なった反応をする重要な証拠がある。従って、グローバリゼーションに対する反応も同じものを期待すべきでない。②企業は海外での労働の低コストを提示されても、必ずしも生産を海外に移転させるものではない。国内において諸制度から競争的優位を引き出している多くの企業は、労働コストが削減できるという理由だけでは簡単にシフトしない。ただ、比較制度優位は、企業が制度裁定という形をとってシフトの新しい機会を活用することを示唆している。結論的には、世界貿易はここ50年にわたり収斂を強制することなく増加してきた。国際間取引量の増加が、各国の制度的な違いを消去することはなかった。制度的比較優位のおかげで各国は、同じような形にならないで繁栄したし、各自の制度差異を形成してきた。

最後に、金融の国際化からくるプレッシャーの問題と国の制度変化の問題について触れておく。海外の遠くにいる投資家は、コード化された情報に基づいて投資することになるため、会計基準の調整や利益指標の統一など、またM&Aが活発になってくると企業へのプレッシャーは益々大きくなる。調整型市場経済における大企業の場合は、世界の金融市場が要求するリターンを上げる努力をしなければならない。しかしこのことは制度的比較優位を最大にするという国内の企業内経営慣行とは整合していない。また、調整型市場経済においてコーポレートガバナンスに対応する市場は変化してきているが、企業が長期的な戦略の多くの部分を保持することができるようなベースで変化しているという意味である。

国の制度変化については、例えばグローバリゼーションに関してプレッシャーに非常に大きな力がかかるが、それによって変化する慣性的要因として国の実践プロセスを解明し、このア

アプローチが国の政治経済のよりダイナミックなコンセプトとして提供されるとしている。

外部からのショックに対して、経済アクターが調整してきた均衡を揺るがせるが、企業は現在のやりかたに挑戦する。企業は比較制度優位を含む比較優位を維持するために進め方の改善努力をする。この調整プロセスは、比較優位の制度的な再生に向けられる。これらから次のことがいえる。

- ① 企業は、これまでの競争優位が構築されてきた調整の形態を維持し、回復させるよう試みるが、経済的ショックの後では、これらの力が経済の現存の制度や進め方に变化をもたらす。
- ② しかし、成功するための戦略的相互作用の共通知識の点では、2つの制度では非対称がみられる。すなわち、自由市場型経済では必要とする共通知識を補強する調整についてはほとんど経験がないので、調整型市場経済に共通している種類の非市場型調整を自由市場型経済において発展させるのは困難である。

一方、調整型市場経済のビジネス社会では、多くの企業はかなり高度な規制に守られた競争優位を保持したいと考えることから、自動的には規制緩和を支持しない。これらのプロセスでは制度的相補（Institutional Complementarities）が重要な役割を果たすべきである。経済の一部門での制度変数が他の部門にも急速に変化をもたらす。例えば、金融の規制緩和は典型的な例である。他方、制度的相補性は過激な変化を抑制する働きを持つ。企業や他のアクターは、相補完する制度やいかなる制度にしても、自分たちにとって価値ある制度とのシナジーを守るために、経済の一部門での関連配置（取り決め）を保守しようとするからである。外部からのショックに対する対応のなかで、修正への問題が起こるが、どの場合でも交渉と妥協の課程を通じて新しい均衡が形成されてきている。このような交渉と妥協の経済においては、自己調節には市場によって調整される経済よりは時間がかかる。しかし、市場は必ずしもより優れた結果をもたらすとは限らない。

S. ヴォーゲル(2006)は、上に述べた資本主義多様性理論を多用して、日本的経済モデルの最近の変化を分析している。「日本的経済モデルの進化は、前進と後退を繰り返し・・・深層では漸進的な改革の積み重ねが時間の経過のなかで、広汎な変化をもたらすというパターンを見出すことができる」としている。バブル崩壊後の12年の間に「日本型モデルが大きく変化してきている」が、「変化の軌道は、日本が直面している問題とそれへの対応を規定する現存の諸制度と相互作用」しながら変化していると指摘する。⁶⁾

政府と企業間の相互作用、企業間の相互作用に関しては、むしろ相互に協力して日本型モデルのインセンティブと制約の条件の下で、日本型システムを変えていった。1960年代の資本取引規制緩和の時も、1970年代の貿易自由化推進の時も、1985年プラザ合意後の円高対応としての海外への生産シフトもそうであったし、1990年代以降も同様に考えることができるとしている。⁷⁾

ここまで、資本主義多様性理論アプローチや比較制度優位アプローチなどの新しい手法についてみてきた。米国の自由市場型資本主義が調整型市場資本主義を駆逐し、世界は自由市場型の経済に収斂していくのというのではなく、反対に、相異なる制度に基づく経済は、むしろその差異性を先鋭化する可能性すらある。2つの経済制度の相補性にこそ目を向けて制度造りに努力すべきであろう。

Allen and Gale(1998)、Allen and Santomero(1998)が指摘するように、基本的に市場機能と金融仲介機能とは相容れないものではなく、最近の経済実体のなかではこれら2つの機能は、相補

完的な機能を果している。市場型経済の米国においてもこの現象が顕著にみられる。市場機能と銀行に代表される金融仲介機能とは、持ちつ持たれつの関係にあつて、それらが相互に影響し合うことで発展が可能である。

最近、米国型資本主義、市場主義を擁護する立場の人々からさえ、いくつかの問題点が指摘されている。例えば、R. ラジャン／L. ジングレス(2006)では、富を創造し機会を拡大する金融市場の力を解放するために、この市場型資本主義を資本家(ここでは市場が生み出す既得権者)から救う努力が必要であるとしている。競争的市場経済の有効性を高く評価する一方で、市場はきわめて脆弱なもので、「市場の参加者が自由に、しかも信頼感をもって取引することを可能にするインフラストラクチャーを構築し、維持する政府のまさに見える手なしには市場は繁栄しない」として、市場経済礼賛者に対してさえ警告している。⁸⁾ すなわち、エンロンやワールドコム事件の経験を踏まえ、競争市場が常に生み出す既得権者の暴走をコントロールし、「競争的市場経済を抑圧したいと常にうごめいている既得権者」から資本主義(市場型資本主義)を守る制度的なインフラストラクチャーが必要であるというものである。

J. スティグリッツ／B. グリーンワルド(2003)は、「資本市場を他の市場と同じような単純なモデルで説明しようとするのが、惨めな失敗に終わる」⁹⁾として、取引に基礎を置いた貨幣需要から導かれた伝統的な金融理論を批判し、信用理論を中心とした銀行中心に据えたマクロ経済モデル、貨幣経済の新しいパラダイムを提言している。また、J. スティグリッツ(2006)では、米国が圧倒的な政治経済力を背景に推進してきたグローバリゼーションに対して、“市場原理主義”の正当性に対してばかりでなく、グローバリゼーションに対して鋭い批判と疑問を投げかけている。市場には限界があるとの認識をベースに、なぜ現在のグローバル化の方向性が満足のいく成果に結びつかないのかを検討し、グローバル化を機能させるための処方箋を提示している。

2 バブル崩壊と日本版ビッグバン

(1) 事実関係

まず、バブル崩壊が金融機関に与えた影響、特に不良債権問題について、次いで金融自由化について、事実関係を簡単にレビューしておこう。

1992年、わが国でバブル経済の崩壊が始まるが、それはいろいろな分野に大きな影響を与え始めた。その影響は甚大であったが、急激な形で顕現したというより深く沈潜しながら徐々に進行していった。最初に問題として浮上したのは、1995年の住宅金融専門会社の不良債権問題であった。それへの公的資金の注入問題は新しい経験として大きな注目を浴び、大蔵省の責任批判が集中したのは今でも記憶に新しい。1990年3月大蔵省による「総量規制(対三業種融資規制)」は、第1義的には不動産業、建設業、ノンバンクに大打撃を与えたが、特に同時に行政指導として行われた「元締め金融機関による丸抱え宣言」は、不動産取引を中心としたノンバンクの不良債権問題を銀行に集約させる方式の採用であった。分散したノンバンクレベルの不良債権問題から系列の親元である銀行に問題を集中させ、元締めの銀行自身の不良債権額と合体させることで、対銀行処理として一元化を狙った賢明な方法であった。¹⁰⁾

1997年、98年は金融産業にとって激変の時期であった。1997年には、三洋証券から始まって北海道拓殖銀行、山一証券、徳陽シティ銀行が相次いで破綻した。1998年には、日本長期信用

銀行と日本債券信用銀行の大手銀行 2 行が破綻するという事態となった。金融危機的様相が深まるなかで、金融当局が積極的な対応策が取れないまま「日本発」の世界恐慌に繋がりがねない一触即発の状況を経験した。

その後、銀行への公的資金が注入された。第 1 次が 1998 年（13 行に 1 兆 5,090 億円）、第 2 次が 1999 年（15 行に 7 兆 4,592 億円）に実施された。注入された公的資金の返済計画について、その実現可能性の見通しに関する判断の段階で、特に金融当局との間で大きな相違があったと推測される。旧三菱銀行と旧東京銀行は、1996 年に統合を完了していたが、突如みずほ銀行（2002 年 4 月）、三井住友銀行（2002 年 12 月）のメガバンクが誕生する。大手銀行 3 行の統合と財閥グループを代表する 2 行の統合は世間を驚かせた。それは 2 つの意味において衝撃的であった。1 つは、銀行の抱える不良債権問題の処理が 1 行では不可能であるほど深刻なものであるのかという懸念、今 1 つは、今後わが国の銀行が先進諸国の銀行との競争に伍していくためには相当規模の確保が必要不可欠という深刻さの度合いであった。

この大手銀行を中心とする金融再編は、次の 2 点に留意する必要がある。

- ① この金融再編は、主として旧都市銀行、旧長期信用銀行を対象としたもので、他の金融の業界においてはこれほど大がかりなものはなかった。（りそな銀行は 2003 年に実質国有化され、旧 UFJ 銀行は 2006 年 1 月に三菱東京銀行に統合された。）地方金融機関（地銀、信金、信組）の再編はみられず、個別の問題金融機関に対する個別対応にとどまった。証券、信託、保険の分野においても大手銀行の再編ほどの編成替えは起っていない。
- ② 大手銀行の統合再編が、企業系列、銀行系列を越えて統合された。わが国の経済は、戦後財閥や銀行を中心とした系列に組み込まれて、その体制のなかで高度成長を果してきた歴史がある。金融再編が主導する形で従来の企業系列・銀行系列に激変を与えたことになる。この点については後で詳しく触れることとする。

次に金融自由化の展開について簡単にレビューする。

最初に触れたように、70 年代後半から 80 年代にかけて金融変貌の潮流は、主として米国から欧州やオセアニア、アジア地域に、当初は先進諸国へ、次いで発展途上国へ伝播していった。具体的には、貿易の自由化、資本取引の自由化から金融の自由化（市場開放に伴う市場規制の撤廃ないし緩和）であり、米国市場主義に基づく外からの諸制度の改変圧力である。金融の自由化は、80 年代に欧州諸国や日本に対し米国からの強い要請（外圧）によって始まった。英国、ドイツ、フランスなど欧州諸国は、80 年代後半金融市場・資本市場改革に積極的に取り組み、改革の実績を示してきた。わが国の場合、1984 年日米円ドル委員会において市場改革に深くコミットはしたものの、銀行の不良債権問題の処理に負われて金融改革は進捗しなかった。1992 年の業界の垣根を子会社方式によって緩和する「金融制度改革法」も業界の利害の調整上中途半端な改革に終わるという経緯があった。

本格的な金融改革が進展するのは、1996 年の“日本版ビッグバン”構想からである。1998 年 4 月、改革のフロントランナーとされた外国為替管理法の改正（為銀主義の廃止など外国為替業務の自由化）から始まって、次々と規制の緩和・撤廃が行われた。項目を列挙するだけでも、価格設定の自由化、新規商品の自由化、事業領域の自由化、新規参入の自由化、事業運営体制の自由化、金融・資本市場の活性化、金融・資本市場の健全性確保、競争ルールのグローバル・スタンダード化などきわめて多岐に亘っている。¹¹⁾内容としては多数にのぼるが、このなかには、株式売買委託手数料の完全自由化、業態別子会社の業務制限の完全自由化、証券業務の免許制

から登録制への移行、持株会社制度の解禁など業界に多大な影響をもたらす重要な改革が含まれている。

この一連の改革は、金融分野のみにとどまらず、会計ビッグバンと呼ばれる会計分野の基準や法制の改革も進められ、並行して商法や旧証取法的大幅改正から、直近の M&A に関連する三角買収法の新設などにも及んでいる。

以上、バブル崩壊後の金融機関の不良債権問題の影響と金融自由化を中心とする改革についての事実関係をみたが、ここで注意しなければならないのは、これら 2 つは全く異なる状況のなかから出現したものであるという点である。2 つの事柄が相互に影響し合うことは事後的にあったとしても、一方が直接的な原因となって他方を誘発したものではないと考えられる。¹²⁾

1980 年代の「小さな政府」、市場中心の金融システム、グローバリゼーションといった米国発の大きな潮流があって、規制によって形成されてきた戦後の一国の経済・産業構造の見直しを促すものであった。わが国においても戦後体制のレビューの必要性は、早い時期から潜在的にも為政者に受け継がれてきたものであって、小泉政権における構造改革に繋がる流れでもある。その意味では、銀行を中心としたわが国の金融システムに欠陥があって、不良債権問題を惹き起したから改革をしなければならないという短絡な関係ではない。

しかし、ビッグバン後のわが国の金融の世界をみる場合は、これら 2 つが影響しあった結果として現状を観察する必要がある。不良債権問題に関連する苦い経験は、自由化された制度設計のなかに積極的に組み込まれる必要があった。ビッグバン後の現状を評価するについては、金融のセーフティネットの諸方策も含めてこの視点がきわめて重要である。

(2) その後の変化と影響

金融の大改革が実行され、銀行の不良債権処理が進むにつれて、新しいレジームにおける変化が徐々にみられるようになった。2003 年以降この動きが急速である。それらの主要なものを取上げてみていきたい。

① 銀行再編と企業系列再編

先にみた通り銀行の不良債権問題処理の課程で、非常に劇的な銀行の再編成が行われた。しかも、それが従来の企業系列・金融系列を越えて統合が実現したことは、日本的なこれまでの伝統的系列からすれば、晴天の霹靂ともいふべきショックを与えた。これは何を意味しているのだろうか。銀行を守るため背に腹は替えられぬ切羽詰まった事情が、従来の系列を打ち破って新しい銀行系列を設定したということか。あるいは、企業系列に執着する従来の慣行は、進めようとするわが国の経済産業構造改革に相応しくなく、これを機会に日本的な企業系列・企業グループ主義に対して改革のメスを入れようとする政策当局の強い意図が働いていたと解釈すべきであろうか。同じ脈絡では、わが国の金融制度上の特徴の 1 つであるメインバンク制について、この制度は旧レジームに属するもので解消に向うべきものという政策的な配慮が働いていたのだろうか。企業グループの結束や企業間の協調体制は、長い時間の経過のなかで形成されてきたもので、逆に企業行動の強みにもなっている。旧来の企業系列や企業グループがこれからの経済発展にとって好ましくないと定まった評価があるわけではない。

② 証券業の異変

金融の大改革によって金融の業界毎の垣根が撤廃された。銀行は持株会社のもとに、証券、保険、その他の業務ユニットを自由に保有することが可能になった。これは、証券会社や保険

会社にとっても同条件が前提である。最近の変化の状況は、大手銀行の証券業務の取組意欲が旺盛で、銀行グループの証券業務取扱量の拡大が目立つようになっている。かつて、業界のガリバー的存在であった野村証券の地位の低下が明らかになりつつあるように見える。¹³⁾「預貯から投資へ」の資金の流れを促進させるべき金融の大改革によって、市場ベースの取引量の増加が期待され、証券業界の繁栄が約束されたとみられていた。銀行が不良債権処理で身動きできない時期に、証券業界は有利な立場にあったことは確かである。特に野村証券には大きなチャンスがあったにもかかわらずそれを生かすことができなかったという批判もある。¹⁴⁾

証券業界のショックは、委託売買手数料の自由化による影響である。従来証券会社は、高目に設定された委託売買手数料収入に依存する部分が大きかった。株価が大幅に下落しても売却の数量が多ければ、株高で株式の購入が増加したのと同様に手数料収入が期待された。自由化により特に機関投資家の大口手数料は減少する。そのため、証券業界は手数料自由化に相当強い抵抗を示してきた経緯がある。1992年の金融制度改革法によって銀行が子会社方式で証券業に参入することが可能になったが、最後まで証券業界の聖域として参入に反対したのが、株式の委託売買の領域であった。この聖域も手数料そのものも一挙に自由化されたのである。収入の激減に対する戦略的な対応策として証券会社が取組んだのが、自己取引のウエイトの拡大やプリンシパルビジネス、アセットマネジメント、IRビジネスなどである。¹⁵⁾しかし、これらは現時点で必ずしも成功しているとはみられない。最近の日興コーディアル証券に対する米国シティバンクによるTOBのケースは、旧日興証券の悲劇的な運命の軌跡を示すものである。

③ 外資系金融機関の参入と新しいファンドの出現

銀行の融資活動や関連業務活動が停滞していた90年代に、日本市場に参入し、積極的に活動したのは、外資系金融機関と新しい投資ファンドであった。当初は倒産企業の抱えていた不動産物件を安く買いたたいき、倒産しかかったホテルやゴルフ場をロットで買収するなど、‘秃鷹ファンド’と揶揄された主として米欧の投資ファンドや投資銀行の活躍が目立った。また、企業再生に関連する投資や追加融資、M&A絡みの案件に対しては、極端にリスクを敬遠する本邦銀行が消極的参入に留まったこともあって、彼等の活動をほしほしに許した。プライベート・エクイティ・ファンド(PEF)が多数参入した。現在では、投資対象にそれぞれの専門分野の特徴を維持しながら、徐々にそのファンドの資金量を拡大させてきている。米国の投資銀行のほか、米系のカーライル・グループ、ブラックストーン・グループ、KKRや仏系のCLSAキャピタル・パートナーズなどが代表例で、わが国企業の買収ファンドとして着実にその地歩を築いてきている。外資は企業破綻、企業再生の混乱している市場に参入し、複雑に絡んだ取引を整理する役割も果たした。

彼等の台頭にフォローするようにわが国の独立系のPEFも次々と誕生し、活動を積極化させた。企業再生やM&A絡みの分野は、従来なら銀行がカバーする領域であったが、PEFがその代替機能を果し存在感を示してきている。

④ クレジット市場の拡大とヘッジファンドの出現

バブル期に銀行が自己能力以上にリスクを抱えてしまった反省から、リスク分散の手法、リスク資産の流動化手法への取組が積極化した。具体的には、シンジケート・ローンや資産の証券化が主たるもので、それらが取引されるクレジット市場が拡大した。現在このクレジット市場では、各種ファンド、ノンバンク、商社、機関投資家などが存在感を増しており、今後これらのプレーヤーが銀行と並んで新たな金融仲介機能の担い手になる方向も窺える。銀行機能の

要素分解が進み、市場を経由して多くの当事者が参画するクレジット市場が拡大するにつれて、かつて銀行が資本市場を丸抱えていた局面から、銀行は市場における「投資家の一人」としての立場に移行しつつあるという見方もある。¹⁶⁾

また、クレジット市場の拡大は、市場化したファイナンスの増加であり、M&A、LBO、MBOなどの増加に伴いレバレッジドファイナンス、メザニンファイナンス、クレジット・デフォルト・スワップなどの領域に関わることになる。「従来からクレジットの組成を担ってきた銀行だけでなく、多様な投資家の関与が強まることになる。クレジットリスクは、企業と銀行の相対の関係から、それらを市場化することにより幅広いクレジット市場をもたらすことになる。」¹⁷⁾ デットとエクイティの境界が、市場を通じて限りなく低くなる段階では、これまで隔絶されていたリターンと金利の世界が融合することを意味している。ただし、銀行のリスク回避の姿勢が不可逆的なものであるかどうかによっては、今後クレジット市場は縮小もし、拡大もするだろう。

次に、ヘッジファンドの出現についてみる。世界的な規模で続いている過剰流動性の状況下で、米欧の市場を中心としてヘッジファンドが急増している。¹⁸⁾ 90年代において他の地域に先駆けて米国でのヘッジファンドの活動は活発化し、新規のファンドが相次いで誕生した。銀行、保険、年金その他機関投資家などは資金の運用については、大卒の規制(prudent policy)のなかで保守的とならざるを得ない。一方個人も含めて投資家の要求は、株価指数の動きに関わりなく高い運用収益を目指す「絶対リターン」への需要が高まってきた事情が背景にある。多数のヘッジファンドが誕生しているが、それぞれのファンドが対象とする市場セグメントもすべて区々である。世界の主要株式市場を対象とするものもあれば、商品市場、エネルギー市場を対象とするものもある。為替取引において、海外ヘッジファンドが安い円金利を利用した円キャリートレードなどは為替取引に特化する米欧系ファンドの行動によるものである。

わが国においても和製ヘッジファンドの誕生が最近増加している。この事情を和製ヘッジファンドであるフィノウエィブインベストメンツの若林秀樹氏は次の2点を挙げて説明している。¹⁹⁾ ①金融ビッグバンを機に市場での証券会社優位の時代は終わった。企業と投資家が直接に接触する機会が増え、証券会社を「中抜き」する現象ができたために、証券会社のアナリストやセールスマンが独立しヘッジファンドを立ち上げている。②年金など資産運用者が、株価指数に対する「相対リターン」ではなく、高い運用収益を目指す「絶対リターン」を需要するようになってきた。株式のロング（買い持ち）だけでは限界があり、ショート（売り持ち）を併用するヘッジファンドに期待されるようになった。生命保険などの伝統的な機関投資家は、運用手法に制約があってどうしても横並びの運用にならざるを得ないため、影響力が低下している事情もある。

⑤ 取り残される地域金融機関

大手銀行（4銀行グループ）の全銀行預金総額に占める比率は、約46%、全銀行貸出残高に占める比率は、約43%であり、いかに4行の持つウエイトが大きいかが理解できる。金融機関の方向付け、不良債権処理の対応もまずは大手銀行からという当局の意図は理解できる。しかし、ビッグバン改革の後の動きのなかで、地域金融機関の改革はほとんど行われていないことに気付く。米国の場合、90年代の新しい金融への対応として従来からの州際業務規制撤廃の要求が強まり、1994年州際業務法（リーグル・ニール法）によって規制が撤廃された。並行して地域金融機関の再編が行われた。現在地域銀行が合併、統合によってスパーリージョナルバン

クが誕生し、例えばバンクオブアメリカ、バンクワン、ファーストユニオン、ウェルズファーゴなどの活躍が目立っている。わが国において、証券、保険、信託などとの垣根撤廃による金融の再編成は大手銀行に限ってある程度進展したが、地域金融機関の再編は実現していない。地域金融機関の破綻処理とそれに伴う合併・統合などは個別に行われてきたが、それぞれの地域を越えた合併・統合など思い切った改革はない。

現在地域金融機関の関心は、融資残高の急速な拡大は望めない以上、慎重なリスク対応・残高維持努力の方針で、金融商品（投信など）の販売増による手数料収入増加による収益管理に力点が置かれている。ビッグバン後の改革で地域金融機関にとって金融商品の配列が変わった以外に何か変化があっただろうか。金融庁は、2003年と2005年の2度にわたって、地域金融機関を対象にリレーションシップバンキングの理念に基づいたアクションプログラムを実施した。²⁰⁾残っている不良債権処理を急がせるとともに、新たな収益機会を探る取組課題を設定させ、具体的なスケジュールまで提示させるものであった。実際の状況は、地域金融機関にとって他行と差別化されたユニークなものはなかなか見出せなくて、これらの報告書提出の義務感だけが残ったようにみえる。

ビッグバン改革は、政府が主導する形の思い切った改革であった。各々の業界の思惑、反対、官僚の抵抗などは不可避のものであったが、国主導で乗り切った。民間の金融機関が自らの意志で改革を率先することはなかった。この点は米国における規制緩和のプロセスと大きく異なるところである。大手金融機関にしてそうであったとすれば、まして地域金融機関の場合、自らが改革に乗り出すことなど望むべくもないのかもしれない。

⑥ 企業行動の変化

米国流の経営手法、コーポレートガバナンスのあり方、経営者が最高位に置く経営指標などの基本的な概念は、近時急速にわが国の企業レベル深くにまで浸透しはじめてるようにみえる。解放された資本市場を通じた各国の投資家の要請は、一国の市場の枠内に限定することは許されなくなる。グローバリゼーションや市場主義がもたらす変化である。「会社は株主のもの」であり、「株価（将来収益を時間で割り引いた企業価値）こそが経営者が最高位に置く指標」であるとの考え方は、70年代後半のわが国では一部の企業で理解される程度であったが、30年近くを経て最近ではかなり広範に企業に行き渡りつつある。

ライブドア／フジテレビや村上ファンド事件もこういった市場主義の論理が前提にあった。海外の投資家との共通の企業評価尺度は確かに必要であるが、これをグローバルスタンダード（米国スタンダード）と呼んでいるとすれば、そのレベルでの情報提供の用意がなければならないだろう。ライブドアのケースをはじめとして最高裁の判断を求める局面も多くみられ、司法の判断に対し、関連する議論も多くなされた。企業価値の意義について、各ステークホルダーの利益の総体とする考え方ではなく、株主利益とする考え方が妥当であること、また、企業価値の算定は、基本的には企業が生み出す将来のキャッシュ・フローの割引現在価値であるとする考え方がもっとも妥当なところと考えられるようになっている。²¹⁾

M&Aは、成熟期における既存の産業の成長が望めなくなる状況のなかで求められる効果的な手法とみることができる。今後国内企業間のみならず、内→外、外→内のM&Aの増加が予想される状況で、国際的に通用する基準は必要である。企業がM&Aの防衛策を検討するにあたって共通のメルクマールが基本に設定されていなければならない。わが国において外国資本である買収ファンドの活動が活発になり、大口株主の要請として株主総会を通じた経営への

種々の注文は、これまでの言わぬ株主のみを相手にしていた経営者に対して、相互に暗黙裡にわかり合うといった状況が通用しなくなっている緊張感を与える役割を果たしている。しかし、最近のわが国における M&A 市場では、買収ファンドの参入が相次ぎ、彼等が新しい株主として触媒の役割を果たし、企業再編へと駆り立てているところがある。同族的色彩の強い会社を、MBO 手法によって非上場会社に変更するなどの事例が増加しているケースで、本来なら銀行が介入し融資を引き受けるべきところが、買収ファンドが取り仕切っており、これは実質銀行からファンドへの融資シフトが起っているとみることもできる。

⑦ 年金運用の新しい動き

次に、年金運用において最近採用する企業が増加している確定拠出制度についてである。年金制度の運営は、多数の老齢者や弱者の生活に直結するもので、きわめて重要な問題を含んでいる。現在ほとんどの先進国においては賦課方式がとられており、国民の老後の生活を守るべく国が責任をもって運営する義務がある。新方式の確定拠出方式は、資金の运营管理を各人にすべてあるいは一部を任せる方式である。これは、一面では資金の投資運用に詳しい者が通常の国の運用に対し不満を抱き、自分で運用する制度とみることもできるが、別の見方では有能な者のみが有利となり、能力のない人、大部分の人々は、その利益にあずかれない不公平な制度ということもできる。²²⁾ この制度の先には、年金制度を国が管理運営する方式からすべて民間に移管する考え方が存在するが、実際に米国では民営化に反対する議会の決議がなされているようである。

ジャック・アタリ(Jacques Attali)は、現在、年金や医療など政府が担ってきた分野を保険会社や金融機関が猛烈な勢いで飲み込んでいるという。「‘持てる者’は民主主義のルールで決める社会保障や所得の再配分に不満を抱き、効率性を優先する市場経済に傾いて、自らの年金を市場経済に移し替えようとする。そうすると効率性の追求が優先され資源配分の公正さが後回しになりかねない」として、アタリはこの流れの背後にある問題性をより鋭く指摘する。「市場経済と民主主義は、それぞれ普遍的な価値観、社会の仕組みだが、放っておくと市場経済が民主主義を‘駆逐’して、民主主義が廃れる恐れがある」と警告している。²³⁾ この基本問題の重要性に取って触れることなく、確定拠出方式に切り換える企業が増加しているのは、長期間続いた不況下で年金拠出運用に企業自らが深く関わる責任を軽減したいという要請だけからなのだろうか。

3 わが国の金融システムの特徴とその変化

以上、日本版ビッグバン後の変化のなかで金融システムに関わる著しい変化のいくつかについてみてきたが、ここではこれら全体の変化のなかで特にわが国の金融システムの特徴とされてきた諸点・諸制度に注目し、その変化の影響について眺めてみる。

まず、わが国の銀行システムの基本にあったものが、失われてしまったのか、あるいは変化したのだろうか。「貯蓄から投資へ」の資金の流れを促進させる制度やインフラ造りは進んだし、個人の資産運用多様化の意識は確かに高まっている。しかしながら、家計の金融資産に占める預貯金の比率にはそれほど大きな変化がみられていない。²⁴⁾ (この点については、ビッグバン総括のところで触れる。)

銀行は、従来から金融機関の代表者として顧客との長期にわたる安定した良好な関係を維持

するリレーションシップバンキングを重用視してきたが、それが極端な形で変化したということはない。リテール分野における個人ローンや金融商品の販売においても、いわゆるトランザクションバンキングの手法によるロット処理などは、それほど積極的に取り組んでいるという話はあまり聞かない。基本はリレーションシップバンキングの取引原則が守られている。大手銀行のなかにはみずほコーポレート銀行のように、大々的に「投資銀行宣言」を打出しているところもあるが、この基本はリレーションシップバンキング遵守そのものを意味している。地域金融機関においても先に触れたようにリレーションシップバンキングに基づくアクションプログラムが推進されている。また、クレジット市場が拡大したことにより、機関投資家、ノンバンク、各種ファンドの参入機会が増加した。彼等は要素分解された銀行機能のいくつかのパートを引き受けて、金融仲介機能に参画しているが、彼等の原点は顧客とのリレーションシップであることに変わりはない。銀行と企業との株式持ち合いが大幅に解消されたところもあり、メインバンク制度はかつてのような銀行と顧客企業の繋がりが変化したかにみえるが、基本的な関係はほとんど変わっていないのが実情である。

中小企業への対応として、疑似資本の問題は依然解決しておらず、M&AにおけるLBO形態での銀行融資の肩代わりは、銀行がリスクテイクに躊躇する間に買収ファンドが積極的に参入している。今後、企業がM&Aを積極的に戦略的に活用したり、突然に外から買収提案を受けたりする機会が増加するだろうが、銀行にとって顧客のためにアドバイザーや仲介機関としてのアレンジャーなど活躍する局面が増加する。最近の王子製紙と北越製紙のケースでは、北越製紙のメインバンクである北越銀行、第四銀行は王子製紙のTOBに応じない意向を表明し、王子製紙からのTOB防衛に貢献した。AOKIホールディングスとフタタの経営統合のケースでは、フタタの財務アドバイザーであった三井住友銀行がホワイトナイトのコナカの提案を支持する意見書を提出し、AOKIの経営統合案が排除されたケースがある。これらは、銀行が従来の業務枠を越えて、投資銀行業務の領域に踏み込んだ例で、そこには従来のメインバンクの精神が生きており、その基本にあるものは銀行と企業の相互信頼関係にほかならない。

わが国の企業経営の根幹にあるものは、長期的視野に立った経営であり、長期雇用の安定性の尊重である。企業は銀行との長期安定したリレーションシップを望んでいる。一時期銀行が利益捻出のため企業との持ち合い株式の売却に踏み切るところが増加し、株式持ち合いの解消が進んだが、最近では企業側のM&Aの防衛策として株式持ち合いが復活してきている。企業にとって、ステークホルダーのなかで株主への配慮の意識は高まったが、従業員を優位に置く企業は依然として多い。90年代の不況の時代に従業員をドラスティックに解雇した企業数は少数にとどまっている。新規雇用の削減と社員の配置転換、非正規社員の採用でタイドオーバーしてきた。最近、企業業績向上にともなって正規社員の雇用が復活する趨勢にある。

銀行の収益力が相対的に低いこと、また、商品の開発力が相対的に低いことが日本の特徴とどのような関係があるのだろうか。

前者については、長期的安定した関係を尊ぶ取引のなかで、通常銀行はドライな割り切った行動をとることが収益向上を図る手段とは考えない。1つのドラスティックな行動が、関連する取引関係への波及、あるいはそれが与える全体の効果を勘案して損得の判断が行われる。従って、収益構造の改善について短期間で達成を期待するのは困難である。

新商品の開発力の低さについても日本的な雇用形態が関係していることは否定できない。米国に置ける商品開発力との相違は、商品開発に携わる人々へのインセンティブにおいてわが国

と雲泥の差が存在している。米国では開発した商品が市場で成功した場合、開発者には巨額の報酬が得られる環境がある。それだけに金融機関には優秀な人材を惹き付ける魅力があり、常に挑戦し競争する地盤がある。わが国の企業では、従業員の給与体系を著しく乱す方法は平等原則とは相容れない。一方では、わが国の規制当局へ逐一お伺いをたてながら新しい金融業務や金融商品の開発を進めなければならなかったこれまでの慣行から、金融機関は完全に脱却できていないのかもしれない。商品開発は製造業の技術開発の場合に似ている。開発に成功した場合に開発技術者に与えられる報酬とインセンティブとの関係である。例えば、青色ダイオードを開発した中村修二氏のケースを契機に大きな議論を呼んだことは未だ記憶に新しい。

かつて大手銀行の収益の柱の1つは、海外活動、国際業務活動によるものであった。1970年代後半、ユーロドル・ビジネス真っ盛りの時期におけるわが国大手銀行の国際市場での活躍は目を見張るものがあった。国際金融市場におけるわが国の銀行の地位は、先進諸国の金融機関と対等に伍していく地位を築いていた。90年代に銀行が国際業務から撤退ないしは縮小を余儀なくされたことは残念なことであった。ひとたび撤退あるいは縮小すれば、その修復は短期間でできない性質のものである。過去に築かれた国際的な関係は、人的な関係が大きなウェイトを占めるもので、10年のブランクがあれば消滅してしまう性質のものである。絶えず新しい関係を切り開き、かつ永く存続する関係が必要である。大手銀行の国際分野の活動は、ようやく再開されたばかりで、過去の水準に達するまでには今後時間を要する。海外の金融界の人脈の再形成と実績に基づく評価を築き上げる必要がある。中国、インドをはじめ、アジアの経済活動が急速に拡大するなかで、わが国の金融機関が出遅れたことで喪失したビジネスチャンスは計り知れぬ大きなものがある。

4 ビッグバンの評価と今後の展望

(1) ビッグバン総括

銀行を中心とした間接金融主体の金融システムから市場を中心とした金融制度の方向へ舵を切ること、Free（市場原理が働く自由な市場に）、Fair（透明で信頼できる市場に）、Global（国際的で時代を先取りする市場に）の標語で示されるように、自由な競争市場中心の国際的にも通用する金融制度に向けてインフラ、法整備を急ぐことを目指したものであった。

銀行が金融仲介機関として能力以上に抱え過ぎたリスクを分散させるシステム作り、「預金から投資へ」カネの流れを変える制度変更は果たしてできたのだろうか。

図表2は家計の金融資産推移を、図表3は先進経済諸国との比較を示している。図表2における現預金が家計の金融資産に占める比率は、80年代までの約60%から、90年代52～53%、最近5年間の推移でも約54%で、依然として高い水準にある。図表3における海外との比較では、格段に高い水準である。特に、ドイツの現預金の比率が、85年42.2%から2001年34.4%と約13%の大きな変化を示しているのに対して、わが国の場合、85年57.3%、2001年54.5%とそれほど大きな変化を示していない。

しかしながら、2002年から2005年の推移では、現預金比率が56.7%から51.3%にやや減少しており、一方、株式・出資金比率が5.8%から11.6%へ、債券、投資信託の比率もそれぞれ若干増加している。これは、フロー面で現預金から証券へのシフトがわずかながら起っていることを示している。（因に、1%のシフト額は、15兆円に当り市場へのインパクトは無視できな

図表 2 家計の金融資産残高(ストック)の推移

(兆円、括弧内は合計に占めるパーセンテージ)

年度	合計	現預金			債 券	投資信託	株式・出資金	保険・年金 準備金
		郵貯を除く現預金	郵便貯金					
1975	181.5	116.0 (63.9)	91.3 (50.3)	24.6 (13.6)	12.3 (6.8)	3.0 (1.6)	16.9 (9.3)	22.5 (12.4)
1980	348.1	221.7 (63.7)	159.6 (45.9)	62.1 (17.8)	27.2 (7.8)	5.1 (1.5)	26.0 (7.5)	47.1 (13.5)
1985	585.6	335.6 (57.3)	232.2 (39.7)	103.4 (17.7)	44.1 (7.5)	18.1 (3.1)	55.4 (9.5)	92.2 (15.7)
1990	1048.8	482.2 (46.0)	345.9 (33.0)	136.3 (13.0)	24.1 (2.3)	31.8 (3.0)	173.2 (16.5)	218.8 (20.9)
1995	1267.5	629.6 (49.7)	416.2 (32.8)	213.4 (16.8)	23.9 (1.9)	29.2 (2.3)	146.0 (11.5)	332.4 (26.2)
1997	1332.8	694.0 (52.1)	453.5 (34.0)	240.5 (18.0)	28.0 (2.1)	24.9 (1.9)	124.0 (9.3)	364.6 (27.4)
1998	1346.0	723.8 (53.8)	471.2 (35.0)	252.6 (18.8)	26.2 (1.9)	26.3 (2.0)	104.1 (7.7)	376.6 (28.0)
1999	1428.2	744.8 (52.1)	484.8 (33.9)	260.0 (18.2)	24.9 (1.7)	31.9 (2.2)	154.3 (10.8)	389.0 (27.2)
2000	1416.7	751.4 (53.0)	501.5 (35.4)	249.9 (17.6)	17.6 (1.9)	33.9 (2.4)	122.9 (8.7)	399.8 (28.2)
2001	1405.2	765.7 (54.5)	526.2 (37.4)	239.5 (17.0)	26.8 (1.9)	30.4 (2.2)	105.8 (7.5)	402.1 (28.6)
2002	1368.1	775.3 (56.7)	542.1 (39.6)	233.2 (17.0)	23.0 (1.6)	28.4 (2.1)	78.8 (5.8)	377.0 (27.6)
2003	1416.1	779.8 (55.1)	552.4 (39.0)	227.4 (16.1)	23.0 (1.6)	33.9 (2.4)	119.5 (8.4)	377.7 (26.7)
2004	1424.3	775.7 (54.5)	561.6 (39.4)	214.1 (16.9)	29.1 (2.0)	38.0 (2.7)	124.7 (8.8)	383.1 (26.9)
2005	1502.1	770.5 (51.3)	570.5 (38.0)	200.0 (13.3)	32.9 (2.2)	55.0 (3.7)	174.3 (11.6)	394.1 (26.2)

(注 1) 債権：国債・財投機関債＋地方債＋政府関係機関債＋金融債＋事業債＋抵当証券、その他：金融派生商品＋預け金＋未収・未払金＋対外証券投資＋その他

(注 2) 1985 年度以前は旧基準。

(出所) 財務省「資金の流れ（家計・企業）の現状」2003 年 5 月 29 日
2002 年以降は日本銀行「資金循環統計」より作成

図表 3 家計金融資産選択の海外比較

個人金融資産に占める現預金・株式等の割合と株価の推移

		85 年末 ^(注 1)	90 年末	95 年末	01 年末
日本	現預金	57.3%	46.0%	49.7%	54.5%
	株式出資金＋投資信託	12.6%	19.5%	13.8%	9.7%
	株価 ^(注 2)	1265.93	1970.73	1636.88	1060.19
米国	現預金	24.8%	22.0%	15.3%	14.8%
	株式出資金＋投資信託	38.2%	36.9%	41.4%	42.8%
	株価 ^(注 2)	1546.67	2633.66	5117.12	10021.50
イギリス	現預金	33.1%	30.3%	24.2%	23.2%
	株式出資金＋投資信託	10.6%	18.6%	18.6%	18.3%
	株価 ^(注 2)	1412.60	2143.40	3689.30	5217.40
ドイツ	現預金	47.2%	45.8%	41.8%	34.4%
	株式出資金＋投資信託	9.8%	14.5%	17.9%	24.9%
	株価 ^(注 2)	2672.05	2734.70	4408.21	5160.10

(注 1) 日本は年度末、その他は年末

(注 2) 日本：TOPIX、米国：ダウ工業 30 種平均、イギリス：FT-SE100 指数、ドイツ：DAX 指数（単位：ユーロ）

(出所) 日本銀行「資金循環統計」、FRB 'Flow of Funds Accounts'、Office for National Statistics 'Financial Static'
Deutsche Bundesbank 'Monthly Report'
財務省「資金の流れ（家計・企業）の現状」2003 年 5 月 29 日

い。) 実態感覚からすれば、最近の個人の株式や投資信託の売買が活発化し、個人の市場取引意識が高まっているようにみえるが、資産残高ベースではそれほど大きな変化はない。この観点のみからみれば、当初意図したようにはなかなか容易には進んでいないということになる。

わが国の個人の預貯金の比率が他の先進諸国と比べて高い理由については、従来から、歴史的な経緯、社会的制度上の制約や国民性など指摘されてきた。制度変更が与えるショックに

よって、変化への対応として資金の流れにそれほどまでの影響が出ていないとすれば、考えられる理由は次のようなところにあると推測される。

- ① 制度を支える基本インフラはある程度整備されたが、周辺インフラも含めて詳細にわたる整備が未だ十分ではないことと、金融規制当局の姿勢である。²⁵⁾
- ② わが国特有の事情があり、過去から伝統的に人々の生活に密接に関わっている諸々の制度に関係しており、簡単には変わらない。その事情が存在していることが、他の日本的な制度と相互に影響し合って効率的に稼働する1つの鍵ともなっている。

上記①については、現在金融審議会でも議論が行われている点でもある。²⁶⁾ 金融・資本市場の国際競争力の強化に向けた具体策の検討を開始。東京市場の国際的な地位の低下に歯止めをかけるための規制緩和や税制優遇なども検討の対象になっている。また、証券市場取引を一挙に進めることに対する金融規制当局のきわめて慎重な姿勢も影響しているようである。かつて当局の責任問題が厳しく問われた苦い経験から、自由化後の監視・規制対応が反って厳しくなり、規制の復活との批判さえある。②については、制度的なもの深く関わっており、短時日で変化するものではないだろう。例えば、メインバンク制度は厳然として存続しており、様々な金融取引のなかでこの関係は生きており、それが銀行の新しい業務や商品開発取組みの障害になっている面もある。

日本版ビッグバンを積極的に評価できる点は、確かに新しい市場が誕生し、市場取引が拡大、市場参加者として新しいプレーヤーが増加し、取引の層が厚くなったことは認められる。銀行の金融仲介機能の要素分解がある程度進んだことを意味している。また、大手銀行4グループが金融コングロマリットを形成する金融再編図は、当初のデザイン設計にはなかったものであったが、結果として金融制度のありかたとして一面では非常に興味深いものがある。

(2) 自由市場型経済と調整型市場経済の相互補完の問題

Hall and Soskice(2005)によれば、自由市場型経済と調整型市場経済がそれぞれの体制を追求すれば、両者は国家間の違いを薄めるよりも国毎の違いを強めがちになる。なぜなら政府や企業は、自分たちの制度の比較優位を維持することによって、変化する環境に対応する傾向にあるからである。

しかしながら、これら2つの経済には相互に強調し、相補う部分はないのだろうか。

Allen and Gale(2000)は、市場取引中心の金融システムを有する国(米国、どちらかといえば英国)と銀行中心の金融システムを有する国(ドイツ、どちらかといえばフランス、日本)とに分類する。これは、上記の自由市場型経済と調整型市場経済に大体匹敵すると考えてよい。両者はそれぞれの特徴を有しており、それぞれにメリット、デメリットがある。また、Allen and Santomero(1998)は、最近の米国における金融取引の変化の実態から、金融仲介機関が市場取引に大きく関係していること、そこでは市場機能と金融仲介機能が相互補完関係にあることを指摘している。

また、先に触れたようにJ. アタリ(2007)が、「米国がグローバル化を推し進めるなかで世界に伝播してきた市場経済と民主主義は、それぞれ普遍的な価値観、社会の仕組みだが、放っておくと市場主義が民主主義を「駆逐」して、民主主義が廃れる恐れがある」というのは、「市場の経済が地域や分野を問わず拡散する特徴を持つものに対して、民主主義は特定の国家権力の及ぶ領域に限られる」からである。

この10年、わが国は米国流の市場主義を高く評価しつつ、わが国の成熟した経済の閉塞的な状況を打破し、改革し、新たな成長路線を歩むためには必要不可欠として、米国流の自由市場型経済制度を受入れ、わが国の経済制度をその方向に変える舵取りを思い切って実行してきた。しかし、現実はその方向転換が急速に進捗しているわけではない。金融システムにおいては、市場は拡大し、市場取引は活性化しつつあり、市場プレイヤーは増加したが、資金の流れが著しく預金から投資に転換・シフトしたわけではない。

その間、わが国企業の行動に大きな変化はあったのだろうか。90年代長期にわたるデフレ経済不況に耐え、ようやく景気回復とともにかつての経済活動を取り戻しつつある企業において、これまでの基本的な制度の比較優位を追求する基本姿勢は変わっただろうか。株主重視、ROE経営重視を新しい視点として受入れつつも、基本姿勢はほとんど変わっていないのではないだろうか。銀行取引は、常に企業の意向を反映するものであることから、企業側の基本姿勢が不変であれば銀行の姿勢も不変である。

R. ドーア(2001)は、グローバリゼーションによる米国の市場主義の影響がどこまで進展し、それと対極に位置づけられた調整型市場経済、すなわちドイツや日本がどのように変化するかを予測している。それによれば、ドイツも日本も市場主義の流れ、フィナンシャリゼーションの流れは避けられず、徐々に定着していくとみている。それは、世の中の変化が激しいとき、その変化に最も効率的に対応できるのは、市場指向型の資本主義であるからだという。その場合、日本よりドイツの方が早く浸透するだろうとみる。「日本の社会経済構造の核にあるシステムからも、それらが変化を減速させることができても押しとどめることはできない。しかし、抵抗力はドイツよりも日本の方が強く、自国の特殊性を守る可能性が大きい。日本のコーポラティズム(協調主義)が、より総合的な意味を持っている。」²⁷⁾ わが国の場合は、これまで日本の特徴とみられた考え方の変化に時間がかかるからという。わが国は、その長所を再び発揮して、あたりまえの経済成長を再開できるのではないかとはいっている。

これに対して、S. ヴォーゲル(2006)は、米国型の市場主義の受け入れと葛藤のプロセスのなかで、わが国は既に日本的な特徴を基本に置きながら、独自の日本型モデルを確立しつつあるとみている。将来的にも日本固有の論理に従って改革が進展するだろうと予測する。

S. ヴォーゲルは、最終的には、わが国は「1980年代に膨大な議論や多くの実験にもかかわらず、アメリカが日本型モデルを適用しなかったのと同じように、日本は深い自己反省とより熱心な改革運動にもかかわらず、1990年代以降もアメリカ型モデルに転換することはなかった」としている。日本は、外的な変化の圧力・プレッシャーに抗して現在の経済システムを維持することはできないという制約と、既存の諸制度の仕組みが厳然と存在しており、完全なアメリカモデルに転換することができないという制約、すなわち、2重の制約を受けているという指摘は同意できる。その結果、「アメリカ方式を取り入れながら、日本はアメリカモデルに到達しなかった。・・・日本型システムを完全に放棄するのではなく、現存する制度を修正補強する道を選択した」と総括している。²⁸⁾ しかし、このプロセスを経ていくつかの重要な部分は変化した。企業が従来の長期的関係の無条件な受入れから、①それらのより合理的なコスト・ベネフィットの評価に基づく関係へと移行したこと、②企業がその行動をより多様化させ、モデルはさらに細分化されたこと、③従来に比してより対外開放されたことで、外国人関係者がこれまでにわが国になかったビジネスの手法や規範を持ち込んでいること、の3点を指摘している。基本的には、日本型モデルの断絶的な変化ではなく、連続的な変化が展開されており、その意

味では日本システムは根本的に転換していないとしている。

(3) 日本的な金融システムの構築

日本版ビッグバン後の金融市場、金融業界に起った変化を踏まえ、今後のわが国の金融の展開を予想する時、懸念されるいくつかの問題点が浮上する。次にこれらを個別に指摘しておきたい。

①証券会社の収益構造が従来のパターンとは大きく変化し、積極的にリスクをとる戦略を強化せざるを得なくなったことは先に触れた。このような状況のなかで証券会社が戦略的に逡巡している間に、銀行は証券業務に積極的に参入していった。持株会社の傘下に証券会社を買収し、資本系列の証券会社と統合するなど急遽証券業務の枠組み造りが行われた。しかし、現状の業務内容をみると、個人投資家を対象とした株式や投資商品販売が大宗を占めている。実態として、銀行の営業収益目標としてのクロスセル（預金者をして預金の一部を投資商品にシフトさせる）で手数料収入を稼ぐロット処理競争に拍車がかかっている状況である。家計の人生設計に応じたアドバイスや真の資産運用とは大きくかけ離れたもののようである。

証券業務の4つの基本型の委託売買（ブローキング）を除いた売り捌き（セリング）、引受け（アンダーライティング）、自己売買（ディーリング）業務は、積極的にリスクをとる取引である。このリスクテイクは銀行のリスクテイクとはかなり性質を異にしている。リスクをとって収益を上げるというわが国大手証券会社の戦略転換も必ずしも成功しているわけではない。従来の慎重な銀行のリスク基準では、証券業本来のリスクテイクはほぼ不可能であろう。銀行系証券会社のマネジメントの大部分は銀行経験者であって、リスクテイクの思考法は証券業務の展開に馴染まないかもしれない。現在、米国の投資銀行が、自己資金を投入した「高リスク」戦略によって高収益を上げていることは、今後の証券業務のあり方を示唆している。

わが国の銀行も証券会社も、米国の投資銀行レベルのリスクテイクが困難だとすれば、誰がリスクをとって資金配分を活性化できるのだろうか。再び外資系金融機関の力を借りざるを得ないのだろうか。それとも、いきなり家計に直接リスクテイクを押し付けることでよしとするのであろうか。銀行も証券会社もリスクをとり、家計も一部のリスクを負担するというリスクシェアリングの制度が設定されない限り、家計の資金がリスクマネーもふくめて配分されることは困難である。

②銀行のリスクテイク機能を要素分解し、リスク分散の手法を追求するなかで生まれたのが新しいクレジット市場であった。それらの分解した機能の一部を分担し市場に参画する当事者として、ノンバンク、各種ファンド、機関投資家、総合商社などが出現したことは既にみた。クレジット市場拡大の延長線上に現れたのが、クレジットデリバティブ取引とその市場である。特にクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）が米国市場などで急増しているが、これは貸出債権本体の売買をせずにその信用リスクのみを交換する取引である。わが国の市場においても一部で利用され始めている。これは日本版ビッグバンによって必然的にわが国で出現したものでは決してない。米国のデリバティブ取引の技術進化の課程で開発され、実用化され、市場に浸透しつつあるものである。

植田和男は、最近の市場におけるCDSや債務担保証券（CDO）などの成長が、金融システムの今後に大きな影響を与えるとして、次の点を指摘している。銀行はこれまで貸出債権の証券化により一部を投資家に売却することはあったが、ほとんどは貸出資産として維持してきた。

これからはCDSを活用してその無視できない部分を外部に実質的に売却するとなれば、本質的に銀行の役割に変化が起るであろう。そして、信用リスク売買に関して、規制当局が銀行と比較して一層動向を把握しにくい部門にリスクが移転することで、金融システムがより不安定になるのではないかという。²⁹⁾

③かつてわが国の銀行収益の大きな源泉であった海外業務は、不良債権処理の課程で全面的に後退を余儀なくされた。中国、インドを初め経済拡大を続けるアジア諸国は、大きなビジネスチャンスの宝庫でありながら出遅れてしまった。国際的な市場喪失は、ひとたび失うと新たに関係を構築するまでに時間を要し、その間海外勢はさらに競争力を強化するという悪循環が避けられない。今後拡大が期待されるイスラム経済圏も含めて、これらの地域の優良企業との金融取引に深く食い込むダイナミックな展開が不可欠となる。そのためには、売り込める金融技術や金融商品を構築する能力、先進経済国の金融機関と競争できる人的資源が必須となるが、それらは用意されているのだろうか。わが国の大手銀行は、ここ1～2年ようやく国際的な戦略布陣にむけて布石を打ちつつあるようにみえる。

④フィナンシャリゼーションが放置されると民主主義が駆逐されてしまうと、J. アタリが警告していることについては先に触れた。ここに国の役割の重要性が存在する。効率と公平の観点からの国の介入や制度の枠組み造りは不可欠である。国民の経済的安定を希求する観点から、フィナンシャリゼーションへの国の関与は避けて通れない。かつての米国のように金融業を国家の重要産業と位置づけ、対外的に防衛するかどうかの議論があるとしてもである。

一国の金融システムは、その国の企業行動（これは、企業のこれまでの歴史的展開のなかで育まれてきた商慣習や相互関係に基づく部分が多い）を反映するもので、銀行やその他金融制度が変化することで企業行動がすぐ変わるものではない。しかし、銀行側が変化することで企業側が変化し、企業側が変化することで銀行側が変化するという相補性が存在している。国もその変化のなかに入って一員として行動する立場であり、相互に調整行動が行われることが望ましい。

選択の方向としては、あれかこれかの二者択一ではなくて、双方の優れたところを評価し、採択して、それらを既存の日本的な特徴として優れたところを生かす調整のプロセスを経て新しい制度を生み出す努力をすべきである。

現状では日本的なものを骨格として、市場主義的なものを融合させるシステムが考えられる。間接金融型市場主義は、米国の自由市場型の金融システムと銀行中心とした金融仲介機関中心型の金融システムの融合型である。金融改革後、それらを踏まえて企業が相互に調整行動を取り、新しい制度の比較優位を確立していくことになるだろうが、それまでにさらに時間がかかりそうである。日本的な長所を積極的に評価し、調整の過程を経てそれらを発揮して、金融システムの安定と経済成長を復活させるシステム造りに繋げていくべきである。

おわりに

バブル経済の崩壊後、低迷する経済状況が続いた。「失われた10年」と大部分が重なる90年代、そして今世紀に入って6年が経過する間に、わが国は種々の分野で激動の変化を経験したことは間違いない。80年代、世界を覆った米国発の市場主義（マーケティング、フィナンシャリゼーション）の変化の潮流は、その後も勢いを増し滔々と流れ、先進諸国のみならず発展途上国をも巻き込んで今も衰えていない。

世界がグローバル化を深化させる過程で、その流れに抗することは、世界共通の相互利益に背を向けることを意味し、適切な政策的対応とは考えられない。しかし、グローバリゼーションの中身とそれが及ぼす影響・結果が、世界の公正な経済的、社会的発達（J. アタリのいう‘自由主義と民主主義の発展’）に十分に貢献するものであるかどうかは、厳しく問い続ける必要があろう。

わが国は、バブル崩壊後、一方では不良債権問題を根源とする金融システム不安に絶えず脅かされつつ、旧来の制度的構造への反省と市場主義の外圧を受入れ、フィナンシャリゼーションへ向けた大改革を行うという激動の時代を経験した。構造改革を主要な政策の柱とした小泉政権によってその枠組みは固められ、改革は着実に推進された。

金融業界ではメガバンクが誕生し、銀行を中心とした4つの金融グループとその他の金融機関に再編成された。旧レジームに存在した諸規制のかかなりの部分は緩和ないし撤廃された。180度転換した金融行政の「競争促進」主義のもとに、市場の整備も進み、金融システムの安定・維持のための国によるプルーデンス政策の具体的な制度的構築も格段に進んだ。新しい市場も誕生し、市場の新しいプレイヤーも増大、取引実績も拡大しつつあるようにみえる。

しかしながら、金融大改革（日本版ビッグバン）の最大の狙いであった「預金から投資」への資産シフト、国民の金融資産をより効率的に国民経済に再配分する資金の流れは必ずしも十分に成功していない。わが国の最大の金融資産保有セクターである家計が積極的にリスクをとる資金の流れが、なぜスムーズに造り出せないのか。その要因を「資本主義多様性」理論がいう制度的なもの、比較制度優位の行動プロセスによって説明が可能ではないか。わが国の経済社会のなかにある日本的な特徴とみられる諸制度（特に企業行動とそれに関連する制度）によってある程度説明ができることを示したつもりである。国、企業、家計の各々にある諸制度に存在する日本の特徴とみられているものは、米国流市場主義を必ずしも完全に受入れていないことを主張した。国の枠組みと企業と家計は、相互に関係し合いながら変化してきているが、例えば、企業の制度が変わらない限り銀行も変わらないように、相互依存と相補性に注目して観察する必要があることを強調した。

今後のフィナンシャリゼーションの行方を考える場合、上記のような前提をおけば、今後のわが国の金融システムのデザイン構築には、大きな課題が残されていることが明らかになる。現時点で以下の点が課題として残っている。

- ① 国民経済におけるリスクの再配分について、今一度当事者間の明確な認識が必要であり、市場経由の配分スキームを構築するにしても、各プレイヤーが各々リスクを負担し合う制度構築と商品設計が必要である。
- ② 現在、わが国経済において、主導的にリスクテイクを牽引する当事者が不在であり、外国資本に期待するほかないというシナリオはいかにも残念である。今後クレジットデリバティブ（クレジット・デフォルト・スワップ）が拡大し、銀行の制度そのものに大きな変化をもたらす可能性があるが、それによって銀行のリスクが減殺・軽減される分、銀行がリスクテイクに積極的に取組める状況が生まれるのだろうか。メガバンクが中心となったリスクテイク復活への期待が大きい。
- ③ 東京は、ニューヨーク、ロンドンと並んで取引量において世界の三大金融市場の一つに位置付けられながら、市場の内情は他の市場に比して同等レベルにあるとはいえない。国際市場、グローバル市場として競争力において遜色のない制度面、税制面などでの一層の

改革整備が求められる。

- ④ 市場主義（フィナンシャリゼーション）を十分に意識しつつ、わが国の特徴を執拗に追求し、取捨選択しつつ、漸進的な取組（修正主義）で進むのが望ましい。金融システムの安定秩序維持の観点からも、市場主義が突出するのではなく、金融仲介機関と市場が相補完しあう構造が望ましく、その意味では銀行の金融仲介機能を十分に生かしつつ、市場プレーヤーとして多くの仲介機関が活躍する金融制度の構築が望ましい。

これらはそれぞれに大きな課題であり、わが国のフィナンシャリゼーションの行方については、今後1つ1つ取組み、解明し、解決策を見出していく必要がある。

(注)

1) F. フクヤマ (2006) p 128

2) R. ドーア (2000) p 6

3) 青木昌彦 (2001) pp4-7, pp422-429

4) R. ボワイエ (2005) pp 503-504 山田鋭夫 (訳者) あとがき

5) Hall and Soskice(2001) は、「制度」と「企業」を次のように定義している。

「制度」とは、D. ノースに従い、公式、非公式なものであれ、アクターが、基準となるべく、認知されるか、あるいは重要不可欠な理由にしろ、一般的に従属するルールのセットとして定義し、組織を公式に認められたメンバーを有する永続生ある主体、そのルールがまた政治経済の制度に貢献するような主体と定義している。

「企業」については、企業を中心に据える政治経済で、企業を資本主義経済に置ける決定的なアクターとみなす。ここでいう企業の概念は、関係的 (relational) である。企業が内部的、外部的に達成、設定できる関係の質が重要である。内部的関係とは、従業員との関係を、外部的関係とは、他のアクター（サプライヤー、顧客、協力者、ステークホルダー、労働組合、業界団体、政府など）との関係を意味する。企業の可能性は、究極的には関係的なものであるから、企業は多くの調整の問題に直面する。その成功は、広範囲のアクターと効果的に調整できるかどうかの能力にかかっている。

青木 (2001) は、制度について次のように定義している。

「制度とは、ゲームがいかにかにプレーされるかに関して、集団的に共有された予想の自己維持的システムである。その実質 (substance) は、特定の均衡経路の際立った、不変的な特徴を縮約して表現したもので、ドメインにおけるほとんどすべての経済主体によって自分たちの戦略選択に関連があると認知される。そのようなものとして、制度は経済主体たちの戦略的相互作用を自己拘束的に統治 (govern) する一方、不断に変化する環境のもとで彼らの実際の戦略選択によって再生産される。」 p33

6) S. ヴォーゲル (2006) pp15-45

7) S. ヴォーゲル (2006) pp322

8) R. ラジャン／L. ジンガレス (2006) p411

9) J. スティグリッツ／B. グリーンワルド (2003) p316

10) その後この「元締め金融機関による丸抱え宣言（母体行主義）」は、日本債券信用銀行の系列ノンバンク3者が自己破産を申し立てたことから混乱したが、親銀行が自らの債権を放棄して、残りの損失を他の関係金融機関が負担する「修正母体行主義」となった。

11) この項目一覧は、「日本金融新聞」（1997・6）に基づき日立総研が作成した資料による。

12) 清水 (2001) は、金融市場の自由化は、市場の脆弱性を強める傾向がみられるとする通説に依りながら、特に日本の銀行業が抱えた問題が世界中で最も深刻なものであった理由を次の点にもとめている。即ち、護送船団規制と80年代の金融自由化の下での銀行行動が最大の原因であった。但し、銀行に地価は下落しないと信じ続けさせた政策当局の責任と、1980年代後半以降資産価格の劇的な変動を招いた金融政策にも大きな責任があると指摘する。

13) 「沈む野村証券」週刊ダイヤモンド 2005年2月26日号 pp30-42

14) 「野村、3度目の危機」日経ビジネス 2006年10月30日 pp26-44

15) 最近の米国の投資銀行が高収益を上げているのは、彼等が高いリスクをとって収益を伸ばす戦略に傾斜しているからとみられている。(日本経済新聞 2007年3月29日)

16) 高田／柴崎 (2007) p196、クレジット市場の拡大・変化について詳しい。

17) 同上 p70

- 18) 現在、世界のヘッジファンドの数は1万近くあり、運用総資産は1兆2千億ドルにもものぼるとみられている。最近では、大手ヘッジファンドの株式公開も続いている。例えば、米ヘッジファンドのフォートレス・インベストメント・グループ、元々企業買収ファンドであるがヘッジファンド業務も行うブラックストーン・グループがニューヨークで上場、欧州の英ヘッジファンド大手のマン・グループ、マーシャル・ウエイズなどがロンドンで上場している。(日経新聞 2007 年 3 月 29 日、4 月 9 日)
- 19) 日経新聞 2006 年 12 月 23 日「株主とは一私の市場論」の記事に基づきフィノウエイブインベストメント社長の若林秀樹氏にインタビューしたもの。
- 20) 金融審議会の「リレーションシップバンキングのありかたに関する作業部会」は、近く報告書をまとめて、地域金融機関(地方銀行、信用金庫、信用組合)に対し、新たな地域密着の経営計画の策定を求める予定。時間的な措置ではなく、恒久的な取組として、「取引先企業の支援」、「資金供給方法の多様化」、「地域経済活性化」の3分野における地元に着した業務の具体的な目標を経営計画に盛り込むよう要請する。
- 21) 企業価値は株主利益であるとの考え方は、2つの理由による。①ステークホルダー間で利害の対立があるとき、その総体としての利益を全体的・調和的に考慮することは実際上不可能という重大な欠陥がある。企業価値イコール株主利益と考えれば問題が生じない。②株式会社の存在意義は、余剰利益の可能な限りの増加・配分にある。その意義を最も発揮させるルールは、会社のステークホルダーのうちで余剰利益の増加に最もインセンティブのあるステークホルダーに会社経営のコントロール権を与えればよい。それが、余剰権者としての性格を有する株主である。(落合誠一「敵対買収における若干の基本的問題」企業会計 2005 Vol.57 No.10 pp4-12)
- 22) R. ドーア (2001) p9
- 23) J. アタリ (2007)
- 24) R. ドーア (2001)、S. ヴォーゲル (2006)
- 25) 投資家保護の観点からの金融規制当局の監視対応には、きわめて厳しいものがあるようにみえる。預金から投資証券へのシフト(銀行のクロスセル)についても、残高ベースでの指導が存在している模様である。急激な資金のシフトによる金融の不安定化、金融機関の暴走による秩序破壊などを恐れた過剰反応なのだろうか。
- 26) 三菱東京UFJ、みずほ、三井住友、りそなの4行で構成する都銀懇話会は、「金融ビッグバン」構想の10年間を検証するレポートを最近とりまとめた。世界の東京市場への道は、未だ半ばであると評価し、次の4点を国などへ要望している。①世界的な金融コングロマリット化に対応するため、銀行、証券、保険の連繋を阻害する規制の一層の緩和、②財務の健全性やリスク管理が良好な金融機関は、規制を弾力的に適用、③郵便局や政府系金融機関は、公平な競争条件を確保、規模も縮小。また、民間金融機関の課題として、個人顧客が多様な金融商品を1カ所で購入できる体制の整備と、法人顧客にはM&Aなどへの相談機能を強化することを挙げている。
- 27) R. ドーア (2001) pp329-331
- 28) S. ヴォーゲル (2006) p325
- 29) 植田和男「技術革新“制度”に影響」日本経済新聞 2007 年 4 月 6 日

参考文献

- Albert M., 1991. “Capitalisme contre Capitalisme” Le Seuil, Paris 『資本主義 対 資本主義』小池はるひ訳・久水宏之監修、竹内書店新社、1992 年
- Allen F. and D. Gale, 2000. “Comparing Financial System” The MIT Press
- Allen F. and M. Santomero, 1998. “The theory of Financial Intermediation”, Journal of Banking and Finance 21(1998) 1461-1485.
- Aoki M. 2001. “Towards a Comparative Institutional Analysis” MIT Press 『比較制度分析に向けて』瀧沢弘和／谷口和弘訳、NTT 出版、2001 年
- Attali J. 「グローバル化の将来はー市場と民主主義両立カギ」日本経済新聞 2007 年 1 月 13 日
- Boyer R., 2004. “Une theorie du capitalisme est-elle possible?” Odile Jacob, Paris 『資本主義 vs 資本主義』山田鋭夫訳、藤原書店、2005 年
- Dore R., 2000. “Stock Market Capitalism : Welfare Capitalism — Japan and Germany versus the Anglo-Saxons” Oxford University Press 『日本型資本主義と市場主義の衝突』藤井真人訳、東洋経済新報社、2001 年

- Fukuyama F., 2006. “ America at the Crossroads” 『アメリカの終わり』 会田弘継訳、講談社、2006 年
- Hall P. and D. Soskice, eds., 2001. “ Varieties of Capitalism: The Institutional Foundations of Comparative Advantage” Oxford University Press
- Mikitani R. and A. Posen, 2000. “ Japan’s Financial Crisis and Its Parallels to U.S. Experience” The Institute for International Economics, Washington, D.C. 『日本の金融危機』 清水啓典 監訳、東洋経済新報社、2001 年、清水啓典「護送船団規制、銀行経営と日本の金融危機」 pp69-113
- Rajan R. G. and Zingales L., 2003. “ Saving Capitalism from the Capitalist: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity “ Crown Business, New York 『セイヴィング キャピタリズム』 堀内昭義ほか訳、慶応義塾大学出版会、2006 年
- Stiglitz J. , 2004. “ Making Globalization Work” 『世界に格差をバラ撒いたグローバリズムを正す』 楡井浩一訳、徳間書店、2006 年
- Stiglitz J. and B. Greenwald, 2003. “ Towards a New Paradigm in Monetary Economics “ Cambridge University Press 『新しい金融論 信用と情報の経済学』 内藤順一／家森信義 訳、東京大学出版会、2003 年
- Vogel S., 2006. “ Japan Re-modeled : How Government and Industry Are Reforming Japanese Capitalism” Cornell University Press 『新・日本の時代』 平尾光司訳、日本経済新聞社、2006 年
- 朝日新聞経済部『金融動乱』 朝日新聞社、1999 年
- 堀内昭義『金融システムの未来－不良債権問題とビッグバン』 岩波書店、1998 年
- 高田創／柴崎健『金融市場の勝者』 東洋経済新報社、2007 年
- 村井睦男『金融変貌と銀行の未来』 大学教育出版、2004 年