

# 市場金融モデルは定着するか

一上季代司

## 1 はじめに

「銀行優位の間接金融」と特徴付けられてきたわが国の金融システムは、一九九〇年代末の「金融危機」を経て大きく変化しつつある。蛸山編「二〇〇二」は、既存の金融システムを「産業金融モデル」（銀行中心の預金・貸出による資金仲介）、これに対して新たな金融システムを「市場金融モデル」（価格メカニズムが機能する市場を通じる資金仲介）と名づけ、「将来的には産業金融モデルも存続するが、リスクを発見し、管理し、配分するためには、市場金融モデルの役割も重要になる。市場機能を中核とした複線的金融システムの再構築」が金融システムの将来像である（一ページ）、としている。

この命名に従えば、一九九〇年代末から顕著になった金融システムの諸変化・現象は、わが国金融システムが「産業金融モデル」から「市場金融モデル」へ転換しつつあることを示している、といえそうである。ただし、その程度はまだ小さい。そこで、以下では、（1）転換の兆候と思われる諸現象をピックアップし、（2）この転換の背後にあつて、それを推し進めている背景・要因を整理し、（3）さらに転換を進めるためには何が必要か、また市場金融モデルが効率よく機能するための諸条件は何か、について考えてみたい。

## 2 資源配分機能における変化

金融システムの基本的機能は、大別すれば①潜在的な貯蓄機会と投資機会を結びつけてできるだけだけ資本蓄積を促進すること（貯蓄動員機能）、②その際に、希少な貯蓄資源がリターンの高さに応じて産業・企業に配分されることによって経済全体の生産性、効率性を高めること（資源配分機能）、の二点にまとめられると思う。ところで、経済成長率の鈍化とともに、金融システムの機能の重要性は、前者よりも後者のほうに移ってきているのだが、その後者（資源配分機能）において、以下のような変化が見られる。

### （1）クレジット市場

従来、わが国金融システムにおける資源配分機能は、主として銀行の預貸業務を通じて果たされ、副次的には株式発行などのエクイティ・ファイナンスによって担われてきた。この預貸業務を中核ルートとする資金配分において、以下のような変化が見られる。

#### 〔銀行融資における資源配分機能の劣化〕

第一は、銀行融資における資源配分機能の劣化である。

櫻川〔二〇〇六年〕は、一九九〇年代を通じて日本の銀行は収益性の高い製造業への貸出（シェア）を減らし、収益性の低い不動産業への貸出（シェア）を増やしていたこと、また一九九八年～二〇〇四年には不良債権処理で不動産業・建設業向け融資残高シェアを減少させたが、製造業向け融資残高シェアも依然として低下傾向を続けていることを指摘している。さらに櫻川は、固定資本の業種間シェアの推移から、二〇〇〇年前後に不動産・建設業のシェアはピーク（二〇％弱）から〇四年には一七％弱へ低下、製造業は逆に上昇傾向に転じていること

を指摘している。すなわち、実体経済面では二〇〇〇年を境に資本の業種間配分が収益性に沿って行われるようになり、資源配分機能は改善したが、銀行貸出がそうした資本の再配分を後押ししたとはいいたい、と結論づける（同、一〇八ページ）。

#### 〔市場型間接金融の拡大〕

第二は、銀行融資の中でシンジケート・ローンが増え、また企業の資金調達手段の中で資産を裏づけとする「アセット・ファイナンス」（資産の流動化・証券化）が増えていることである。シンジケート・ローンは複数の金融機関が同一の契約書により同一条件で協調融資を行う融資形態をいう。この融資形態では主幹事銀行が債務者情報をシ団参加銀行に公開して金利等の融資条件を決定するので、リスクに見合った融資条件の定着を促す効果があること、また同一条件のため事後のローン売却が可能であることなど、通常融資と異なり、社債に類似した特徴がある。

他方、アセット・ファイナンスでは、企業が流動化（あるいは証券化）しようとする保有資産のキャッシュフローが元金の原資となるため、保有資産の移転価格はリスク・プレミアムを織り込んだ割引率で評価したキャッシュフローの現在価値によって決定される。

このように、シンジケート・ローンと流動化・証券化は、リスクとリターンに基づく資源配分機能に優れており、市場メカニズムが働きやすいファイナンスである。このため、市場型間接金融とも呼ばれる。金利等の融資条件や証券化価格の設定が、もし市場実勢より離れていれば売買の際にキャピタルロスとなって現れるため、市場機能はローン売却や証券化商品の売買が盛んであればあるほど高まることになろう。

銀行融資形態の変化（シンジケート・ローンなど）、資産の証券化ならびにそれらの流動化（ローン売却、証

券化商品の売買など)の拡大が意味するところは、信用リスクに関する情報が公開、信用リスクが不特定多数の第三者にも評価され、その結果、ファイナンスの条件に信用リスク・プレミアムが上乘せされる可能性が出てきたということである。

#### 〔信用リスクと社債スプレッド〕

第三は、信用リスクがスプレッド(利回り)格差として価格付けされるようになったことである。

横山「一九九九」は、国内公募普通社債の発行スプレッド(対国債流通利回り)を被説明変数、それらの格付けを説明変数とする回帰分析を行い、九五年ごろから格付けに応じて発行スプレッドに格差がつくようになり、九七年以降、その格差が急拡大していることを実証している。

一方、シンジケート・ローンの本格的な拡大は九九年ごろから始まるとされるが、その理由として、村山「二〇〇五」は、マイカル破綻(〇一年九月)を契機とする社債スプレッドの急拡大により社債発行が困難となり、その代替手段として拡大した、と指摘する。そうだとすると、シンジケート・ローンは二〇〇〇年前後を境に、リスク・プレミアム形成の上で社債市場と裁定関係に入ったと考えてよいであろう。

#### (2) 株式市場と資源配分

次に、銀行融資に次ぐ有力な資金調達ルートである株式市場を見よう。

株式発行による資金調達額(増資額)と配当支払い額を比較してみると、一九六五年を境にして、例外的な年を除いて増資額よりも配当支払いのほうが多くなっている。つまり株式市場も一九六五年以降、貯蓄動員機能よりも、配当<sup>(2)</sup>として投資家に還元された資金をリターン(すなわち株価)の高さに応じて産業界に再配分するとい

う資源配分機能が中心になったと考えられる。

#### 〔新興企業向け株式市場の創設〕

このように、株式市場は株価をシグナルとする資源配分機能が中心となっていたのであるが、これが新興産業向けに利用され始めたのは二〇〇〇年になってからである。

フランクリン・アレン「一九九三」は、継続的な技術進歩のある産業、未知の技術を抱える新興産業など企業経営のあり方について共通の認識が形成されにくい産業に対する資源配分は、企業経営へのチェック機会が限られている銀行融資よりも、多数の投資家が売買に参加し随時チェックすることを通じてさまざまな意見がリアルタイムで株価に集約される株式市場のほうが優れている、という。

このような新興産業に属する企業の上場では、既存産業（生産技術が既知な産業）の場合とは異なる上場基準になるのは当然である。新しい上場基準を備えたマザーズ、大証ヘラクレス（旧ナスダック・ジャパン）等の新興企業向け市場が二〇〇〇年前後に相次いで発足、店頭市場ジャスダック（その後、証券取引所に改組）も上場基準を改定し、以来、年々、多数の新興企業の上場に貢献してきた。新興産業・企業に対して、株価に基づく資源配分機能を提供する市場の創設・拡充は、二〇〇〇年以降の新しい変化の一つである。

#### 〔M & Aの拡大〕

株価にもとづく資源再配分は、新興産業・企業のみならず既存産業・企業においてもみられるようになった。M & Aの拡大がそれである。一九九九年以降、M & Aの金額が急増している。企業合併が単に量的に拡大したただけではなく、質的な変化も出ている。従来のが国産業界における企業合併は、一対一の対等合併が多く、株価に基づく企業の売買ではなかった。ところが、最近のM & Aでは株価に基づいて合併比率が決定され、資産（事

業部門、営業権等）買収では資産が生み出すキャッシュフローと資本コストに基づき資産の売却価格が決定される。また、企業破綻に際しても破綻企業（あるいは破綻企業向け債権）が入札にかけられ、高い価格を提示したスポンサーに落札、新たな経営陣の下で企業再生を図る動きも出ている。この企業再生には再生ファンドも積極的に参加している。

以上のように、経営力も含めて企業価値が市場で評価され、その価格で企業買収が行われるようになった。価格に基づいて経済的資源の各企業への再配分が行われるケースが出てきている。

### 3 リスク管理手段提供における変化

以上のような資源配分機能の提供形態における変化に関連して、資金の最終的出し手に対するリスク管理手段の提供においても次のような変化が現れている。

銀行の資産変換（本源的証券を預金という間接証券に変換）は、最終的貸し手に対するリスクを銀行自身が業種別・企業別分散等によって管理し、最終的貸し手に対してリスク回避を可能にさせるのであるから、一種の保険を提供しているともいわれる（池尾「一九八六」）。ところが、一九八〇年代後半以降、国債、株式、株価指数、金利等のデリバティブ市場が相次いで取引所に創設、さらには一九九八年以降、店頭デリバティブが解禁されて、金利、株価指数はもちろん原油等のコモディティ、クレジット・デリバティブ、はては天候、地震デリバティブも取引されるようになった。また量的にみても、家計金融資産に占める預貯金のウェイトが徐々に低下、これに代わって、株式、国債、投資信託のウェイトが高まりつつある（図1）。

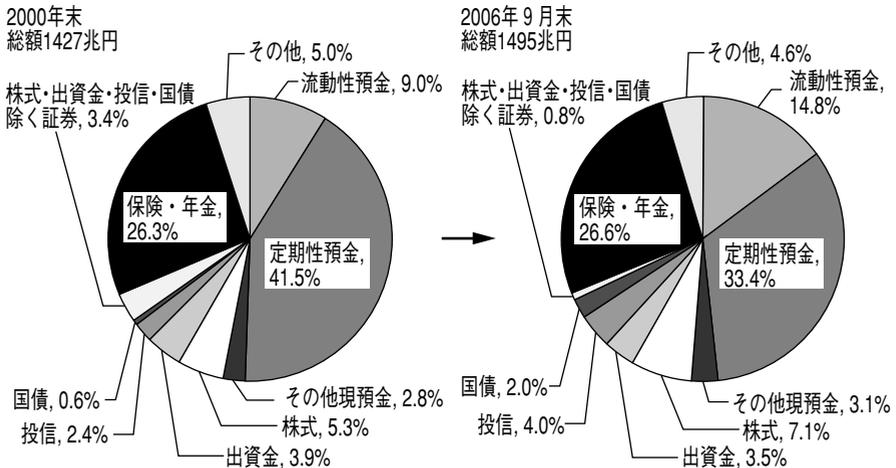
なお、この間の家計金融資産の残高純増六八兆円の内訳を見ると（表1）、株式三一兆円、投信二六兆円、保

除年金準備金二二兆円となり、流動性・定期性預金の合計額はほぼ横ばいとなっている。さらにこれを資金純増分と評価損益にわけ、資金純増額だけを見ると、保険・年金準備金三五兆円、投信二〇兆円となる。保険年金準備金の純増額の多くは変額年金と目されるが、<sup>(4)</sup>変額年金の運用対象の多くは私募投信であるので、この間の家計金融資産増加における投信の増加シェアはかなり大きいということが分かる。

投信は、現物のみならずデリバティブも利用し保険機能の付加も可能な金融商品であり、多種多様なリスク・リターン特性をもった商品組成が可能である。しかも、投信の運用パフォーマンスは「基準価格」として外部に公開され情報透明性が高いのである。

資源配分機能と保険提供機能が内部で結

図1 家計金融資産の構成 (2000年末、2006年9月末)



(出所) 日本銀行資金循環勘定より作成

表1 家計金融資産の残高増減 (2001年～2006年9月末)

(億円)

	総額	流動性預金	定期性預金	外貨預金	投資信託	株式	保険・年金準備金
残高純増減	681,873	926,428	-916,630	6,999	259,679	314,251	221,446
うち資金純増減	353,769				202,445	-62,395	347,303
うち評価損益	328,104				57,234	376,646	-125,857

(出所) 図1に同じ。評価損益は「調整勘定」より作成

合していた銀行の預貸金取引のウェイトが低下する反面、資金移転とリスク移転が切り離され現物取引と派生取引として並行的に発展していくようになっただけではなく、一旦分離された保険機能と資源配分機能を、家計のニーズに応じて再結合させて種々のリスク・リターンを家計に提供することも可能になってきている。

ただし、家計金融資産に占める預貯金の絶対的シェアはなお極めて高い。リスク管理（保険）機能提供における前記のような変化の程度は小さく、かつ緩慢である。

#### 4 ガバナンス機能における変化

一九九〇年代に入って金融システムのもつガバナンス機能にも顕著な変化が生じた。ここで、金融システムのもつガバナンス機能の定義を明確にしておこう。金融システムの持つガバナンス機能とは、融資であれ出資であれ、資金の出し手が所期のリターンを獲得できなかつた時に、資金の提供先である企業の経営に介入してリターンの回復を図る機能である。言い換えれば、金融システムの持つ基本的機能（リターンに応じた資源配分）が期待はずれに終わった時に、それを回復させる機能であるといえよう。

アメリカでは、所期のリターンが見込めないと投資家は保有株を売る（ウォールストリートルール）。その結果、株価が下落し買占めコストが低下するのでTOB（すなわち支配権の移動）が容易となる。そのこと自体が経営者に脅威となり、経営に規律を与える効果がある、といわれる。<sup>5)</sup>これに対し、「銀行優位の間接金融」時代のわが国では、株式の持ち合いによってTOBは起こりにくかつた。しかし、これに代わってメインバンクによる一種の「状態依存ガバナンス」が働いている、とされた。すなわち、平時においてはインサイダー（従業員及び従業員出身の内部経営者）がガバナンスを握るが、経営が悪化し債務不履行状態に陥ると、最大の債権者である

メインバンクがコントロール権を握って経営に介入し、破産整理または企業再生にのりだす。そのこと自体が経営者に規律を与えるといわれた（青木「一九九六」）。

しかし、一九九〇年代末以降、経営破綻企業がメインバンクの手を離れて入札制に掛けられるケースが増えてきた。すなわち、企業再生に自信のある第三者は、より高い値段をつけて債権者等から破綻企業を競り落とすというケースが出てきたのである。企業再生ファンドといわれるものがそれである。また、これと平行して、二〇〇四年ごろからわが国でも敵対的TOBが見られるようになった。すなわち、融資であれ、出資であれ、初期のリターンが得られない時には、自ら介入して得られるリターンと、市場売却によって得られるリターンと比較して、コントロール権を売買するという状況が現出しつつあるのである。コントロール権の市場化が始まりつつあるといえよう。もつとも、これもまだ規模的には小さいし、再生ファンドについても融資元であるメインバンクが出資者となって自己落札を行うケースも多いとも言われる。<sup>(6)</sup>

## 5 金融システム転換の背景

以上のように、金融システムの持つ資源配分機能およびそれと密接に関連しあっているリスク管理機能やガバナンス機能の提供形態において顕著な変化が認められる。もつとも、いずれの変化も規模的にはまだ小さい。次に、これらの変化をもたらしている要因・背景について検討してみよう。

第一に、産業金融モデルが行き詰ったことが挙げられる。その最大の要因は、①メインバンク慣行の放棄と、②株価の修正である。すなわち、株式持合いの中核となり、メインバンクとして救済融資やデフォルト社債を買い取り、他行融資の肩代わりなど主取引先企業のリスクを囲い込んできた銀行が、経営危機に直面して、取引先

企業のリスクを市場へ吐き出さざるを得なくなったこと、これが最大の要因である。これに加え、証券市場のグローバル化ならびにそれとともに進められてきた市場の多様化等の制度改革を通じて情報効率性を高めた株式市場が九〇年代を通じて株価下落の形で株価形成を正常化させたことが副次的な要因として挙げられる。

#### 〔銀行危機とメインバンク慣行の放棄〕

一九九七年～九八年の銀行危機に直面する以前、銀行はメイン先企業の経営悪化に対しては救済融資で支え、破綻に陥った場合にはデフォルト社債を額面で一括買取り、他行融資の肩代わりを行ってきた。こうしたデフォルト社債の買取、他行融資の肩代わりの結果、これまではデフォルト社債やローンが市場に出回るはずがなかったのである。さらにまた、破綻企業の再生あるいは企業整理はメインバンク主導によって行われるのであって、スポンサー決定が市場入札に掛けられることも無かった。

ところが、不良債権の累積や株価下落による銀行の財務体力低下さらには銀行自身の経営破綻（長銀、日債銀など）に直面して、前記のような慣行を続けられなくなったのだと考えられる。松尾「一九九九」によれば、受託会社の設置された国内社債でデフォルト社債が買取り処理されなかった事例は、一九九三年破綻の村本建設（私募債）が最初とされ、九七年には京樽（私募債）、ヤオハン（公募債）と続く。またローン売却は一九九七年～九八年に飛躍的に高まり九八年三ヶ月にピーク（市場全体で一二兆円の売却）に達したとされる。<sup>(7)</sup> また証券化・流動化のネックとなっていた指名債権譲渡にかかる債務者通知等の事務簡略化のための法的手当て（SPC法など）は、九五年の住専七社の破綻に際しての膨大な事務処理が契機となった。住専処理機構が住専の保有する住宅ローンの譲受に際して約二〇万通もの譲受通知（内容証明）発送を行わなければならなかったからである。そして住専破綻とその破綻処理は、住専の母体行である大手銀行が、メインバンクとしての救済責任を果たしえ

なかったからである、とされる。

この結果、デフォルト社債やローンさらには破綻企業までもが市場に出回り、社債やローンのもつ信用リスクが投資家によって意識され、破綻企業ともどもプライシングされるようになったのである。

#### 〔株価水準の正常化〕

これに加え、株価の下落とその正常化が加わる。株式投資収益率をファンダメンタル・リターンと評価リターンに分解すると、一九八九年までのわが国株式市場における右肩上がりの株価上昇はファンダメンタル・リターンによるというよりは評価リターンによる部分が大きい(表2)。

もし株式市場の情報効率が高まれば、評価リターンはいずれ消失して、株式リターンはファンダメンタル・リターンによって構成されるはずである。事実、この水準訂正が九〇年から二〇〇三年まで続き、以降、ようやく株価水準は正常化した。七〇年から約二〇年間継続的にP E Rが上昇し続けたこと、逆に九〇年以

表2 株式市場のリターン分解

(%)

[アメリカ]					
期 間	配当利回り	利益成長率	ファンダメンタル・リターン	評価リターン	実現総リターン
1927~1936	5.1	-1.9	3.2	4.5	7.8
1937~1939	4.5	-5.7	-1.2	0.4	-0.1
1940~1949	5.0	9.9	14.9	-6.3	9.2
1950~1959	6.8	3.9	10.7	9.4	19.4
1960~1969	3.1	5.5	8.6	-1.0	7.8
1970~1979	3.4	9.9	13.3	-7.6	5.9
1980~1989	5.2	4.4	9.6	7.8	17.9
1990~1997	3.1	7.3	10.4	5.7	16.6
平 均	4.5	4.2	8.7	1.6	10.5
[日本]					
1971~1979	4.6	0.4	5.0	12.0	16.3
1980~1989	1.8	5.3	7.1	11.0	21.6
1990~1999	0.5	-3.0	-2.5	-	-4.2
平 均	2.3	-2.9	-0.6	11.5	11.2

(出所) 高橋文郎 [2004]

(注) ファンダメンタル・リターン=配当利回り+利益成長率。評価リターン=PERの変化率。株式リターンは(配当利回り+値上がり益)であるが、値上がり益はほぼ(利益成長率+PERの変化率)に等しいため、(配当利回り+利益成長率)+(PERの変化率)に分解できる。

降PERが下落し二〇〇三年によく欧米水準と同様の二〇倍前後に落ち着いた理由は何だろうか？

おそらくその理由は、八〇年代後半までわが国株式市場が現物市場のみから成り立っていたが、株価指数先物・オプションなどの裁定可能な代替市場が創設されたことで、「情報効率性」が高まったからだ、と筆者は考える。すなわち現物市場だけの時代には、官民一体となった株価の底上げと株価維持が可能であり、法人間の持ち合いを通じて株価を継続的に吊り上げ、維持できたのであろう。ところが、デリバティブ市場の創設でそれが不可能になった、と考えられる。

ともあれ、株価が下落したことで、法人持株に多額の評価損が発生したこと、時価会計の導入で評価損が会計上の利益に反映されるようになったことは、法人間の株式持合を解消の方向に向かわせることになった。とりわけ、株価下落は株式持合いの中核であった銀行の財務体力をさらに一層弱め、銀行危機が発生した九八年を境に急速に銀行は保有株の圧縮を図っていった。<sup>(8)</sup>

以上の結果、浮動株比率は上昇し、わが国にもTOBが成立する条件が整うこととなったのである。同時にこのことは、企業経営者に「資本コスト」を意識させ、「選択と集中」のスローガンの下、産業再編成を進行させることとなった。九〇年代末から、銀行・証券界の統合、鉄鋼、非鉄金属、半導体産業等、広範囲な産業再編が起こり、これを反映してM&A件数・金額は急増することとなった。

## 6 市場金融モデル定着への条件

このように銀行危機と株価下落は、従来の産業金融モデルの行き詰まりをもたらし、市場金融モデルの萌芽を生んだのだが、それがさらに前進し、市場金融モデルが定着するかどうか、はまだ確定していない。そこで最後

に、市場金融モデルが定着する条件を理論的に整理することで本稿を終えることにしよう。

まず、これらの変化をもたらした最大の要因が銀行危機と株価の修正にあったとすれば、それが一段落したときに、産業金融モデルに逆行するとまでも言えないにせよ、市場金融モデルへの進展が頓挫する可能性はありうる。実際、銀行危機が去りメガバンクが財務体力を取り戻した二〇〇五年以降、ローン売却は急減に向かつてい<sup>9)</sup>る。マーケットにローンが出てこなければ、プライシングは出来ないし、またプライシングを行っても信頼性にかける。また社債スプレッドは裁定関係にあるクレジット・デリバティブのスプレッドと比較して低い水準にあるとの実証分析がある（内山・濱田「二〇〇六」、ポーン他「二〇〇六」）が、それは、競合関係にある銀行融資が融資先を巡って過当競争を繰り返し金利を低くしすぎるからであろう。また、敵対的TOBが現れ始めた二〇〇五年以降、鉄鋼業を中心に防衛策の一環として株式持ち合いが復活し始めている（もつともデリバティブ市場の大きさや、外人の持株比率・売買比率の大きさから見て、株価は株式持ち合いの復活によって底上げされることはないであろう）。

したがって、銀行行動のあり方がこの問題の帰趨をおおきく左右すると思われる。過去にさかのぼって日本の銀行行動を検討しなおし、九〇年代を境にして銀行行動の何が変わって何が変わらなかったのか、その背景要因は何か、といった点について検討する必要があるが、それは別の機会に検討したい。<sup>10)</sup>

最後に、市場金融モデルが十分に機能する条件を理論的に整理してみよう。

それは、以下のようなになる。すなわち、①情報収集能力と正確な解析能力のある投資家（機関投資家）が投資対象である企業を適切に取捨・選別してリスク調整後リターン<sup>11)</sup>の最も高い企業へ資金を配分できていること（効率的な資産選択ができていないこと）、②リターンの計算基礎となる価格、たとえば融資金利、株価、企業価値

がキャッシュフロー稼得能力、信用リスク、企業の経営力などに関する情報を正確に織り込んでいること（情報効率性が高いこと）、③融資金利や株価を資金提供者からのシグナルと受け止め「資本コスト」を基準とする財務政策（投資・資本・配当政策）を遂行する企業行動を経営者が取っていること、④もし経営者がそうした企業行動をとっていない場合には、それを是正させる規律が働いていること（コーポレート・ガバナンス）、の四点である。<sup>11)</sup>

第一に、金融システムの基本的機能である「資源配分」機能を司るのは、いまや銀行ではなく「機関投資家」である。そうだとすると、機関投資家が前記の方向に沿って資産選択を行い、期待はずれの企業にはガバナンスを行使して是正を促さなくてはならない。投資信託の場合には、結果が「基準価格」として現れ、比較的問題が少ないが、年金基金の場合には、機関投資家自体の受託者責任とその履行の担保が必要である。これは「機関投資家のガバナンス」として検討されている問題である。

第二に、情報効率性を向上させるためには、企業サイドでは情報開示の徹底と会計監査の適正さが必要である。それと同時に、投資家サイドでは企業情報を株価に適切に反映させるためアナリスト等の情報生産機能も適切に働く必要がある。前者については、度重なる粉飾事件が重なり、会計情報の適正さを担保するため「内部統制」が導入されるようになった（わが国では二〇〇八年度予定）。他方、後者については、情報生産コスト（アナリストの報酬）をどのように支弁するか、についての議論が起こっている。アナリストの報酬が投資銀行部門によって賄われてきたことが、アナリストの調査レポートにバイアスをもたらす（証券会社における利益相反）という問題を明るみにさせたからである。そしてマーケット・マイクロストラクチャーの側面からは、流動性が高く、情報効率性に優れて、決済リスクの低い証券取引システムをどのように構築するか、という問題が提起され

ている。

第三は、企業経営者に対するコーポレート・ガバナンスであり、買収防衛策のあり方をめぐる問題である。敵対的TOBが経営者に対する市場規律をもたらすということ、敵対的TOBが実行されて企業経営が効率的になるということは別の問題である。後者についてはトランスファ理論、すなわちTOBの実行者には利益をもたらずが、その源泉の一部はステークホルダー（従業員など）との暗黙の契約破棄により彼らの利益を掠め取っているに過ぎず、企業経営の効率化の結果ではない、という仮説がある（Shleifer, A., Summers, L., [一九八八]）。この仮説が正しければ、TOB防衛策には根拠があることになる。事実、アメリカでは一九八〇年代後半、州会社法改正によりポイズンピルと呼ばれるTOB防衛策が導入されるようになっていく。しかし、わが国は株式持合いによって市場規律を遮断してきた歴史がある。市場規律を減じることなくTOB防衛策のあり方を探らなければならぬし、ガバナンス機能を補強する上で機関投資家のアクティビズムのあり方も議論されなければならないであろう。

#### 注

(1) 過剰流動性期の一九七二年、第一次石油ショック後の七五年、第二次石油ショック後の八一年、バブル期の八七年、九〇年、銀行に公的資金が注入された九九年は増資額が配当支払い額を上回っている。

(2) 配当のみならず自社株買いによる投資家への資金還元も考慮しなければならないが、自社株買いが漸次的に解禁されたのは九〇年代に入ってからのことである（九四年、消却目的の解禁、九七年オプシオン付与目的の解禁、二〇〇一年金庫株目的の解禁、「自社株買いの全面解禁」）。

- (3) 山一證券（「一九七七」、二五九ページ）によると、昭和二四年度～五一年度の二八年間、東証上場会社が関係する合併件数は六六九件であった。このうち対等合併は三八三件（五七・二％）、対等合併でないもの一四九件（二一・三％）、合併会社が被合併会社の全株式を持っていたため資本増加が無い等が二七七件（二〇・五％）となっている。
- (4) 残高純増のうち年金準備金四五兆円、保険準備金はマイナス一一兆円である。また評価損益の全額が年金準備金から構成されている。ここから判断して、この間に増えたのは個人年金しかも評価損益の発生する変額年金と考えて間違いないと思われる。
- (5) もっとも、一九八〇年代後半以降、州会社法の改正によつて安易なTOBが見られなくなったこと（森田「二〇〇一」）や機関投資家の持ち株が大きくなり簡単に売れなくなったことから、最近では機関投資家が議決権行使によつてガバナンスを行使するようになった（機関投資家のアクティビズム）とされる。
- (6) 松尾「二〇〇五」を参照。
- (7) 『日経公社債情報』二〇〇二年一月二八日。なお、この時のローン売却は「証券化」の手法が多用されたといわれる。
- (8) 都長銀・地銀の保有株（金額ベース）は平成二年度（一九九〇年度）一五・七％から一〇年度（一九九八年度）には一三・七％へ二・〇％の低下に留まっていたが、以降、急減、平成一七年度（二〇〇五年度）には四・七％にまで低下する（『平成一七年度株式分布状況調査』）
- (9) 「日本銀行貸出債権市場取引動向」によれば、ローン売却実績（不良債権、正常債権とも）は、一〇兆八千億円（〇三年度）、七兆五千億円（〇四年度）、五兆八千億円（〇五年度）、一兆四千億円（〇六年度上半期）となっている。
- (10) 池尾「二〇〇六」は、日本の過去の人為的低金利政策を「金融抑制」政策（ヘルマン他「一九九七」）と規定付け、レントを約束された銀行が、それを刈り取るために貯蓄吸収のための店舗設置などネットワーク形成に努力を傾ける一

方、しかしヘルマンたちの主張するようにフランチャイズバリュー（レントの将来収入の現在割引価値）を守るためにブルーデンスな行動を取らず、「開発主義」的暴走に走った、と指摘する。その理由として、サンクコストの存在をあげている。

- (11) 川合一郎「一九七八」は、金融資産の累積によって証券市場論の内容が変化していると指摘し、七〇年代に入ると、応用経済学としての証券市場論は、①トービンの（資産選択論）、②モジリアーニとミラーの規範的財務論（MM理論）、③ロバーツやオズボーンの「効率的市場仮説」、④シャープの株価形成理論「CAPM」の四つから構成されるようになったという。これらは、ここで取り上げている市場金融モデルが機能するための理論的支柱でもある。

#### 参考文献

(邦文)

- ・青木昌彦「状態依存的ガバナンス」（青木昌彦・奥野正寛編著『経済システムの比較経済分析』東京大学出版会、八章、一九九六年）
- ・アレクソン、F.、「株式市場と資源配分」（財務省財務総合政策研究所『フィンランシャル・レビュー』二八号、一九九三年六月）
- ・池尾和人「金融制度のミクロ分析」（貝塚啓明・小野英祐『日本の金融システム』東大出版会、一九八六年、一章）
- ・同右『開発主義の暴走と保身—金融システムと平成経済』N T T出版、二〇〇六年。
- ・植木修康「流通市場における社債スプレッドについて」日本銀行金融市場局『ワーキングペーパー』、一九九九年六月。
- ・内山朋規・濱田将光「C D S スプレッドと社債スプレッドと株価の実証的研究」、『証券アナリストジャーナル』四四巻三号、二〇〇六年三月。

- ・貝塚啓明「金融システムの国際比較」(貝塚啓明・小野英祐『日本の金融システム』東大出版会、一九八六年、五章)
- ・川合一郎「新しい証券市場論」(川合一郎著作集四卷『戦後経済と証券市場』有斐閣、一九八一年に所収、初出一九七八年)
- ・同右「昭和四〇年以降のわが国証券市場の構造変化」(川合一郎著作集四卷『戦後経済と証券市場』有斐閣、一九八一年に所収、初出一九七九年)
- ・櫻山昌哉「金融の市場化と新たな資金循環」(池尾和人編『市場型間接金融の経済分析』日本評論社、二〇〇六年五月、四章)。
- ・ヘルマン、T、マードック、K、ステイグリッツ、J「金融抑制」(青木昌彦他編『東アジアの経済発展と政府の役割』日本経済新聞社、一九九七年一月、六章)
- ・ボーン、J、アロラ、N、「社債とCDSに関する国際比較」『証券アナリストジャーナル』四四卷三号、二〇〇六年三月。
- ・Bodie, Z. & Merton R. C., Finance, Prentice-Hall, 1998. (大前恵一郎訳『現代ファイナンス論―意思決定のための理論と実践』ピアソン・エディケーション社、一九九九年)
- ・松尾順介「日本の社債市場」東洋経済新報社、一九九九年。
- ・同右「企業再生における『入り口』と『出口』の多様性」『証券アナリストジャーナル』四三卷四号、二〇〇五年四月。
- ・村山昌博「なぜ今、シンジケートローンそしてローンセカンダリー市場なのか」『証券アナリストジャーナル』四三卷三号、二〇〇五年三月。
- ・森田 章『会社法の規制緩和とコーポレート・ガバナンス』中央経済社、二〇〇〇年。
- ・山一証券『わが国企業の資金調達』商事法務研究会、一九七七年。
- ・横山史生「国内普通社債の発行利回りスプレッドの形成について」『証券経済学会年報』三四号、一九九九年。

・ 蟬山昌一「市場型間接金融序論」『フィナンシャル・レビュー』五六号、二〇〇一年三月。

・ 同右編『金融システムと行政の将来ビジョン』財経詳報社、二〇〇二年。

・ 渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『財界観測』五七卷二号、一九九二年二月。

(英文)

・ Tobin, J., "On the Efficiency of the Financial System", *Lloyds Bank Review*, July, 1984.

・ Shleifer, A. and Summers L., "Breach of Trust in Hostile Takeover" in Auerbach, ed., *Corporate Takeover: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, 1988.

(にかみ きよし・客員研究員)