

経済の成熟と金融・証券市場の変容

熊野剛雄

要 旨

日本の証券市場の現在の特徴は第1に株式流通市場の極端な不振であり、第2にライブドア事件に象徴されるように改正され、自由化あるいは緩和された規制を悪用 (abuse) する事例が発生していることであり、第3にはファンドによる株式買占めや経営権の要求などが頻発していることである。

こうした事態の根底には従来の証券市場を必要とし、発展させて来た基礎的条件が変化していることがある。19世紀末に証券市場を確立させる基本的動因となった重化学工業は20世紀、21世紀においては最早中核的産業ではない。したがって成熟した経済を持つ先進国においては長期資金需要は衰え、とりわけ製造業の資金需要は著るしく停滞している。

しかし一方では貨幣的資産の集積は著るしく巨大化し、さらに激しい銀行集中によってメガバンクが誕生した。巨人化した銀行は巨大な信用創造能力を持つが、これに対応する借入需要は乏しい。このような資金需要の衰退と資金供給能力の巨大化という矛盾が金融投機となっている。とりわけアメリカは経済のサービス化、金融化が著るしく、わが国においてもアメリカ型経済を日本経済の範とすべきだとの論が有力であるが、通貨の基本的条件の異なる日本ではアメリカ型の金融優位、消費先行型の経済は成立し得ない。又新産業を証券市場に迎え入れるに当っては、投資家保護を最優先し、参入に慎重であるべきである。

目 次

- | | |
|-----------------------|--------------------|
| I. 問題の所在 | 2. 生産拠点の海外移転 |
| 1. 株式流通市場の不振 | III. 金融の変質 |
| 2. 不祥事とファンド、その背後にあるもの | 1. 資金需要の停滞 |
| II. 金融の基盤としての産業の変化 | 2. 資金供給力の巨大化とそのはけ口 |
| 1. 産業構造の変化 | 3. 新産業をいかに受け入れるか |

I. 問題の所在

わが国の証券市場は1990年代以降、言いかえればバブル破裂後、その処理と市場諸制度の改訂を通じて大きく変化した。その第1は株式流通市場の不振あるいは極端な無力化であり、第2はライブドア事件に象徴される様に、新興市場が開設され、そこに設立後日の浅い企業が参入して、規制の緩和された市場諸制度を悪用(abuse)して不祥事を頻発させたことであり、第3は村上ファンドやスティール・パートナーズなどのファンドが大きなシェアに達する株式を買集め、「株主の権利」の名の下に経営権の乗取りを始めさまざまな要求を企業経営者に突きつけ、経営権とその防衛をめぐる様々の問題を生起させていることである。

これ等の諸現象があらわれた原因として一般に行われている議論の主なもの、例えば日本経済の成長が終って最早魅力を失い、外国資本をひきつける力を失ったためであるとか、あるいは行き詰まりを打開するためには尚一層の改革が必要であるが、改革の実行が阻害され、不十分なものに終わっているためであるとか、企業金融・証券市場をめぐる不祥事が頻発しているのは改革によって規制が大幅に緩和され、企業や市場のプレイヤーに十分な自由が許されたのに、それに伴うべき監督・取締りの体制が整備されず、不正の横行を許すことになっているためであるというようなものである。

筆者はこれらの議論とは見解をやや異にする。証券市場の不振については問題は外国資本を吸引するか否かにあるのではなく、わが国には十分過ぎるほどの金融資産の集積があるものであって、それを証券市場に誘引する構造を欠い

たままになっているのが原因と考える。その他最近の諸事象の根底には産業構造の変化があって、一方には資金需要の極端な不振があり、他方には行き場を失った巨大な金融資産と信用創造能力があって、その矛盾が諸種の問題をひき起しているのではないかと考える。産業発展の停滞と資金需要の不振は必ずしも証券市場の不振につながらない。十分な金融資産の集積が存在する場合には、それは株式市場の活況、株価の高騰の原因ともなり得ることは、すでに過去「不景気の株高」現象としてわれわれが度々経験した所である。いわんや現在日本の企業業績は決して不振ではなく、配当利回りは超低金利下であって十分過ぎる程高いのである。

経済発展の停滞、産業構造の変化は経済のサービス化をもたらす。それはある意味では自然の成り行きであり、別にアメリカの現状を範として追う性質のものではないというのが筆者の見解である。それ所か、生産を伴わない所得と消費の増加は一定の点を越せば必ず貿易収支の逆調をもたらす。その点を考えれば産業素原材料のすべてを輸入に依存し、しかも円が対外支払手段とならない日本では絶対に避けなければならないコースでさえある。

1. 株式流通市場の不振

第1にあげた株式流通市場の不振という問題の根底には、流通市場における需給の基礎的条件としての、第2次大戦後形成された、持合いを中心とした株式保有構造が破壊されたことがある。持合いを核とした株式の法人保有は70%以上に上り、日本の発行済株式の大部分をロック・インされたものにし、浮動株の品がすれ状況を作り出した。この構造はバブル破壊後、銀行と企業の再建過程で破壊された。投資部門別

株式保有比率において金融機関は各業態を併せれば31.6%¹⁾で今日でも最大のシェアを持っているが、都銀や信託などと細かく業態区分すれば外国人が26.7%で、2位の事業法人等を引離して断然の1位である。

株式保有構造は発行市場における新規発行と、流通市場における証券業者の営業活動の結果であると共に、流通市場の性格を規定する要因でもある。市場に発注される注文の量は如何なる部門がどの位のシェアを保有しているかと、その保有の動機ないし性格に規定される所が大きいと考えられる。レーガン政権以降一段とその激しさを増したアメリカの市場開放要求、規制緩和要求は日本の証券市場では外国証券業者と外国投資家の活動の空前の活発化とシェアの大幅な拡大として結実したのであるが、それと同時に見落としてならないのは、日本の証券会社の営業活動の極端な不活発化である。現在株式流通市場における売買シェアは大体において外国投資家が6割を超え、日本の投資家が4割とされているが、この比率は上にのべた外国人の持株比率を上昇させる要因であると共に、次にのべる日本人持株比率を低下させる要因によってもたらされたと考えられることができる。その要因とは何であろうか。

バブルまでのわが国株式流通市場における証券会社の営業の性格は、法人所有に極端に偏倚した保有構造による浮動株の恒常的品がすれ状態という基礎的条件の上に立って野村証券を中心とした大証券会社が、強力な顧客の掌握と購入銘柄の推奨によって、ほとんど思うがままに市場における売買を牽引するといったものであった。そして日本中の投資家と中堅・中小の証券会社はこうして形成される市場に追随していたと判断して大過ないと思われる。しかしこ

うした株式流通市場構造も破壊された。以下にのべるように、筆者の見解によれば、銀行を中心とする、いわゆる間接金融機構は事態認識の甘さから大きな摩擦とトラブルを伴ったにもかかわらず、巨額の国費を投入しつつ極めて慎重かつ手厚く再生されたのであるが、これに対して株式流通市場に対しては厳しい批判が行われたのみで、税制上の優遇措置のほかは見るべき助成策はなかったと思われる。証券市場における改革は取引所の売買のシステム化、コンピュータ化、指数取引などのデリバティブ市場や、REIT市場の開設、マザーズその他の新興諸市場の開設等があげられるが、市場を担当する証券会社は参入規制の大幅な緩和によって銀行の参入、外国業者の進出によって激しい競争圧力にさらされた。

そもそもバブルとその破壊という、日本の近代経済史上最大の汚点に対して最も責を負うべきものは、経済発展の成熟に伴う企業資金需要の低下＝銀行の貸出難を、無謀な不動産担保信用創造によって打開しようとした銀行と、それを可能にした日銀のルーズな準備供給である。所が無謀な不動産ローンによる地価の大暴騰とその結果としての当然の大暴落は、1980年代後半の銀行の貸出増加額の主要部分を回収不可能とした。そしてその当然の帰結はほとんどすべての銀行の債務超過という事実であったが、1990年代半ばに至って銀行と監督当局が漸く事態の深刻さに気付いた時は²⁾、すでに抜きさしならぬ状況に至っており、結局事態を隠ぺいすること、動揺を防ぐためにペイオフを凍結すること、公的資金を注入しつつ極端な破綻状況の金融機関から漸次処理するという方法を取らざるを得なかった³⁾。

バブルの形成、破裂＝事実上の日本経済史上

最大の金融恐慌は比類の無い不祥事であるが、金融機構が日本経済にとって最も重要なインフラであるが故に、はれ物に触るように慎重に処理され、多額の公的資金が注入された。外国資本の侵入も、高度成長終了後は日本経済にとっていわば「用済み」の機関であった長信銀2行と第2地銀の東京相和銀行程度に止まり、わが国の金融機構の中心部は防衛され、3大メガバンク形成という大集中をとげた。

これに対して証券市場機構においては様相は全く異なる。バブルが不動産市場より1年早く1990年に破裂した株式市場では株価下落に伴う問題が早くから発生した。1991年6月19日日興・山一両証券が警察の捜索を受けたのを皮切りに野村・大和を含めた4大証券は「不祥事」をひき起したとして司法・行政当局による捜査を受け、社会的に徹底的に指弾された。不祥事とは大口顧客、とりわけ暴力団に対する値下り損失の補てんである。同年7月9日付日経紙によれば4大証券の損失補てん額は1,200億円を超すとされている。しかしこの金額は、恐らく120-130兆円に上ったと推計される銀行の回収不能貸は額の内かなりのものが暴力団絡みであり、債権回収作業にあたっても多くケースで暴力団が絡んだのに比べると、桁外れに小さかったのである。

しかしながらこの事件を契機に大証券の経営者の交代を余儀なくされただけでなく、第2次大戦後形成された大証券体制の基軸機構とも言える営業体制も、不祥事をひき起すに至った根底にあるものとして批判され、放棄されることとなった。この結果2002年以降景気が回復過程に入っても、当時すでに1,300兆円と推計された巨額の個人金融資産は、超々低金利という極めて株式投資にとって有利な条件下にもかかわ

らず、国内株式市場に誘導されることはなく、株式市況の回復は甚だ迫力を欠いたものとなった⁴⁾。わずかにデイトレーダーと称される一部の個人投機家が、マザーズ等の新興市場の未成熟企業銘柄を中心に一時期活発に投機的売買を行ったのみである。

株式投資は投資家自身の判断によって行うべきであるという考え方は形式的には正しい。しかしそれは投資家が景気変動の局面判断に通じており、各企業の営業内容と最近の業績を熟知しているという前提条件が満たされなければ成立しない。十分な広報活動、潜在的かつ情報を得ていない投資家に対する積極的なIR活動、広報活動なしに放置された一般国民は、何を、何時買ってよいか分らないまま、他の投資物件に誘引されたのである。その結果、先に言及した株式保有分布状況に見られる通り、売買シェアにおいても外国人投資家が国内投資家を上回るという状況が形成され、継続している。株式市場の主導権は外国投資家と外国証券業者が握ったのである。

そして最高益の記録を決算期毎に更新している日本の企業経営者は、何故自社の株価が上昇しないのかを奇異に感じ、大きな不満を抱いている。日本の株式会社金融は株式市場による資金調達に関してすでにマイナスであるが、株式市場そのものが企業経営者を遠ざけていると言ってよいであろう。日本の企業の株価は日本の企業業績したがって日本経済に反応して動くのではなくNYSEの株価、アメリカ経済に反応して動いていると言わざるを得ない。この状況は2007年から徐々に顕在化し、2008年に爆発的な広がりを見せたサブプライム・ローン問題に伴う株価の暴落において一層著しいものとなった。ジャーナリズムは日本の改革が遅れる

と共にそれによって回復がおくれ、投資家が日本経済と日本の株式に魅力を失って日本の株式市場から離散していることの表われであると主張したのであるが、筆者は日本の株価がアメリカの政治・経済とアメリカの株価に反応するような市場構造に変わったからではないかと考える。日本の投資家が日本の株式を推奨され、セールスされない内にアメリカと欧州の機関投資家は持株比率においてトップシェアを築くだけの日本株を買入れ、しかもその売買手法上バスケット売買、プログラム売買等と短時間のうちに自動的に大量の売買を繰返すことが多いこともあって、市場売買率では約60%という大きなシェアを占めている。こうした状態ではいわゆる相場の主導権は外国機関投資家が握っているといつてよいであろう。とすれば外国投資家が日本株について強気の予想を持って買い増すか否か、他の市場の市況判断の如何によって資金を日本市場に投入するか他市場に移すかによって日本の株式市況はどのようにも動くことになる。しかも日本の機関投資家のファンドマネージャーは少くとも現状では指数の動きに追随する以上にはほとんど積極的に売買することを避ける傾向が強いと伝えられている。またバブルまでと異なり、証券会社の営業は法令の改正もあって極端なまでに推奨活動が手控えられていて、80年代までのように日本の証券会社が積極的に買進むという動きはほとんど現在の市場では見られないようである。

このような状態であれば日本の株式市場は日本の企業の業績を基礎として、日本の証券関係者と投資家の市況判断によって動く市場—それが当然なのであるが—ではなく、外国の証券業者と投資家にとっての限界市場に過ぎないものに墮したと判断せざるを得ない。

しかしながら、このような株式保有と流通市場の状況は必ずしも固定的なものではなく、日本経済の基底に根ざしたものではないと思われる。外国機関投資家、ファンドによる株式保有は必ずしも長期保有を目的としたものではない。企業の生産と流通に深くかかわるといことは意図せず、経営にかかわるといっても配当金、資産の処分等に関する要求を主としており、株価が十分上昇すれば即座に株式を売却しようとするものである。言いかえれば現在のファンドの投資動向は多分に買収フェンド的であり、経営権を掌握しても株価が上昇すればすぐに売却するのを当初から予定している。また現在の欧米先進国、とりわけアメリカ経済は後のようになるように、経済の重心を生産と流通から外し、雇用・所得・企業収益・税金など広範にわたって重心を金融に移動させている。したがってアメリカは日本経済にかかわるときも金融的にかかわり、長期にかかわるよりも短期にかかわることを選好しているように思われる。資本のグローバルな移動の自由と、共通の会計原則による遠方からの監視の確保が最優先される。資源の確保の為に長期固定的な投資を行うのを例外として、資本を長期に固定することは好まない。アメリカ資本が激しい国際競争場裡に於て意図する所は金融的覇権であって産業的覇権ではないと思われる。したがって日本の証券市場の現状もまた、必ずしも長期固定的なものとも思われぬ。今後の事態の変化、政府の政策の変更の如何によっては、外国人株主のシェアが大きく後退し、日本国内の株式投資の活発化、証券会社の営業活動の積極化によって、日本の投資家と証券会社が再び主導権を握るようになる可能性は残されているように思われる⁵⁾。

2. 不祥事とファンド、その背後にあるもの

これに対してさきにあげた第2、第3の問題は日本経済、さらに世界経済の現段階の基本的性格にかかわる問題であり、より基本的な問題ではないかと思われる。第2の問題、いわゆるライブドア事件や村上ファンド事件などの「不祥事」については、上村達男教授は「アメリカの場合、最大限の自由を経済活動に認める一方で、最大限の規律を求めるというアプローチがとられている」とし、規律を欠いた日本の自由化、規制緩和、会社法大改正を「ブレーキの無い自動車に例えて「規律のない自由はブレーキの弱い自動車ですから、それならないほうがよいのです。」と指摘している。また、アメリカ型の自由な経済活動、自由な資本市場を求めるとすれば、アメリカ型の厳しい規律を導入する必要があります⁶⁾。」とし、規律の確保が担保されないまま自由化し、規制を緩和した現在の法制を厳しく批判している。とりわけ見逃さないのは「不正を摘発できない体制のままに自由が享受されているのですから、外国系の金融機関や投資ファンドの中には、アメリカではできないことを日本では大手を振ってやれる⁷⁾」ことである。この日本のルーズな体制を最も享受しているのはアメリカの業者とファンドであろうが、それを真似た小型版がライブドア事件や村上ファンド事件であるということなのであろう。

筆者は上村教授の指摘に賛成である。しかし、アメリカで嚴重な監視によってアビュースを阻止されつつ盛大に行われている金融取引、資本取引が、最も進歩した、最もすぐれた、他国の金融システムと資本市場にとって範とすべ

き、賞揚されるべきものであるのかどうか、一国の経済における、生産と消費という基本的活動にとって効率的な、有益なものであるのかどうかは甚だ疑問である。それは現在のアメリカ経済、さらにはその他の先進国経済すべてにとって、決して表面的、一時的な現象ではなく、先進国経済の発展の現段階の特質を表現するものであることは確かであるが、筆者は積極的な評価を与えることは出来ない。それはどの国の経済も必ずそうなる筈だという、必然性をあらわすものでもなく、他の国が追随すべき範であるとも考えられない。

何故ならばそれはアメリカを始めとする先進国経済の、進歩をあらわすというよりもむしろ病理をあらわすものではないかと思われるからである。さらに重要なこととして、アメリカ経済が今日まで辿って来た発展径路、すなわち経済の金融化以外に、各国経済にとっての選択枝がないことは決して言えないと筆者には思われる。このように考えると、問題は上村教授が指摘されるように監視を嚴重にし、不正を見逃さない体制を作ればよいのではなく、果してアメリカ経済が謳歌し、他国も追随すべきだとしている「自由」がよいのかどうか、アメリカ経済の「自由」は誰にとっての、どのような「自由」であるのか、現代アメリカ経済の「自由」さはどういった経緯を経てようになって来たのかを、まず慎重に検討することが必要なのではないかということになる。

また2007年末に発表された金融庁の「金融・資本市場の競争力強化プラン」は、自由と規律に関する一定の反省に立っているという点で、多少の積極的意義が認められるものであるが、基本的にはアメリカの金融・資本市場の現状を是認し、競争力強化の名の下に日本の金融と市

場をアメリカ型のものに改変することを目標としているように思われる。それは要するに各種市場の多様化、総合化によってグローバルに運動するマネーにより一層広い活動の場を与えようというものであり、また各種金融機関の業務分離の撤廃を目指すものである。そこで金融機関としてあげられているのは銀行、証券、保険の3者であるが、この3者の中でその持っている機能の拡がり、潜在的なパワー、現実を持っている営業のネットワークから見て圧倒的な力を持つのは銀行である。したがって金融庁の競争力強化プランに言う「業務隔壁の緩和」は現実には銀行の証券業務、保険業務への更なる進出、業務の総合化ということになる。証券・保険が銀行にもなるには巨額の投資とかなりの年月を必要とし、リスクも大きい。銀行が証券・保険を兼営するのははるかに簡単だからである。

しかしここに重大な陥穽がひそんでいる。銀行が証券業務を兼営するのは確かに簡単であるが、リスクが小さいとは言えないからである。証券の本質は財産権に譲渡性を与えることであるが、財産権にリスクを伴っているときはリスクを転嫁するのもまた証券の本質である。この際注意すべきはリスクは転嫁され得ても消滅するのではなく、証券に付随して移転することである。ハイリターンを求めてハイリスクテイクを敢てしたのがサブプライム問題である。証券を保有し、あるいは保証債務を引受ければリスクを負っていることになるにもかかわらず、それは屢々閑却され、さらに忘却される。1980年代のわが国の不動産ローン、今次サブプライム問題におけるアメリカの不動産ローンの如く、債務の弁済可能性が資産の価格上昇に依存する場合はリスクテイクの判断に勝手な裁量が大幅

に入り込み易く、リスクの予測を困難とする。不動産価格（資産価格と置きかえても同じであるが）が上昇を続けている間は債務者は極めて容易に債務を弁済することが出来、貸手はハイリターンを手にする事ができる。しかし価格の上昇が反転すれば一挙に債務の弁済は不可能となり、貸付債権は不良化する。この反転が何時起るかを事前に判断することは困難であり実際上不可能であることはあらゆる相場暴騰劇の終焉の歴史が物語っている。

サブプライムローンは通常では弁済不可能の最も不良な貸出しの弁済を不動産価格の変動という予測困難なもので隠ぺいし、隠ぺいし切れない最高度のリスクを証券化することによってひとまず転嫁した如くに見せかけたものである。そして尚悪いのは再証券化、再々証券化によってリスクを大幅に拡散したことである。金融工学によればリスクは稀薄化され、いわば千年に1度起るか起らないかと言うほどリスクはマイルドなものになった筈であった。しかし危険はいとも簡単に爆発した。

このように観察すれば業務の総合化は実は銀行の証券業者化であり、銀行を本来近付けてはならないリスクに近寄せ、手を染めさせるものである。サブプライム問題の示した通り銀行は貸出しの拡張困難と競争激化、利ザヤの低下に悩んだあげく、証券化を複雑な、手の込んだものにして自己も他人をもごまかし、さきののべた「価格の反転」までは巨額の収益をあげたように見え、事態を謳歌していたのである。金融庁プランを始め、近年の社会的風潮である、アメリカを範とし、アメリカを目標として改革することがいかに銀行を危険にさらすことになるかを自覚すべきであろう。アメリカの事態は発展の停滞した経済に於ける金融が、極限にま

で利益を追求し、冒すべからざる危険を冒している姿に外ならない。

しかしこのようにハイリターンを追求するために余りにも高いリスクを取ることが、現代の銀行によって行われていることに加え、もう一つ銀行とファンドの癒着ということを見逃してはならない。ファンドによる企業買収・乗取りが頻発し、ファンドと企業経営者との斗争が日常化しているという、今日の金融世界に毎日のように見られる風景の背後には巨大なファンドが結成され、そのファンドにあり余る信用創造能力のハケ口に困ったメガバンク群が結びつき、ハイ・レバレッジド・ファンドとしてマンモス化するという事実がある。巨大ファンドと低収益に悩むメガバンクという二大プレイヤーが結びつき、異常な高収益とそれに続く大暴落、市場で頻発する経営権をめぐる紛争をひき起こしているのではないか。そして何故そのようなことになったのか、を追求するのが課題である。

II. 金融の基盤としての産業の変化

1. 産業構造の変化

以上のように現代の経済において活発に活動しているのは産業よりも金融である。いいかえれば現在の経済は金融的である。さらに言えば異常に金融的である。経済が何故そのようなことになったか、その構造はどのようなものかを解明することは大きな課題である。その方法としては始めから金融に焦点を絞り、金融市場の変化を追求するののも一つの道であろうが、筆者は金融の変化を規定するのは産業構造の変化であるとの見方から、まず産業構造の変化を追及し、

それに応じて金融がどのように変化したかを検討する方法をとる。

広義における金融のうち、銀行と中央銀行によって構成される通貨供給と支払決済の機構は近世に商業の発展と共に発達したとよいであろうが、金融が長期の分野に及び、資金需要規模が巨額となり、資金の vehicle として証券が登場するのは、考古学的な起源探しを別とすれば大航海時代に初期株式会社が現われる以後と言えよう。必要資金の規模、企業の規模が大きくなり、これまでの方法によっては調達することが困難になり、株式の発行によって資金が調達されることとなったからである。そして株式会社が企業形態として本格的に発展し、株式・社債という長期性会社証券が金融に、従って経済に、大きな役割を演じるようになるのは19世紀後半以降である。近世ヨーロッパで国民国家形成期に戦費調達のために王侯が調達した債務が国債に発展したという長期国債の発展史を一応外視すれば、長期性証券の登場は企業の資産需要が巨額になり、期間が長期となったためである。したがって証券市場が本格的に確立し発展したのは19世紀における鉄道建設以後、重化学工業の発展に伴ってのことであることは改めて言うまでもない。

しかしここで注意すべきことは、この時期に発展し資金需要の中心となった産業は、それに先立つ産業革命期に発展した繊維工業とそれを中心とする最終製品への加工産業が軽工業と呼ばれるのに対して、鉄鋼業、鋳業、化学工業等の素材産業であることである。今日重厚長大と呼ばれるようにこれら産業は巨大な設備を必要とする装置産業、資本装備率の高い産業であり、巨額の投資資金を必要とし、回収に長期間を必要とするものである。長期かつ巨額である

こと自体が信用リスクを高いものにし、資金を
 供与する金融機関にとっては金利リスク、期間
 のミスマッチリスク乃至流動性リスク等多くの
 リスクを負うことになるから、リスクを回避し
 転嫁することが必須の要請となり、証券が企業
 金融の中心に登場することになったのは当然の
 こととすることができる。逆に言えば19世紀に
 急速に拡大し、確立した証券市場等、イギリス
 の余剰資金を後発国に移転するために発達した
 国際証券投資市場、後発国の国債、州債の発
 行・消化のための市場を別とすれば、重化学工
 業のための市場であったとすることができる。

そしてそれ以来金融は銀行を中心とする短期
 の、貸付けを主要業務とする市場と、株式・社
 債そして長期国債の発行、引受、消化を内容と
 する発行市場及び取引所を中心とする流通市場
 によって構成される証券市場（あるいは資本市
 場⁸⁾）とに2分されて考えられて来た。しかし
 ながらこの2つの市場の境界はあいまいなも
 のとなり、銀行が証券業務に手を染め⁹⁾、一たん
 ローンとして貸付けたものが証券化され、転売
 されてリスクの転嫁がはかれる一方、本来の
 証券市場においては長期性会社証券の発行が停
 滞し、ファンドが主要なプレイヤーとなり、M
 &Aに伴う取引が市場の重要な取引となるほ
 どの変化があらわれた。

この変化は極めて重大な変化であるにもか
 わらず、必ずしも明確に意識されて来たとは
 言い難い。バブル破裂後の処理と反省にからん
 で、これまで銀行が主として負担して来たリス
 クを証券化によって分散する、という趣旨の見
 解が散見される程度である。それは一つには19
 世紀以来証券市場発展の根底にあり、証券市場
 を必要とした素材産業、エネルギー産業が今日
 なお重要な産業であり続けているからである。

これ等産業は20世紀、21世紀に至っても、一
 国の経済にとって枢要な産業として存続してい
 る。証券流通市場においても発行株数、時価総
 額においても無視出来ない存在である。しかし
 新たな産業が発展し、産業構造の中において
 も、金融・証券市場においても、比重が低下し
 ていることは否定し難い。そして最も注目しな
 ければならないことは、電力、石油あるいは石
 油化学工業などを除き、20世紀以降発生し発展
 した産業は装置産業ではなく、むしろ労働集約
 的でさえある（それだからこ後にのべるよう
 に安価は労働力を求めて産業拠点を海外に移転
 するという空洞化問題を発生させる）。それら
 20世紀・21世紀の産業とはいうまでもなく電
 機・半導体工業、自動車工業であり、さらに
 IT関連産業、インターネット関連サービス産
 業である。自動車工業、日本的呼称で言う白物
 家電、音響・映像機器、PC、携帯機器を総称
 しての電機工業は広範な部品・素材産業を従え
 ており、中心に位置する親会社巨大企業は巨大
 なアッセンブル産業である。組立工程のロボッ
 ト化を進めたとはいえ尚多数の従業員を擁し、
 さらに開発部門、ソフト部門に多くの従業員を
 必要とする。少くともこれら産業は素材産業の
 ような装置産業ではなく、製鉄所建設のように
 巨額の設備投資資金を必要としない。さきのの
 べたように鉄鋼などが今日でも重要な基幹産業
 であるために誤解が発生し易いのであるが、今
 日では産業構造も、企業の資金需要構造も根本
 的に変化している¹⁰⁾。

このような産業構造、特に製造業の構造変化
 と並んで20世紀、とりわけ20世紀後半以降急激
 に進行したのが経済のサービス化である。極めて
 概括的に見て、資本主義経済は19世紀末以降
 物的生産は過剰の時代に入ったと見ることがで

きる。過剰の時代に入りながら人口の増加を養い、社会不安を避けて社会主義と対抗するためには絶えず経済活動を拡大し、雇用を増加しなければならない。そのためには生産の増大を伴わないで雇用、所得、消費が増大しなければならない。不生産的消費の最たるものは軍備であるが、それを除けば公共事業と社会福祉支出という政府支出の増大が直接的な消費拡大の手段であるが産業構造に即して言えばサービス産業、第3次、第4次産業の拡大が目的にかなう。そしてもちろんそれらは巨大な設備投資とは無縁である。

現在この経済のサービス化の先端に立つと共に製造業との接点をなしているのが携帯電話機とその関連産業であろう。現在それは電話機の域を脱しており、通信、テレビ、音楽、映画、ゲーム、検索、商品の販売・購入、電子マネー、一般的支払決済等に現在のあらゆる日常生活とエンターテインメントを集約しようとしている。その電子機器としての開発と、それに配信されるコンテンツの開発・製作に雇用される労働力は膨大である。一方小型軽量であるためにコンピュータ機器としては超小型・超高性能化すると主に素材の面では特殊・高純度であると共に量は極めて限られる。これが自動車関連産業として先進国鉄鋼業が自動車用高級鋼板に特化する傾向にあるのと並んで、21世紀の新しい産業として、あらたな産業構造を形成しつつあるモバイル産業の姿である。生産、雇用、消費、そして産業資金需要の面でも無視できない影響を及ぼしていると言える。

2. 生産拠点の海外移転

産業構造の変化、とりわけ重化学工業、素材産業の発展の停滞と性格変化は当然資金需要の

停滞をもたらすが、先進国の産業を積極的に縮小し、資金需要の縮小を加速すると共に後発国、発展途上国へと向わせ国際的資本移動の新しい流れを作り出したのが生産拠点の海外移転である。

経済の中心の国際的移動は現代に始まったことではなく近世から商業、次で工業中心地がイタリア、イベリア、ネーデルランド、イギリス、ドイツ、アメリカ、日本と移動していることは言うまでもない。現在経済発展の中心となる可能性を持つものとして注目されているのはBRICs諸国であるが、生産拠点の移動先としては中国及び東南アジアと、EU東部旧社会主義圏諸国が中心であろう。既に一定水準の工業を持つブラジルを除き、中国、インド、ロシアも国内市場の急速な拡大を予測して相当程度の生産拠点の拡張投資が行われている。

このような先進国製造業の生産拠点の海外移転が、先進国内の産業構造の変化、経済のサービス化と並んで先進国の産業の中における製造業の比重を一層低いものとし、資金需要の伸びを鈍化させ、とりわけ製造業設備資金需要を積極的に減退させさえるものである。現在この変化が最も顕著にあらわれているのは言うまでもなくアメリカであって、製造業の空洞化、経済のサービス化が最も進行していると言ってよいであろう。空洞化は企業のレベルでは世界企業化を意味するが、アメリカでは経済のサービス化が金融化にまで進行し、金融取引、資本取引による収益が最も重視される傾向にあるからその反面生産は軽視され易く、アメリカ製造業の海外進出はピークを過ぎて現在の局面では必ずしも成功しているとは言い難い。海外資源に依存せざるを得ない鉱業、石油など天然資源関連産業を除いてアメリカ産業の海外進出は積

極的ではない。そして生産を伴わない所得と消費の増大が、サービス化、金融化の行き過ぎとなり、生産以上に消費する経済となって貿易収支の恒常的大幅赤字という結果となっている。対外支払がドルによって可能という「ドル特権」により、生産が消費を下回るという構造が拡大を続けているのであるが、これが経済の金融化、金融収益の異常な追求という現象の根底にあるとすることが出来る。

Ⅲ. 金融の変質

1. 資金需要の停滞

以上のべたような経済の変化が日本においても進行していることは言うまでもない。日本経済論を展開することが本稿の目的ではないから詳細な論証を行うことは出来ないが、1960年代前半までの第1次高度成長、ベトナム戦争に起因する第2次高度成長を経て、日本経済は製造業の建設を終り1970年代なかばには成熟期に達した。このことは1965会計年度から発行され始めた財源債としての国債が、その後止むことなく発行され始め、1970年代なかばからは大量に

発行されていることが第1の証拠である。すなわち日本経済は70年代以降政府需要への依存から脱却することができなくなっている。そして同時に銀行貸出の伸び率が弱まり、競争の激化から利ザヤも縮小した結果、まとまった量の貸出を好利率で貸出すことの出来る不動産向け貸出にのめり込み、バブルをまねいたことが第2の証拠である。第1表は高度成長が開始された1950年代後半から現在に至るまでの50年間の銀行の総貸出高と、その円の製造業向け貸出の推移を見たものである。これによると高成長開始の1956年から成熟に達した1975年までの20年間に総貸出は21.9億になり、製造業向け貸出も18.6億とほぼ併行して伸びている。しかしこれ以後は様相が一変しバブル直前の1980年とバブルがピークに達した1990年を比較すると総貸出が2.8倍にふくらんだのに対して製造業向け貸出は37%強しか増加していない。この差は言うまでもなく不動産投機と株式投機向け貸出に向けられたものがほとんどで、言い方を変えれば日本経済の成熟、製造業の発展の停滞に伴って銀行は貸出難に陥り、不動産投機向け融資に突破口を見出そうとしたことを表わしている。そしてその後貸出は縮小するが総貸出は1980年に比し

第1表 全国銀行（国内銀行）銀行勘定貸出残高 (単位 億円, %)

	総貸出高	1985年を 100とする指数	製造業	総貸出高に 占める比率	1985年を 100とする指数
1956	40,209		18,952	47.1	
1965	190,758		92,099	48.3	
1975	879,952		332,685	37.8	
1980	1,346,167	100.0	430,237	32.0	100.0
1985	2,227,524	165.5	581,823	26.1	135.2
1990	3,760,050	279.3	591,875	15.7	137.6
1995	4,863,560	361.3	725,749	14.9	168.7
2000	4,583,688	340.5	671,245	14.6	156.0
2006	4,069,765	302.3	493,750	12.1	114.8

〔出所〕日銀経済統計年報及び金融経済統計月報

第2表 株式市場における資金調達と放出
単位 億円

	株式による 資金調達額(A)	自己株式 取得額(B)	A-B
2004年	28,977	30,042	- 1,065
2005	30,937	36,929	- 5,992
2006	26,933	44,829	-17,896

(出所) 東証要覧2007年版による

2006年も約3倍となっているのに対して製造業向け貸出は同期間に僅かに12%の増と、ほとんどがふえていない。

また第2表は近年漸く認められた無条件の自社株買入れと株式による資金調達額を比較したものであるが、株式市場における資金調達は驚くべきことにマイナスとなっている。後にのべるようにこの間新規起業された会社は活発に資金を調達しているのであるから、それを加えてもトータルでマイナスということは、株価の低迷によるエクィティ・ファイナンスの不振を考慮してもなお、いかに既成大企業の資金需要が不振であるかと物語るものといえよう。ともかく銀行貸出における製造業向けの資金は停滞と、株式市場の資金供給がマイナスとなったということは、本稿で展開して来た産業構造の変化、製造業の停滞、経済のサービス化が資金需要における根本的な変化となってあらわれていることを示すものと言える。

2. 資金供給余力の巨大化とそのはけ口

本稿においては時間と紙数の制約から個人富裕層および機関投資家における貨幣集積についての展開を省略したが、これらについてはよく知られている所であるからここに改めて論証する必要はないであろう。又競争の激化と利ザヤの縮小、情報化投資負担の巨額化は激しい銀行集中をまねき、わが国においても諸外国におい

てもメガバンクと称される巨大銀行が誕生している、ということは行数においては大きく減少したものの現在銀行の信用創造能力、すなわち貸出余力は巨大なものとなっていると言えよう。個人及び機関投資家の貨幣集積、すなわち金融資産集積の巨大化は言い換えれば既に存在する貨幣量の巨大化ということであり、巨大銀行の生成は、創出可能な貨幣量あるいは潜在的貨幣供給量の巨大化ということであろう。とすれば現代の金融の基本的特質は、資金需要が衰えているにもかかわらず、貨幣供給可能量は極めて巨大化しているということになる。これは大きな矛盾であって、この矛盾を解決するための運動のエネルギーが極めて大きいということの意味する。アメリカ経済がサービス化を通り越して金融化し、金融がアメリカ経済を動かしているように見えるのはこのことからであろう。

では矛盾を解決するための運動はどこに向うであろうか。実体経済、生産と消費の世界に資金需要が無いのであるから、実体経済と関係のない世界に需要を見出して行くしかない。すなわち投機に貨幣を供給することになる。個人大富豪と生保・年金等の機関投資家の資金はファンドを形成し、ファンドの資金はヘッジファンドに投資され、ファンドオブファンズの形をとる。ファンドには必要に応じて銀行から資金が貸出され、或は何等かの形をとった investment vehicle の発行する CP やノートが購入されて、high-leveraged fund となる。その資力は圧倒的に大きいものとなる。

ファンドの投資対象は証券に止まることなく、商品、為替相場等あらゆるものに及ぶ。一方貸出難に悩む銀行は収益追求のために、売掛債権などこれまで採用しなかった資産の担保で

貸出し、これまで相手にしなかった中小、零細企業にも貸出す。つまりこれまでになかったリスクな貸出しを行う。その極がキャピタル・ゲイン、値上りに弁済が依存するという、極度に危険な貸出しである。わが国のバブル期に、株式、土地の持込み担保に対して100%を超える掛目で貸出しを実行したことや、2007年から破綻が始まったアメリカのサブ・プライムローンがこの例である。これらハイリスクのローンはリスクを一応転嫁するために証券化され、転売され、一部の最もハイリスクで、代りに最もハイリターンの部分は銀行みずから（形式は子会社の投資として）、買入れる。アメリカの場合は、証券化は再証券化、再々証券化によって膨張、巨額化し、基礎となるローンのデフォルトはその数倍の証券投資損失を投資家と銀行自身にもたらす。その典型がアメリカのサブ・プライム・ローンの証券化商品における仕組み（structured vehicle）である。

とは言え投機的利益を求めてのファンドの競争も激しく、ともすればイールドは低下し勝ちである。これを解決するための手法が買収ファンドである。グリーン・メイラーにほとんど近似したこの買収ファンドは突如として大株主となり、会社の乗取りや役員への派遣、増配、資産の処分、人員整理など、さまざまな要求を突きつける。その掲げる旗印は株主権である。

アメリカの買収ファンドや日本の村上ファンドなどが要求の基礎とするのは株主権である。そして要求に対抗する会社の防衛策についての議論と、株主権、さらに株主とは何かについての深刻な議論を引き起した。しかしながら株式会社、株主、株主権等の諸概念は多義的であり、性格は時代によって変化する。今日の株式会社あるいは株主においては資金調達手段、資金提

供者としての性格は在来諸産業の大企業においては稀薄であり、会社の所有手段としての性格が強い。そして日本の場合、支配的大株主の関心は長期的視点に立った経営に置かれていることが多い。この点アメリカにおいては企業の価値は株価に表わされるという思想が支配的であり、経営権を手に入れると当面株価を上昇させる為に増配、資産の処分、経費の切りつめや人員整理によるコスト切下げを行い、利益を増加させて株価を上昇すれば早期に売却することが多い。日本においても経営理論家や評論家、ジャーナリストはアメリカ的経営思想を模範とする者が多いように見受けられるが、企業経営者とそれを支持する大株主は、異った経営理念を持つ場合が多いように見受けられる。したがってファンドの買収その他の提案に対して防衛策をとることが多い。筆者はこれに組するものである。買収に対する防衛策が強固な日本の企業と株式にアメリカのファンドが魅力を感じないとすればむしろ歓迎されるべきであろう。外国資本に依存しなくても日本には十分な貨幣的貯蓄の集積があるからである。

3. 新産業をいかに受け入れるか

最後に取り上げるのは新しい産業の企業、新規に起業される企業の金融問題がある。これまで産業構造の変化を成長の停滞と資金需要の鈍化の面から取りあげ、行き場を失った巨額の貨幣が投機に流入すると主張して来た。しかしこれまでのべたように、サービス化、IT化、インターネット化であたらしい産業、新しい企業が生まれている。又バイオ産業、ナノテクノロジーや特殊素材の製造など新しい製造業も生まれつつある。しかしそのほとんどは規模が小さく、また収益が安定していない。企業として確

立していないから投資対象としてはリスクが極めて高いと言わなければならない。又インターネット関連サービス業は設備を左程必要とせず、極端な場合にはオフィスビルやマンションの1室、せいぜいワンフロアで起業される。一定の人が存在すればそれだけですぐ起業されるケースも多い。したがって参入障壁が低く、競争が激しい。そしてその当然の結果として収益状況が極めて厳しいことが多い。このような新しい企業の金融問題は大きな課題を投げかける。経済産業省は伝統的に、こうした産業は銀行ローンの対象となり難く、リスクテイクの市場である証券市場での資金調達によるべきだと考えているようである。

これには正しい面もある。預金債務によって経営される銀行の貸出しに適合しないことは確かであろう。しかし証券市場で投資家からの資金調達を行う時に最も優先させるべき投資家保護がしばしば閑却されている。証券は転売によってリスクを転嫁する。しかし転嫁されるだけで消滅する訳ではない。金融工学によってリスクが稀薄化され、最上級格付の優良証券になっていた筈のサブプライムローン証券化証券が突如として最悪のリスクを露呈した。ハイリスクであれば投資家保護の為の規制は最も嚴重であるべきである。

筆者は以前この論文集と同じく日本証券経済研究所から刊行された論文集で、新興市場を開設し、新規に起業された幼弱な企業を低い参入障壁で受入れることに反対を表明した。そのような証券はディーラー業者が自己の判断と危険負担による慎重な自己売買による本来の店頭売買市場で取扱うべきであって、エスタブリッシュされた企業の証券が嚴重な上場規制を受け、投資家が安心して投資できる証券の市場で

ある筈の取引所市場で取扱うべきでないと考えたからである。新規幼弱な企業を育てるには、広く公衆をリスクにさらすことになる取引所市場はふさわしくないと判断したからである¹¹⁾。

しかし事態は筆者の危惧した通りに展開し、低い参入障壁とその後大幅に緩和された株式発行情制、流通市場規制によって犯罪的操作が行われ、一時的に人気を博して極めて高値をつけた株価によって巨額の資金を不当に取得した。そしてライブドア事件などによって新興市場銘柄の人気が低落して株価が暴落し、投資家は大きな損失を蒙った。取引所は方針を訂正して上場基準、上場廃止基準を改め、参入障壁を高くしたが、これは正しい措置であり、新興企業の側からの不服や一部ジャーナリズムの批判は取り合うことなく堅持されるべきであろう。市場は投資家の信頼の上に成立つのであって、信頼を裏切った市場からは投資家は離散し、再び呼び寄せるのは甚だ困難である。顧客保護に著しく欠け、過当勧誘の甚しかったわが国の商品取引所市場が、市場の振興に常に力を入れて来たにもかかわらず遂に成功していないことに思いを致すべきであろう。いずれにせよ、産業構造が大きく変化し、新しい産業の発展如何によって日本経済の今後は大きな影響を受けるのであるから、新産業、新企業の取引所市場への受け入れは、積極的であると共に最も慎重であるべきであるという、矛盾した要議に答えるという難問を課せられていることを自覚しなければならない。ともかくその際最も優先されるべきは投資家保護であって、見せかけの市場の繁栄は決して追求されてはならないというのが結論である。

注

- 1) 全国上場会社の上場普通株式。東証要覧2007年度版 P.78による。
- 2) 筆者は日本学術会議会員在職中（1991-94年）に金融機関不良債権の余りの大きさに注目し、第3部会（当時の経済学部会）内の財政学、金融論研究連絡委員会で大きく取上げるべきことを主張し、また大阪市で公開シンポジウムを開いて事態の重大性をうたえ、一部都銀、長信銀、信託銀は既に破綻状態にあると私見をのべたが、一般的には反応は極めて鈍かった。銀行不良資産の深刻さが漸く認識され始めるのは1995年の住専の最終処理作業以降である。それまで関係者が不動産価格と株価の回復による解決に望みを託していたのは、不動産価格の大暴騰を警戒することなく、それに乗ってローンを拡張したことや、その事態を当局が放置したことと並んで驚くべきことであった。市場経済に当然随伴する変動というものに対する鈍感さが大きなリスクを生むことの最適例である。
- 3) 関係者を震撼させたのは漸く1998年11月に至って三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券が破綻した時である。特に三洋証券の破綻は金融市場のデフォルトを始めて発生させ、市場からの資金取入れ不能、金融恐慌の発生と波及の現実的可能性を目の前に突きつけて事態の早急な処理を関係者に迫った。漸く1998年に至って金融機能安定化特別措置法、早期健全化法等が成立し、大規模金融恐慌の現実化を防ぐ為の法的手当てが整備された。
- 4) 第2次大戦直後経済が完全に破綻状態にあり、取引所も閉鎖されたままの中であって「集団売買」という名の、占領軍黙認の実質的店頭市場が、証券業者の熱意によって敗戦後数ヶ月という極めて早期に自主的に形成され、活発な売買と目覚ましい株価上昇をもたらしたことが、2002年以降の日本経済の回復の中であっての株式市場の不振と対比される。敗戦直後の証券業者は「証券貯蓄」のスローガンの下に当時の極めて乏しい貯蓄を証券市場に導入することに極めて積極的な貢献をした。
- 5) 近年投資信託の販売において銀行が証券会社をしのいで極めて大きなシェアを占めるようになったが、筆者の独自の調査によれば銀行の窓口従業員など営業職員には投信の勧誘についてしばしば極めて厳しいノルマが課さ

- れていることを知った。銀行は貸出の伸張困難により金利収入よりも非金利収入を重要視しているためであると思われる。証券会社が顧客への投資勧誘に於て極度の萎縮状態にあるのとは対比して奇異に感じられた。そして2007年金融商品取引法の施行に伴い、銀行の投資信託営業もまた、金融庁の具体的な執行態度をはかり兼ねて萎縮状態に陥っている（2008年初現在）。このことの意味する所は、わが国の貯蓄がどの方向に流れるかについて、当局の裁量の影響する所が極めて大きく、しかも行政官庁の上に位する政府中枢部に資本市場政策が欠除していることである。政府の市場政策として宣伝されるものは、アメリカに追随した投機市場整備策に過ぎず、しかもその市場で主たる役割を演じているのはアメリカ系を主とした米欧金融業者であるのが現実である。
- 6) 上村達男・金児昭 [2007]『株式会社はどこへ行くのか』日本経済新聞出版社、序章 13ページ以下。
 - 7) 上村前掲書 40ページ。
 - 8) この場合の資本とは金融用語としての長期資金をさす。長期資金はその性質上証券を vehicle として取引されることが多く、したがって資本市場は証券市場と殆ど同義語として用いられて来た。
 - 9) 20世紀初頭アメリカの国法銀行が州法銀行としての投資銀行業者に対抗して急激に証券業務を拡張し、又その失敗の結果としての1933年銀行法とその日本への輸入版としての旧証券取引法第65条の銀証分離規定が20世紀末に実質的に廃棄されたのも、金融における実態の変化が根底をなしている。
 - 10) 金融、証券市場に根本的に影響を与えたものとして産業構造の変化と証券市場の変容を筆者は学会に報告し、学会機関誌に執筆した。2006年10月経済理論学会第54回全国大会共通論題「現代株式会社の変容と病理」報告。「資本主義の現段階と株式会社」於愛知大学。同名論文は『季刊経済理論』第44巻第1号 2007年4月 桜井書店に収録。
 - 11) しかし筆者の考え方は当時の取引所幹部によって受け入れられず、筆者の研究そのものの停止要求を受けたのは驚くべきことであった。

(専修大学名誉教授)