

2010年10月9日

金融問題について考える：「金融危機は防げるのか」

高田太久吉（中央大学 名誉教授）

1. 金融市場で頻発する混乱、バブルとその崩壊

1970年から2007年までの間に世界では124件の銀行危機が発生している
同じ期間に、30%以上の為替レート下落が208件発生している(IMFの調査による)

これらの中には、アメリカのS&L大量倒産、アジア通貨危機、日本のバブル崩壊、北
欧諸国のバブル崩壊、90年代初頭のポンド危機、メキシコなどラテンアメリカの金融危
機、ロシア危機、今回のサブプライム問題を契機とする世界金融危機などが含まれる。
その後ギリシャ危機なども発生している。

これらの危機の多くが、産業分野には大きな問題はないのに、バブルが崩壊し、不動産、
証券、為替レートなどが暴落する金融危機の形で発生している

バブルは通常物価上昇ではなく、不動産・証券など資産価格の異常な上昇を意味する

他方、実体経済（産業経済）では、低成長、失業増加、賃金抑制、投資の停滞などをと
もないながらも、インフレ（一般物価の急上昇）や激しい経済危機（恐慌）を経験しない「大
いなる平穏」とよばれる状態がつづいてきた。

「大いなる平穏」は米国連邦準備制度理事会のバーナンキ議長が近年のマクロ経済政策、とりわけ通
貨政策の成果を強調して使用した表現。原語は **great moderation**.

要するに、過去40年間の世界経済の最大の特徴は、金融市場が極度に不安定になり、金
融危機と通貨危機が頻発し、先進国を含め多くの国で深刻なバブルとバブル崩壊が繰り
返されてきたことである。

2. 金融危機の頻発を招いた4つの原因

A. 政府・監督機関よりも「市場」の方が「賢明」という根拠なき市場信仰 アメリカ・ウォール街が主導した世界的な金融規制緩和 資本取引自由化

市場を擬神化する「効率的市場仮説」

市場の変動には市場参加者が利用可能なすべての情報が反映されているという考え。言い換えると、
「市場は何でも知っている」ので、投資家も企業も市場の作用を出し抜くことはできないという考え。

市場参加者は合理的で賢明と考える「合理的期待形成論」

市場参加者はさまざまな条件を考慮して将来を予測し、それに合わせて自分にとって最善の選択をする合理的経済人であるという考え。1990年代アメリカを風靡した経済理論。

こうした信仰にもとづいて、銀行業、証券業などに対する従来の規制が相次いで撤廃、緩和された。金利自由化 銀行業務の自由化 独占禁止法の改正 外国為替管理法の改正、SPC（特別目的会社）法制定、金融ビッグバンの推進、その他
公共企業の民営化、年金基金などの運用弾力化、労働市場の規制緩和も同じ流れ

以上のような規制緩和、自由化を促した考え方や政策は「新自由主義の政策」と呼ばれる

金融ビッグバンで実施された改革のほとんどは1995年の「日米金融協定」で日本がアメリカに約束したものであった。その基本は「規制緩和・市場機能強化」「貯蓄から投資へ」「グローバル・スタンダード（経済・経営の仕組みを世界標準に合わせる）」など。

B. モノ作りよりも金融的利得を優先する経営 企業が投資家のように行動

貿易財を中心とする製造業の国際競争、特に新興国の追い上げが激化するもとで、先進国の産業は窮地に陥り、企業の経営政策が実物投資を控え、財務活動を重視する方向に変化した

企業の価値は「株式時価総額」で決まる（株価は将来の利益の割引現在価値で決まる）

経営者の業績は任期中にどれだけ株価を引き上げたかで評価される

企業は生産のための組織ではなく「金融資産の束（ポートフォリオ）」である

ポートフォリオは証券を束ねるケースのこと。転じて、投資証券の束を意味する

ここから、株主価値重視の経営、自社株買い、ストックオプション、M&A、経費削減のためのリストラ、低賃金を求めての海外進出など、株価優先の経営が普及する

ストックオプションは経営者の俸給をあらかじめ契約した自社株購入権で支払う制度

任期中に株価が上昇すれば、低価で購入した自社株を高値で売却し、莫大な利得が得られる。

アメリカの大手企業の経営者の報酬は、現金支給よりもストックオプションが中心になっている。

要するに、経営者の使命は長期的な企業の発展や社会貢献ではなく、株価を引き上げて株主と自分自身の利益を増進することであるという考えが広まった

この考えにもとづいて、株主優遇、金融的利得優遇の税制が導入され、年金など国民の貯蓄も株式市場に誘導されるようになった（貯蓄から投資へのキャンペーン）。

C. 世界中の金融機関・機関投資家などの手元に巨額の貨幣資本と金融資産が蓄積され、それらがもっぱら証券市場で投機的に運用されるようになった

世界のさまざまな機関投資家（年金、保険会社、投資信託、ヘッジファンド、その他金融機関）と富裕な個人投資家が運用する資金の総額は、2007年現在で約90兆ドルに達している。（世界のGDP総額は45兆ドル、うち米国13兆ドル、日本4.3兆ドル程度）

従来は安全な運用に限定されていた年金や保険などの資金も、最近では規制が緩められ、ヘッジファンドなど投機的な運用が増大している（短期的利回り重視の運用）

先進国の大手企業の多くは、次第に大規模な実物投資を控えるようになっており、銀行の貸し出しに占める産業向け融資の割合はどの国でも大きく減少している。

日本でも銀行融資の中で産業向け融資の割合は1970年代以降急激に低下した。これによって、中堅企業向け融資、住宅ローン、財テク資金の融資、消費者ローンなどが増えている。

このため、世界中の機関投資家の手元に集中された資金のますます多くが、産業企業への投融資ではなく、証券市場、不動産市場、その他金融市場で投機的に運用されるようになり、ますます大きなリスクを取るようになっていく。要するに企業の利益ではなく、バブルを利用した売買差益や評価益が投資家の主要な収益源になっている。

D. 現実離れした経済学（者）の責任

1980年代以降、経済学は経済問題を客観的に考察する独立の学問ではなく、政府の経済政策と主要企業の経営政策を擁護する学問に転化した

経済学は、政治学や社会学などと異なり、物理学と数学を手本にした「純粋科学」であるという科学信仰が蔓延した

現実を説明する仮説をモデル化し、実証分析でその精度を検証できるという考え

応用数学と情報技術の発達で、「ファイナンス論」と「金融工学」を発展させ、複雑で不透明な金融取引（仕組み証券、デリバティブなど）を異常に膨張させた

ファイナンス論は、確率統計の手法でリスクと利回りを比較し、投資判断を行う金融の技法
仕組み証券は、従来は市場で売買できなかったローン等を債券に作り替えたもの

デリバティブは従来の金融資産を加工して作り出された別の金融資産。先物、スワップ、オプションなどがある。

経済学者は経済学に数学を過度に応用する必要から、統計的分析になじみにくい様々な問題を視野から除外し、経済現象を方程式で表わせる均衡値に向かう運動として把握するようになった。しかし、現実の経済現象は、自動均衡ではなく、しばしば収拾のつかない、不均衡と混乱に陥ってきた。

以上の結果、経済学は形式的には「科学的」になったが、その前提、モデル、分析、結果のすべてが、非現実的で空疎な知的遊戯の性格を強めた

3. 金融危機を防ぐために何が必要なのか

A. 政府・企業・市民が根拠のない「市場信仰」から脱却すること。とくに金融市場・証券市場の働きについて歴史的事実を踏まえた、冷静で現実的な見方をとりもどすこと。郵政民営化など市場信仰を根拠に進められてきたこれまでの政策を検証し、その結果を今後の政策に反映させることが必要。

周知のように、金融市場と投資家は、ときにとんでもない失敗をする

B. 一方的な金融の自由化、規制緩和ではなく、現実に即した規制の組み換えを実施すること

たとえば、「大きすぎてつぶせない金融機関」をこれ以上作り出さず、既存の金融機関が破綻した場合に秩序だった処理ができるための手立てを講じる必要がある。デリバティブ、仕組み証券などは、取引の実情に即した新しい規制（取引所への集中、格付けの改善など）を構想する。

無邪気な「グローバル・スタンダード」論ではなく、それぞれの国の政府は、自国民の福利を国際協調と両立させながら追求する経済政策を優先する必要がある

現在見られる過度の輸出依存、為替切り下げ、企業・投資家優遇は経済摩擦を深刻化

C. 金融取引税の導入をふくむ税制の見直しを行い、国際的な協調にもとづいて、タックスヘイブン(租税回避地)を根絶する。金融機関の利益を優先する「貯蓄から投資へ」「金融立国論」ではなく、国民生活に貢献する金融制度の構想が必要。一部証券会社などの「投資教育」は論外。

金融取引税はあらゆる金融取引に低率の税を課すことで金融投機を抑制資料とする税制。トービン税が有名。

タックスヘイブンは、企業や金融機関、個人投資家などが利益を隠し、本国での課税を回避するために利用する海外金融センター。世界に 60~70 か所ある。

「金融立国論」は、先進国はモノ作りでは新興国に勝てないので、金融市場を発展させ、海外の金融機関と投資家を呼び入れ、金融的な利益で経済をささえるべきだという考え。

D. 一方における大量失業、不正規雇用、他方における莫大な投機資本（過剰資本）によるバブルの頻発という二つの問題（莫大な労働力と資本の浪費）を改善し、資金を雇用増大と社会的福利向上のために活用する新しい経済社会の構想が必要

現在のアメリカでは、一方に、10%近い高失業率があり、他方に、海外で投機的に運用する以外に利益が挙げられない膨大な資金がある。つまり、資本が雇用を生み出すことで利益を上げることができなくなっている。日本も似た状態にある。これは大きな社会的矛盾である。

これは、報告者の理解では、それぞれの国の事情に合致した、新しい「福祉国家」の構想ということになるであろう。

福祉国家は、北欧、一部西欧諸国で発展した国の在り方で、市場経済をベースにしなが、国の積極的な介入（所得分配、労働者の権利保護、社会保障など）によって失業、格差、貧困、生活基盤の未整備などの経済問題の改善を国の責任として制度化した国家

そして、その構想の中では、金融制度は公教育、公共交通、医療制度、社会保障などと並ぶ、社会的インフラ（公共財）という観点からその在り方が再検討される（適切な規制あるいは公共的管理のもとに置かれる）ことになるであろう。アメリカの地域再投資法が参考になる。

公共財は、企業や個人の社会生活に不可欠の財やサービスの中で、私的営利企業に委ねては十分な量・質で提供されないと考えられるものの総称。生活道路、義務教育、各種社会保障、警察、消防、河川管理、環境保全、など。

アメリカの地域再投資法は、金融機関には営業地域の金融ニーズに公正に応える義務があることを明記し、監督機関が、金融機関のさまざまな許認可に際して、こうした面での貢献を評価し、その結果を参考にする制度。日本でも中小企業家同友会などが、同種の立法化をもとめて運動を進めている。

以上要するに、金融危機を防止するためには、金融市場の制度や規制をもっと現実にあったものに作り替える必要がある（規制の組み換えと強化）が、それだけではなく、国の在り方、企業の行動基準、国民の経済意識も変わらなければならない。