

我が国金融システム構築の課題

高田太久吉（中央大学名誉教授）

1. 金融恐慌を契機とする改革論議の活発化

今回の金融恐慌では、当初アメリカの住宅市場の部分的問題と見られていた混乱が、急激に世界的金融恐慌に拡大し、その過程で、これまで国際金融市場の主導権を握り、莫大な利益をあげていた欧米の大規模金融機関が相次いで破綻し、あるいは公的救済に追い込まれた。この経過は、多くの経済学者や政府監督機関の予想を覆す出来事であった。しかも、発生からすでに3年になろうとしている現在、ギリシャ危機（ユーロ危機）やこれに連動する株価下落が示しているように、危機からの最終的な出口は見えておらず、国際金融市場は依然不安定な状況が続いている。

このために、とりわけ2008年秋のいわゆるリーマン・ショック以降、世界の金融監督機関、金融市場関係者、学界その他で、危機の原因と今後の金融システム改革をめぐる、かつてない活発な議論が展開され、数多くの報告書・提案が公表されてきた。アメリカでは、オバマ政権の威信をかけた改革法案が、紆余曲折を経て、議会で成立したが、ヘッジファンド規制の取り扱いを含め、当初案より相当後退した内容になっている。

2008年秋以来活発化した今回の議論が、1997-8年のアジア危機とそれにつづく巨大ヘッジファンドの破たんを契機に活発化した過去の議論と比べると、より包括的で踏み込んだ一連の規制につながることは間違いないであろう。そして、それらの規制強化の内容に、バーゼル規制の更なる見直し（自己資本比率の厳格化）、OTC（店頭）デリバティブ市場の監督強化（取引所の機能強化）、銀行とヘッジファンドとの取引をめぐる規制強化、格付け制度の信頼性向上のための措置、オフショア市場の透明性を高めるための措置、これらを実現するための国際的調整機構の創設と各国間の連携強化、などが含まれることも間違いないであろう。

2. 我が国の金融改革論議はなぜ低調なのか

翻って我が国の現状を見ると、今回の金融恐慌を踏まえた金融システム改革をめぐる議論は、いまのところ活発とは言えない。これまでのところ、金融審議会金融分科会の「報告」が出されたぐらいで、これも文書の位置づけは「報告」にとどまっており、これが今後の制度改革にどのように利用されるのかは明らかではない。また、報告の内容は、欧米での議論のポイントを摘要した程度のもので、今後の改革に資する具体的な提案は盛り込まれていない。

（注）「報告」のタイトルは金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告「今後の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築」（平成21年12月9日）。

これには、二つの理由が考えられる。一つは、我が国では90年代初頭のバブル崩壊とそ

の後の金融危機を契機に包括的な金融制度改革が議論され、金融ビッグバンと呼ばれる一連の制度改革が今回の危機に先行して実施されてきたことである。二つ目は、今回の世界金融恐慌の我が国への影響が、一部金融機関の損失や株価の波状的下落などを伴いながらも、大手銀行の破綻などシステミックな危機に拡大することなく、欧米各国に比べると比較的軽微にとどまっていることであろう。我が国では、金融危機よりも、むしろこれを契機とする輸出急減など、実体経済の不振が大きな関心を集めた。

しかし、我が国の議論が低調にとどまっている背景には、筆者の判断では、これら二つの理由以外の、もっと根深い問題が横たわっているように思われる。

我が国では、いわゆる金融ビッグバン以降、新しい時代に向けた金融システム改革の基本的な構想が、監督機関、金融界、学界関係者の間で精力的に検討されてきた。2002年9月に公表された金融審議会答申「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」は、それ以前の検討が、不良債権処理と破綻金融機関の整理という後ろ向きの対応に追われていたのに対して、今後の日本の金融システムの枠組みをどのように組み替えるかという前向きな問題をめぐって、初めて打ち出された包括的な構想であった。

この答申は、日本の金融システムが今後めざすべき方向として、これまで日本の金融システムの中軸を担ってきた産業金融システム（メインバンク関係に象徴される銀行中心の企業金融体制）に加えて、市場機構をベースとし、資産証券化や集団投資スキーム（広義の投資信託）を活用する「市場型間接金融」を発展させ、さらにこれに従来型の証券市場も加えた「複線型金融システム」構築の必要性を強調していた。

この答申の作成に関わった人々の認識では、世界的な視野でみると今後は国際金融市場における競争が各国経済の成長や発展を左右する重要なカギになるが、この点で我が国の金融システムは旧体然とした銀行中心のシステムで、金融資産は預貯金に集中し、政府の規制によって金融イノベーションが立ち遅れている。金融ビッグバンでは、東京をニューヨーク、ロンドンとならぶ国際金融センターに発展させることを謳ったが、このためには思い切った金融自由化を進め、世界の金融機関や投資家を引き寄せることのできるグローバル・スタンダード（世界標準）の金融システムを構築しなければならない。その構想が市場型間接金融に他ならないというわけである。

市場型間接金融という分かりにくい構想の狙いを一言で言えば、バブル崩壊以降低迷する我が国の金融産業の利益を回復し、海外の金融機関と投資家を呼び込んで、暴落した株価を回復させることであった。その呼び水として、銀行預金、郵貯、年金などの個人部門の貯蓄を証券（株式、仕組み証券他）市場に誘導すること、その際、従来は証券業務を大きく制限されてきた銀行が幅広い証券業・投資信託業他に参入することが目論まれた。

しかし、個人投資家層が薄く、証券市場への公衆の信頼度が低い我が国では、この目論みを実現することは容易ではなかった。一時期、我が国では政府・金融業界挙げて投資信託推奨のキャンペーン（いわゆる「貯蓄から投資へ」の誘い）が展開され、大手銀行と証券会社は相次いで大型投資信託を売り出した。しかし、日本の景気回復が遅れ、世界的な

I Tバブルの崩壊もあって、株価は一向に回復せず、投資信託に元本割れが相次いで、このプロジェクトは出だしから大きくつまづいてしまった。

このために、金融ビッグバン後の日本でビジネス拡大を目論んで進出してきた外資系金融機関の多くが、期待外れの状況に失望して活動拠点を東京から香港、シンガポールなどに移転する動きが強まった。2002～03年にアメリカからの露骨な対日金融改革要求が強まったが、その背景は、日本での新しいビジネスチャンス进行期待していたウォール街から見て、郵貯・年金民営化、投資信託市場やM&A市場の拡大が期待外れに終わったことへの強いいら立ちであった。

以上のように、我が国ではバブル崩壊と金融危機後、金融システム活性化のための官・民・学あげて打ち出された市場型間接金融の構想は、期待された成果を上げられなかった。国民の貯蓄を証券市場に誘導して株価を回復し、銀行を救済するという発想が、すでに根本的に間違っており、日本経済が直面しているさまざまな構造的問題を検証し、それらの問題に取り組むために必要な金融改革こそが求められていたのである。しかし、このプロジェクトに関わった各界関係者はその後もこの構想を放棄せず、金融システム活性化の唯一見込みのある構想として、展望のない検討が進められてきた。

(註) たとえば、池尾和人慶応大教授を座長とし、財務省・財務総合政策研究所開催という形でもたれた研究会の成果として公表された『市場型間接金融の経済分析』(日本評論社 2006年)は、日本経済の長期低迷の要因が金融システムの機能不全であるという命題を掲げ、我が国の金融システムの基本的なあり方(アーキテクチャー)が日本経済の現在の発展段階と不適合を起こしているという証明困難な断定のうえで、金融システム見直しの方向は「市場型金融の拡大」を図ることであると強調している。

ところで、上記の書物が出版された2006年時点のウォール街と欧州金融市場の状況を改めて振り返ってみると、それはまさに今回の金融恐慌の温床となったサブプライム・ローンとこれを組み込んだ仕組み証券市場が、恐るべきバブル崩壊に向けて最後の急膨張を遂げていた時期であった。2000年代に入って活況を続けてきた米国住宅ローン市場は2005年末にはほぼ飽和状態に達し、2006年後半期には高リスクローンの延滞が顕著に増加しはじめていた。これに連動して、一部住宅ローン専門金融機関の経営悪化が表面化しており、すでに注意深い専門家は、バブル崩壊が近いことを警告していた。

2007年春には、米国で住宅ローン専門金融機関の破綻が始まり、同年7月には国際金融恐慌の最初の兆しとして、ベア・スターンズ傘下のヘッジファンドの破綻が発生した。ついで8月にはフランスの大手銀行BNPパリバ傘下のヘッジファンドが破綻したことで、金融危機が米国だけの問題ではないことが明らかになった。これ以降仕組み証券市場の崩壊、2008年9月のリーマンショックを経て世界同時不況に突入した経緯については、すでに広く知られている通りである。

このような今回の金融恐慌の歴史的経緯を念頭において、この人々の議論をあらためて見直してみると、それが、いかに時代錯誤的な空論であったかが明らかになる。今回の金

融恐慌によって、最大の打撃を受けたのは、かれらが目標としてきた米・欧の大手投資銀行であった。これら銀行は金融バブルと世界的投機市場のいわば胴元であったが、その多くが破綻し、かれらのビジネスモデル（投資銀行モデル）の最大の支柱であった仕組み証券市場と信用デリバティブ市場は、回復の見通しが立たないほど収縮した。このような事態は、我が国における金融証券化の進展に望みを託して、市場型間接金融の構想を提唱してきた前記の人々にとって、言葉を失うほどの事態であった。

以上のような金融恐慌の経緯によって、これまで我が国の金融システム改革の目玉とされてきた市場型間接金融構想は、事実上破綻状態に陥った。しかし、このプロジェクトの推進に関わってきた人々は、それに代わる新たな構想を打ち出すことができないまま、もっぱら自己弁護に追われている。今回の金融審議会金融分科会「報告」では、この人々がいまだに破綻した構想にしがみつき、これまでの自らの主張をなんとか正統化しようとして言葉を弄しているが、もとよりそこに積極的な内容などはない。こうした状況が、我が国の金融システム改革をめぐる議論が依然低調にとどまっている背景であるというのが筆者の判断である。

3. 我が国の金融システム構築の基本原則

ところで、我が国の金融システムを今後どのように立て直してゆくべきかを検討する場合、まず認識しておく必要があるのは、現代の国際金融市場には、世界の GDP 総額をはるかに上回る貨幣資本（設備投資や雇用拡大に充てられないで、投機を中心とする金融的利得をめざす資金）が銀行や機関投資家（いわゆる政府系ファンドを含む）、富裕な個人投資家などの手元に集中され、利殖の機会を求めてグローバルに運用されているという事実である（拙著『金融恐慌を読み解く』新日本出版社 第1章参照）。

近年の国際金融市場では、ロシア危機、ラテンアメリカ危機、巨大ヘッジファンド LTCM 破綻を契機とする世界的金融不安、2000 年代初頭の IT バブル崩壊、さらに今回の世界金融恐慌が発生したが、これらの金融危機と混乱の背景には、常に大手銀行と機関投資家による、莫大な貨幣資本の投機的な運用が関係していた。

我が国の銀行と金融当局も、このような貨幣資本の世界的な増大に、大きな役割を果たしてきた。1990 年代初頭のバブル崩壊によって企業からの資金需要が収縮した我が国では、銀行と機関投資家はヘッジファンドを始めとする海外の機関投資家に低利で資金を提供し、これがアジア諸国の金融市場で短期的に運用されて、アジア危機の要因になった（いわゆるキャリートレードと呼ばれる取引）。また、日本銀行が銀行救済と景気下支えのために実施してきたゼロ金利政策や量的緩和政策は、銀行の「手元流動性」（貸付可能な資金）を異常な規模に膨らませ、その多くが国債の購入に向けられたが、それは財政支出を通じて結果的に、銀行の「手元流動性」として還流した。

しかし、このように銀行と機関投資家の手元に膨大な貨幣資本が集中し、この結果としての極度の低金利が続いているにもかかわらず、我が国の金融市場には資金需給の深刻な

隘路という奇妙な状況が続いている。その最大の問題が、一時期「貸し渋り」や「貸しがし」という言葉を生んだ中小企業金融の梗塞状態であり、もう一つは、暴力的な取り立てなどで社会問題になったノンバンクさらには闇金融をめぐる問題である。

また、近年では、長期の不況を背景に経営危機に陥った企業が、投資ファンドとよばれる乗っ取り組織の標的にされる事例が広まっている。これらのファンドは、銀行から低利で借り入れた資金を利用し、買収した企業から従業員を解雇し、強引なリストラ後に転売して利益をあげるが、こうしたやり方は失業、労働条件の劣悪化、地域経済への悪影響など深刻な「外部不経済」をもたらしている。

また、我が国経済社会が抱える問題を振り返ると、教育や科学技術研究の予算が削られたり、私立学校の高額授業料、保育所や託児所の不足、医療・介護施設などでの極度の低賃金とサービス悪化、農漁業の衰退や後継者難、環境への負荷のすくないエネルギーや食糧生産技術の開発の遅れ、定年退職者を含む高齢者の生活を支える社会的仕組みの未整備など、長期的視点から整備・充実が必要な分野が数多く残されている。こうした問題に取り組むためには、なによりも新しい構想とそれを実現する人間や資金が必要であるが、とくにこうした分野に向けられる資金は、もっぱら投機的利得に依存する銀行や機関投資家のビジネスモデルとは別の、新しい金融の仕組みの中で供給することが必要であろう。

いずれにしても、一方で、投機的取引にしかビジネスチャンスを見出すことができない過剰な貨幣資本が存在し、他方で、人々の福利、雇用増進のための金融ニーズが、金融機関や投資家の期待利益に直結しないという理由で金融サービスから排除されている状況は、不合理という他はない。小泉政権が推進した郵政民営化は、年金の運用自由化と合わせて、国民の貯蓄を投機市場化がすすむ金融市場に誘導するための方策であったが、これもまた、我が国の政治家と金融界の責任ある人たちが、年金や郵貯など国民生活の拠り所となるべき資金を金融機関と投資家の投機的利殖の対象としか見ることができない、救い難い視野の狭さを示しているのである。

このような状況を改善するためには、なによりもまず、金融システムが一握りの金融機関や投資家に「利殖」の機会を提供するための社会的装置ではないということ、それは本来国民の生活と雇用のための、つまり国民の暮らしという意味での「実体経済」を支えるためのインフラ（生活道路や交通システムなどと同じ、経済基盤あるいは社会的公共財）であるという観点から、その役割と仕組みを根本的に見直す必要があるだろう。

今回の金融恐慌では、この大惨事（人災）の原因として、銀行経営者やファンドマネージャーの強欲や「暴走」が指摘されてきた。たしかに、今回の惨事で銀行経営者やファンドマネージャーの「強欲」や「暴走」が大きな要因であったことは確かであるが、彼らが反社会的で自滅的な「暴走」を冒したのは、単なる人間性の問題ではなく、かれらが置かれているシステムの問題である。つまり、この人たちは、現在の仕組みのなかではもはや合理的には運用しきれない貨幣資本を、なにがなんでも高利回りで運用しなければ競争から排除されるという市場圧力によって、その判断と行動がゆがめられていたことを忘れて

はならない。

バブルは、確かに銀行経営者の不見識や投機家の強欲を動力にして膨張するが、今回のような巨大なバブル（我が国の80年代バブルも同様）はこれらの人々のゆがんだ価値観や人間性だけが生み出すのではない。それはなによりも、金融システムをふくむ、経済社会の構造的なひずみが生み出す災害なのである。

4. 我が国の金融システムの何を改革するのか

以上のことから明らかなように、今後のあるべき金融システムを構想することは、それぞれの国が抱えている経済社会の構造的問題を全体的に検討し、それを踏まえて、具体的な改革案を構想する事が必要である。ここでは、ただちにそうした構想の全体像を提示することはできないが、筆者が重要と考えてるいくつかの項目を挙げておきたい。

(1) 中小企業金融体制の抜本的強化を図る

我が国における金融改革の諸課題の中で、中小企業金融体制の強化は、もっとも重要かつ複雑な課題といえる。重要というのは、我が国経済の中で、中小企業は全体として、産業技術の維持、雇用、地域経済の発展他の面できわめて大きな役割を果たしており、経済全体の土台を強くするためにも、さまざまな分野で競争力のある中小企業を育成する必要があるからである。また、複雑というのは、歴代政府の大企業優先政策と金融自由化政策によって、中小企業の経営危機が広がるとともに、中小企業金融機関の専門性が希薄化（規模格差の拡大と普通銀行化）しているからである。とりわけ、旧小泉政権下での金融再生プランのもとで、中小企業金融機関が独自の判断で中小企業向け融資を拡大することが困難になった事情は重大である。

中小企業金融体制の強化のためには、第一に、大手金融機関と中小企業金融機関の役割の違いを制度的に確認し、第二に、中小企業金融機関が独自の判断で融資を弾力的に拡張できる環境を整備する必要がある。また、中小企業自体が抱えている問題は資金の不足だけではないし、現状を維持すればよいわけではない。産業分野によって事情は異なるが、どの企業も多かれ少なかれ、新たな業務を展開する必要に迫られているであろう。これは大きなリスクを伴うが、中小企業がこうしたリスクを取り易くするための金融的サポートも重要な課題であろう。

また、経営問題を抱える企業だけではなく、優れた独自技術やブランドをすでに備えている企業の場合も、今後は投資ファンドなどに狙われる危険性が高まってくる。このような脅威に備えるために経営者が時間と経営資源を浪費することは無駄であり、理不尽な乗っ取りに中小企業経営者が効果的に対抗できる制度を準備することも必要である。

なおかねてから、中小企業経営者の団体の一部は、米国の地域再投資法を参考にして、中小企業の金融円滑化のための新しい立法をめざす運動に取り組んでいる。こうした運動が、今後さらに高まることが期待される。

(2) 「貯蓄から投資へ」から「健全な貯蓄手段の提供へ」

世界の金融市場に、いわゆる間接金融から証券市場へという大きな流れがあることは否定できないが、それは、国民の貯蓄をリスク資金に変えて証券市場に誘導するということと同じではない。銀行システムと証券市場では、金融仲介の原理が根本的に異なっており、専門家さえ予想できない市場リスクに曝される証券市場に国民の貯蓄を誘い込むのは無謀であり、「国民への投資教育」など論外である。

金融の証券化の動き自体には一定の理由があり、我が国でも今後さまざまな形態が進むであろうが、それは国の政策や金融機関の思惑によって推進すべきことではない。むしろ、それぞれの国の産業や国民生活の実情に適合的な仕組みが段階的に形成されることが必要である。したがって、政府・監督機関は、まずは年金、郵貯、保険などが、証券市場のリスクに過度にさらされるのを防止し、国民の将来の生活を確実にささえる貯蓄手段を提供できるための金融の枠組みを整備しなければならない。

(3) ノンバンクの健全化・間金融の根絶

我が国では、金融行政が過当競争防止や健全性確保の観点から、民間銀行の自発的な創意・工夫を必要以上にさまたげてきた経緯がある。このために、銀行の通常の融資基準に合致しない企業や個人の金融ニーズが銀行のサービスから排除されてきた。この分野は、これまで商工ローンを始めとする高利ノンバンクにゆだねられてきたが、これらの金融機関は利息制限法の不備や手薄な監督体制のもとで、不法な高利や強引な取り立てなどによって大きな利益をあげてきた。

商工ローン他の高利と暴力的取り立てが社会問題化したこともあって、近年ではこの分野の透明性を高め、高利や利息過払いを防ぐ手立てが講じられている。しかし、同時に、大手銀行がサラ金業者を傘下に組み入れて、この分野を自らのビジネスとして取り込む動きが広がっている。

商工ローンやサラ金をめぐる問題は、これらの業者の不当な営業を制限あるいは処罰するだけで解決する問題ではない。問題の根は、行政と銀行が、伝統的融資分野とそれからはずれる高リスク融資分野の大きな間隔を埋める工夫を怠り、銀行のサービスから排除された企業や個人を、監督体制の不備な略奪的金融に追いやっている状況にあると言わなければならない。銀行や中小企業金融機関がこうした高リスク分野に健全な形で参加するための創意工夫を促すと同時に、現在の公的金融の在り方を再検討することも必要であろう。

(4) 銀行と機関投資家の投機活動を制限する

すでに述べたように、現代の金融市場には、金融的利得をめざしてグローバルに運用される「投機資金」が世界の GDP を上回る規模で存在しており、銀行や機関投資家はそれができるだけ高い利回りで運用することを迫られている。このような過剰な貨幣資本の利回り圧力は、企業の投資抑制と国際収支の黒字が続き、金融当局が不正常的なゼロ金利政策を継続している我が国では、特に深刻である。

近年の我が国では、90年代初頭のバブル崩壊の経験から、銀行や機関投資家は無謀な不動産投機や株式投機に走ることは比較的慎重であった。しかし、高利回りを追求する競

争圧力が存在する現状では、事情が変化すれば、別の形態の投機活動が新たなバブルを引き起こす可能性は決してなくなっていない。

その意味で、銀行と機関投資家の投機活動を制限するためのさまざまな施策を講じることは依然重要な課題である。米国で議論されているように、銀行と投機組織との取引、カラ売りを始めとする投機手段、投機組織のレバレッジ（借入資金の利用）などを厳格に制限することが必要である。

さらに重要なことは、投機的利益に対する厳格な課税によって、投機の誘因を削ぐことであろう。この問題では、外国為替取引に課税するトービン税が有名であるが、ドイツなどではあらゆる金融取引を対象とする金融税の創設が活発に議論されている。国際的投機組織の活動を効果的に監視する体制が存在しないもとの、金融税の創設にむけて国際的な合意が成立するかどうかは、人類の英知が問われる歴史的な課題の一つであろう。

（５）金融機関の集中を抑制する

今回の金融恐慌では、市場原理主義を世界中に押し付けてきた米国で大手銀行と大手自動車会社が事実上破綻し、莫大な財政資金を投入して救済するという異変が生じた。低所得者に配慮した保険制度の整備でさえ容易に承認されない米国で、このような政府による企業救済が今後も繰り返されれば、統治システム自体の正統性が問われかねないという懸念もあって、オバマ政権の金融規制強化策には、いわゆるヴォルカー・ルールとよばれる銀行とヘッジファンドの取引を規制する条項が盛り込まれた。

ヴォルカー・ルールの背景には、単にヘッジファンドの資金源を絞ることだけではなく、いわゆる Too-Big-To-Fail（巨大銀行の破綻を政府が処理できない）問題が関わっている。リーマンを破綻させたポールソン前財務長官の判断が、リーマン・ショックを契機に国際的な批判を浴びた問題である。

しかし、考えてみると、日本でもすでに公的資金による銀行救済は経験済みである。大規模金融機関の自由な合併・買収を容認（むしろ促進）し、その業務を自由化して好きにリスクを取らせ、挙句の果てに経営危機に陥ると財政資金で救済するというのは、あまりにも理不尽な話である。

したがって、破綻すれば金融システムに甚大な混乱を引き起こす可能性のある金融機関に対しては、これ以上の大規模化を認めないだけではなく、リスクに見合う高い基準での自己資本や支払い準備金の確保、レバレッジ制限、高率の預金保険料や法人税などを課して、むしろ経営者が自発的に規模縮小や業務整理に向かうように促す政策が必要である。そのうえで、現存する大規模組織の破綻に際して財政負担を伴わない清算手続きを準備しておく必要がある。

（６）公的金融と民間金融の補完関係を見直す

先に見たように、我が国の経済社会が今後取り組まなければならない課題の多くは、営利目的で運用される民間金融機関にゆだねることのできない金融サービスを必要とする問題である。これらの問題への取り組みに必要な金融サービスが、政府の介入を排除した民

間金融機関の競争によって効果的かつ十分に提供されるという民営化論者の言説は幻想に過ぎない。

したがって、郵政民営化はもう一度出発点から見直されなければならないことは言うまでもないが、それに関連して、財政投融资の仕組みや、政府金融機関が担当してきた政策金融の仕組みについても、今後の我が国経済社会の課題を踏まえて、その目的と組織を再点検し、単なる整理縮小ではなく、むしろ必要であれば一層の拡充を含めて役割の強化を図ることが必要である。

その場合、単純に民間金融機関から業務を奪うような形で公的金融を拡張することは望ましくないし、透明性と説明責任の確保も重要な課題である。複雑な作業ではあるが、まずは民間と公的分野が、それぞれ担当する領域を明確にしたうえで、相互補完的に相乗的効果を発揮できる仕組みを試行錯誤をいとわずに構築してゆくことが必要である。