The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	世界金融危機と日本
Author(s)	上川, 龍之進
Citation	阪大法学. 2013, 63(3-4), p. 297-322
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.18910/67963
rights	
Note	

The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

https://ir.library.osaka-u.ac.jp/

The University of Osaka

世界金融危機と日本

上川龍之進

はじめに
第一章　日本の金融システム
第二章　日本に対する世界金融危機の影響
第三章　なぜ日本では「市場ベースの銀行業」が発展しなかったのか
第四章　結　論

はじめに

本稿は、世界金融危機が日本にもたらした影響について検討を行う。本稿の問いは、他の先進国の金融セクターに比べて日本の金融セクターが、世界金融危機によって、あまり損失を被らなかったのはなぜかというものである。この問いに答えるために本稿は、日本では「市場をベースとした銀行業」（market-based banking）があまり発展していないことに着目する。

この「市場ベースの銀行業」という概念は、イアイン・ハーディとデイヴィッド・ホワースによるものである。[1] 簡単に説明すると、従来の銀行業が、預金者から預金を集め、借り手に融資を行うのに対し、「市場ベースの銀行業」は、預金者ではなく市場、すなわち、他の銀行や投資家から直接、資金を集めて融資を行い、貸出債権を証券化して、証券として市場、すなわち、他の銀行や投資家に売却することでリスクを軽減する銀行経営のあり方を指す。ハーディとホワースは、「市場ベースの銀行業」が盛んな国ほど、金融機関が多額の投資資金を集めて過剰な投資を行ったり、証券化商品の売買を盛んに行ったりしたため、金融セクターの損失の程度が、より大きくなったという仮説を立てている。そして、この仮説を検証するため、各国の金融システムを研究している政治学者が集まり、先進各国の比較研究を行っている。[2] そこで本稿でも、日本では「市場ベースの銀行業」があまり発展しなかったので、日本の金融セクターは世界金融危機においても、あまり損失を被ることがなかったと仮定して、議論を進めることにする。

本稿の構成は、以下の通りである。まず第一章では、日本において「市場ベースの銀行業」が、どの程度発展していたのかを確認する。次に第二章では、世界金融危機が日本の金融システムに与えた影響と、日本の実体経済に与えた影響について検討する。それから第三章では、なぜ日本では「市場ベースの銀行業」が発展しなかったのかを検証する。最後に第四章で、本稿の議論をまとめる。

第一章　日本の金融システム

ジョン・ザイスマンは、一九八三年に公刊された古典的研究において、日本の金融システムを典型的な「銀行ベースの金融システム」に分類している。[3] しかしながら、間接金融が中心の「銀行ベース」と直接金融が中心の

「市場ベース」という伝統的な二分法は、「市場ベースの銀行業」が出現したため、金融システムを理解するには不十分なものとなったというのが、ハーディとホワースの考えである。というのも、ドイツのように「銀行ベースの金融システム」の国においても、銀行が市場から集めた資金を貸し出したり、市場へ債権を売却したりするなど、「市場ベース」での活動を高い程度で行っているということがありうるからである。そこでまず、日本では「市場をベースとした銀行業」が、どの程度発展しているのか、確認しておく必要がある。

コーポレート・ファイナンス

まず、日本におけるコーポレート・ファイナンス（企業金融）を見ておこう。戦後日本の金融システムは銀行中心のシステムであった。株式や社債の発行は厳しい規制によって制限されており、ほとんどの企業は銀行融資に頼っていた。しかし、一九七〇年代後半には企業金融において金融の自由化が始まり、大企業は銀行離れを始め、直接金融市場、すなわち、株式や社債の発行により必要資金を入手するようになった。けれども、日本企業の九九％を占める中小企業の大半は、銀行の融資に依存している。日本の企業金融では、依然として銀行融資の占める割合が大きいと言える。

次に日本の家計を見ると、二〇〇七年末のデータで家計の資産の五〇％は銀行預金に預けられており、証券保有はそれほど進んではいない。それゆえ、日本経済の資金の主たる流れは、家計から銀行へ預けられた資金が、銀行から企業へ融資されているというものだと判断できる。(4)

ＩＭＦのデータで見ても、二〇〇七年末に日本の株式総額はＧＤＰ比で見て一〇六・四％、民間債券（社債）の総額はＧＤＰ比で見て四七・二％、それに対して銀行の資産の総額はＧＤＰ比で見て一七八・九％となっており、

銀行資産が株式・社債の総額よりも多くなっている。それに対して典型的な「市場ベース」の国であるアメリカでは、株式総額・社債総額がともに銀行の資産総額を大きく上回っている。[5] このことからして日本では、企業金融において、銀行融資の役割が株式や社債よりも大きいと判断できる。

とはいえ、イギリスを含む多くのヨーロッパ諸国では、銀行融資の役割が日本以上に大きく、株式総額や社債総額に比べ、銀行資産の方がかなり多くなっている。「市場ベース」の銀行は、預金ではなく市場での借り入れを通じて資金を獲得し、それを貸し出しに回しているからである。したがって、日本の銀行が伝統的か「市場ベース」かを確認するためには、銀行のバランスシートを見る必要がある。

銀行の資産

まず銀行の資産の部を見ると、二〇〇七年末のデータでは、融資が五九・二%、国債等が一一・〇%を占めており、日本の銀行は主として伝統的な銀行業務を営んでいることがわかる。株式と社債も一二・七%と、かなり高い比率を占めている。これは、日本の銀行が企業の乗っ取りを防ぐための安定株主として取引先企業の株式を多く所有しているからである。[6] 銀行は、この株式を売却するつもりはない。

さらに世界金融危機と関連するところでは、日本の金融機関はアメリカのサブプライム住宅ローン関連の金融商品をあまり購入してはいなかった。また、ＡＢＣＰ、ＣＬＯｓ、ＣＤＯｓ、ＲＭＢＳ、ＣＭＢＳ、レヴァレッジド・ローンといった金融商品についても、あまり所有してはいなかった。[7]

このように銀行の資産に関する限り、日本では「市場ベースの銀行業」の発展の程度は低かったと判断できる。

銀行の負債

次に銀行の負債の部を見ると、二〇〇七年末のデータでは、預金が七五・七％を占めている。これは他の先進国に比べてかなり高い比率である。ただし日本では、商業銀行業務と証券業務が厳格に分離されている。ヨーロッパでは、銀行が証券業務も行っているし、アメリカでは投資銀行が証券業務を行っている。そこで銀行だけでなく、証券会社の負債も含めて計算し直したところ、金融機関の負債のうち、六九・〇％を銀行預金が占めることになり、やはり他の先進国に比べて高い比率を占めていることがわかる。(8)

他のデータでも、日本の銀行が、市場からの借り入れにあまり依存していないことがわかる。第一に、二〇〇七年末の時点で、日本の銀行の預貸率（預金額に対する貸出額の比率）は八〇・六％である。つまり日本の銀行は、「市場ベース」の資金には依存せず、預金のみを用いて融資を行っていることになる。第二に、証券化商品の発行量は他の先進国に比べて、かなり少ない。

このように銀行の負債に関しても、日本では「市場ベースの銀行業」の発展の程度は低かったと判断できる。

金融の国際化

一九九〇年代初頭にバブル経済は崩壊するが、それ以前において、日本の銀行は積極的に海外業務を拡大していた。とりわけ貸出業務に積極的に取り組んだのだが、ユーロ債市場では債券発行の幹事会社としての業務にも携わった。日本の四大証券会社も、国際業務を拡大させ、海外で銀行免許を獲得した。銀行も証券会社も、銀行と証券の分離を定めた国内規制を海外では回避できたので、それぞれ相手の分野に参入し、国際市場でのプレゼンスを高めていったのである。しかし、バブル経済が崩壊すると、日本の金融機関は国際業務から急速に撤退していった。

現在では、日本の金融機関の国際化の程度は、とても低くなっている。日本の金融機関が海外に所有する資産・負債の額は、他の先進国の金融機関に比べて低い。海外の銀行から日本の銀行への貸出額も、きわめて低くなっている。(9)

ここまでの検討により、日本においては「市場ベースの銀行業」の発展が非常に低いものにとどまっていたこと、そして日本の金融機関の国際化の程度も非常に低かったことが確認された。

第二章　日本に対する世界金融危機の影響

次に、世界金融危機が日本の金融システムに与えた影響と、日本の実体経済に与えた影響について検討する。危機は四つの段階を経て展開した。第一段階は、二〇〇七年八月にフランスの大手銀行BNPパリバ傘下のミューチュアル・ファンドが解約を凍結すると発表したことで、サブプライム住宅ローン問題が顕在化した時期である。第二段階は、二〇〇八年九月にリーマン・ブラザーズが経営破綻し、金融市場で危機が世界的に広がった時期である。第三段階は、二〇〇八年秋から二〇〇九年春にかけて、金融システム危機により実体経済が急激に悪化した時期である。第四段階は、二〇一〇年春以降、政府債務危機が広がった時期である。

第一段階：パリバ・ショック

パリバ・ショックによって、アメリカのサブプライム住宅ローン問題が深刻な問題だということが明らかになった。しかし日本では、サブプライム住宅ローン問題は対岸の火事とみなされていた。実体経済は、アメリカと中国への輸出が好調なため成長を続けていたし、日本の金融機関は、アメリカやヨーロッパの金融機関とは違い、サブ

プライム住宅ローン関連の金融商品をあまり所有してはおらず、それほど損失を被らなかったからである。[10]

ところが、日本の株価は徐々に下落していった。これは海外の投資家が日本企業の株式を売却したためだと見られている。一九九〇年代後半以降、海外投資家は日本企業の株式を大量に購入している。日本の株式市場における海外投資家の株式保有率は、一九九五年度は約一〇％程度であった。だが年々増え続け、二〇〇六年度には三〇％近くに達した。一方、日本の家計の大半は資産保有の手段として、リスクのある株式よりも安全な銀行預金を選択しており、二〇〇八年度の個人投資家の株式保有率は二〇・一％にとどまった。[11] 銀行と企業は、依然として海外投資家よりも大量の株式を保有しているものの、それは持ち合い株式であって、そうした株式を売買しようとはしない。それゆえ一九九〇年代後半以降、日本の株式市場では外国人投資家が主たる買い手・売り手となっており、株価を左右する存在になっている。

しかしながら、海外投資家の株式保有率は二〇〇七年度には二七・六％、二〇〇八年度には二三・六％と低下し続けた。[12] これはアメリカの株式市場で損失を被った外国人投資家が、その穴埋めのため、日本企業の株式を売却したからである。ゆえに、日本経済が拡大を続けていたにもかかわらず、二〇〇六年秋以降、日本の株価は下落し始めたのである。

第二段階：リーマン・ショック

日本では、リーマン・ブラザーズの経営破綻も対岸の火事と見られていた。与謝野馨経済財政政策担当大臣は、日本経済には蜂が刺した程度の影響しかなく、日本の金融機関が痛むことはない、と発言していた。[13]

与謝野の言った通り、ほとんどの金融機関の財務状況は健全で、日本の金融システムは安定していた。この時期、

日本の金融機関は、相次いでアメリカやイギリスの金融機関に出資を行っている。二〇〇八年一月に、みずほコーポレート銀行がメリルリンチに出資し、二〇〇八年七月に、三井住友銀行がバークレイへの出資を決めた。二〇〇八年九月には、三菱UFJ銀行がモルガン・スタンレーに九〇億ドルの出資を行い、株式の二一％を保有した。同月、野村ホールディングスは、経営破綻したリーマン・ブラザーズのアジア太平洋、ヨーロッパ、中東部門を買収した。日本の金融機関の財務状況には、それだけの余裕があった。日本の金融機関は、サブプライム住宅ローン関連の証券化商品だけでなく、その他の証券化商品もあまり所有してはいなかったので、大きな損失を被らずに済んだのである。

第三段階：世界経済危機

日本の銀行セクターは世界金融危機からはあまり影響を受けなかった。けれども実体経済は、深刻なダメージを受けた。国民の大半は二〇〇八年一〇月になって初めて、日本にとって危機がどれほど深刻なものかを認識することになった。

第一に、株価が急落した。海外投資家が、世界金融危機で被った損失の埋め合わせのために、日本企業の株式を大量に売却したからである。先に論じた通り、日本企業の株価は海外投資家の動向に大きく依存しているため、日本の株式市場では、アメリカやイギリスの株式市場よりも急激な株価の下落が起きた(14)。

株価の下落は、大銀行の財務状況に深刻な影響をもたらす。株式持ち合いのため、大銀行は莫大な量の株式を所有しており、その株価の総額は自己資本額を上回るほどである。ここで歴史を振り返ると、一九八〇年代後半以降、アメリカや西ヨーロッパ諸国は、銀行への自己資本比率規制の導入を主張するようになった。それに対し日本政府

は、銀行が保有する株式の含み益を自己資本に含めることを要求し、一九八八年に合意に達したＢＩＳ規制（バーゼルⅠ）では、最大四五％まで算入することが認められた。これにより、株式を大量に保有する日本の銀行が、自己資本比率八％以上を満たすことが可能になったのである。しかしながら、このせいで、株価が下落すると自己資本比率が低下し、財務状況が苦しくなるという事態に陥ることになった。

二〇〇一年には、新しいバーゼル規制を満たすため、二〇〇四年九月末までに――後に二〇〇六年九月末までに延期されるが――銀行が保有する株式の総額を、資本金、剰余金などで構成されるコア資本の総額以下に制限することが決められた。このため、銀行は保有する株式を売却し、その株式は主として外国人投資家によって購入されたのである。[15]

しかしながら、銀行は依然として莫大な量の持ち合い株式を所有している。[16]それゆえ、株価の下落は銀行セクターの財務状況に大きな悪影響をもたらす。そうなると銀行は自己資本比率維持のため、貸出額を減らすことになる。

第二に、企業は金融市場から直接資金を借り入れることが難しくなった。リーマン・ブラザーズは救済されずに債務不履行を起こしたため、投資家がリスク資産を回避するようになったからである。日本では一九七〇年代後半から、企業金融に関しては金融の自由化が進み、大企業は株式や社債を発行することで、市場から資金を直接、集め始めた。二〇〇〇年代には大企業の大半が、株式や社債、コマーシャル・ペーパーを発行して資金を集めていた。ところが二〇〇八年末には、世界的な大企業ですら、市場から資金を直接集めてくることができなくなった。[17]そこで企業は資金繰りをつけるため、銀行への融資の申し込みに殺到した。これを受けて銀行は、大企業への貸し出しを増やす一方で、中小企業への貸し出しを渋るようになったのである。

第三に、輸出が急減した。これには二つの理由がある。第一に、世界金融危機が世界全体、特にアメリカでの需要を急速に減少させたからである。第二に、円がドルやユーロに対して、急激に上昇したからである。日本の銀行セクターは、アメリカやヨーロッパの銀行セクターに比べて健全であったため、リスクを回避しようとした投資家たちが、ドルやユーロを売り、円を買ったと見られた。また、低金利の円を借りて海外で投資する「キャリー・トレード」が大きく反転したこと、つまり、投資家たちが海外での投資を引き上げて、借りていた円を返したことも、円高につながった。急速な円高は、日本からの輸出品の価格を急激に引き上げ、輸出を減少させた。

輸出の急減は、実体経済を急速に悪化させた。二〇〇〇年代中盤以降、長期にわたる経済低迷からの回復を可能にした原動力は、主として輸出の増大だったのであり、[18] 輸出に依存するところが大きい日本経済にとって、輸出の急減がもたらす影響は甚大であった。世界金融危機後の日本の経済成長率は、金融システム危機に陥っていたアメリカの経済成長率よりも急激に低下してしまったのである。日本と同様に経済成長を輸出に依拠していたドイツも、この時期、深刻な不況を経験している。

政府と日本銀行は、この経済危機に対し、財政支出の拡大や金融のさらなる緩和など、様々な政策対応をとった。[19]

第四段階：政府債務危機

二〇〇九年末以降、ギリシャの政府債務危機が深刻化し、二〇一〇年五月には、アイルランド、ポルトガル、スペインといった他のヨーロッパ諸国へと政府債務危機は拡大した。しかし日本では、政府債務危機は起きなかった。二〇一〇年の時点で、日本の政府債務はGDP比で一九九・二%に達し、財政赤字はGDP比で八・〇%となっている。先進国の国債格付けを見ると、二〇一〇年の時点で日本の国債格付けは、ギリシャやポルトガルよりは高

いものの、アイルランド、イタリア、スペインと同じくらい低くなっている。[20] しかしながら、日本の国債は市場で購入され続け、長期金利は低位で安定している。新規発行の一〇年物国債の金利は、二〇一〇年夏の時点では一％未満に過ぎなかった。

なぜ日本では政府債務危機が発生しないのであろうか。一般的には、日本の国債の大半が国内投資家によって購入され、保有されているからだと言われている。二〇一三年三月末の時点で、日本の国債の海外所有比率は、わずか八・四％に過ぎない。[21]

特に日本では、郵便局で集められる郵便貯金と簡易保険の資金で、国債が大量に購入されている。郵便貯金と簡易保険には政府保証がついているので、その資金は最もリスクの小さい安定資産である日本国債に向けられてきたのである。

郵政事業は二〇〇七年一〇月に民営化された。しかしながら、現在でも政府が日本郵政株式会社の全株式を保有し、日本郵政株式会社が、日本郵便株式会社、株式会社ゆうちょ銀行、株式会社かんぽ生命保険の全株式を保有している。二〇一二年四月に成立した郵政民営化改正法では、株式会社ゆうちょ銀行と株式会社かんぽ生命保険の株式について、その全部を処分することを目指し、両社の経営状況、ユニバーサルサービス確保の責務の履行への影響を勘案しつつ、できる限り早期に処分することとされている。また、日本郵政株式会社の株式については、政府が全株式の三分の一超を保有し続けなければならないのだが、残りについては、二〇一一年一一月に成立した「東日本大震災からの復興のための施策を実施するために必要な財源の確保に関する特別措置法」により、政府は復興債の償還費用の財源を確保するため、日本郵政株式会社の経営状況、収益の見通しその他の事情を勘案しつつ処分の在り方を検討し、その結果に基づいて、できる限り早期に処分することとされている。[22] とはいえ、日本郵政やゆ

うちょ銀行、かんぽ生命保険の株式が、いつ売却されるのかは、現時点では明らかでない。国民の大半は依然として、郵便貯金と簡易保険は政府が保証していると考えており、そこで集められた資金の大半は国債購入に向けられている。

ゆうちょ銀行だけではなく他の銀行も、莫大な量の国債を所有している。大半の家計は、株式のようなハイ・リスク、ハイ・リターンの金融資産よりも、ロー・リスク、ロー・リターンの銀行預金や郵便貯金を好んでいる。このため、銀行には莫大な量の預金が集まってくるのだが、銀行も、その預金の運用先としては、リスクの高い中小企業への融資や、ハイ・リスク、ハイ・リターンの金融商品よりも、ロー・リスク、ロー・リターンの金融資産、すなわち日本国債を好んでいる。というのも銀行は、バブル崩壊後に自己資本比率規制をクリアするのにたいへん苦しんだ経験があるので、自己資本比率を高くするために、リスクの低い資産を好むのである。

それゆえ、日本国債のほとんどは国内市場で購入され、保有されており、日本では政府債務危機が起きることはなかった。

第三章　なぜ日本では「市場ベースの銀行業」が発展しなかったのか

ここまで世界金融危機が日本の金融システムに与えた影響と、日本の実体経済に与えた影響について簡単に見てきた。日本の銀行は、個人預金を多く集めており市場性預金への依存度が低く、一方、その資金の大半は企業への融資や日本国債の購入に向けられており、市場関連ビジネスの比重が小さかった。すなわち、日本では「市場ベースの銀行業」があまり発展していなかったため、銀行セクターは世界金融危機からあまり影響を受けなかったと考えられる。それでは、なぜ日本では「市場ベースの銀行業」が発展しなかったのであろうか。

三つの見方

このことについて考えるうえで、二〇〇七年から二〇〇九年まで金融庁長官を務めた佐藤隆文の見解が参考になる。[23] 佐藤は、サブプライム・ローン問題等に関して、日本の金融機関の損失が欧米に比べて軽微であったのはなぜかという議論には、以下の三つの見方があるとしている。

第一に、日本の金融機関がイノベーションに消極的なため、世界の金融技術の進展に遅れを取っていたことを強調する見方がある。証券化や信用デリバティブズといった新しい金融技術を活用したビジネスへの日本の金融機関の参入は、欧米の金融機関に比べて遅れており、世界金融危機が深刻化した時期には、まだ小さな規模での取り組みにとどまっていた。ただ佐藤は、日本の金融機関の「遅れ」の原因として、イノベーションへの消極性だけではなく、広く安定的な個人預金のベースを有しており、市場性預金への依存度が低いこと、市場関連ビジネスに比べ預貸ビジネスのウェイトが高いこと、短期的利益の極大化へ強く動機付ける報酬体系が一般化していないことといった、日本の銀行のビジネスモデルの特徴も大きいとしている。この見方は、日本の銀行が「市場ベースの銀行業」へと発展せずに、伝統的な銀行業にとどまっていたことを重視しているものだと言えよう。

第二に、世界で証券化ビジネスが広まった二〇〇〇年代前半から中盤は、日本の銀行が不良債権処理を進めていた時期であり、業務運営の優先順位が収益性の向上よりも財務の健全性の向上に置かれていたということを強調する見方がある。このため日本の金融機関は、収益力強化のために新規ビジネスに取り組むにしても、財務の健全性も重視せざるを得ず、欧米の金融機関のような過剰なリスクテイクが行われることはなかったというのである。

第三に、バブル崩壊後の不良債権問題等への取り組みの過程で、日本の金融機関のリスク管理の質が向上したことを強調する見方がある。一九九〇年代末から二〇〇〇年代前半にかけて、資産査定や償却引当の基準が、より信

頼性の高いものとして確立され、ディスクロージャーの枠組み等も整備されることで、金融機関の検査・監督の実効性が高まった。こうした検査・監督の強化に伴い、民間金融機関の側においてもリスク管理が質的に向上したと考えられるというのである。

佐藤は、こうした三つの見方は、いずれもあてはまるのではないかと論じている。このうち第二と第三の見方は、究極的にはバブル崩壊後の金融危機に原因があるというものだと考えることができる。それに対し第一の見方は、日本の金融システムの特徴に原因があると考えているようである。それでは、そのような特徴を生じさせた根本原因は何なのであろうか。以下、日本の金融システムの歴史を振り返って検討していくことにする。[24]

二つの異なる制度類型の共存

まず、日本の金融システムは銀行中心であることと、金融サービスの業態規制が長期にわたり継続されてきたことを強調しておかなければならない。二つの異なる制度類型が共存してきたことが重要だからである。

ヨーロッパ諸国の中には、銀行中心の金融システムでありながら「市場ベースの銀行業」が発展している国もある。それは、そうした国では金融サービスの業態規制が緩やかだからである。そうした国では、非常に規模の大きい銀行が商業銀行と投資銀行を兼営しており（いわゆる「ユニバーサル・バンク」）、証券市場が発展していて、銀行は「市場ベース」の資金を集めている。

一方、一九三三年に制定され一九九九年に廃止されたグラス・スティーガル法のため、長期にわたり金融サービスの業態規制が維持されてきたアメリカにおいても、「市場ベースの銀行業」が発展した。アメリカは市場ベースの金融システムを持つ国で、巨大投資銀行が発展し、様々な金融商品を販売しているからである。

これに対し戦後の日本では、銀行中心かつ間接金融中心の金融システムがとられた。厳しい金融規制により株式や社債の発行が禁じられたため、証券市場は発展せず、ほとんどの企業が銀行融資に依存した。証券市場が未発達であったため、また政府が銀行への預金を奨励したため、家計資産のほとんどが銀行預金の形で所有されることになり、個人の株式所有は限られたものでしかなかった。企業間の株式持ち合いのため、株式取引は低調だった。要するに日本の金融システムの特徴は、大蔵省が金融規制を通じて、意図的に作り上げたものだったのである。

戦後の金融行政の主たる目的は、銀行中心の金融システムの安定を維持することであった。金融の検査・監督権限を有していた大蔵省は、最も経営基盤が脆弱な金融機関でも経営破綻しないよう、金融機関の間での競争を制限する多くの規制を実施した。そうした規制のひとつに、銀行業と証券業の分離があった。

競争を制限し、経営基盤の弱い金融機関が破綻しないように保護する、大蔵省の金融監督のあり方は「護送船団方式」と呼ばれる。この「護送船団方式」は、一九九〇年代まで継続される。このような強力な競争制限規制がとられたことで、日本の金融機関経営は官僚的なものとなり、イノベーションに消極的になったと考えることができる。また、銀行と証券の分離規制により、商業銀行の証券業務への参入が禁じられたことで、ヨーロッパ諸国のユニバーサル・バンクのように、銀行が「市場ベースの銀行業」を発展させることはできなかった。しかしながらアメリカでは、銀行と証券の分離規制にもかかわらず、投資銀行が「市場ベースの銀行業」を発展させた。日本でアメリカの投資銀行にあたるのは、証券会社である。けれども日本では、アメリカとは違い、大蔵省により意図的に銀行中心の金融システムが形成され、証券市場が未発達なものにとどめられたので、銀行に比べて証券会社の経営基盤は脆弱なものにとどまった。このため日本の証券会社は、長期にわたって株式・公社債の仲介業務にとどまり、新しい投資銀行業務へ進出する能力がなかったと考えられる。

つまり、大蔵省の厳格な金融規制が、日本において「市場ベースの銀行業」が発展しなかった究極の原因であるように思われる。しかし、日本においても一九七〇年代後半以降、徐々にではあるが金融規制の緩和は進んだ。そこで、ここでは結論を急がずに、もう少し歴史を追うことにする。

自由化が進んだ分野と遅れた分野

欧米諸国と同様に、一九七〇年代後半以降、日本でも金融自由化が進んだ。しかしながら大蔵省は、同時期に急速な金融自由化を進めたアメリカやイギリスと比べて、ゆっくりとしたペースで金融自由化を進めた。また、すべての分野で金融自由化が進んだわけではなく、なかなか自由化が進まない分野もあった。

企業金融に関しては、自由化はスムーズに進んだ。この結果、大企業は社債や株式の発行により資金を集められるようになり、銀行は貸出先を失うことになった。また、金利規制の緩和により、高金利の譲渡性定期預金（CD）が発行されるようになったため、主たる収益源であった利ざやも縮小した。このビジネス環境の変化に直面して、大半の都市銀行や長期信用銀行は西ヨーロッパのユニバーサル・バンクをモデルとし、証券業務に進出しようと考えた[25]。

しかしながら、銀行の証券業務への進出は頓挫する。銀行と証券の分離が長期間にわたり継続されたからである。一九九三年になってようやく、銀行が証券子会社を設立するという形式で証券業務に進出できるようになった。だが、この時でさえ銀行の証券子会社には、証券業務の一部しか行うことは許されなかった。

なぜ業態規制はスムーズに緩和されなかったのであろうか。これには以下の三つの理由が考えられる。第一に、証券会社と信託銀行が、自らの業務分野に都市銀行が参入してくることに強く反対したからである。証券会社や信

託銀行は、経営基盤が非常に強く、企業とも緊密な関係を持つ都市銀行が参入してくれば、競争に敗れると考えたのである。第二に、大蔵省は金融自由化により金融機関の間で競争が激しくなれば、経営破綻に陥る金融機関が出てくると危惧したからである。第三に、大蔵省は銀行業務と証券業務の利益相反を懸念していたからである。大蔵省は特に、銀行が経営難に陥った企業から融資を回収するために、その企業に社債や株式を発行させるのではないかと懸念していた。この第三の理由から、一九九〇年代末に「日本版ビッグバン」によって徹底的に金融自由化が進められた時でさえも、銀行と証券子会社との間のファイヤー・ウォールは依然として維持された。

銀行は政府の規制により、国内市場では証券ビジネスに参入できなかった。一方で一九八〇年代に入ると、地価が上がり始めた。そこで銀行は後述するように、不動産融資を新たな収益源とすることにした。地価高騰のおかげで、銀行は伝統的な銀行業務に集中することができたのである。(26)

他方、ユーロ市場で資金を集める日本の大企業が増えてきたため、日本の銀行と証券会社は海外業務に進出していった。国内市場と違い、ユーロ市場では業態分離規制はなかった。一九七〇年代前半には、大銀行のほとんどが海外で、完全子会社の投資銀行を設立するか、もしくはイギリスの投資銀行と合弁企業を設立して、ユーロ市場で日本企業が社債を発行する際の引受シンジケート団に加わり始めた。日本の証券会社は、こうした銀行の行動が銀行と証券の分離に違反すると批判していた。(27) 日本の銀行は海外業務を展開させ、海外市場で投資銀行業務を始めていたのである。

このように一九七〇年代後半以降、金融自由化が徐々に進んだものの、銀行と証券の分離規制は依然として残存し、銀行が「市場ベースの銀行業」に乗り出すのを妨げていた。しかし、規制が及ばない海外市場では、銀行は投資銀行業務に乗り出していたのである。

バブル経済

一九八〇年代にはバブル経済が発生する。[28] まず、株価バブルについて見ておこう。企業金融に関する規制緩和が進んだことで、一九八〇年代になると企業の間で株式投資がブームとなった。いわゆる「財テクブーム」である。株式取引の規模は急拡大し、株価は上昇を続けた。株価の上昇により、企業は株式や転換社債、ワラント債を発行することで、莫大な資金を集められるようになった。このため、株式市場・債券市場が急速に発展した。

株価が上昇したことで、特に電電公社の民営化により発足したＮＴＴの株価が急上昇したことで、これまで株を売買したことがなかった普通の人々の間でも、「財テクブーム」が広がった。これまで株式投資に関心を持たなかった日本の家計の間で、株式所有が増大したのである。

次に、地価バブルについて見ておこう。一九八〇年代に入ると、東京の地価が上昇し始めた。これは、金融の国際化により海外の金融機関が東京に進出してくるため、東京でオフィスビルが不足すると考えられたことがきっかけであった。

貸出先を失い、利ざやを減らしていた銀行は、地価の上昇を見て、高い収益が得られると考え、不動産融資を増やした。戦後の日本では、第一次石油危機の翌年の一九七四年を除いて地価は下がったことがなかったため、「地価上昇神話」が信じられており、銀行は、借り手が土地を担保にしさえすれば融資を行った。しかもこの時期は、地価が上昇し続けていたため、銀行は、地価が下落するリスクを考慮することなく、莫大な額の不動産融資を行った。

さらに一九八五年九月のプラザ合意以降、低金利政策が長期にわたって継続された。プラザ合意とは、先進五カ国がアメリカの貿易赤字を減らすことを目的とし、ドルに対して他の通貨を引き上げるために共同で為替介入を行

うことで合意したことである。これにより円が上昇し、日本の景気は悪化した。というのも日本経済の成長は、アメリカへの輸出によるところが大きかったからである。アメリカ政府はまた、日本政府に内需拡大を要求し続けた。為替レートの調整だけでは貿易不均衡は解決されないと考えていたからである。そこで日本銀行は、金利を引き下げ続け、一九八七年二月には公定歩合を当時としてはきわめて低い二・五％にした。一九八六年半ばには景気は回復したにもかかわらず、一九八九年五月まで利上げは行われなかった。このため、株式と不動産への投機は増大し、バブルが発生したのである。

バブル経済の時期には、日本の銀行は海外業務を積極的に拡大した。特に貸出業務の拡大が顕著であった。国内市場で高収益を稼ぎ、莫大な資金を低金利で貸し出すことができたからである。このため、日本の銀行の海外市場でのプレゼンスは急速に高まった。さらに、ユーロ市場での有価証券引受業務に参加するなど、証券ビジネスにも積極的に参入した。

このようにバブル経済の時期には、日本国内の株式・債券市場が急速に発展し、家計も株式保有に積極的になっていた。また、銀行も海外市場に積極的に展開し、証券ビジネスにも乗り出していたのである。

不良債権問題

バブル経済が拡大し続けていたならば、日本の銀行中心の金融システムは「市場ベース」の金融システムに転換し、日本の銀行は国際業務をさらに発展させていたかもしれない。しかしながら、一九九〇年代初めにバブルは崩壊する。バブル経済の時期に初めて株式投資を行った素人投資家は、大きな損失を被った。さらに大手証券会社が、企業など大口顧客に対してのみ株式売買で生じた損失を補填していたことが発覚した。このことに怒った普通の

人々は、株式投資をやめてしまった。またバブル崩壊後、日本の銀行は国際業務から撤退していった。国内の不良債権処理に集中しなければならなくなり、国際業務を大規模に展開し続ける余裕がなくなったからである。

バブル経済の時期に急速に成長した証券会社は、株価の急落により、大きな損失を被った。さらに大手証券会社は、一九九一年と一九九七年の二度にわたり、暴力団・総会屋に対して利益供与を行っていたことが発覚し、社会的に厳しく指弾された。一九九〇年代を通じて株価の低迷が続く中、証券会社には投資銀行業務へ参入していく余裕はなかったのである。

一方で一九九〇年代には、金融サービスの業態規制が徐々に緩和されていった。一九九三年には、銀行が証券子会社を設置することが認められた。けれども、銀行の証券子会社が行える業務範囲は制限されており、株式発行の引受業務や社債・株式の流通市場での自己勘定取引などは許されなかった。(29)

一九九七年には橋本龍太郎首相が、金融市場を徹底的に自由化する「日本版金融ビッグバン」を提唱し、銀行業と証券業の業態規制も大きく緩和された。銀行の証券子会社の業務範囲は大きく拡大され、銀行が投資信託を販売することや、銀行・証券会社・信託銀行を子会社とする金融持株会社の設立も認められることになった。(30)

しかしながら、銀行は投資銀行業務や国際業務といった新しいビジネス分野への業務拡大を十分には行わなかった。その原因は、不良債権問題である。日本の金融機関は不良債権処理に追われて、新しいビジネスに乗り出す余裕がなかったのである。一九九〇年代初めに発生した不良債権問題は、二〇〇四年になってようやく解決された。この間、欧米では金融の技術革新が急速に進み、日本の金融機関は遙か後方に取り残されてしまったのである。

このように見てくると、金融規制というよりは、バブル経済の崩壊とそれに伴う長期間の金融危機が、日本において「市場ベースの銀行業」の発展を阻害し、金融システムが「市場ベース」に転換するのを阻んだ原因であるよ

うに思われる。

原因は金融規制か金融危機か

金融ビッグバン以後も、銀行業と証券業の分離規制は依然として残っていた。銀行本体は依然として伝統的な銀行業を行うものとされ、不動産や貸付債権の証券化といった資産の流動化やM&Aの仲介ビジネスのような投資銀行ビジネスは証券会社が行うものとされた。だが、バブルの崩壊と不祥事で痛手を被った日本の証券会社は、伝統的な証券ビジネスである株式・債券の仲介業務のみを行い、投資銀行ビジネスに乗り出すのが遅れ、アメリカやヨーロッパの金融機関の後塵を拝することとなった。

けれども、日本の銀行はバブル経済の時期に国際業務を拡大させ、銀行業と証券業の分離という国内規制を回避して、海外市場で投資銀行業務に取り組んでいた。このことから、日本の銀行は規制よりもバブル崩壊のインパクトによって、その行動を制約されたと考えられる。たとえ国内規制があったとしても、金融機関は国際業務を拡張し、海外市場で新しいビジネス分野に乗り出すことができたはずである。もしバブルが崩壊せずに、日本の銀行がさらに国際業務を拡大していたならば、日本の銀行は海外の資本市場で資金を集め、より「市場ベース」になっていただろう。しかしながら現実には、バブルが崩壊してしまい、不良債権処理に専心しなければならなくなったため、日本の銀行は国際業務から急速に撤退した。このことからして、日本で「市場ベースの銀行業」が発展しなかったのは、規制が原因というよりは、金融危機とそれへの銀行の対応が原因だと考えられる。

この解釈は、不良債権問題が解決されると、日本の銀行がより「市場ベース」になる準備を始めたことからも裏付けられる。二〇〇〇年代前半に、大きな金融機関はメガバンクを中心とした金融グループに再編された。都市銀

行が中心だが、持株会社が都市銀行・信託銀行・証券会社の株式を所有するという形態がとられている。そして金融グループ内の証券子会社は、次々と投資銀行業務を始めた。

とはいえ、規制のあり方も着実に変化している。銀行業と証券業の分離規制は、金融ビッグバン以後にも、徐々にだが緩和されている。このことに関連して指摘しておくべきなのは、金融規制・監督のスタイルが転換されたことである。一九九〇年代後半に大蔵省は、金融危機を発生させてしまった責任を追及され、金融部門を分離されてしまった。二〇〇〇年七月に、金融機関の規制・監督および政策の企画立案を担当する金融庁が設置され、金融行政のスタイルも、大蔵省の事前予防型の裁量行政から、事後チェック型のルール行政へと転換された。金融庁は市場の自主性、自律性を尊重し、金融機関とは適切な距離をとるようになった。くわえて、破綻金融機関を処理する枠組みも完成した。

しかしながら、人々の意識はなかなか変化しない。バブル崩壊により損失を被った個人投資家は、株式投資をなかなか増やそうとはしない。主たる家計の貯蓄手段は依然として銀行預金であり、日本の金融システムの特徴が大きく変わったとは言えない。ここでも金融危機の影響を見出すことができるのである。

第四章　結　論

本稿の議論をまとめよう。日本においては「市場ベースの銀行業」があまり発展していなかったので、他の先進国の金融セクターに比べて日本の金融セクターは、世界金融危機によって、あまり損失を被らなかった。それでは、なぜ日本においては「市場ベースの銀行業」が発展しなかったのであろうか。

一見すると、金融規制がその原因であるように思える。銀行中心で間接金融中心という日本の金融システムの特

徴は、戦後の金融規制により、意図的につくられたものである。さらに長期間にわたって、銀行業と証券業の分離が維持されてきた。

しかし、より重要な原因として、バブル経済の崩壊と、それ以後、二〇〇〇年代前半まで継続した金融危機が挙げられる。金融危機の影響としては、アメリカやヨーロッパの金融機関が金融技術革新を急速に進めていた時期に、日本の金融機関は不良債権処理に専心せざるを得ず、新しいビジネス分野に参入する余裕がなかったことや、不良債権処理の過程で日本の金融機関のリスク管理の質が向上し、不明瞭なリスク特性の商品の取り扱いやリスク・リターンが不透明な証券化商品等の投資に慎重になったことが挙げられる。さらに金融危機は、日本の金融機関が「伝統的な銀行業」、「伝統的な証券業」にとどまり、「市場ベースの銀行業」が発展しなかったことの原因にもなっていた。

バブル経済の時期に日本の銀行は、国内市場では銀行業と証券業の分離規制により、また地価の上昇により、不動産関連融資を中心とした「伝統的な銀行業」にとどまっていた。しかし、規制が及ばない海外市場では、銀行は投資銀行業務に乗り出していた。さらに国内においても、株式・債券市場が急速に発展し、家計も株式保有に積極的になるなど、銀行中心、間接金融中心の金融システムが転換する兆しが見えていた。

しかしながらバブル経済が崩壊し、株価が暴落したため、株式市場・債券市場は縮小に転じた。また経営基盤を拡充していた証券会社も、株価の暴落や不祥事により経営状態が悪化し、投資銀行業務へ参入していく余裕を失った。株式投資を始めた個人投資家たちも、株式市場から退出していった。

さらに、地価の暴落により大量の不良債権が発生したため、銀行は不良債権処理に専心しなければならなくなり、国際業務から撤退していった。不良債権問題は長期化したため、日本版金融ビッグバンにより金融自由化が急速に

進んだにもかかわらず、銀行は長期間にわたり、投資銀行業務や国際業務といった新しいビジネス分野へ業務を拡大することができなかったのである。

とはいえ、「市場ベースの銀行業」の発展が遅れたことは、日本にとって幸運であった。このおかげで、日本の銀行セクターが世界金融危機から受けた損失は、限定的なものにとどまったからである。

【付記】本研究は、平成二五～二八年度文部科学省科学研究費補助金　基盤研究（C）　研究課題「金融危機管理政策の政治経済学・欧米諸国との比較の観点から」　課題番号　二五三八〇一五五）による研究成果の一部である。なお本研究にあたり、David Howarth (University of Luxembourg)、Iain Hardie (University of Edinburgh) 両氏から貴重な助言を賜った。ここに記して感謝したい。

（1）　この概念について、詳しくは以下を参照。Iain Hardie, David Howarth, Sylvia Maxfield and Amy Verdun (2013) 'Introduction: Towards a Political Economy of Banking,' in Iain Hardie and David Howarth (eds.), *Market-Based Banking and the International Financial Crisis.* (Oxford: Oxford University Press), pp. 1-21; Iain Hardie and David Howarth (2013) 'Framing Market-Based Banking and the Financial Crisis.' in Hardie and Howarth (eds.), *op. cit*, pp. 22-55.

（2）　この成果が、Hardie and Howarth (eds.) (2013) *op. cit.* であり、筆者も第一〇章を執筆している。Ryunoshin Kamikawa (2013) 'Market-Based Banking in Japan: From the Avant-Garde to Europe's Future?' in Hardie and Howarth (eds.), *op. cit.*, pp. 218-249. この論文と本稿とは、一部重複があることをお断りしておく。本稿で用いたデータの詳細については、紙幅の都合上、省略しており、詳しくは、この論文を参照されたい。

（3）　John Zysman (1983) *Governments, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change.* (Ithaca: Cornell University Press).

（4）　内閣府（二〇〇八）『平成20年度　年次経済財政報告（経済財政政策担当大臣報告）――リスクに立ち向かう日本経

済』、一四四頁、第2―5―3図「家計ポートフォリオの各国比較」(http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08.html)。

(5) International Monetary Fund (2008) *Global Financial Stability Report: Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy*. October 2008 (www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/index.htm).

(6) 内閣府(二〇〇八)、前掲書、一六六頁、第2―5―24図「銀行のバランスシートの推移」(http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je08/08.html)。

(7) 金融庁ホームページ「サブプライム関連商品等の保有額等について」(http://www.fsa.go.jp/status/subprime/)。

(8) 日本銀行ホームページ「日本銀行時系列統計データ検索サイト」(http://www.stat-search.boj.or.jp/index.html)の「資金循環(F.F)」による。

(9) Bank for International Settlements (2008) *BIS Quarterly Reviewa, Statistical Annex*. June 2008 (http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r__qa0806.pdf).

(10) 金融庁ホームページ、前掲「サブプライム関連商品等の保有額等について」。

(11) 『朝日新聞』二〇〇九年六月二〇日付朝刊。

(12) 『朝日新聞』二〇〇九年六月二〇日付朝刊。

(13) 『日経経済新聞』二〇〇八年九月一七日付朝刊。

(14) 日本経済新聞社編(二〇〇九)『実録　世界金融危機』日本経済新聞出版社、一七八―一八三頁。

(15) Hoshi Takeo and Anil Kashyap (2001) *Corporate Financing and Governance in Japan: The Road to the Future*. (Cambridge: The MIT Press), pp. 322-323.

(16) 日本経済新聞社編(二〇〇九)『大収縮――検証　グローバル危機』日本経済新聞出版社、一五五頁。

(17) 日本経済新聞社編(二〇〇九)、前掲『大収縮』、一三二頁。

(18) 小峰隆夫(二〇〇六)『日本経済の新局面』中央公論新社、貞廣彰(二〇〇五)『戦後日本のマクロ経済分析』東洋経済新報社、読売新聞経済部(二〇一〇)『激震経済』中央公論新社。

(19) 具体的な対応については、日本経済新聞社編(二〇〇九)、前掲『実録　世界金融危機』、二四七―二七二頁、日本経済新聞社編(二〇〇九)、前掲『大収縮』、二六九頁、を参照。

(20) みずほ総合研究所編（二〇一〇）『ソブリン・クライシス――欧州発金融危機を読む』日本経済新聞出版社、二〇三頁、図六―四。

(21) 財務省（二〇一三）『２０１３年度版債務管理リポート――国の債務管理と公的債務の現状』、三〇頁、図一―一一（http://www.mof.go.jp/jgbs/publication/debt_management_report/index2013.html）。

(22) 日本郵政ホームページ「郵政民営化法の改正でこうなる」（http://www.japanpost.jp/privatization/index02.html）。

(23) 佐藤隆文（二〇一〇）『金融行政の座標軸――平時と有事を越えて』東洋経済新報社、二五四―二五七頁。

(24) 以下の記述について詳細は、上川龍之進（二〇一一）「金融ガバナンス」大山耕輔編著『比較ガバナンス』おうふう、一九九―二二六頁、Ryunoshin Kamikawa (2012) “The Interaction between Financial Regulation and Financial Crisis in Japan: Change in Financial Administration and Two Financial Crises from 1980 to 2010.” *Osaka University Law Review*, 59: 1-26、を参照。

(25) 岡崎哲二・星岳雄（二〇〇二）「１９８０年代の銀行経営――戦略・組織・ガバナンス」村松岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究　上――バブルの発生とその背景構造』東洋経済新報社、三一三―三五八頁。

(26) ここでの解釈は、Hoshi and Kashyap (2001) *op. cit.*; 岡崎・星（二〇〇二）、前掲論文、に依拠している。彼らは、業態規制の緩和が企業金融の規制緩和に比べて大幅に遅れるという「歪んだ金融自由化」が、一九八〇年代後半における銀行の野放図な不動産融資を引き起こしたと論じている。

(27) Frances McCall Rosenbluth (1989) *Financial Politics in Contemporary Japan.* (Ithaca: Cornell University Press), pp. 150-151.

(28) バブル経済について詳細は、上川龍之進（二〇〇五）『経済政策の政治学――90年代経済危機をもたらした「制度配置」の解明』東洋経済新報社、第三章、を参照。

(29) Hoshi and Kashyap (2001) *op. cit.*, p. 252.

(30) *Ibid.*, pp. 290-295.