

## 論 説

## 市場規律と日本の金融システム

服 部 泰 彦

## 目 次

はじめに

## I. 「市場規律」論の論理展開

1. 市場規律の規定と二つの側面
2. 「市場規律の限界」と金融当局の行政的介入

## II. 「市場規律」論の検討

1. 預金保険の存在と金融当局の行政的介入
2. 市場規律と内部規律
3. 「日本の金融システムのあるべき姿」について

おわりに

## は じ め に

近年、戦後日本における金融規制・金融行政や金融・証券市場のあり方を批判し、市場規律や市場メカニズムの機能を重視する観点から金融システムのあり方を論じる考え方が存在する。

戦後日本の金融・証券市場においては、銀行・金融機関の間で市場規律や市場メカニズムが働く余地は非常に小さかった。というのは、証券市場においては、企業団体の構成メンバーを中心に、企業や銀行・金融機関が株式を持ち合い、互いに安定株主となることによって、経営者は敵対的買収という脅威を感じることなく、経営をすることができたからである。また、金融市場においても、預金者は戦後長年にわたって築かれてきた「銀行不倒神話」によって完全に保護されていたために、銀行取付けや預金流出という市場の脅威を感じる必要もなかった。

そして、このような金融市場における市場規律や市場メカニズムの機能が作用しない戦後日本の金融システムを規定してきたのは、金融当局による金融規制や金融行政であった。このような市場規律や市場メカニズムが作用しない戦後日本の金融・証券市場やそれを規定していた金融規制・金融行政のあり方が、金融自由化の不徹底を招き、1990年代における不良債権問題や1997年11月の金融危機を引き起こした主要な要因として捉える考え方がある。

本稿では、このような論理を展開する理論を「市場規律」論と呼ぶことにするが、その代表的な論者として堀内昭義氏を取り上げることにする。というのは、堀内氏は、金融・証券市場に限定しているとはいえ、市場規律や市場メカニズムの機能について他の論者とは比較にならないほど深く考察されているからである。また、この問題は、同時に銀行・金融機関に固有のステーク・ホルダーである預金者や金融当局のあり方を問うことから、銀行・金融機関のコー

ポレート・ガバナンスの問題でもある。

## I. 「市場規律」論の論理展開

### 1. 市場規律の規定と二つの側面

堀内氏は、「市場規律」を次のように規定している。「預金者や投資家たちが銀行の経営状態を絶えず監視し、業績の劣悪な銀行に対して圧力を加えることは、銀行経営者の注意深い判断や経営戦略を引き出すはずである。健全な経営の実現に失敗すれば市場から厳しい圧力が加えられるという条件は、銀行経営者や株主（彼らは経営者を内部から監視する役割を担う建前である）に対して規律を与える重要な条件のひとつである。このような市場のメカニズムを『市場規律』と呼ぶことができよう。」<sup>1)</sup> このような内容を持った市場メカニズムのことを、堀内氏は「市場規律」と呼んでいるが、そこには、「淘汰や選別の圧力」という破壊的な側面と、「過度なリスク選択を抑制する」という安定化の側面との二つの側面がある。

「淘汰や選別の圧力」という破壊的な側面として、たとえば次のように言われている。「市場規律の意味は、健全経営に失敗した銀行は非常に厳しい条件に陥り、破綻してしまう可能性が高いという状況を作り出すことである。」<sup>2)</sup> また、次のようにも言われている。「預金者や投資家の側からの選別の圧力が、銀行の過度のリスク選択を『予防』できるであろう。このような預金者や投資家の選別の圧力を『市場規律』と呼ぶことができる。」<sup>3)</sup>

「過度なリスク選択を抑制する」という安定化の側面については、たとえば次のように言われている。「こうした市場からの脅威があるために、経営者は経営の失敗を回避するような慎重な経営に専心する誘因が与えられる。ここで注意すべきは、われわれが市場規律に期待するのは、経営破綻への道にできる限り近寄らないように銀行を牽制することだという点である。市場規律は、銀行を経営破綻に追い込むことができるから重要なのではない。」<sup>4)</sup> また、次のようにも言われている。「健全経営規制にしる、金融・資本市場の規律づけにしる、その最も重要な役割はあくまでも事前的に銀行経営に規律を与え、過度なリスク選別を予防することである。」<sup>5)</sup>

このように、不健全な銀行は、資本主義社会における市場メカニズムによって経営破綻の危機にさらされることになる。これが、「淘汰や選別の圧力」という破壊的な側面である。この場合、市場メカニズムとは、企業間や銀行間の競争というだけではなく、1997年11月の金融危

1) 堀内昭義『金融システムの未来』（岩波書店、1998年）、43-44ページ（以下、『金融システムの未来』と略記する）。

2) 『金融システムの未来』44ページ。

3) 『金融システムの未来』15ページ。

4) 『金融システムの未来』44ページ。

5) 堀内昭義『日本経済と金融危機』（岩波書店、1999年）、111ページ（以下、『日本経済と金融危機』と略記する）。

機という信用恐慌をも発生させる諸要因を内包したものである。そして、このような市場メカニズムの破壊的な側面を、銀行経営者が市場からの脅威と感じて、銀行が破綻する前の段階で銀行経営を立て直す努力をするように、市場メカニズムが経営者に規律づけることになる。これが、「過度なリスク選択を抑制する」という安定化の側面である。

このように、堀内氏は、全く相反する二つの意味で「市場規律」という言葉を使っている<sup>6)</sup>。たとえば、次のようにも述べられている。「97年秋以降、人々が目の当たりにすることになったのは、銀行に冷酷なリストラ圧力を加える金融・資本市場の破壊的な力である。政策担当者や一部の経済学者は、市場の破壊的な側面だけを強調して、その抑制の必要を訴えているが、それらは、本稿がこれまで説明してきた政策当局による包括的セーフティ・ネット運営の行き詰まりと、最悪なタイミングでの市場規律づけメカニズムの発現を許した政府の失敗を理解していない議論である。既に説明したように、包括的セーフティ・ネットは市場の規律づけメカニズムを排除する性格を持っていたから、アンシャン・レジームにおいて生じた銀行危機は市場メカニズムの所産でないことは明らかである。むしろ金融・資本市場や金融サービス業における市場競争の規律づけ機能を十分に利用しなかったことが、危機の深刻化につながったのである。銀行の経営実態や不良債権についての曖昧な情報を市場へ流し続けたことも、市場の不安定な反応を惹起する原因になった。」<sup>7)</sup> この文章の最後の部分である「金融・資本市場や金融サービス業における市場競争の規律づけ機能」というのが安定化の側面を述べているところである。そして、前段の部分においては、「市場の破壊的な側面」という表現が使われている。「淘汰や選別の圧力」という破壊的な側面と「過度なリスク選択を抑制する」という安定化の側面は、市場メカニズムの分ちがたく結びついている二つの側面をなしている。理論的な分析においては、この二つの側面を分離することができるし、またそれは必要なことでもある。しかし、現実の世界においては、ある場合においてどちらかの側面だけを都合よく他の側面と切り離して、作用させることはできない。しかし、堀内氏の場合には、金融システムの効率性を論ずる場合には、「破壊的」な側面だけを取り出し、信用秩序の維持を論ずる場合には「安定化」の側面だけを取り出している。

「信用秩序の維持」の側面については、後で言及することにして、ここでは、「金融システム

---

6) 佐藤隆文氏は、次の文章で、市場規律をこの二つの側面の両方の意味で使用していると思われる。「競争促進的枠組みへの転換は、上述の種々の環境変化の中で金融システムの機能向上のために不可避な流れであるが、これを信用秩序政策の視点から捉え直すと、以下のような二面性を持つ。すなわち、それは一方でリスク管理能力の欠如した金融機関や財務内容の悪化した金融機関を市場から排除する方向に働き、結果として破綻の発生を増やす傾向を持つが、他方で市場メカニズムが各金融機関に経営健全化の努力を強力に促すことを通じて、全体としての金融システムの安定化に資する効果をも有している。」(『信用秩序政策の再編』(日本図書センター、2003年)、64ページ)。

7) 『日本経済と金融危機』120-121ページ。

の効率性」の面を「効率的な経営」との関係で論ずることにしよう。堀内氏は、市場規律の機能を「効率的な経営」との関係で次のように述べている。「銀行経営者に対して、効率的な経営を求める規律づけが十分に働かない場合には、非競争的な金融業において、まさに非効率的な銀行経営がもたらされるであろう。」<sup>8)</sup> このように、経営者に「市場による選別の圧力」という市場規律を与えることが、経営の効率性を追求する規律づけになるし、非効率的な銀行を淘汰することによって、それを温存しないことが銀行経営の効率性の追求になる。そして、このように個々の銀行経営の効率性を追求することが、金融システム全体の効率性にもなる。その意味で、市場規律の破壊的側面は、金融システムの効率性を論ずる場合には、大きな意味を持つことになる。

## 2. 「市場規律の限界」と金融当局の行政的介入

前述した市場規律や市場メカニズムが、すべてうまく作用すれば、経済活動における資源配分も効率的に行われるし、銀行倒産も防ぐことができる。したがって、銀行倒産を回避するために金融当局の介入の必要性はなくなる。

しかし、堀内氏は、このように市場メカニズムがすべてを解決すると主張する経済学者はほんの一部にすぎないとして、次のように述べている。「市場メカニズムがあらゆる経済問題を解決できると主張する経済学者はほんの一握りである。多くの経済学者は、金融の分野においてさえ、市場の限界と、政府による『適切な』コントロールの必要性とを説いている。その意味で、ジャーナリズムが取り上げている市場万能主義は藁人形のようなものである。」<sup>9)</sup>

このように堀内氏も、市場規律には限界があるということを認めている。そして、「市場規律の限界」に関する通説的理解が紹介されている。まず、「市場規律が円滑に機能するための前提条件は、第一に預金者やその他の投資家たちが個々の銀行の経営状態を的確に判断する能力を備えていることである。しかし現実には、われわれが個々の銀行の経営内容を的確に知ることは容易ではない。さらに、銀行預金者の多くは個々の銀行の健全性を詳しく評価する能力も意欲も持っていないであろう。なぜならば個々の銀行の経営状態を調べることには時間、労力などの費用を要する上に、その費用は預金額が小さいからと言って節約できるものではない。」<sup>10)</sup> ここで言及されていることの1つは、個々の銀行の経営内容に関する的確な情報を収集することの難しさである。もう1つは、そうした情報が不完全ながら収集されたとしても、それを合理的に判断する能力の問題である。特に、「規模の経済性」が働くので零細な預金者は一層この

---

8) 『金融システムの未来』128 ページ。

9) 『日本経済と金融危機』4-5 ページ。

10) 『金融システムの未来』4-5 ページ。

点で難しいことになる。

以上のことにより、「多くの預金者が個々の銀行の経営状態を正確に把握できないということは、銀行システム全体のあり方に重大な意味を持っている。ある銀行が経営上の失敗で破綻したことをきっかけに、預金者が銀行全体の健全性に疑問を持つことになれば、堅実な経営をおこなっている銀行の預金者も預金の解約に向かい、その結果、健全な銀行の経営さえも毀損され、経営破綻に追い込まれかねない。」<sup>11)</sup>と論じられている。つまり、不健全な銀行の破綻が、風説の流布や混乱などによって、健全な銀行の破綻までも引き起こすという「伝染効果」によって、銀行部門全体の取付け騒ぎが広がり、市場機能全体が混乱する。

以上が、通説の内容であり、それに対して次のように、結論づけられている。「1930年代までにアメリカや日本でしばしば経験された銀行取付けは、……銀行破綻の伝染を防止する上で市場規律は有効に機能しないという考え方を生み出し、この通説に従って、金融当局が金融システム、特に銀行制度に深く介入する今日の規制体系が作り出された。」<sup>12)</sup>このように、預金者には、的確な情報の収集と合理的な判断能力がないがゆえに、一部の不健全な銀行の破綻が健全な銀行までも巻き込んだ銀行部門全体へと波及することになる。つまり、預金者は健全な銀行からも預金を引き上げてしまうという「不合理な」行動を取るということになるという理解である。

こうした通説的理解に対して、堀内氏は、信用恐慌の局面においても、不健全な銀行の破綻が他の銀行の破綻に伝染したとしても、不健全な銀行の破綻が他の不健全な銀行の破綻へと波及しただけであるならば、預金者や投資家は不完全な情報であるとしても、比較的的確な情報に立脚して「合理的に」行動したと考える。

この点では、我々も堀内氏と同様に、預金者や投資家がある程度合理的な行動を取ったと理解する。なぜならば、昭和金融恐慌や1929年のアメリカの大恐慌においても、倒産した銀行は全体からすれば一部にすぎない。実際に、恐慌局面においても、破綻する銀行はすべての銀行数からすればそれほど多くはない。堀内氏は、昭和金融恐慌の1927年において、休業した銀行数は45行であり、普通銀行総数のほぼ3%にすぎないと述べている<sup>13)</sup>。また、1929年のアメリカの大恐慌においても、最も多くの銀行が倒産した1930-33年において、倒産した銀行の割合は44.3%というかなり高い数値を示しているが、アメリカの場合、人口数の少ない小さな町でのきわめて小規模の銀行がかなり多く存在している。そこで、5000人以上の人口の町にある銀行だけに限れば、10.15%という低い数値になる<sup>14)</sup>。

---

11) 『金融システムの未来』46ページ。

12) 『金融システムの未来』46ページ。

13) 『金融システムの未来』50ページ。

14) この数値は、吉富勝『アメリカの大恐慌』(日本評論社、1965年)の302ページの表139と304-305ページ(次頁に続く)

とすれば、ある銀行はなぜ倒産し、他の銀行はなぜ倒産しなかったのかということが問題となるのであり、この点はやはり預金者や投資家がある程度、合理的な行動をとったからであると理解したほうが自然であろう。このように、一方で、堀内氏は、預金者や投資家の「合理的な」行動やそれに伴う市場規律の有効性を論じるのであるが、他方で、「市場規律の限界」に伴う金融当局の介入の必要性を否定するわけではない。では、この「市場規律の限界」は、何に由来するのであろうか。

さきほど見た通説では、不健全な銀行の破綻が、風説の流布などの混乱した情報によって、健全な銀行の破綻をも巻き込み、市場機能全体が混乱するという預金者の全く「不合理な」行動を想定している。それに対して、堀内氏は、「情報の非対称性」に伴う「情報の不完全性」に市場規律の限界の根拠を見い出している。というのは、預金者が不健全な銀行の経営内容をもっと早い段階でより正確な情報を的確に収集し、正しい評価を下し、合理的に行動していれば、市場規律は銀行経営者に対してより一層有効に働き、金融システムの安定性が得られることになる。ところが、「情報の不完全性」ゆえに、早い段階での的確な情報が得られないことから、市場規律が十分には働かないために、金融当局の行政的介入を必要とする<sup>15)</sup>というのが、堀内氏の考える「市場規律の限界」の内容である。

## II. 「市場規律」論の検討

### 1. 預金保険の存在と金融当局の行政的介入

前項での「市場規律」論の論理展開においては、預金保険というセーフティ・ネットの存在については無視してきた。だが、実際においては、堀内氏は、『金融システムの未来』の第3章において、預金保険が存在するもとの市場規律のあり方について論じている。そこでは、預金保険というセーフティ・ネットが存在するために、それまでのように市場規律が有効に作用しないことから、モラル・ハザードが発生する。そのために不健全な銀行経営も生ずることになる。そして、それを防止するため健全経営規制が必要となる。おおよそそのようなことが論じられているが、しかし、理想的な金融システムとしては、市場規律が有効に機能するためには、預金保険の範囲は狭められるほどよいのである。堀内氏は、「日本の金融システムのある

---

ージの表 140 に依拠している。この二つの表には完全な連続性があるとはいえないが、同じ資料に基づいているので、さきほどの数値は近似値を示していると思われる。

15) 小林真之氏は、その著書『金融システムと信用恐慌』（日本経済評論社、2000年）のなかで、「『情報の非対称性』理論が市場規律重視型の論者に公的介入を是認させる理論的根拠となっている」（220ページ）と述べ、その文献として藪下史郎『金融システムと情報の理論』（東大出版会、1995年）を挙げている。また、藪下氏が、非対称情報の経済学をやさしく解説した文献として、『非対称性情報の経済学——スティグリッツと新しい経済学』（光文社、2002年）がある。

べき姿」<sup>16)</sup>として、「銀行・金融機関への規律づけという観点から、市場メカニズムをできる限り活用するという意味で、セーフティ・ネットの範囲を従来よりも狭める。つまり、預金のうち銀行破綻から保護される預金の範囲を狭める」<sup>17)</sup>と述べている。したがって、理想的な金融システムのあり方として、預金保険の問題を取りはずすことは可能である。そうすれば、前項でみたような「市場規律と金融システム」の論理が浮かび上がることになる。したがって、本稿では預金保険の問題は、省略することにする。

## 2. 市場規律と内部規律

市場規律には、二つの側面があることを以前において確認した。1つは、市場メカニズムの「選別・淘汰の圧力」という破壊的な側面である。不健全な銀行は、市場メカニズムによって淘汰されるという「市場の脅威」である。そして、もう1つは、「過度なリスク選択を抑制する」という安定化の側面である。

この市場規律が、有効に機能するためには、会社および銀行の内部規律の問題を不可欠の媒介として考察する必要がある。なぜなら、経営者が市場メカニズムの破壊的側面を「市場の脅威」と感じていち早く察知し、自らの行動・活動を「過度なリスク選択を抑制する」という方向で規律づける経営の内部規律の機構を、独自に考察の対象とする必要がある<sup>18)</sup>。なぜならば、会社および銀行は、しっかりとした内部規律がない限り、「市場の脅威」をいち早く察知して、過度なリスク選択を抑制する方向へと規律づけることはできないかもしれないからである。堀内氏においては、この媒介としての内部規律にまでは言及されていない。そこで、まず最初に、「証券市場の規律」と「預金市場の規律」における破壊的側面、つまり「市場の脅威」について触れて、次にそのケース・スタディにおける内部規律の問題点を分析することにした。

「証券市場の規律」における「市場の脅威」であるが、企業の経営者が、その企業が持っている資産を有効に活用することによって、業績を高めることができなかつた結果、株価が下落する。株価が下落することによって、買収する側の企業は買収価格が下がり買収しやすくなる。

---

16) 『金融システムの未来』166ページ。

17) 『金融システムの未来』167ページ。

18) 佐藤隆文氏は、『信用秩序政策の再編』(日本図書センター、2003年)において、「第一に銀行自身による自己規律、第二に株主・債権者・預金者等による銀行の選別ないし銀行経営へのチェックを通じた市場規律、第三に当局による規制・監督・検査である」(28ページ)という三層構造の規律づけメカニズムを指摘している。そして、市場規律と当局による規律づけという「外部規律メカニズム」に対して、第1の銀行自身による「自己規律」について次のように述べている。「第一の銀行自身の自己規律が働くためには、不良債権の発生に関しその原因が過大なリスク・テイクであった場合には、その責任の所在が明確にされるような内部管理システムが存在し、かつそれが各経営者に意識されている必要がある。」(同、28ページ)このように、佐藤氏は外部規律だけではなく内部規律の必要性をも指摘している。

しかし、もしこの敵対的買収が成功した場合には、被買収企業の経営者は、その地位を追われることになる。これが、経営者にとっての「市場の脅威」ということになる。そこで、経営者は資産価値を有効に活用し、企業の業績を上げることによって株価を引き上げる努力をすることが必要になる。そのことは、同時に主要なステーク・ホルダーとしての株主のためにもなる<sup>19)</sup>。

次に、「預金市場の規律」における「市場の脅威」についてであるが、業績が好調で預金者にとって信用がある場合には、銀行から預金が大量に流出することはない。しかし、業績が不振となり、それが証券市場における投資家の知るところとなり、株価が下落し、格付けが下がり、マスコミで取り上げられるようになると、預金者からの信用がなくなり、預金の大量流出が起こることになる。そうすれば、銀行にとって資金繰りが悪化することになる。インターン・バンク市場から短期資金を調達することは可能であるが、それには限界があるとすれば、資金繰り悪化は避けられず、経営破綻することになる。経営者はその責任を問われることになる。これが、銀行の経営者にとっての「市場の脅威」ということになる。ただ、預金流出は、破綻時の急激な取り付けだけでは限らない。それ以前に、破綻の兆候としての預金流出が起こる場合があり、それをいち早く察知することによって、「過度なリスク選択を抑制する」ことができるかどうかが大変である。

さらに次に、1997年11月に経営破綻した北海道拓殖銀行（以下、拓銀と略記）をケース・スタディとして、内部規律の問題を具体的にみていくことにしよう。金融自由化が本格化した80年代に、銀行間の競争が激しさを増すなかで、最下位であった拓銀は、上位行との格差はさらに広がり、地銀上位行には激しく追いつけられなかで、焦り始めていた。こうした焦りが、1980年代に拓銀を無理な拡大路線へと駆り立て、80年代半ばに「インキュベーター（新興企業振興）路線」を採用することになった。後から進出した本州では拓銀の入り込む余地は小さく、道内の基幹産業であった農林水産業、鉱業、紙・パルプなどはすでに衰退しており、一方で新しい産業や成長力のある有望な企業は道内では全くといっていいほど芽生えていなかった。こうしたことから、他の都市銀行に比べ大手の有力な取引先が少ないため、危機感を持った拓銀は、どうしても新興ベンチャー企業を自ら育てるしかない。ちょうどバブルの時代であったことから、リゾート開発の時期でもあり、観光・建設・不動産といった業種が中心であった。

こうして、バブルの末期であった1989年4月に、「拡大路線」がすでに限界に近づきつつあったにもかかわらず路線を変更することなく、21世紀に向けた経営ビジョンの策定を始め、1990年9月に「21世紀ビジョン」構想が発表された。この構想において、バブルの崩壊がすでに始

---

19) ただ、この経営手法が、短期的視野の経営を招いたり、株価市場主義を引き起こすことになると問題である。この点については、たとえばアラン・ケネディ『株主資本主義の誤算』（ダイヤモンド社、2002年）などを参照されたい。



まっていたにもかかわらず、不動産開発事業の支援とインキュベーター路線が、経営の重点に置かれた。そして、これらの事業に関しては、営業推進と融資審査を一元的に担う戦略的部門として総合開発部が新設された。新興企業の育成を託された総合開発部は、それを強力に推進するために、融資審査というチェック機能を極めて軽視した。

拓銀では、こうしたバブル期の無謀な拡大路線を採用する経営者の暴走に対して、なぜ内部規律が有効に機能しなかったのか。この頃の拓銀の経営の中核の内部規律は、どのようになっていたのか。まず拡大路線を採用したのは、1983年4月に頭取に就任した鈴木茂氏の時代である。そして80年代の半ばには、インキュベーター路線が導入される。このインキュベーター路線の陣頭指揮をとったのが、80年代後半に札幌における業務本部長であった佐藤安彦専務であった。この佐藤氏の後を継いで、1990年10月に21世紀ビジョンを指揮したのが海道弘司常務であった。この頃、鈴木氏は会長に退き、佐藤氏は副頭取であったが、彼らは比較的おとなしい人材の多い拓銀にあって珍しく個性派であり、性格は積極的で、行動的で、ワンマンであった。この3人がバブル期から21世紀ビジョン実施時期における拡大路線の推進者であり、その絆の強固さは行内外でも有名であり、3人の頭文字をとってSSKトリオと呼ばれた。

海道氏や佐藤氏に反抗すれば、主流にいたはずの幹部でさえも突然、畑違いの閑職に異動させられるという人事が横行した。彼らは、自分たちのグループに擦り寄る者は厚遇し、逆らう者は徹底的に排除した。このような人事権を事実上握ることにより、ワンマン体制を作り上げた結果、彼らの無謀な拡大路線に対する内部規律は有効に機能しなかったのである<sup>20)</sup>。以上のようなワンマン体制が、過去の成功体験に基づく悪しき経験主義によって、経営環境の変化を無視した経営戦略を採用し続けたことと結びついて経営破綻した金融機関の事例については、1997年11月に破綻した山一証券や1998年10月に破綻した日本長期信用銀行についても言える<sup>21)</sup>。

このような社長や会長が社内人事権を事実上掌握することによって、内部規律を弱体化させてきたことに対する反省として、また内部規律におけるチェック機能を強化する必要性から、社外取締役の役割が最近大きく取り上げられている。改正商法によって大企業が2003年度から、従来の監査役制度と「委員会等設置会社」と呼ばれる米国型企業統治を自由に選べるようになった。この新しい制度を導入した場合には、「執行役」と「3つの委員会」が設置されることになった。この新制度の目的は、一方で、執行役に日常的な業務の決定権を付与することに

20) 以上について詳しくは、拙稿「拓銀の経営破綻とコーポレート・ガバナンス」(『立命館経営学』第41巻第5号、2003年1月)を参照されたい。

21) 山一証券については、拙稿「山一の経営破綻とコーポレート・ガバナンス」(『立命館経営学』第40巻第6号、2002年3月)、長銀については、拙稿「長銀の経営破綻とコーポレート・ガバナンス」(『立命館経営学』第40巻第4号、2001年11月)を参照されたい。

よって迅速な意思決定を可能にし、他方で、取締役会による業務執行を監督させる役割を指名委員会、報酬委員会、監査委員会という各種委員会に委ねることによって、チェック機能を強化することにある。その場合、各種委員会は3名以上の取締役でなおかつその過半数は社外取締役で構成されることが義務付けられており、社外取締役の果たす役割は大きな意味を持っている<sup>22)</sup>。

日本監査協会によると、2005年6月末までに「委員会等設置会社」を導入した企業は108社にすぎない。採用した企業数は、初年度（2003年4月—2004年3月）においては75社であったが、2004年度では22社であり、2005年では11社とあまり増えていないのが実情である<sup>23)</sup>。社外取締役を確保することの難しさが、この制度の導入が増えないことの1つの原因となっているように思われる。

また内部規律のチェック機能を強化するために導入されたこの制度は、次の点で問題があるように思われる。1つは、取締役が執行役を兼ねることができる点である（ただし、監査委員を兼任することはできないが）。したがって、代表執行役とそれを監督すべき取締役会の会長が同一人物であってもかまわないということになる。これでは、チェック機能としての役割を十分には果たせない。もう1つは、社外取締役の性格である。社外取締役といってもその企業やその企業の社長および会長と利害関係のある人物であれば（たとえば、緊密な取引先企業の役員など）、チェック機能としての役割を十分に果たせるとはいえない。そこで、社外取締役といっても、こうした利害関係に拘束されない「独立社外取締役」が大きな意味を持つことになる。

ただ、こうした不十分性はあるものの、コーポレート・ガバナンスに対して先進的な役割を果たしてきたソニーにおいて、業績不振から会長兼CEO（最高経営責任者）である出井伸之氏ほか現役6人の経営陣が一気に退任し、出井氏の後任にハワード・ストリンガー氏が選ばれた。外国人が社長・会長に選ばれたのはソニーの歴史においてもはじめてのケースである。アメリカでは、1990年代初頭において、GMやIBMなどで業績不振を理由として株主（機関投資家）の利益を意識した社外取締役が経営陣のトップを交代させるという経営刷新に動いたケースが相次いだ<sup>24)</sup>。

アメリカに比べれば10年遅れているとはいえ、今回のソニーの事件は、日本の企業においても「外部の力」（取締役の半数が社外取締役）が経営刷新を促す時代が到来しつつあることを予感させるものである<sup>25)</sup>。このように、日本においても、少しずつではあるが、かつてのように

---

22) 以上の委員会等設置会社については、平山康介『こんなに変わる！平成14年商法大改正』（弘文堂、2002年）を参照した。

23) 『日本経済新聞』2005年8月16日付け。

24) この点の事例については、大橋敬三『社外取締役』（中央公論新社、2000年）を参照されたい。

25) 以上のソニーの事例については、『日本経済新聞』2005年4月8日付けを参照した。

会長や社長が後継者を指名することから発生するワンマン体制を許さない内部規律が、その機能を発揮する方向へ向かうであろう。

### 3. 「日本の金融システムのあるべき姿」について

次に、信用秩序の維持と金融システムとの関連についてであるが、堀内氏は、前述したように金融当局による行政的介入の必要性を認めている。その際に、金融当局が市場に対して行政介入する仕方について次の二つのことを区別している。1つは、1990年代に日本が直面していた不良債権を処理するための緊急対策である。もう1つは、不良債権処理が解決された後での長期的な視野に立った制度改革である。しかし、不良債権問題を処理するための緊急対策は、長期的な視野に立った制度改革と矛盾する性格を持っていると堀内氏は考えている。

たとえば、その違いが明確に示されているのは、公的資金に対する次の考え方によく現れているとして次のようなことを述べている。緊急対策としては、政府は公的資金を用いて預金保険機構に準備されている銀行破綻処理の財政的基盤を拡充する必要がある。しかし、長期的にみれば、公的資金による銀行の破綻処理に関して最も懸念されるのは、公的な介入が民間銀行の経営者や投資家たちにモラル・ハザードを引き起こし、逆に不健全な銀行経営を増加させるという問題を孕んでいる。このような公的介入によるモラル・ハザードを排除するためには、金融システムの構造が一新されて、公的介入は最小限にとどめなければならない。

つまり、金融当局が主導する形で積極的に銀行のリストラを推進し、預金者や投資家の利益を財政資金の投入によって保護するという仕組みや、破綻の危機に直面している銀行に対して公的資金を用いて自己資本強化を支援することは、新しい金融システムの下では考えられないことである。なぜならば、金融システムに対する金融当局のかかわりの深さや、無原則とも言えるセーフティ・ネットの拡張が、日本の不良債権問題を深刻化したと考えられるし、公的資金支援は民間銀行のずさんなリスク管理や無謀なリスク選択の原因になりかねないからである。

このように1990年代において、直面していた不良債権問題を処理するための緊急対策としては、金融当局による市場への対策としては、金融当局による市場への積極的な行政介入の必要性を認めているが、長期的な視野に立った制度改革としては、市場メカニズムが主要であり、金融当局はそれを補完する役割に徹することの必要性を説いている。この点は、「日本の金融システムのあるべき姿」として次のように述べておられるので、少し長くなるが引用しておこう。

「(1) 銀行業やその他の金融業務分野のそれぞれにおいて、有効な競争が展開される条件を作り出すために、業務分野間の相互参入を幅広く認める。また、エンド・ユーザーの利便性向上に結びつくように、新しい金融商品や金融手段の導入を巡る競争を促進する。たとえば、金融機関や金融業者が新しい貯蓄商品や投資商品を導入する場合、金融当局の事前の認可を必要とする。

(2) 市場の投資家や預金者が、個々の銀行、金融機関の経営内容をよりの確に評価できる条件を作り出すために、情報開示のルールを拡充すると同時に、銀行、金融機関の会計ルールを合理化する。たとえば、銀行が保有する数多くの資産を、可能な限り時価ベースで評価するルールを導入する。

(3) 金融業、銀行業における行政当局は、原則として、市場メカニズムの機能改善を支援するという役割に徹する。金融当局は、多くの預金者や投資家を代理して銀行、金融機関の経営内容、とりわけその健全性を監視し情報を収集し、それを市場へ伝達すると同時に、銀行、金融機関が破綻した場合に、預金者や投資家の利益を代理して破綻処理にあたる。そのためには、金融当局の検査・調査を拡充する必要がある。

(4) 一方、銀行、金融機関への規律づけという観点から、市場メカニズムをできる限り活用するという意味で、セーフティ・ネットの範囲を従来よりも狭める。つまり、預金のうち銀行破綻から保護される預金の範囲を狭める。

(5) セーフティ・ネットの運営については、個々の銀行、金融機関の経営を恒常的に監視する機構と密接に連携して、『先送り政策』による費用の増大を防ぐ。このために金融当局は、銀行、金融機関の客観的な経営指標を基礎として業務の改善や停止を命令するルールを構築する。」<sup>26)</sup>

第1項では、これまでの競争制限的規制を撤廃して、競争を促進し、非効率的な経営を行なっている金融機関を淘汰し、金融システムの効率性を追求することの必要性を述べている。第2項では、市場メカニズムを有効に機能させるために、市場メカニズムの主体である投資家や預金者が、個々の銀行、金融機関の経営内容をよりの確に評価できる条件として、情報開示のルールの充実と新しい会計ルール作成の必要性を説いている。第3項では、競争を促進することによって、市場メカニズムが有効に働く新しい金融システムを構築すべきである。その新しい金融システムにおいては、基本はあくまでも市場メカニズムや市場規律であって、金融当局はそれを補完する役割に徹することの必要性を述べている。第4項では、市場のメカニズムが有効に働くように、セーフティ・ネットの範囲を従来よりも狭めることの必要性を強調している。そして最後に、第5項では、そのセーフティ・ネットの運営の仕方について規定している。以上を要約して一言で言えば、日本の金融システムのあるべき姿としては、金融機関間の競争を促進し、市場規律や市場メカニズムが有効に機能するための条件を整備し、金融当局はあくまでも補完的な役割に徹すべきであるというものである。

これは、信用秩序の維持という観点からすれば、市場規律や市場メカニズムが有効に機能することができれば、それですべてがうまくいくというのが、基本的な考え方である。しかし、

---

26) 『金融システムの未来』166-167ページ。

堀内氏は市場万能主義ではないので、金融当局の行政介入の必要性も他面では認めている。その介入の根拠が、「情報の非対称性」に伴う「情報の不完全性」であった。前述したように、「情報の不完全性」ゆえに、早い段階での的確な情報が得られないことから、市場規律が十分に働かないために、金融当局の行政的介入が必要であるということであった。

しかし、1990年代の日本における銀行の経営破綻の実態を見てみると、「情報の不完全性」だけで預金者が「合理的な行動」を取れなかったかというところともいえない（もちろん、情報が完全であれば、預金者はもっと早い段階で的確に「合理的な行動」を取ることが可能であったであろう）。なぜなら、「情報の不完全性」やディスクロージャーの不備があったとしても、預金者は新聞記事、雑誌、テレビ、ラジオをも含むマスコミの評価、格付け、株価の動向等によって不十分ながらも「合理的な行動」を示しており、不健全な銀行から預金を流出させることによって、資金繰りの悪化から銀行が破綻している事例は、1990年代において数多く見られたからである。それゆえ、「情報の不完全性」だけが、金融当局の行政的介入の根拠ではないと我々は考える。これは、1997年11月の金融危機がなぜ発生したかということの評価にかかわる問題である。しかし、堀内氏においては、信用秩序の維持という観点においては、「過度なリスク選択を抑制する」という市場規律や市場メカニズムの安定化の側面だけが取り上げられている。だが、現実の世界においては、破壊的な側面での市場メカニズムが同時に作用しているのであり、この点こそが行政的介入の根拠となっているのである。

## お わ り に

以上のように、堀内氏においては、市場万能主義ではないとはいえ、「日本の金融システムのあるべき姿」として、市場規律や市場メカニズムに寄せる期待が非常に大きいということが分かる。これは、市場規律の安定化の側面に対する期待である。あるべき日本の金融システムにおいて一番大切なのは、金融システムの効率性ということもあるが、やはり「過度なリスク選択を抑制する」という安定化の側面だけが取り出されることになる。前述したように、堀内氏の場合には、金融システムの効率性を論ずる場合には、市場規律の「破壊的な」側面だけを取り出し、信用秩序の維持を論ずる場合には、「安定化」の側面だけを取り出している。しかし、現実の世界においては、どちらかの側面だけをその時々において都合よく他の側面から切り離して作用させることはできない。

したがって、あるべき日本の金融システムを考える場合においても、市場規律や市場メカニズムに対して「安定化」の側面だけを期待することはできない。現実においては、その「破壊的な」側面が同時に作用しているのである。そのことが、1990年代の日本において数多く発生した銀行の経営破綻となって現れたのであり、1997年11月の金融危機もこうした結果生じたものである。現時点においては、金融機関の不良債権処理もほぼメドが立ち、90年代に比べれ

ば金融システムは安定化しつつあるが、今後も90年代のような状況が再現しないとは限らない。金融当局の行政的介入の根拠については、「情報の不完全性」だけではなく、市場規律や市場メカニズムの破壊的な側面をも見ておく必要がある。その場合に、金融当局はただ補完的な役割に徹すればいいということになるのであろうか。もちろん、これまでのような金融行政のあり方が良かったのかという問題はあるが、この点は今後の検討課題としたい。