

信用理論研究

第 26 号

2008 年 12 月

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「金融グローバル化と国際通貨システム」

「世界の金融コングロマリット」としてのアメリカ

……………徳永潤二（和光大学）

EU の東方拡大とユーロ

中・東欧諸国における媒介通貨としてのユーロ

……………斎藤智美（名城大学）

グローバル経済下の ASEAN と国際通貨システム

……………西尾圭一郎（ノースアジア大学）

秋季大会共通テーマ「株主資本主義下の株式会社論の諸課題」

日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行の問題点

……………松村勝弘（立命館大学）

投資家像の変貌と現代資本主義……………鈴木芳徳（神奈川大学）

現代資本主義の変革と株式市場……………相沢幸悦（埼玉大学）

部会活動報告

学会事務局報告

会員著書・論文目録

信用理論研究学会

目 次

大会報告および討論

春季大会共通テーマ「金融グローバル化と国際通貨システム」

- 「世界の金融コングロマリット」としてのアメリカ
……………徳永潤二（和光大学）……………（ 1 ）
- EU の東方拡大とユーロ
中・東欧諸国における媒介通貨としてのユーロ
……………斎藤智美（名城大学）……………（ 21 ）
- グローバル経済下の ASEAN と国際通貨システム
……………西尾圭一郎（ノースアジア大学）……………（ 37 ）

秋季大会共通テーマ「株主資本主義下の株式会社論の諸課題」

- 日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行の問題点
……………松村勝弘（立命館大学）……………（ 55 ）
- 投資家像の変貌と現代資本主義
……………鈴木芳徳（神奈川大学）……………（ 71 ）
- 現代資本主義の変革と株式市場
……………相沢幸悦（埼玉大学）……………（ 87 ）
- 部会活動報告……………（ 103 ）
- 学会事務局報告……………（ 105 ）
- 会員著書・論文目録……………（ 106 ）

大会報告と討論

「世界の金融コングロマリット」 としてのアメリカ

徳永 潤二
(和光大学)

I. はじめに

通説的見解によれば、1990年代後半以降、国際資本移動においてアメリカは国際金融仲介機能を果たしている。そしてこの国際金融仲介機能は「世界的な貯蓄過剰」を抱える周辺国による資金調達及び運用の結果であり、そこではアメリカの国際収支節度の喪失に問題はないと捉えられている。しかし、国際資本移動におけるアメリカの役割を国際金融仲介機能だけに解消することはできない。本稿では、通説的見解である国際金融仲介機能論を批判的に検討することによって、2000年代前半、金融グローバル化が進展する中、国際資本移動においてアメリカは、「世界の金融コングロマリット」(a World Financial Conglomerate)として能動的な役割を果たしていることを明らかにする¹。

1 本稿は、報告原稿をもとに大会での質問・討論を取り入れ加筆・修正したものである。大会では、コメンテーターである上川先生と井上先生をはじめとする数多くの先生方から有益なコメントを頂いた。記して感謝したい。いうまでもなく、あり得る誤りは全て筆者に属するものである。

II. 「世界の銀行」から「世界のベンチャーキャピタリスト」へ

1990年代後半以降、アメリカは周辺国から経常収支赤字以上の外資を流入させる一方、その外資の余剰分を周辺国に对外投资をすることによって国際金融仲介機能を果たしている。IMF [1997] は、90年代後半、相対的に安全で流動性の高い証券を相対的に高い利回りで供給することによって国際資本を引き付ける一方、アメリカはそれらを流動性は低いが高い利回りをもたらす形で再投資する「世界の銀行」と捉えている。Gourinchas and Rey [2005] は、90年代以降、アメリカの対外負債が従来と同様、銀行借入、貿易信用、債務である一方、対外資産は長期の銀行貸出からハイリスクな直接投資や株式投資にシフトすることによって、アメリカの役割は「世界の銀行」から「世界のベンチャーキャピタリスト」に変容しているとした。

国際金融仲介機能の下、アメリカの経常収支赤字と对外投资（国際収支赤字）は増大している。Bernanke [2005] は、アメリカの経常収支赤字は周辺国の「世界的な貯蓄過剰」がアメリカに大規模に流入し、それが国内のISバランスの不均衡を生じさせていることによるものだとしている。周辺国の「世界的な貯蓄過剰」では、とりわけ東アジアのエマージング諸国の外貨準備増加が大きな意味を持っている。Dooley, Folkerts-Landau and Garber [2004] は、東アジアのエマージング諸国の外貨準備増加はアメリカからの直接投資流入の一種の「担保」とみなしている。つまり、東アジアのエマージング諸国は米財務省証券投資を行う一方、輸出主導型の経済成長に必要な直接投資をアメリカから流入させているのである。

通説的見解の第一の特徴は、アメリカの国際金融仲介機能が「世界的な貯蓄過剰」を抱える周辺国による資金調達及び運用の結果であり、国際資本移動においてアメリカは受動的役割を果たしていると捉えることにある。

国際金融仲介機能の下での経常収支赤字と対外投資の増大は、ネットをはるかに越えたグロスの対外債務の増大をもたらしており、これはアメリカの国際収支節度を著しく喪失させている。Greenspan [2004] はグローバリゼーションによって、外国資本流入による経常収支赤字ファイナンスがはるかに容易になっているとしている。また IMF [2006] は、米金融市場の優越性を背景として、周辺国の「世界的な貯蓄過剰」がアメリカに大規模に流入することによって、国際金融仲介機能が支えられており、現在の米を中心とするグローバルインバランスは維持可能であるとしている。

通説的見解の第二の特徴は、金融グローバリゼーションとアメリカの金融市場の優位性によって、ネットをはるかに越えたグロスの対外債務の増大に見られるアメリカの国際収支節度の喪失に問題はないとすることにある。

Ⅲ. 国際資本移動における国際通貨国

国際金融仲介機能論の基礎には、主流派の金融仲介機能についての理解がある。ミクロ的には、金融仲介機関である銀行は黒字主体から赤字主体への資金移転の仲介を行うことによって資金の効率的利用を可能にする一方、マクロ的にみれば、資金移転を通じて貯蓄を投資に転化させる。この見解を国際的に適応すると、「世界の銀行」である国際通貨国は経常収支黒字国と経常収支赤字国の間において資金移転を行うことによって、国際的レベルで貯蓄・投資フローを効率化していることになる²。

銀行には信用創造を通じて貨幣供給を行うという非銀行金融機関にない機能があり、それは二つの見解が存在する³。第一は一般均衡分析に基づ

2 藤田 [1985]、125 頁。

3 貨幣供給ルートをめぐる見解は安原 [2003] 第 5 章による。

く見解である。そこでは家計部門の貯蓄→銀行への預金→銀行による貨幣供給という因果関係が想定されており、貨幣供給ルートは貯蓄が投資を規定するものと捉えている。いま一つはポストケインジアンの見解である。そこでは非銀行部門の資金需要→銀行による貨幣供給という因果関係が想定されており、貨幣供給ルートは投資が貯蓄を規定するものと捉えている。それぞれの見解を国際面に適応すれば、前者の立場では「世界の銀行」である国際通貨国の基本的機能は国際金融仲介機能にあり、国際資本移動の供給ルートの起点は経常収支黒字国の貯蓄となる。これに対して、後者の立場では「世界の銀行」である国際通貨国の基本的機能は信用創造機能にあり、国際通貨ドルの供給ルートの起点は国際通貨国アメリカとなる。国際通貨ドルがアメリカの銀行システムでの信用創造によって供給されることを考えれば、国際通貨ドルの供給ルートは周辺国の「世界的な貯蓄過剰」に求める外生的なものではなく、内生的な性質を持っている⁴。つまり、国際通貨国アメリカの役割は国際金融仲介機能だけに解消することはできないのである。

藤田 [1995] は、国際資本移動において「世界の銀行」である国際通貨国は、第一の国際決済、第二の国際信用創造、第三の国際金融仲介の三つの機能を果たす国であるとした。

第一の国際決済は、三つの機能の中でも基礎となるものであり、国際貿易・資本取引に伴う国際決済がドル建て要求払い預金の振替で行われることである。この背景には国際通貨ドルの圧倒的な地位があり、CHIPSをはじめとするドル建て決済システムがその実態である。国際決済機能の下、アメリカは経常収支赤字と対外投資によって流出したドルの大部分がその

4 石田 [1993] は、米の銀行システムの信用創造によって供給された国際通貨ドルの大部分が、対米投資となって再びアメリカに還流する米ドルの国際資金循環モデルを提示した。

他通貨に大規模に転換されることなく、非居住者のドル資産のままで保有されるという特権を持つことになる。

第二の国際信用創造は、国際通貨国の銀行が信用創造によって、国際決済手段であるドル建て要求払い預金をネット及びグロスで供給することである。この背景には国際決済機能におけるドルの圧倒的地位があり、ここで対外的に「現金準備の漏れ」は生じない。その実態として、第一は経常収支赤字を通じたドルの対外供給ルート、第二は対外投資（ドル建て・外貨建て）を通じたドルの対外供給ルートがあげられる⁵。国際収支表では、前者の場合、財・サービスの輸入の対価として対外債務が増加することからネットでドルが対外供給されるのに対して、後者の場合は対外債権と対外債務が両建てで増加することからグロスでドルが対外供給される。国際信用創造の下、アメリカは自国通貨による対外支払い・投資（負債決済）が可能となり、この負債決済によってアメリカからのドル供給が周辺国からの貯蓄流入によって規定されないという特権を持つことになる。

第三の国際金融仲介は、国際通貨建て要求払い預金の振替が活発化し、国際的に黒字国と赤字国の間で資金移転が行われることによって、国際的レベルで貯蓄・投資フローが効率化することである。この背景には国際決済機能におけるドルの圧倒的地位があり、機関投資家やヘッジファンドといった非銀行金融機関等によるポートフォリオ投資やデリバティブ取引などを通じたグロスでのドルの対外供給を実態とする⁶。非居住者による対米証券投資の場合、ドル建て要求払い預金の名義が非居住者から米居住者に振り替わる。次に米居住者が対外直接投資を行えば、ドル建て要求払い

5 米ドルの対外供給については、上川孝夫先生と松本朗先生から数多くのご教示を頂いた。なお、上川氏のコメントへの回答1も参照。

6 デリバティブ取引は広義の金融仲介であると捉えられる（上川 [2007], 100～01頁）。したがって90年代以降の国際金融仲介においては、現物取引だけでなく、デリバティブ取引も加わるようになった。

預金の名義が米居住者から非居住者に振り替わることになる。ここでは、ドル建て要求払い預金の振替が活発化し、国際的レベルで貯蓄・投資フローが効率化される一方、対外債権と対外債務が両建てで増加することからグロスでドルが対外供給される⁷。国際金融仲介機能によって貯蓄を投資に転化するといえ、国際通貨国の場合、その貯蓄流入によるファイナンスが非常に容易であるため、アメリカは対外投資における能動性が大きくなるという特権を持つことになる。

以上での理論的検討では、非国際通貨国にないアメリカだけの国際通貨国特権が明らかになった。アメリカが国際決済機能を担うことによって、国際収支赤字によってアメリカから流出したドルの大部分は様々な保有者と保有形態を通じて米に「自動的」に還流することになる。このことから、国際決済機能を担う国際通貨国の銀行は預金の引出しと一定の現金準備率に応じて現金準備を積み、自己に対する債務である預金が決済手段として機能することを背景として、信用創造を通じて国内外においてドル供給を行うこと、すなわち国際信用創造を果たす。他方、国際決済機能を背景として、貯蓄流入によるファイナンスが非常に容易となることによって、アメリカは国際的に黒字国と赤字国の間で能動的に資金移転を行うこと、すなわち国際金融仲介機能を果たすことになる。このような国際通貨国特権の下、外貨の制約が著しく緩和され、国際収支赤字ファイナンスが非常に容易となるため、対外支払い・投資におけるアメリカの能動性は大きなものとなる⁸。したがって、国際資本移動においてアメリカは、国際金融

7 向 [1991、34～36頁] は非銀行金融機関による信用拡張を貨幣の流通速度増大による信用拡張過程として位置付けている。

8 アメリカの対外資産負債（2004年末）を見ると、対外資産の65%が外貨建てである一方、対外負債の95%がドル建てとなっている（Tille [2005]、pp. 10-12）。対外負債の大部分が自国通貨ドル建てであることは国際収支ファイナンスが非常に容易であることを示している。

仲介機能論が主張するように周辺国による資金調達及び運用の結果として受動的ではなく、国際信用創造と国際金融仲介を機能させることによって能動的に活動しているのである。

金融グローバリゼーションが進展する中、国際資本移動において銀行部門の役割が低下する一方、機関投資家やヘッジファンドといった非銀行金融機関によるポートフォリオ投資やデリバティブ取引が拡大している。このような現実を反映して、国際信用創造の役割が低下する一方、国際金融仲介の重要性は高まっている。だが、アメリカの国際収支表を見ると、2000年代前半、アメリカの対外投資において銀行部門は決して脇役ではなく、国際金融仲介とともに、国際信用創造も依然として重要なものとなっている。対外投資は銀行部門に加えて、直接投資、証券投資（社債と米財務省証券）が中心である一方、対米投資では直接投資、証券投資（債券、株式）、銀行部門が中心となっている⁹。このように対外投資では直接投資のように長期的・安定的なものだけでなく、証券投資と銀行貸出といった短期的・流動的なものが大きくなることによって、アメリカは国際資本移動においてより能動的に活動をしているのである。

非国際通貨国の場合、国際収支節度の喪失には外貨の制約があるのに対して、国際通貨国の場合、外貨の制約が著しく緩和されており、国際収支赤字ファイナンスは非常に容易となる。このことにより、アメリカは自らの利害に基づいて、国際信用創造と国際金融仲介をフルに利用することによって国際資本移動において能動的に活動できるのである。この結果がネットをはるかに越えたグロスの対外債務の増大に見られる国際収支節度の著しい喪失であった。すなわち、アメリカの国際収支節度の喪失は周辺国による資金運用及び調達に対する受動的役割の結果として正当化することは

9 アメリカの国際収支の動向については米商務省経済分析局ウェブサイトによる。以下も同様である。

できないのである。

IV. 「世界の金融コングロマリット」としてのアメリカ

2000年代前半、アメリカの金融機関（銀行と証券ブローカー・ディーラー）の対外短期債権はイギリスとカリブ海金融センター向けを中心に急増してきたが、これは次の二つの要因があげられる。第一はレポ取引を通じたカリブ海金融センターのヘッジファンドに対する短期資金供給である¹⁰。第二は M&A 関連のシンジケートローンに伴う短期資金供給である¹¹。

しかし、アメリカの金融機関の国際業務はこのような短期資金の供給にとどまらない。それは自己勘定で積極的にポジションをとるトレーディング取引とヘッジファンド型運用の国際的な拡大である。国際業務の比重が大きい JP モルガン・チェース銀行とシティバンクの総資産に占めるトレーディング取引の割合は 2004 年末で約 25% であるが、トレーディング資産全体における国外勘定でのトレーディング資産の割合は JP モルガン・チェース銀行で約 8 割、シティバンクで約 5 割、マネーセンターバンク全体でも約 6 割に達している¹²。また投資銀行の中でも、ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーなどは自己勘定売買による裁量的な各種の取引によるトレーディング収益の寄与が大きく、それ自体がヘッジファンド化しているとまでいわれている¹³。

このようにアメリカの金融機関はレポ取引やシンジケートローンを通じ

10 Bach [2005], p. 40.

11 Bach [2007], p. 39.

12 データは米連邦預金保険公社ウェブサイトより。データの分析方法については高田 [2001] に依っている。

13 松川 [2004]、44 頁。

て短期の資金供給を行う一方、トレーディング取引とヘッジファンド型運用を国際的に拡大している。ここで、アメリカの金融機関は、従来の銀行、証券などといった業務の垣根を越えて他分野に積極的に進出することによって、広範囲の金融サービスを提供している。これは、金融グローバル化が進展する中、国際資本移動においてアメリカが「世界の金融コングロマリット」として機能するようになってきていることを示すものである。

V. おわりに

2000年代前半、「世界の金融コングロマリット」化した国際通貨国アメリカは、国際信用創造と国際金融仲介をフルに利用することによって、ネット及びグロスでドルを対外供給してきた。この結果がネットをはるかに越えるグロスの対外債務の増大であった。このようにグロスの対外債務を増大させながら、アメリカは対外投資を増加させ、巨額の投資収益を獲得している。アメリカの対外資産負債の各項目の直接利回り（2005年）を見ると、資産は直接投資8.3%、株式投資2.6%、債券投資4.2%、その他投資2.2%、負債は直接投資4.2%、株式投資2.0%、債券投資4.3%、その他投資1.7%であり¹⁴、対外投資が直接投資を中心として「高利回り貸し」である一方、対米投資は「低利回り借り」となっている。

しかし、「双子の赤字」の拡大の下、ネット収支尻（経常収支赤字・資本収支黒字の増加）の動向の結果である対外純債務の増加によって所得収支の支払が増大している。所得収支は戦後初めて1998年第3・4四半期に赤字に転落した。その後、黒字基調に戻ったものの、2005年第4四半期以降、四半期連続で再び赤字に転落し、2006年は全体として赤字となる見込みである。これまで、「世界の金融コングロマリット」=アメリカは巨

14 Heath [2007], pp. 3-4.

額の投資収益というメリットを享受してきたが、所得収支の赤字転落にも表れているように、このメリットはネットの収支尻の動向の結果である対外純債務の増加のデメリットによって打ち消されようとしている。所得収支の赤字は経常収支赤字の増加要因であり、利払いのためにさらなるネットでの対外借入を行わざるをえない状況に陥ることである。この状況に対して外為市場においてドル急落が生じれば、アメリカは国際収支節度の喪失を放置できなくなるであろう。つまり、「世界の金融コングロマリット」として機能してきたアメリカは、国際収支節度の大幅な喪失による対外負債の増大に耐えられなくなってきているのである。

【付記】

脱稿（2007年6月末）後、本稿に加筆・修正したものを、徳永潤二〔2008〕、『アメリカ国際通貨国特権の研究』学文社に所収して発表した。ぜひ参照されたい。

引用文献

【英語文献】

- Bach, C. L. [2005], "U.S. International Transactions 2004," *Survey of Current Business* (April, 2005), pp. 24-68.
- Bach, C. L. [2007], "U.S. International Transactions 2006," *Survey of Current Business* (April, 2007), pp. 22-73.
- Bernanke, Ben S. [2005], "The Global Saving Glut and the U.S. Current Account," *Virginia Association of Economics* (March, 2005).
- Dooley, M., D. Folkerts-Landau and P. Garber [2004], "The US Current Account Deficit: Collateral for a Total Return Swap," *Deutsche Bank Global Markets Research* (August, 2004), pp. 1-7.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and H. Rey [2005], "From World Banker to World Venture Capitalist: The US External Adjustment and the Exorbitant Privilege," *NBER Working Paper*, No. 11563 (August, 2005), pp. 1-32.
- Greenspan, A. [2004], "The Evolving U.S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World," *Cato Journal*, Vol. 24, Nos. 1-2, pp.

1-11.

Heath, A. [2007], "What Explains the US Net Income Balance?," *BIS Working Papers*, No 223, pp. 1-18.

IMF [2006], *Global Financial Stability Report* (September, 2006).

Tille, C. [2005], "Financial Integration and the Wealth Effect of Exchange Rate Fluctuations," *Staff Reports*, Federal Reserve Bank of New York, No. 226 (October, 2005), pp. 1-57.

【日本語文献】

安原毅 [2003], 『メキシコ経済の金融不安定性—金融自由化・開放化政策の批判的研究』新評論。

石田定夫 [1993], 『日本経済の資金循環—国際化・自由化・金融政策』東洋経済新報社。

上川孝夫 [2007], 「国際金融市場」上川孝夫・藤田誠一・向壽一編『現代国際金融論 第3版』有斐閣、79~102頁。

高田太久吉 [1999], 「国際金融システムの不安定性と脆弱性—マネーセンター銀行のトレーディング業務を中心に」『Working Paper』(中央大学企業研究所) No. 1 (1999年4月)、1~59頁。

藤田誠一 [1985], 「基軸通貨国の国際収支—国際的金融仲介仮説の検討—」『経済学研究年報』(神戸大学) 第32巻、109~146頁。

藤田誠一 [1996], 「国際資金循環と基軸通貨制度—基軸通貨論試論—」『経済学研究年報』(神戸大学) 第42巻、67~103頁。

松川力造 [2004], 「ニューヨーク発 変質を遂げつつグローバルに成長するヘッジファンド業界」『日経研月報』(日本経済研究所) 第317号 (2004年11月)、38~44頁。

向壽一 [1991], 『信用創造・マネー循環・景気波動』同文館。

【ウェブサイト】

米商務省経済分析局

米連邦預金保険公社

〔徳永報告へのコメント〕

上川孝夫（横浜国立大学）

徳永報告は、2000年代前半を対象に、金融グローバル化のもと、アメリカは「世界の金融コングロマリット」として機能してきたが、経常収支赤字と対外投資の見合いに対外債務が激増した結果、所得収支が赤字になり、アメリカのこの機能にも限界が現れつつあることを示唆したものであり、そのような視角から国際金融仲介機能論を批判している。

第一は、国際金融仲介機能の評価である。かつて1960年代にも似たような議論があった。当時、アメリカの経常収支は黒字であったが、これを上回る長期資本収支の赤字のために、基礎収支が赤字となり、これを短期資本収支黒字でカバーした結果、ドル残高が増加し、ドル危機、金流出が引き起こされるという構図であった。国際収支節度をみる一つの尺度として、基礎収支があったように思われる。これに対しては、これはアメリカが「世界の銀行」として短期借・長期貸を行っている結果であり、しかもそこには周辺国による強いドル需要があるとして、これを合理化する議論があった（キンドルバーガーらの「少数派」）。ここにいう「世界の銀行」とはアナロジーであって、長期貸の中心は直接投資であった。

現在は当時と異なり、アメリカの経常収支は赤字に転じており、しかもこの経常収支赤字をファイナンスするのに必要な額以上の資本流入があり、差額が資本流出となっている。これをストックでみると、2005年末現在、アメリカの対外債務（グロス）は12.5兆ドルであり、うち経常収支赤字見合いの対外債務が2.5兆ドル、対外債権見合いの対外債務が10.0兆ドルである（市場価格基準）。前者の2.5兆ドルがネット対外債務であり、このほかに10.0兆ドルの対外債務が対外債権と同額積み上がっているわけである。このように、基軸通貨国アメリカが純債務国に転落しているだけでなく、対外債権と対外債務が両建てで急増しているという点に、現代の金融グローバル化の重要な特徴があると考えられる。そしてここから「現代版」国際金融仲介機能論が展開されているのである。

徳永報告では、このうちグロスの対外債務の激増をもって、アメリカの国際収支節度の喪失と捉え、国際金融仲介機能論を批判しているように見える。しかしグロスの対外債務は、周辺国からみると、ワーキング・バランス、直接投資見合いの残高、外貨準備など様々な動機が含まれている。また一般にアメリカの対外債務のサスティナビリティという場合には、ネットの対外債務（これは定義上ISインバランスに等しい）が念頭におかれているように思われる。アメリカの国際収支節度の喪失というとき、その節度の考え方、またグロスとネットでの意味合いについて説明してほしい。

第二は、所得収支の評価である。アメリカは純債務国に転落しながらも、所得収支の黒字を続けてきたが、近年は赤字化しつつある。このことをもって、徳永報告では、「世界の金融コングロマリット」としてのアメリカの機能の限界を示唆するものとしている。一つの企業としてアメリカをみると、アメリカは債務超過の状態にあり、さしずめ破綻というところであろうが、マイクロ経済主体の財務ポジションは当然にも様々であり、この機能は続くのであろう。問題は、そのことのマクロ的な制約をどう考えるかである。

一つ目に、所得収支の赤字化は、アメリカの経常収支赤字＝ネット対外債務を増やす要因である。それは潜在的には、ドル保有のリスク・プレミアムを大きくして、ドル下落や金利上昇といった影響を与える可能性がある。その場合、すでに欧州単一通貨ユーロという受け皿が存在していることが、重要だと思われる。徳永報告ではユーロには触れておられないが、ユーロの存在はどのように評価されるであろうか。

二つ目に、「世界の金融コングロマリット」としてのアメリカの機能の背後には、すでに述べたような対外債権と対外債務の両建てでの急増という事態があるが、これは世界的な現象でもある。インターバンク取引を含めて、世界的に対外債権・対外債務の複雑な連鎖が形成されており、そこからシステミック・リスクの顕在化を懸念する声も少なくない。そうした点の分析も重要なのではないだろうか。

〔上川孝夫氏のコメントへの回答〕

第一の質問：報告では、経常収支赤字と対外投資の増大によるネットをはるかに越えるグロスの対外債務の増大を国際収支節度の喪失として捉えている。ネットをはるかに越えるグロスの対外債務は、次の三つのネット及びグロスでのドルの対外供給ルートを通じて増大する。

1. 経常収支赤字によるネットでのドルの対外供給

	米銀		米居住者	
①	+\$貸出 米居住者	+\$預金 米居住者	+\$預金 米銀	+\$借入金 米銀
②		-\$預金 米居住者 +\$預金 非居住者	-\$預金 米銀 +財・サービス	

- ①米銀が米居住者に対して信用創造を通じてドル供給を行う。
- ②米居住者がそのドルで非居住者から財・サービスを購入する。

2. 対外投資（ドル建て・外貨建て）によるグロスでのドルの対外供給

(1) 米居住者に対する信用創造

	米銀		米居住者	
①	+\$貸出 米居住者	+\$預金 米居住者	+\$預金 米銀	+\$借入金 米銀
②		-\$預金 米居住者 +\$預金 非居住者	-\$預金 米銀 +ドル建て資産 非居住者	
③		-\$預金 米居住者 +\$預金 非居住者	-\$預金 米銀 +外貨建て資産 非居住者	

①米銀が米居住者に対して信用創造を通じてドル供給を行う。

②ドル建て対外投資の場合：米居住者はそのドルで非居住者保有のドル建て資産を購入。

③外貨建て対外投資の場合：米居住者は非居住者との間でドルを外貨と交換する一方、その外貨で非居住者保有の外貨建て資産を購入。

(2) 非居住者に対する信用創造（ドル建ての場合）

	米銀	
①	+\$貸出 非居住者 A	+\$預金 非居住者 A

①米銀が非居住者 A に対して信用創造を通じてドル供給を行う。

3. 国際金融仲介機能によるグロスでのドルの対外供給

	米銀		米居住者	
①		-\$預金 非居住者 A +\$預金 米居住者	+\$預金 米銀	+\$証券 非居住者
②		-\$預金 居住者 +\$預金 非居住者 B	-\$預金 米銀 +ドル建て資産	

①非居住者 A は保有するドルで対米証券投資を行う。

②米居住者は非居住者 B 保有のドル建て資産を購入。

1 のケースでは、財・サービスの輸入の対価として対外債務が増加することからネットでドルが対外供給されるのに対して、2 と 3 のケースは対外債権と対外債務が両建てで増加することからグロスでドルが対外供給される。なお、1 と 2 のケースは国際信用創造によるものであるのに対して、3 のケースは国際金融仲介によるものである。

第二の質問：所得収支の赤字化は、利払いのためにさらなるネットでの対外借入を行わざるをえない状況に陥ることである。この状況に対して外為市場でドルが急落すれば、アメリカは自国通貨の相場を安定させるために金融引締め策に転じなければならないであろう。輸入・投資受入大国としてのアメリカを踏まえると、グローバルに見てユーロがドルの地位に取って代わること事態は現状では考えられないものの、ユーロの登場によって、アメリカの国際収支赤字の拡大に限界をあらわれる可能性は高まっている。

第三の質問：世界的に拡大する債権債務関係のなかでプレゼンスを高めているのがヘッジファンドである。米の大手金融機関もヘッジファンドとの取引を拡大させている。今後、大手ヘッジファンドが経営破たんに関与すれば、取引金融機関は大きな影響を受け、国際金融システム全体も動揺するであろう。システムック・リスクの発生の回避のために、98年のLTCM危機のような取引金融機関による協調融資も採られたとしても、ときに比べヘッジファンドの運用資産の規模が格段と大きくなる一方、その投資の手法と対象も多様化していることから、従来型の解決スキームで対処するのは困難となるであろう。

井上伊知郎（福岡大学）

徳永先生の報告に関して、①国際金融仲介機能論は米国の国際収支節度の喪失を正当化するものとして批判し、米国の国際金融仲介機能は言われているように受動的に行なわれているのではなく、米銀によって国際信用創造とともに能動的に行なわれているのだと主張されている。「国際資本移動の『起点』である国際通貨国アメリカは、自国通貨を発行することによって、非国際通貨国では考えられない規模の経常収支赤字と対外投資の拡大が可能となる。さらに、経常収支赤字と対外投資の結果としてアメリカから流出した資金は、国際通貨ドルに対する強い需要を反映して、さまざまなルートを通じてアメリカに『自動的に』還流する。」と述べられ、「経常収支赤字と対外投資の結果である非居住者保有のドル資金がその他通貨に大規模に転換されることなく、非居住者のドル資産のままで保有されることになる。ここで、対外的に『現金準備の漏れ』は生じない。」と述べられている。ここでの「現金準備の漏れ」とは何を意味しているのだろうか。非居住者保有のドル資金は、対外投資によってドルが「その他通貨に大規模に転換される」ことによって形成されたものである。また、非居住者が米国の株式や債券に投資する場合には、非居住者保有のドル資金は、保有先の米銀から別の在米金融機関に流出することもありえる。②米銀による能動的な信用創造と金融仲介が強調され、米銀を起点に、出たものが自動的に還流してくるのだということが強調されているが、それでは米国の資本収支は均衡するのではないか。経常収支赤字のファイナンスはどうなるのか。

この問題が落ちてしまうのではないか。「80年代後半の日本による国際金融仲介は自国通貨ではなくドル建てで行われた。」として、中尾氏のドルの「又貸し」を評価されているが、80年代に重要であったのは、生命保険、損害保険、信託勘定、投資信託などによる円投の資本還流であったのではないか。この評価にも共通した問題があるように思われる。③米銀の対外融資先としてカリブ海金融センター向けが重視され、ここからの米国財務省証券向け投資が重視されているようであるが、この取引の本質は、免税措置を利用した国内取引なのではないか。

〔井上伊知郎氏のコメントへの回答〕

第一の質問：「現金準備の漏れ」とは非居住者によるドル建て要求払い預金からの現金の引出しである。ドル建ての対外投資だけでなく、ドルが「その他通貨に大規模に転換される」場合も、その他通貨との交換でドルが対外的に供給される。対外的に供給されたドルはその他通貨との交換を経ながら、米銀のB/S上において非居住者と米居住者との間で保有されることから、対外的に見て「現金準備の漏れ」は基本的に生じない。また非居住者が対米投資を行う際、取引相手が米銀以外の在米金融機関であっても、ドル建て要求払い預金の名義が非居住者から米銀以外の在米金融機関に振り替わるだけであり、ドル建て要求払い預金は米銀のB/S上で保有されたままであり、米銀からドルは「流出」しない。

第二の質問：ご指摘の通り、経常収支赤字によってネットで流出したドルと、資本収支赤字によってグロス（資産・負債両建て）で流出したドルのそれぞれのファイナンスの意味合いについての区別は必要である。また国際金融仲介機能とは経常収支赤字（黒字）以上の外資流入の余剰分が再投資される部分を指すのであり、80年代後半の日本の経常収支黒字を資金源とする円投部分の資本還流には当てはまらない。

第三の質問：ご指摘の通りである。

〔質疑応答〕

吉田暁（武蔵大学名誉教授）

①国際通貨国の三つの機能についての関連について説明をして欲しい。②国際通貨とは、国際通貨国の銀行システムが供給する要求払い預金であると考えてよいか。③「世界の金融コングロマリット化」におけるアメリカの国際信用創造と国際金融仲介の曖昧化について説明して欲しい（信用創造と金融仲介とは同一ことをどの側面から捉えるかの問題ではないか）。〔なお、③と同趣旨の質問を建部正義（中央大学）

先生から頂いた。]

[答]

①本稿の第Ⅲ章を参照されたい。

②ご指摘の通りである。

③一例として銀行の貸出債権の証券化が挙げられる。現在のシンジケートローン市場では、銀行の貸出債権は流通市場で証券化されるのが一般的であり、これにより銀行の資産が資本市場と連結されるようになっている。この結果、米金融機関の国際信用創造と国際金融仲介の区分が曖昧化し、両機能は重複化するようになっている。

真田哲也（福島大学）

①国際金融仲介と国際信用創造の区別は投資主体の部門上の区別でデータ上裏付けられるのか。つまり、国際金融仲介は非銀行部門、国際信用創造は銀行部門として区別できるのか。②もしそうならば、国際金融仲介機能の内容規定での「預金の振替」による資金移転の説明とどのように整合するのか。③2000年代前半の国際信用創造の変容において、「非銀行金融機関のプレゼンスが高まり」とあるが、国際金融仲介と国際信用創造の区別とどのように整合するのか。信用創造と非銀行機関が行うのか。

[答]

①事後的な状況を表す国際収支表を基づく分析では、国際通貨国が三機能を果たしていると言えるに過ぎない。このため、国際金融仲介は非銀行部門、国際信用創造は銀行部門として単純に区別できない。本報告では、国際決済手段であるドル建て要求払い預金を供給できるのは米銀だけである一方、ポートフォリオ投資やデリバティブ取引といった国際金融仲介が非銀行金融機関によって担われているという2000年代前半の現実を踏まえて、国際金融仲介は非銀行部門、国際信用創造は銀行部門という区別をとっている。

②上川氏への回答1の「3. 国際金融仲介機能によるクロスでのドルの対外供給」のB/Sを参照。この例では、アメリカはドル建て要求払い預金の振替を活発化させることによって、国際金融仲介機能を果たしている。

③金融グローバリゼーションが進展する中、国際資本移動において銀行部門の役割が低下する一方、国際金融仲介を担う非銀行金融機関のプレゼンスが向上しているという現実を踏まえ、国際信用創造機能が低下し、国際金融仲介機能が高まっていると捉えている。国際信用創造を行うことができるのは米銀だけである。

岩田健治（九州大学）

グローバル化で貿易・投資における通貨の交換性が保証されるようになると、自国通貨建てでの調達、輸出等がアメリカ以外の各国でも可能になるのではないか。「国際通貨国」の「特権」は、グローバル化によって主要先進国・新興市場諸国全てが次第に手にしつつある。問題は「特権」を持っているか否かではなく、行使するか否かという政策的問題のように思われるが、すでにユーロ建て信用創造と輸入が可能にもかかわらず、「特権」を行使しないユーロ域との比較でどのように考えるか。

【答】

ユーロ導入後、ユーロ建て国際決済システムが構築される一方、ユーロ圏にユーロ域の金融機関が大規模に進出し、ユーロを対外的に供給する国際金融ネットワークも形成されている。このことから、ユーロ域もユーロ圏において国際通貨国の三機能の技術的・実体的条件を整えつつある。ユーロ域が国際通貨国特権を行使できるかは、安定成長協定（SPG）による財政政策の縛りや ECB の物価安定優先の金融政策といった国際収支節度の喪失を抑制する政策的条件とともに、公的レベルと銀行間外国為替市場レベルの国際通貨機能においてユーロの地位がさらに向上するにかかっている。

清田匡（大阪市立大学）

コングロマリットの定義について詳しく説明して欲しい。

【答】

「世界の金融コングロマリット」とは、2000年代前半、伝統的銀行業務だけでなく、広範囲の金融サービス提供するようになっている米金融機関の国際的活動の変容（金融機関レベルの特徴）を米一国レベルに当てはめたアナロジーの概念である。

熊野剛雄（専修大学名誉教授）

①報告では、経常取引と外為相場の問題を除外した理論構成となっているが、それは可能か。②ドル相場の安定と為替リスク回避ための介入、その結果としての公的ドル保有、民間ドル保有を誘導するための金利差の形成等を考慮することが必要であるが、これを除外している理由は。③米経済とドルのサステナビリティの最も基本的な問題としては各国（特に日中）の米市場依存があげられる。またかつての基軸通貨ポンドと英経済とドルと米経済との差異についてどのように考えるか。

【答】

①②外国為替相場の問題は、経常収支赤字と対外投資によって米から流出したドルがどのような保有者と保有形態を通じて還流するかに関連する。2000年代前半、

外国民間部門による対米投資が相対的に減少し、ドル安傾向に転じたことにより、外国公的部門のドル買い介入に伴う対米投資が行われた。この外国公的部門による対米投資の中心は東アジア諸国であったが、その背景には東アジア諸国が輸入・投資大国としての米経済に依存していることがあげられる。

③かつてのポンドと現在のドルについては、兌換制と不換制という通貨制度の相違が重要である。金ドル交換停止以降、ドルが国際決済において事実上の最終決済手段となり、アメリカの国際収支赤字が継続・拡大し続けているのは国際通貨国イギリスにはなかった特徴である。

毛利良一（日本福祉大学）

①報告では、米の金融機関のコングロマリット化と能動性を強調し、「高利回り貸し・低利回り借り」構造の下、アメリカは巨額の投資収益を獲得していると主張している。この論理の延長線上では、国際金融仲介機能に伴う国際収支節度に問題はないということとなるが、結論では米の所得収支の赤字転落でもって、米は対外負債の増大に耐えられなくなっているとしている。論理的整合性がないのではないか。

大矢繁夫（小樽商科大学）

②報告では、国際通貨国アメリカの「限界」は対外負債増大による利払い増加にあるように捉えられているが、利払いもドル建てで行われる限り、何の問題もないということになるのではないか。問題は米銀からの「現金準備の漏れ」を表現するドル相場下落ということになりそうであるが、これについての見通しを説明して欲しい。

梶枝嗣朗（佐賀大学）

③アメリカが対外負債の増大に耐えられなくなるとどうなるか。基軸通貨ドル体制の崩壊か。世界貨幣の登場か。

[答]

①国際通貨国アメリカといえども、国際収支節度の喪失を放置できなくなる場合が考えられる。第一はドル急落である。ドルが急落すれば、自国通貨の相場を安定のためには、アメリカは金融引締め策を採らざるを得ないであろう。この結果、ドルの対外供給の増大に制約が課されることになり、アメリカは国際収支節度の喪失を放置できなくなる。第二は所得収支の赤字の定着化である。所得収支の赤字転落は経常収支赤字のさらなる増加に結びつく。この状況に対して外為市場でドルが急落すれば、第一と同様、アメリカは国際収支節度の喪失を放置できなくなる。

②金ドル交換停止以降、周辺国はドルをそのまま保有するか、その他通貨に交換

するしかなくなっている。その他通貨に交換されたドルはその他通貨との交換を経ながら、ドルは米銀の B/S 上で非居住者と米居住者との間で保有され続け、基本的には「現金準備の漏れ」は対外的に生じない。しかし、上記①のような場合が生じれば、アメリカは国際収支節度の喪失を放置できなくなるであろう。

③2000年代前半、アメリカが国際通貨国の三機能を維持している中では、ドル体制の危機の到来は考えにくい。だが、アメリカが国際収支節度の喪失を放置できなくなり、そのときドルからユーロへの大規模な転換が生じた場合、多極通貨システムへの移行は加速するであろう。

【付記】

上記の質問以外にも、岩田健治先生から米銀の B/S を踏まえた国際信用創造によるドルの対外供給についての理解、松本朗先生（立命館大学）から米のグロスでのドルの対外供給についての理解、下平尾勲先生（福島学院大学）からは報告の論述の仕方についてのコメントを頂いた。次に藤田誠一先生（神戸大学）からは国際収支表では事後的に国際通貨国が三機能を果たしているといえるに過ぎないこと、そしてユーロ市場及びオフショア金融センターにおける国際金融仲介機能と国際通貨供給の内生性の検討の必要性等についてのご指摘を頂いた。また小西一雄先生（立教大学）からはアナロジーの概念である「世界の金融コングロマリット」についてのさらなる詰めが必要についてのご指摘を頂いた。これらも今後の研究課題としたい。

EUの東方拡大とユーロ 中・東欧諸国における 媒介通貨としてのユーロ

斎藤 智美
(名城大学)

はじめに

ユーロはその誕生以前にはユーロ・エリアの経済規模の大きさからドルに並ぶ国際通貨¹になることが期待されていた²。しかしこれについては当初から反論³があり、ユーロが今後グローバルレベルでドルに並ぶ国際通貨になるかについて議論がある⁴。基軸通貨⁵という側面からは、2007年2月現在、世界で48カ国が通貨をユーロに対して安定させており、このうちユーロを単独の為替標準通貨とする国は43カ国である。これらは西欧の小国や中・東欧諸国、西バルカン諸国、地中海諸国の一部やアフリ

1 国際通貨についての基本文献は、木下(1979)、深町(1981)、徳永(1982)など。

2 Bergsten(1997)、Portes and Rey(1998)など。

3 Cooper(1997)、McKinnon(1998)など。

4 Lim(2006)、p. 3.

5 「基軸通貨」とは、制度論的視角を取り入れた公的レベルの国際通貨の概念であり、「グローバルであれ地域的であれ国際通貨制度において為替標準通貨(諸国家が自国の為替相場の運営の標準とする通貨)、準備通貨、介入通貨という3つの機能を果たしている通貨」と定義される。田中(1994) p. 7。

カの旧植民地の諸国で構成され、ユーロ・エリアに地理的に近く歴史的つながりのある国がほとんどである。これはグローバルな為替標準通貨である米ドルとは対照的である。また、ユーロが主要な媒介通貨となっている国は上記 43 カ国とほぼ重なる。このようにユーロの国際的地位はグローバルなものではなく地域性が存在する。

これまでユーロはユーロ・エリアを囲む特定の地域において国際通貨となっていることが明らかにされてきた⁶。特に 2004 年、2007 年の EU 新規加盟国のうち、特に中・東欧諸国⁷におけるユーロの役割は顕著である。新規加盟国のほとんど⁸が現在ユーロを単独の為替標準通貨とするが、1990 年代前半のマルクの地位を継承するだけではなくユーロは為替標準通貨としての地位を上昇させた。また制度上ユーロが為替標準通貨となっているというだけではなく、実際に為替レートの変動もユーロへの連動を強めている⁹。これには 1990 年代からのユーロ・エリアや EU との貿易・投資の拡大のみならず、EU 加盟という制度的要因が働いたと見られてい

6 田中 (2002)、田中 (2003)、藤田 (2003)、岩田 (2003) 参照。

7 本稿では 2004 年と 2007 年に EU に加盟した 12 カ国を主に取り上げる。中でも小国で他国とは性格の異なる地中海 2 国 (キプロス、ラトビア) を除く新規加盟国に焦点を当てる。具体的にはチェコ、ハンガリー、ポーランド、スロバキア、スロベニアの中欧諸国、エストニア、ラトビア、リトアニアのバルト 3 国、ブルガリアとルーマニアである。本稿ではこれら諸国をまとめて中・東欧諸国と呼ぶことにする。また、EU-10 は 2004 年加盟国、EU-15 は旧加盟国、EU-25 は 2004 年 5 月時点の全 EU 加盟国、EU-27 は 2007 年 1 月時点の全 EU 加盟国を指す。

8 ユーロを部分的にアンカーとする国にもユーロとのつながりは見られ、ポーランドはフロートでインフレターゲット採用だが、2000 年 4 月までユーロにリンクしていた。トルコは 2001 年 2 月の通貨危機以前は、ドルとユーロの通貨バスケットへのクローリング・ベッグであった。

9 ECB (2006) p. 54. 式は $\Delta \ln(e\$/x,t) = \alpha + \beta \Delta \ln(e\$/\text{€},t) + \gamma \Delta \ln(e\$/\text{¥},t) + \varepsilon t$.

る¹⁰。本稿ではこれら諸国においてユーロが貿易媒介通貨、為替媒介通貨となった経緯を示し、その要因を探る。

1.1 第三国間の国際貿易におけるユーロ

非ユーロ・エリア諸国においてユーロが貿易で利用されているのは中・東欧諸国が中心である。ユーロで契約・決済される貿易の割合は高く、上昇している¹¹。加えて、ユーロ建貿易のシェアが対ユーロ・エリア貿易のシェアを輸出入とも上回っていることが注目される。これら諸国では、対ユーロ・エリア貿易以外、つまり非ユーロ・エリア諸国間貿易（ユーロにとっての第三国間貿易）にもユーロが用いられていることを示す¹²。

ユーロが貿易媒介通貨となっている中・東欧諸国の主要な貿易相手国はドイツやフランス等ユーロ・エリア諸国を中心とする EU-15 である¹³。1990年代の EU と中・東欧間貿易拡大につながったのは、EU が中・東欧諸国からの輸入への関税を全廃した欧州協定と、EU からの直接投資であった。1990年代の中・東欧諸国全体への FDI の 2/3 が EU-15 からの投資であった¹⁴が、EU を中心とした多国籍企業の中・東欧進出に伴い活発化

10 特に、リトアニアがカレンシー・ボードの準備通貨をドルからユーロに変更したことや、ルーマニアが管理フロート体制における準備通貨をユーロとしたことはそうであったとされる。Solans (2003), p. 5.

11 2004年のEU加盟国のうち、キプロスの対ユーロ・エリア輸出比率、ユーロ契約輸出の比率は約30%と低いが、主要輸出先がイギリス、ギリシャ、ロシアであることが影響しており、貿易契約通貨はポンドのシェアが高い。マルタの2002年の全輸入に占めるユーロ建輸入は34.7%であったが、ドルのシェアが高い。ECB (2003), p. 34.

12 ECB (2005a), p. 36.

13 バルト3国の貿易相手国はEU-15の中でPre-Ins（スウェーデンやデンマーク、イギリス）のウェイトが高い。

14 European Commission (2001) p. 24.

した EU と中・東欧間貿易は産業内貿易かつ、企業内貿易である¹⁵。中・東欧諸国ではユーロ建輸出のシェアが高い国には差別化財の輸出のシェアが高い傾向が見られた。つまり工業製品貿易でユーロが使われているということであり、企業内貿易をユーロが媒介しているのではないかと考えられる。貿易媒介通貨、特にドルはコモデティや差別化の度合いが低い財の貿易において使われる程度が高いが、ユーロの傾向はこれとは反対であった¹⁶。

1.2 中欧銀行セクターにおけるユーロ・エリア銀行

中欧諸国の銀行セクターにおいて、ユーロ・エリア銀行は高いプレゼンスを示す。中欧諸国の銀行セクターにおけるユーロ・エリア銀行の展開は、ユーロ・エリアと中欧諸国の間の本店・支店間でのユーロ利用につながる。また国際通貨とは、国際通貨を発行する国の国内金融市場における非居住者銀行の当該通貨建預金が実体である¹⁷。よってここで調べたケースでは、

15 例えばハンガリーでは 90 年代前半からの特に製造業へ大規模な FDI 受入の結果、資本、生産、輸出における外資系企業のウェイトが上昇し、外資系企業がハンガリーの輸出入に占める割合は 1996 年に 55.6%、61% となった。西村 (2000)、pp. 38-43。ポーランドでは外資系企業が輸出総額に占める割合は FDI が増加する前の 1995 年時点で 34.4% (輸入の 42.1%) に達していた。嶋田 (2001) p. 298。中・東欧への企業進出と EU 域内貿易の拡大、汎欧州生産ネットワークの出現については、田中 (2007) pp. 60-66、pp. 88-102 で包括的な分析がなされている。国ごとの分析では西村編著 (2000) が詳しい。

16 ECB (2005b)、pp. 41-47。ECB によると、EU 加盟または加盟候補国であること、ユーロへのベッグといった制度的要因はユーロ建貿易にかなり有意である。差別化財のシェアが高ければユーロインボイスに正の影響、ユーロ・エリアとのインフレ格差は負の影響、対ユーロ為替レートボラティリティの影響はあまりなく、ヘッジ機会 (フォワード市場) の欠如はユーロ使用を増加させなかった。式は $Y_{it} = \alpha + \beta X'_{it} + uit$ 。Y はユーロでインボイスされる輸出 (輸入) のシェアで、i は国の大きさ、t は時間、 β は係数、X は説明変数、uit は国特殊エラーターム c_i とホワイトノイズ e_{it} を表す p. 42。

17 木下 (1979)、p. 210。深町 (1981)、p. 78。

中欧諸国に展開するユーロ・エリア銀行の本店口座にあるユーロ建預金が、国際通貨ユーロの実体であるといえる。中欧諸国においてユーロが国際通貨となっている状況を、中欧諸国の銀行セクターにおける展開は示している。

2 為替媒介通貨としてのユーロ

2.1 グローバル外為市場におけるユーロ

グローバルレベルでの伝統的外為取引¹⁸のうち、スポット取引で最も大きなシェアを占めたのは引き続きドルで、ユーロはそれに続く。取引相手別に見ると、ドルはほとんどの取引で対価となる傾向がさらに強まっている。ユーロは対顧客取引より銀行間取引でシェアが高い。銀行間取引における2004年のユーロは1998年のマルクとほぼ同じ水準であった。通貨ペア別に見ると、銀行間スポット取引において最も取引が多いのはUSD/EURで、2番目に取引の多いUSD/JPYの2倍以上であった。同時に1998年のUSD/DEMのみならずUSD/先行諸通貨合計を上回った。

ここでグローバル市場における為替媒介通貨としてのユーロとマルクを比較する。銀行間スポット取引におけるマルクとユーロのシェアは同程度であるものの、通貨ペア別に見ると、ユーロにとり取引に占めるドルのウェイトは大きく、また増大している。これはユーロがもっぱらドルと取引されていることを意味する。一方ドルにとり、ドル対価取引に占めるユーロのウェイトはマルクと比較してやや上昇しているものの、それほど変化がない。また、ドルはユーロ以外の多くの通貨との取引がある。さらにユーロ登場後、ドルを用いない取引（クロス取引）は、スポット取引で2001

18 以下ではBIS(2005)とサーベイに参加した各国中央銀行のデータを用いて分析する。

年以降、顕著に減少した。クロス取引のほとんどが、ユーロを対価とする取引である。伝統的外為取引全体においては、クロス取引、ドルを用いないユーロ対価取引（EUR/非ドル）のシェアとも1998年以降、ほぼ変化がない。1998年にクロス取引のシェアが最も高かったのはスポット取引、中でもスポット銀行間取引においてであり、特にDEM/非ドル取引のシェアが高い。ここに、1998年のスポット市場において、ドルの為替媒介通貨としての地位をマルクが侵食した様子が見てとれる。しかしスポットでのクロス取引、EUR/非ドル取引のシェアは銀行間・対顧客ともに1998年以降、低下を続けた。

このように、グローバルレベルでの為替媒介通貨としてのユーロの役割は、ユーロ対価取引の多くがドルで、ドル以外の通貨との取引は限定的であることより、大きいとはいえない。また、スポット銀行間取引におけるEUR/非ドルのシェアがDEM/非ドル以下に低下したことは、グローバルレベルでは為替媒介通貨としてのユーロの地位がマルクよりも低下したことを意味するであろう。

2.2 各国外為市場におけるユーロ

次に伝統的外為取引のうち銀行間スポット取引を各国別に見ると、2004年にユーロ対価取引合計のシェアがドル対価取引合計を大きく上回ったのは、新規EU加盟国のチェコ、ハンガリーとPre-Insのスウェーデンであった。ユーロ対価取引の多くはEUR/USD、またはEUR/自国通貨というケースが多く、国で見られる。ユーロ・エリア以外の多くの主要国では、ユーロは主にドルとの取引であった。対してドル対価取引は、ユーロ、自国通貨、他の主要通貨（円、英ポンド、スイス・フラン）、その他通貨というように多くの通貨との取引が見られた。さらに対自国通貨取引に占めるユーロとドルを比較すると、ユーロが対自国通貨取引の大半を占める国の全てがユーロ・エリア近隣諸国であった。

ユーロ・ゾーン、ドル・ゾーンの2つの通貨圏（ユーロやドルを中心にユーロかドルとしか直接取引がない通貨で構成）と、ユーロ、ドルとも直接取引のある通貨（円、英ポンド、スイス・フランなど）諸国に分かれている状況が見てとれる。この状況は、ユーロ・ゾーン諸国の外為市場におけるユーロのシェアが2001年と比較して拡大したことでさらに強まった。

これから、ユーロ・ゾーンに含まれる国はユーロ・エリア近隣地域（チェコ、ハンガリー、スロバキア、スロベニア、リトアニア、デンマーク、スウェーデン）¹⁹のみであろう。ここではスポット市場の対自国通貨取引における主要な通貨はユーロとなっている。これら諸国の外為市場においてユーロが媒介通貨の役割を果たしているであろうことがこの数値から読み取れる。しかしながらそれ以外の地域では、スポット取引ではドルが圧倒的に高いシェアを占め、為替媒介通貨としてのドルの地位が独占的であった。

ただし、ユーロを導入していないヨーロッパの多くの国においてユーロが為替媒介通貨となっていることは、為替媒介通貨としてのユーロの将来に結び付くわけではない。90年代に西欧ではマルクがドルに代わる為替媒介通貨となった。しかしユーロ登場後、マルクが為替媒介機能を果たしていた取引の部分はユーロ・エリア出現により「国内」取引になった。前述のように、グローバルレベルでの為替媒介通貨としてのユーロはマルク

19 スロバキアはスポット取引の96.8%をユーロが占める。National Bank of Slovakia (2004), p. 73. また、リトアニアは、外為取引全体ではユーロ対価取引よりドル対価取引のシェアが大きい、2001年1月までドルを準備通貨とするカレンシー・ボードであったことが影響したとみられる。対自国通貨取引ではユーロが90%であったが、自国通貨対価取引は外為取引の約20%に過ぎない。Pre-Insのうち、イギリスはドル対価取引のウェイトが83%と高く、対自国通貨取引に占めるシェアでもドルはユーロの2倍超である。ただしイギリスはスイスと同様、主要な国際金融センターの1つであることを考慮しなければならない。

の果たした役割よりも後退した。さらに、現在ユーロが為替媒介通貨の役割を果たしている多くの EU 新規加盟国は今後、ユーロ・エリアに含まれることになる。そこでのユーロ取引は「国内」取引となるだろう。よってもともとユーロは媒介通貨（貿易媒介通貨、為替媒介通貨）としては大きくなれないようになってきている²⁰。この点で、マルクとユーロは同じくヨーロッパ地域を中心に国際通貨となっているが、異なる性質を持つ。ユーロ・エリアの地理的拡大はユーロの国際的地位に直結するわけではない。

2.3 中・東欧諸国における為替媒介通貨としてのユーロ

以下では中・東欧諸国の中からチェコを取上げ、マルクの為替媒介通貨化の過程を示す。1995年から2005年のスポット取引を取引相手別に見ると、対顧客取引で USD/local と DEM/local は1997年までほぼ同じシェアであったが、その後 USD/local は減少、DEM（1999年からは EUR）/local は増加したことより、貿易等の決済でユーロの使用が増加したと見ることができる。国内銀行間取引で USD/local と DEM/local は1995年にほぼ同じシェアであったが、USD/local は1997年以降シェアを低下させ、EUR/local が圧倒的なシェアを占めるようになった。なお、チェコの銀行数の75%が外国支配銀行で、外資のほとんどがEU-15である。最も取引高の大きい対海外金融機関取引で、EUR/local のシェアは次第に増加して USD/EUR とほぼ並ぶようになった。USD/local のシェアは4.5%とわずかである。対海外金融機関取引では1998年に DEM 対価取引は USD 対価取引のほぼ2倍となった。

このようにチェコではマルクが1998年に銀行間市場における為替媒介通貨となり、1999年以降、ユーロは為替媒介通貨としてのマルクの地位を受け継いだと言える。ドルはアメリカやドル・ゾーンとの取引をつなぐ

20 田中（2002）p. 208 では「国際通貨ユーロの逆説」と呼ばれた。

場合に USD/EUR 取引として現れているのであろう。

3 国際的資金調達・投資通貨としてのユーロ

国際資本市場と外為市場における通貨の使用には相互作用があるとされる²¹。国際的な資金調達・投資通貨としてのユーロの利用増加は、ユーロの流動性増大につながりユーロでの取引コスト低下となる。これは外為市場における為替媒介通貨としてのユーロの地位に影響を与える。

国際的資金調達通貨としてのユーロのシェアは1999年以来、拡大を続けている。ユーロ建国際債発行で顕著な増加を見せたのは、発行の大半(84%)を占める民間部門ではイギリス居住者で、民間部門の44%を占めた。次ぐアメリカ居住者(15%)は減少した。国家発行では、ポーランド、トルコ、ハンガリー、デンマークの発行が目立った²²。発行残高で見ると、国際債発行残高に占めるユーロのシェアは1999年から緩やかな上昇傾向にある。国際債発行残高に占めるユーロ建債のシェアが高いのは、Pre-Ins、新規加盟国、アメリカであった。対照的に非ヨーロッパ新興市場経済においては、国際債発行残高に占めるユーロ建債は比較的低い。また、ユーロ建国際債の購入主体は主にヨーロッパ投資家であった。1999年から2003年にユーロ・エリアとイギリスを含むヨーロッパの投資家は、情報が利用可能なユーロ建国際債発行の70%、ユーロ・エリア投資家のみでは20%を購入した。アメリカ投資家は約10%、アジアの投資家は15%と比較的限定的であった²³。

21 Portes (2002), pp. 3-4.

22 ECB (2005b), p. 15. ポーランドは全体の5位で、残りは上位40位以内に入る。

23 Geis, Mehl and Wredenberg (2004), pp. 21-23. また、アメリカ投資家はSEC規則のため、イギリスにある支店を経由してユーロ建債を購入していると見られる。ECB (2005a) p. 19.

このようにユーロ・エリア投資家は非ユーロ・エリア居住者によって発行されたユーロ建債券のかかなりの部分を購入しており、残りの世界にユーロで資金を供給している²⁴。これより、国際資本市場におけるユーロの国際的役割は顕著に上昇しているように見えるがグローバルなものではなく、ユーロ・エリア近隣地域に集中しているといえる。また、ユーロ建国際債取引がユーロ・エリアやその近隣地域に集中していることは、資金調達・投資通貨としてのユーロの利用増大が、グローバルレベルでの対顧客スポット外為取引におけるユーロ取引の増大に結びついていないことと関連するであろう。

むすび

このように、本稿ではユーロの国際的側面を取り上げた。グローバルな国際通貨であるドルとは異なり、ユーロが国際通貨の様々な側面で使われる領域には地域的偏りが存在することがこれまで明らかにされてきた。ユーロが中・東欧諸国において貿易媒介通貨、為替媒介通貨になった要因としては、EU企業、EU銀行の中・東欧諸国への展開がある。EU銀行は在中・東欧のEU企業に対し貿易金融および運転資金の供給を行うために展開した。もっとも資本取引で、資金調達・投資通貨としてのユーロのグローバルな広がりは見られない。ユーロが為替媒介通貨となっている中・東欧諸国の経済規模や資本取引の規模も大きくはなく、将来これら諸国はユーロ・エリアに含まれるだろう。よってマルクの西欧における為替媒介通貨化過程で見られたような資本取引規模急増と通貨構成の多様化による対顧客市場におけるマルク対価の取引の厚さ増大、それによる為替媒介通貨の集中化がグローバルレベルで進む状況にはない。

24 ECB (2005b), pp. 18-20.

参考文献

- Bergsten, C. Fred (1997) *The Dollar and the Euro*, Foreign Affairs, Vol. 76 (July/August).
- BIS (2005) *Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in April 2004. Final global results*. 17 March 2005
- Cooper, Richard N. (1997) *Key Currencies after the Euro*, Papers on the Web series, November.
- ECB (2003) *Review of the International Role of the Euro*, 2003.
- ECB (2005a) *Review of the International Role of the Euro*, January 2005.
- ECB (2005b) *Review of the International Role of the Euro*, December 2005.
- ECB (2006) *Monthly Bulletin*. April 2006.
- European Commission (2001) *Economic Impact of Enlargement*, Enlargement Papers, No. 4.
- Geis, Mehl and Wredenberg (2004) *The International Role of the Euro: Evidence from Bonds Issued by Non-Euro Area Residents*, ECB Occasional Paper No 18, July, Frankfurt am Main.
- Lim, Ewe-Ghee (2006) *The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evident from COFER and Other Data*. IMF Working Paper WP/06/153
- Mckinnon, Ronald I. (1998) *The Euro Threat is Exaggerated*, *The International Economy*, Vol. 12.
- National Bank of Slovakia (2004) *Annual Report 2004*.
- Portes, Richard and Helene Rey (1998) *The Emergence of the Euro as an International Currency*, NBER Working Paper 6424.
- Portes, Richard (2002) *The Euro in International Financial System*. Briefing paper for the Monetary Committee of the European Parliament January 2002.
- Solans, Eugenio Domingo (2003) *The International Role of the Euro in a Globalised Economy*. ECB.
- 岩田健治 (2003) 「国際投資および調達通貨としてのユーロ」 田中素香、藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版。
- 木下悦二 (1979) 『国際経済の理論』有斐閣。
- 嶋田巧 (2001) 「EUと東方への拡大」 内田勝敏、清水貞俊編著『EU 経済論』ミネルヴァ書房。
- 田中素香 (1994) 「ドイツ・マルクの基軸通貨化・為替媒介通貨化と「欧州通貨圏」

(『証券研究』Vol. 110)。

田中素香 (2002) 「ユーロの対外的側面」 田中素香編著『単一市場・単一通貨と EU 経済改革』文眞堂。

田中素香 (2003) 「国際通貨ユーロとユーロ圏」 田中素香、藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版。

田中素香 (2007) 『拡大するユーロ経済圏』日本経済新聞出版社。

徳永正二郎 (1982) 『現代外国為替論』有斐閣。

西村可明 (2000) 「ハンガリーにおける外国直接投資」 西村可明編著『旧ソ連・東欧における国際経済関係の新展開』日本評論社。

藤田誠一 (2003) 「『ドル本位制』とユーロの登場」 田中素香、藤田誠一編著『ユーロと国際通貨システム』蒼天社出版。

深町郁彌 (1981) 『現代資本主義と国際通貨』岩波書店。

〈斎藤報告へのコメント〉

上川孝夫 (横浜国立大学)

斎藤報告は、EUの東方拡大を中心に、ユーロの国際的地位の現状を、マルクやドルとの比較で、実証的に明らかにしたものである。結論としては、国際通貨としてのユーロの地位には地域性がみられ、中東欧諸国の貿易媒介通貨、為替媒介通貨にとどまっており、国際債でも同じく地域性がみられる。また、将来、ユーロ参加国が増えたとしても、「ユーロの逆説」により、国際通貨ユーロの地位が伸びるには限らない。これがマルクとの相違であるという。

第一に、ユーロの「地域性」の評価である。斎藤報告ではユーロは地域的、ドルはグローバル性を維持しているという結論のようであるが、周知のように、現在の状況に似た時期として1920年代の複数基軸通貨体制がある。当時はポンド・ドル体制であるが、対外投資残高ではイギリスは英帝国が、アメリカはカナダ・中南米が、それぞれ比較の大きかった。BA市場では、市場規模は拮抗していたものの、ニューヨークBA市場はドイツ向けの金融手形が多く、第三国間金融の割合は小さかった。通貨残高(対外短期債務)でも、ドルはポンドに迫るシェアを占めていたわけではない。戦争など別にして、国際通貨は一定の地域圏をベースにして、しかも跛行性を伴って台頭するというのが、ナチュラルな姿ではないかと思われる。この点で、斎藤報告は、ユーロの地域性をやや消極的に捉えているようにもみえるが、いかがであろうか。

第二は、ユーロの個性・特質をどうみるかである。かつて、ポンドとドルの特質比較といった議論があったが、ユーロはどうであろうか。私見によれば、ユーロに

は二つの大きな特徴があると思われる。

一つ目に、ユーロは「共通通貨」型の国際通貨であるという点である。斎藤報告に指摘されているように、そして私も2002年秋の金融学会で指摘したことがあるが、たとえば、ある国がユーロに参加すると、参加前はユーロはその国にとって外貨であるが、参加後は内貨となり、ユーロの国際通貨のシェア計算から落ちてしまう。しかしながら、その一方では、単一通貨ユーロへの参加国数（ユーロ・エリア）は確実に拡大していくのである。これはポンドやドルとの大きな相違点であり、この点を踏まえた国際通貨ユーロの分析手法が模索されねばならないと考える。

二つ目は、ユーロ・エリアの金融・財政政策である。ユーロ・エリアでは、金融政策を担うECBはインフレ・ファイターであり、財政政策についても「SGP（安定成長協定）」という一応の縛りがある。それゆえ、アメリカのようなルーズな金融政策、膨大な財政赤字、またそれに対応する巨額のISインバランスを容認することはないようにも見える。こういう特殊性は、ユーロの国際化にどのような特徴を与えているであろうか。たとえば、国際流動性供給機能からみた場合、ユーロはドルに比較してどうであろうか。斎藤報告はユーロの需要サイドに焦点をあてているが、供給サイドの分析も必要なのではなかろうか。

井上伊知郎（福岡大学）

斎藤先生の報告に関して、①ブンデスバンクは「マルクの使用は、基本的には西ドイツの対外貿易に限られているようであり、第三国間の貿易においても広範囲な取引機能を果たしている米ドルの場合とは全く異なっている。」と述べており、シャーラーも「マルクは、西ドイツとの貿易においてのみ使用されている」との見解でヨーロッパ諸国の中央銀行家・民間銀行家が一致していたと述べている。マルクは、西欧や「マルク圏」と言われる諸国に限定しても、第三国貿易通貨として使用されていたとは評価できない。実態調査によるデータから見てもそうである。これと異なり、中東欧諸国に限定されるとはいえ、ユーロが第三国貿易通貨として使用されているとすれば、それはマルクのケースとは異なっていると言うべきである。むしろ、中東欧諸国間の貿易ではなぜ貿易当事国通貨を使っていないのかを問うべきではないだろうか。②ユーロ建て国際債による資金調達・投資通貨としてのユーロの利用増大は、ユーロエリア近隣地域に集中しているとして、グローバルレベルでの対顧客スポット外為取引におけるユーロ取引の増大に結びつかないと言われているが、「国際債」とは何であろうか。マルクが為替媒介通貨となった背景では、国内債のブンス取引が重要であったと思われる。円・マルクの直接取引もこの取引に影響されている。ユーロの国内債市場は大きいはずである。③「貿易媒介通貨」の用語を使用されている。貿易を媒介するという意味ならば、貿易当事国通貨としての輸出

国通貨も輸入国通貨も貿易を「媒介」する。銀行間の多角的決済を「媒介」とするのであれば、「媒介」してはいない。また、「貿易媒介通貨」は貿易取引次元の用語であって、銀行間次元の用語ではない。銀行間次元では、「貿易媒介通貨」そのものではなく、第三国貿易通貨に足を置く「バランス」が、為替媒介通貨に「媒介」することなく、直接的に多角決済している。「貿易媒介通貨」という用語は、意味をなさなければかりか、本質を見失っているのである。中東欧諸国がユーロエリアとの取引でユーロを使用し、中東欧諸国間の取引でも第三国通貨ユーロを使用しているとすれば、これらの中東欧諸国の国際通貨はもともと為替媒介通貨としての特徴を持っていないのである。1960、70年代ごろまでのアジアにおける国際通貨も、為替媒介通貨としての特徴をあまり持っていなかったであろう。「貿易媒介通貨」という用語を使用すると、この点を見失うことにならないであろうか。

《コメントへの回答》

地域性の評価について、地域性をネガティブに捉えているというわけではない。ただしグローバルな国際通貨として今後ユーロが大きく飛躍するとは考えていない。現在ユーロ・エリア以外でユーロを国際通貨としている諸国に中・東欧諸国があるが、これら諸国は将来ユーロを導入すると見られるので、そうなれば国際通貨としてのユーロの地理的範囲は縮小する。その他の諸国でのユーロの使用は日本のように低い水準ながら若干増加が見られているケースはあるが、多くの主要国でドルからユーロへのシフトが見られているわけではない。よってユーロを国際通貨とするユーロ・ゾーンのうち、当面ユーロ・エリアに入らないであろう諸国はパチカンなど西欧の極小国やアフリカの旧植民地が中心である。これらの経済規模は世界のGDPの5%以下であり、ドルを国際通貨とするドル・ゾーンと比較すると小さい。ユーロの国際通貨としての地位に短期的には大きな飛躍がもたらされるとは考えづらい。ただし、国際通貨を分析するに当たり、これまで主流であった為替媒介通貨を中心とした第三国間取引において使われている通貨という枠組みで捉えている。「国際通貨ユーロのパラドクス」というものは従来の分析枠組みにおける分析、評価ということになる。

ユーロ建国際債については、国際的な資金調達・投資通貨としてのユーロの利用増加とユーロの国際通貨化の関連で分析を行った。資本市場の分析としてユーロ建国内債も取上げるべきとのご指摘はもっともであると思われるので、今後、分析を行いたい。

商品市場について、ユーロで価格付けされる商品市場はあまりないが、例えばロシアが輸入する商品の中には、砂糖やココア豆のように伝統的にヨーロッパの通貨

が用いられているものもある（商品取引所がパリかロンドンのどちらにあるかにより、ユーロかポンド）。ロシアの輸出の中で、材木や毛皮はヨーロッパの取引所で扱われる。こういった商品の価格付けはユーロで行われていると考えられる。

貿易媒介通貨という用語は、契約・決済される通貨が貿易当事国の通貨以外の第三国通貨が用いられているという、第三国間の国際貿易を媒介する通貨という意味で用いた（利用可能なデータは実際には、貿易の決済に用いられる通貨）。為替媒介通貨という概念は確立されているが、貿易媒介通貨は必ずしもそうではない。にもかかわらずこの用語を用いたのは、貿易当事国以外の通貨が貿易の契約・決済に用いられていることを取上げることに意味があると考えたからである。輸出入の決済は対顧客市場において生じ、それを受けて取引が行われる銀行間市場で為替媒介通貨が現れる。貿易媒介通貨と為替媒介通貨とはレベルが異なる。

《一般討論への回答》

アメリカとは異なるユーロ・エリアの金融政策や財政政策が、ユーロの国際化にどのような影響を与えるか。

ユーロ・エリア諸国の財政政策に安定成長協定で縛りがかかることで、ユーロへの信認の強化となり、為替レートの安定・強さにつながると考えられる。これはユーロの為替標準通貨機能を増す方向に作用し、それが他の国際通貨の機能に波及する形で、長期的にはユーロの国際通貨としての使用の増加につながる可能性がある。ただし、国際通貨の機能を貨幣の3つの機能にそってそれぞれ取上げ、それらを同列に扱って分析しようというわけではない。これまで国際通貨の分析は、第三国間媒介に注目して進められてきた。ただしユーロの場合、「国際通貨ユーロのパラドクス」があるので、第三国間媒介の分析のみでいいのかとも思われる。本報告ではこれまでの延長線上で第三国間の媒介という形で分析したが、新たな分析の切り口があるのかもしれない。現在注目されているのはユーロの為替レートの強さ、ユーロの信認であるが、これはユーロがドルに取って代わるというのではなく、ユーロというドル以外の選択肢がようやく登場したというもので、これが今後どう展開するかは注目される。ユーロに対する為替レートの安定が高い諸国は西欧や中東欧諸国であるが、最近カナダ・ドルなどドルに連動しながらもユーロに対する連動性が変化している様子が見られる。ただし、これはドルがその他通貨に対して一方的に下落していることが現れているのか、長期的にドルへの連動性からはなれてドルとユーロの両方に連動していくという動きになるかは、現時点では明らかではない。また為替相場制度面においても、ロシアは2005年にドルベッグからユーロを含む通貨バスケットベッグに変更し、ユーロのウェイトを2007年に45%までに上昇さ

せている。ただしこの動きは政治的考慮というものと、ドルの為替レート下落という経済的な利害に支えられたもので、今後ユーロが単独の為替標準通貨になっていくという動きではない。

ユーロが登場したことによってシティが影響を受けたのか。

ユーロの登場でシティは国際金融センターとしての地位が低下するという見方と、ユーロ・エリアに含まれないことかえて上昇するという見方があった。現在のシティの地位は、分野ごとに異なっており、外為取引という点では現在でも最大の金融市場である。株式市場という面では、大陸ヨーロッパも競争力をつけてきたと見られている。

グローバル経済下の ASEAN と 国際通貨システム

西尾圭一郎

(ノースアジア大学)

1. 問題の所在

1997年に生じたアジア通貨危機では、ドルペッグがその発生原因の1つとして取り沙汰された。また、アジアでは海外からの資金調達においても、自国通貨建てではなくドルで資金を借りることが常態化しており、そのことが危機の更なる悪化をもたらしたといわれている。貿易においてもドル建てが中心で、アジア諸国が為替リスクを負うことが多かった。そして、その状況に警鐘を鳴らし、アジアのドル依存を解消すべきだという議論が、近年盛んに行われている。

にもかかわらず、現状ではアジアの貿易決済はドル建てが中心であり、外国為替取引においてもドル対価の取引が中心的となっている（表1、2参照）。そして、各国通貨の外国為替相場もドルに連動した動きをしているといわれている。すなわち、アジアは未だ強固にドル中心のシステムでありつづけている。

ところが最近のアジアを対象とした国際金融上の研究では、為替レートのボラティリティや資本市場自由化の影響に関する実証研究、通貨バスケットの採用等に見られる通貨制度の改革の研究といった、現在の状況のみを切りとった研究が中心的に行われており、何故そのような状況が生じてい

表1 韓国、タイ、インドネシアにおける貿易決済の通貨建て比率(2005年)

	韓国		タイ		インドネシア	
	輸出	輸入	輸出	輸入	輸出	輸入
ドル	82.5%	81.7%	81.6%	78.2%	93.5%	84.8%
円	6.0%	9.7%	6.4%	10.6%	1.9%	5.9%
ユーロ	8.6%	5.3%	3.1%	3.7%	1.8%	4.2%
ほか	2.9%	3.3%	8.9%	7.5%	2.8%	5.1%

出所: Bank of Korea, *Monthly statistical Bulletin*, various issues, Bank of Thailand, web page, Bank of Indonesia, web pageより作成。

表2 アジア諸国の外国為替取引における通貨別比率

		香港	シンガポール	韓国	台湾	マレーシア	インドネシア	タイ	フィリピン
2004	合計	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%
	ドル	94%	95%	98%	96%	95%	98%	93%	100%
	ユーロ	26%	27%	6%	18%	16%	10%	6%	7%
	円	22%	22%	7%	20%	12%	3%	16%	6%
	ポンド	11%	12%	1%	6%	6%	3%	2%	3%
2001	合計	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%
	ドル	97%	95%	99%	95%	97%	79%	96%	100%
	ユーロ	17%	28%	3%	13%	7%	10%	4%	2%
	円	21%	26%	7%	22%	12%	7%	11%	10%
	ポンド	6%	9%	1%	2%	2%	4%	1%	1%
1998	合計	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%
	ドル	93%	95%	98%	95%	87%	97%	96%	100%
	マルク	23%	20%	9%	13%	14%	7%	2%	4%
	円	27%	23%	17%	34%	11%	22%	11%	14%
	ポンド	11%	6%	2%	10%	1%	2%	1%	14%

出所: BIS, *Triennial Central Banking Survey*, various issuesより作成。

るのかといった根本的な国際通貨システムについての理解がなされていない。現在のアジアにおいてドル本位制が維持されつづけていることについて、その構造を把握しなければ、アジア経済のサステナブルな発展につながる政策提言を行えない。そこで本報告では ASEAN に焦点をあて、現在の経済構造が形成された 1980 年代の経済成長期において、どのようなかたちでドル本位制が浸透していったのか分析を行い、現在のアジアにおけるドル本位制構造の一端を明らかにする。

2. 途上国における国際通貨システムの決定要因

基軸通貨を決定する要因は、まずは貿易決済通貨、投資通貨などの顧客次元のさまざまな局面における国際通貨としての使用であると考えられる。そして、顧客次元における国際通貨の利用は最終的には、銀行間次元に集約される¹。その際、銀行間市場における為替媒介通貨としての機能が為替取引のコストに影響を与え、顧客次元における国際通貨の使用に影響を与える可能性もある。そして、それらすべての影響を集約し、最終的に国際決済においてある通貨の国際通貨としての使用が他の通貨の使用を圧倒することによって、その通貨は基軸通貨となる。アジアにおいては表1、2で見たとおり貿易通貨、投資通貨等の顧客次元におけるドルの利用は他通貨を圧倒しており、それが銀行間次元におけるドル利用にもつながっている。ドル本位制を、ドルが基軸通貨として使用されている国際通貨システムであると規定した場合、ドルが貿易決済において中心的な役割を果たし、外国為替市場においても中心的な取引通貨となっているアジアは、まさしくドル本位制下にあるといえる。

その一方で、ASEANのような発展途上国の場合、上記のような国際通貨の決定メカニズムとは別に基軸通貨としてのドルの地位を決定する要因が存在する。それは、国際流動性としてのドルの利用可能性である。発展途上国には、先進国とは異なり比較的大きな信用リスクが存在する。その信用リスクは、国際資金調達の際にプレミアムという形をとって表現されるか、あるいは場合によっては信用割当を生じさせる場合もある。その結果、発展途上国は自らが必要とするだけの国際流動性を、支払えるコストの範囲内で、望むだけ十分に入手しえない可能性がある²。

1 深町(1981)、片岡(1986)等を参照されたい。

2 西尾(2006)、pp. 155-159。

したがって、ASEANにおけるドル本位制を考える際には、貿易や投資における国際通貨の利用、外国為替市場における国際通貨の利用状況に加えて、それらの取引に用いられる国際通貨のそもそもの利用可能性、資金の入手経路や決済システムとの接続状況などを分析し、総体としてどのような国際通貨システムを形成しているのか、という点を理解しなくてはならない。

以下では、ASEANにおける国際通貨ドルの使用に影響を与える貿易構造、直接投資を通じた資本関係、国際決済手段の入手状況を示す資金の流入について、現在のASEANの経済構造を基礎付けた経済発展期である1980年代を概観し、国際通貨を利用する経済システムがどのように構築され、ASEANにおいてドル本位制という国際通貨システムがどのように構築されたのか、分析を行う。

3. ASEAN 経済と国際通貨システム

アジアにおいて基軸通貨としてのドルの地位を決定的なものとしている要因の1つとしては、貿易決済通貨としての利用があげられる。現代においても証券市場が未発達であるASEAN諸国において、貿易決済の局面において用いられている国際通貨ドルの利用が非銀行次元における中心的な国際通貨を規定し、その支配的な比率が銀行次元における為替持高調整に用いられる国際通貨にも影響を与え、ASEANにおける基軸通貨を規定している。本報告で対象とする1980年代においてはその傾向はなおさら強く現れるだろう。

では、1980年代のASEANにおける貿易取引構造はどうなっていたのだろうか。IMFのDirection of Trade Statisticsによると、1980年代から1990年代前半のASEANの輸出先は、主にアメリカ、日本、アジアNIEsが中心であった³。アメリカはASEANの輸出先として常時20%程

度の比率を占めており、日本は 20%後半から 30%の比率を占め、アジア NIEs は 20%前後の比率を占めていた。1980 年代末から輸出先の比率は変化を見せ、輸出先としての日本の比率が低下し、代わって NIEs の比率が上昇することになった。

1980 年代から 1990 年代前半の ASEAN の輸入に関しては、アメリカからの輸入が全体の 15%前後、日本からの輸入が 25%前後、NIEs からの輸入もまた 25%程度であった。傾向として 1990 年代以降は NIEs からの輸入が増加するようになったが、全体的には上記の比率で安定していた。

このように、ASEAN の貿易相手はアメリカ、日本、NIEs が中心であった。対アメリカ貿易の決済において、当事国通貨としてドルが選択されたとしても、その比率は 15~20%程度にとどまるが、日本、NIEs との貿易においても第 3 国貿易決済通貨としてドルが選択される可能性が高く、また上記の国以外の対欧州貿易においてもドルが第 3 国貿易決済通貨として利用されることが多いために、ドルが非銀行次元取引の中心的な国際通貨、すなわち基軸通貨となっていた。

ここで第 3 国貿易決済通貨としてドルが使用される理由としては、ドルが世界的な基軸通貨であることがひとつの要因として挙げられるが、それ以外にもアジア全体においてあてはまる特徴的な要因が存在する。それは直接投資を通じた多国籍企業の進出とその経済活動である。ASEAN の経済発展は NIEs 同様、アメリカ、日本等からの直接投資による工業化によってもたらされた。したがって、その直接投資を受けて生じた経済構造や貿易構造の変化は決済慣行に一定の影響を与える。ASEAN はアメリカ、日本等による直接投資を受け入れることによって、アメリカを中心とした垂直的な生産構造に組み込まれることになり、垂直貿易を通じた生産構造全体のなかでの国際通貨の使用の影響を受けることになる。

ASEAN に対する直接投資元としては、1980 年代には日本が最大の直接投資国となっていて、ASEAN への直接投資全体の約 30% の比率を占めていた⁴。日本の比率は 1990 年代に入ると全体の約 20% 程度に落ち込み、変わって NIEs の比率が高まった。また、アメリカは ASEAN への直接投資において 1980 年代から 1990 年代前半にかけて約 10~15% 程度の比率を占めていた。NIEs は 1980 年代には ASEAN 全体への直接投資において、10% 台後半の比率を占めていたが、1990 年代に入ると 20% 台後半の比率を示すようになった。そしてその NIEs への直接投資は、アメリカおよび日本によってその大部分が占められていた。

その結果、アメリカ・日本を頂点とし、NIEs を中間に、ASEAN をその下部に位置づける資本関係が 1980 年代のアジアにおいて形成された。そしてそれはアジア全体の垂直的な生産構造を作り上げることになった。これについては、1980 年代後半における産業内貿易の増加などのデータからも確認される⁵。したがって ASEAN の貿易は、アメリカ・日本-ASEAN という関係とアメリカ・日本-NIEs-AESAN という形をとり、日本もまた最終輸出地としてアメリカにその実現を依存しているため、いずれにしても最終的にアメリカに行き着く。そのため、そこでの貿易決済

4 以下のデータについては、日本貿易振興会『ジエトロ白書』各号および平川・宗像（1997）を参照した。

5 納谷（1993）、p. 18 のデータによると、ASEAN 諸国内における産業内貿易の比率は、1980 年代後半に入ると急激な上昇を見せる。インドネシアでは 1980 年に 9.8 であった指数が 1987 年には 37.6 に、マレーシアでは 1980 年に 28.3 であったものが 1987 年には 38.2 に、フィリピンでは 1980 年には 17.6 であったものが 1988 年には 61 に、タイでは 1980 年に 21 であったものが 1987 年には 28.7 にそれぞれ上昇している。このように、ASEAN 内では、1980 年後半に産業内貿易指数が高まり、経済的な関係が深まっていることが見て取れる。また、このデータからは ASEAN と NIEs の間の産業内貿易指数が高まっていることもわかり、ASEAN と NIEs の間に経済的な関係が深まっていることも見て取れる。

もまた、最終的なコストを勘案してドルを用いたものが支配的になる。

そして直接投資では、その初期投資において外国通貨売り自国通貨買いの外国為替取引が生じる。アメリカからの投資は外国為替市場におけるドル対現地通貨の取引を増加させる。アメリカ以外からの直接投資においても、企業の為替リスク管理の点からドルが用いられ、投資通貨としてのドルの地位を向上させ、ドル対現地通貨の外国為替取引を生じさせる。その結果、現地の外国為替市場におけるドル対価の外国為替取引が増加し、ドルの取引コストが低下することによって為替媒介通貨としてのドルの地位を高めるといったことも生じるだろう。

これらの取引が増加・普及した結果として、現在まで続いている国際通貨ドルの利用が支配的になる国際通貨システムが形成されたといえる。

4. ASEAN と国際資金フロー

しかし、これまで述べてきたようなドルを決済手段とする国際通貨システムが機能するためには、決済手段であるドルが十分に、低コストで入手できなければならない。とりわけ、ASEAN が経済成長を実現した 1980 年代はラテンアメリカの通貨危機を受けて、発展途上国全体に対する信用リスクが問題になった時期であった。そのような時期にスムーズなドルの流入が可能だったのだろうか。

この時期の ASEAN に対する資金流入を世銀の Global Development Finance からみると、1980 年代から 1990 年代前半にかけて、商業銀行を通じた資金流入が資金流入全体の中で支配的な地位を占めていることがわかる⁶。1980 年代前半には、ASEAN 全体の対外債務の約半分が商業銀行からの借入であった。1980 年代後半には、ASEAN の対外債務全体に占

6 World Bank, *Global Development Finance*, CD-Rom.

める商業銀行借入は約40%強に比率を低下させたが、それでも資金調達手段としては商業銀行借入を通じたものが最大であり続けた。そして1990年代に入ると体外債務に占める商業銀行借入の比率は50%前後となった。このようにASEANは、ラテンアメリカ危機が発生し、商業銀行の発展途上国への貸出態度が抑制的になった時期にも、海外の銀行から資金を調達し続けた。

BISのデータによるとASEANへの商業銀行貸出を通じた資金流入をもたらしているのはアメリカ及び日本であった⁷。1980年代および1990年代前半にかけて、ASEANへの商業銀行貸出のうち、およそ8割以上は常にアメリカ、日本の商業銀行からの貸し出しであった。そしてそれらの大部分は香港およびシンガポールを経由して貸し出されていた⁸。すなわち、アジアの国際金融市場を通じて貸し出されていたわけである。そのなかでも、香港からの貸し出しは中国市場の台頭により、その比率は比較的低く⁹、シンガポールがASEANへの資金供給の中心部分を担っていた¹⁰。

7 BIS, *International Banking and Financial Market Developments*, various issues.

8 BIS (1995), p. 20によると、1995年3月末時点におけるBIS報告銀行によるアジア向け貸出残高のうち、半分以上が香港市場とシンガポール市場を経由して貸し出されているとされている。また、徳永(1996)によるとアジアに進出している日系企業や韓国企業などが「投資資金は現地金融市場やアジア国際金融市場で調達」(p. 6)している事実を指摘している。

9 Hong Kong, *Monthly Digest of Statistics*, various issues.

10 Lee (1984)によると、1979年時点のACU勘定貸出のうち銀行向けと非銀行向け全てを合計すると貸出は「ASEANが40%弱で、シンガポールは20%以上、次いで香港、日本、イギリス、インドネシア、フィリピン、韓国、タイ、台湾、マレーシアの順に」(p. 266)行われており、これを考慮するとASEAN向け貸出は香港のそれを大幅に上回り、シンガポールがASEANの国際金融市場として機能していたことがうかがえる。

シンガポールが ASEAN への資金供給の中心的拠点として機能しえた理由の一つには、シンガポールが ASEAN に先立ってアメリカを中心とするドル本位制の枠組みに組み込まれ、アジア・ダラー市場というオフショアのユーロ・ダラー市場を形成していたことがあげられるだろう。そしてまた、1980年代から90年代にかけて、シンガポールは多国籍企業の OHQ (Operational Headquarters: 経営統括本部) を多数誘致しており、ASEAN の多国籍企業経営の中心地として機能していたということがあげられる。

これまで見たように、1980年代から1990年代にかけての ASEAN の経済構造は、アメリカを中心とし、その下に日本-NIEs-ASEAN という形で、資本関係や生産関係が存在し、それに大きく影響を受ける形で垂直的な貿易関係が存在しているというものであった。このことは、発展途上国への信用リスクが高まった中で ASEAN の対外債務に占める銀行借入の比率を維持したことに影響していると思われる。アメリカ、日本からの直接投資によってもたらされた工場や企業の資金需要に対しては、海外の銀行は親企業との資本関係を考慮して、途上国の企業に対するよりも信用リスクを低く評価するだろう。また、海外の銀行と取引関係にある企業が進出し、ASEAN 企業と取引するようになることで、その海外の銀行は ASEAN 企業の情報を間接的に入手することが可能になり、情報入手コストの低下につながったり、正確なリスク評価をすることができるようになる。シンガポールの OHQ などは、本来持つ経営資源の管理という機能だけでなく、このような情報収集の機能を果たし、ASEAN の資金調達に信用保証を与え、ASEAN への資金供給をサポートする機能をも果たしたといえよう。そしてアメリカ、日本、NIEs との貿易に対する貿易金融の形で資金供給も生じる。このように、多国籍企業の進出は、ASEAN への資金フローに影響を及ぼす。

ASEAN への銀行を通じた資金フローの背後には、このような実体経済

におけるアメリカ、日本-NIEs-ASEAN という垂直的構造が存在し¹¹、それが資金のフローにも大きく影響を及ぼしていたことが指摘できる。1980年代以降のASEANにおける基軸通貨ドルの地位を支えたのは、実体経済の関係を踏まえた決済資金の供給構造が存在したためでもあった。

5. むすび

これまでの分析で、1980年代以降のASEANにおいて、ASEANよりも先にドル本位制に組み込まれているアジアの国際金融市場を経由したドル資金の流入や、多国籍企業の進出による生産、商品の連鎖や借り手としての信用リスクの低下、情報の非対称性の緩和などが生じたことを背景に、現在のドル本位制が構築されていく過程をみてきた。その結果ASEANでは1980年代を通じて、直接投資による多国籍企業の進出を軸に、国際決済手段としてドルが使用される経済システムが構築されたことが、通貨危機後の現在においてもドルを基軸通貨としての地位に留めていることが確認された。

ASEANをドル本位制という国際通貨システムの中に組み込む楔として機能している多国籍企業の海外進出は、その要因が内部余剰であるか、利潤率格差であるか、立地やプロダクト・サイクル等に基づく多国籍企業間競争であるかはともかくとして、それぞれの多国籍企業の利潤最大化行動の結果生じる。すなわち、直接投資を通じた多国籍企業のアジアへの進出は、多国籍企業それ自身に内在する個別経済的要因によるものであり、多

11 従来より、実体経済的側面の研究ではこの構造は論じられてきたが(杉本(1993)、平川(1992)など)、そこでは金融的な側面、とりわけ国際通貨システムという側面からの構造分析はなされていなかった。本稿で指摘したい点は経済システムと金融システムは不可分であり、それゆえ実体経済の構造分析を踏まえた金融システム分析をすべきである、という点である。

国籍企業の投資意思決定は、その決定が進出国と国際通貨システムとの関係にどのような影響を与えるかという事を考慮して行われることは無い。

しかし、その多国籍企業の行動は、結果としてドル資金のアジアへの流入をもたらし、国際資金フローや国際通貨の使用状況に影響を与えることになる。それは投資時に生じる直接的な資金の流入のみにとどまらない。追加的な資本財や中間財の輸入、貿易決済や貸金支払い等の運転資金の調達、利益送金等を通じて、様々なかたちでドルが流入、利用される。そして、その活動を補佐するべく、多国籍銀行の活動も活発化する。多国籍企業の中には、そのような多国籍銀行等の資金流入経路という金融的なインフラが存在することにより、その地域への進出する場合もあろう。このような、多国籍企業＝ドルの利用主体の進出は、その進出地域へのドル資金の流入経路を形成したり、経路が存在する場合はその流入をさらに拡大させる一つの要因となり、国際資金フローの輪の中にその地域を深く取りこむきっかけとなる。

そして、国際資金フローと直接投資は、ASEAN 地域を世界経済に統合していき、同時に同地域を基軸通貨としてドルを使用するドル本位制という国際通貨システムの中にも深く包摂していったのである。

そのため、現在の国際通貨システムであるドル本位制とアジア経済との関係についての分析を行う場合、アメリカ、日本-NIEs-ASEAN という世界経済上の関係について、金融面での国際資金フローの分析を行うことはもとより、資金-投資-貿易という3つの局面の重層的関連を捉えた分析を行う必要がある。ドル本位制分析を行う基本は国際的な決済手段であるドルが、どのように利用されるか、という点に焦点を絞る必要があることは間違いない。しかし同時に、ドルを決済手段として利用する経済主体の動き、実体経済がドル本位制という国際通貨システムとどのようにに関わり、その決済システムをどのように利用しているのかという側面からの分析を、今後深めていかなければならない。そうでなければ、なぜ為替相

場が不安定化し、経常収支も不均衡が続くドルが基軸通貨として利用されているのか、という問いを解くことは不可能であろうと考える。

参考文献

- 片岡尹（1986）『国際通貨と国際収支』勁草書房。
- 杉本昭七（1993）「現代世界経済の融合化法則と日本の融合過程」杉本昭七編著『現代世界経済の転換と融合』同文館。
- 納谷誠二（1993）「持続する輸出成長の将来」高木武徳・猪木保興『アジアの経済発展—ASEAN・NIES・日本』同文館、5-25 ページ。
- 西尾圭一郎（2006）「ドル本位制下の発展途上国と基軸通貨ドル」『経営研究』第 56 巻第 2 号、pp. 145-163。
- 徳永正二郎編著（1996）『多国籍企業のアジア投資と円の国際化』税務経理協会。
- 平川佳世子、宗像玲（1997）「アジア諸国の直接投資統計」『海外投資研究所報』第 23 巻第 2 号、45-119 ページ。
- 平川均（1992）『NIES 世界システムと開発』同文館。
- 深町郁彌（1981）『現代資本主義と国際通貨』岩波書店。

Bank for International Settlements (1995), *International Banking and Financial Market Developments*, August 1995, Basle, Bank for International Settlements.

Lee, S. Y. (1984), "Financial Institutions and Markets in Singapore," in M. T. Skully ed. *Financial Institutions and Markets in Southeast Asia*, Hong Kong, MacMillan, pp. 226-295.

《西尾報告へのコメント》

上川孝夫（横浜国立大学）

西尾報告は、現在の ASEAN がドル本位制下にあるという認識のもとに、1980 年代の ASEAN をドル本位制の浸透過程として捉え、その構造を、ドルの利用主体として米系多国籍企業の直接投資と貿易、また香港・シンガポールというアジア金融市場の役割を含めて、検討したものである。

第一は、ASEAN における 1980 年代の位置づけである。西尾報告では 1980 年代をドル本位制の浸透過程として捉えているが、それでよいであろうか。たとえば、ASEAN においてポンドからドルへの基準通貨の変更があったのは、マレーシアと

インドネシアでは 1970 年代初頭、タイとフィリピンはそれ以前だったと思われる。この時点ですでにドルの影響力を見てとれる。

確かに ASEAN が一次産品国、農業国から輸出指向型工業化政策に転換したのは 1980 年代半ばだったと思われる。ただ、その場合でも、ASEAN における国際流動性のアベイラビリティの制約を緩和したのは、直接投資だけでなく、国際金融機関による融資や ODA などの公的資金も重要であったはずである。また、1980 年代は「円の国際化」が進展し、日本のプレゼンスが強まった時期であったことも見逃すべきではない。アジア諸国の外貨準備の占める円のシェアは増加傾向にあったし、西尾報告のデータにも示されているように、ASEAN の対外債務に占める日本からの銀行貸付や、香港所在銀行の対日貸出も、それぞれ増加していたのである。もちろん円は、アジアにおける基準通貨・介入通貨の機能を担ったわけではなく、また円建て取引も多分に日本との取引の一部などに限られていたにせよ、1980 年代の ASEAN はドル本位制の浸透過程というより、円がドルの機能を一部侵食した時期だったといえるのではなからうか。

第二は、1990 年代をどうみるかである。私見によれば、1990 年代は円が後退し、他方で中国が直接投資を大規模に吸引しはじめた時期である。一方、ASEAN にとっては、国によりバリエーションはあるものの、経常収支赤字が続くなか、ドル建て民間短期資本への依存が高まり、強いドル・ペッグが必要になった時期と考えられる。たとえば、1980 年代にはタイ・パーツ、インドネシア・ルピア、フィリピン・ペソはしばしば暴落を経験していたが、1990 年代には相対的に安定化している。対外取引の規制緩和も、ASEAN では 90 年代に集中している。例をあげると、オフショア市場の創設は、マレーシア（ラブアン市場）は 1990 年、タイ（BIBF 市場）は 93 年であった。IMF8 条国入りも、インドネシアは 1988 年、タイは 90 年、フィリピンは 95 年であった。そして、まさにこうして急ピッチで自由化を進めたことの限界が、1997 年のアジア通貨危機として発現したと考えられる。

1980 年代の ASEAN におけるドル本位制の浸透過程というときは、このような 1990 年代との関連も考えなければならぬであろう。両者は連続的であるとともに、断絶面もあろう。さらにいえば、この問題は、金融グローバル化の波に ASEAN 経済がどのようにして組み込まれていったのかという問題にも関わることである。

コメントの最後に、アジアのこの分野におけるデータ（とくに通貨別データ）は入手しにくい状況にある。この面での制約を克服して、さらなる研究の前進を望みたい。

井上伊知郎（福岡大学）

①なぜ 1990 年代ではなく 80 年代以降の ASEAN を分析対象にしているかにつ

いて説明があったが、私の疑問は、むしろなぜ 1950 年代や 60 年代ではないのかという点である。報告の中に「ASEAN よりも先にドル本位制に組み込まれているアジアの国際金融市場」との表現があるが、これはシンガポールのことであろうが、例えばタイやインドネシア、フィリピン、ベトナム、韓国、台湾などへの米系多国籍企業の進出は、80 年代よりもずっと早く、50 年代、60 年代からのことではないか。アジア諸国で、先生ご主張のドル本位制への包摂の論理が妥当するのは、50 年代、60 年代からのことではないか。ASEAN で 80 年代に目立つのは、米国に貿易黒字を問題にされて為替相場の切り上げを要求された日本、韓国、台湾からの直接投資で、80 年代はこれらの諸国から生産拠点が ASEAN へ移された時期であったと思う。したがって、80 年代は ASEAN ですでにできている、すでにあるドル本位制の構造に、日系、NIEs 系の多国籍企業が乗った時期と言えるのではないか。②アジア諸国の為替相場制度がドルに連動する制度であった点を落とされているのはなぜであろうか。これは、日系、NIEs 系多国籍企業の ASEAN 進出の前提であったであろうし、運転資金・設備投資資金などの実需筋のドル資金がご指摘のように商業銀行から取り入れられたのも、バブルに投じた現地投機筋のドル資金が過剰に流入したのも、この為替相場制度を前提にしていたのではないか。③ASEAN 側の事情だけでなく、米国側の事情も重要と思うが、なぜ米国側の事情を問題にしないのか。80 年代は、米国は困難な時期で、だからこそマルクの台頭を許した面もあるし、円の利用拡大も進みつつあったのであって、米国は 90 年代の方が 80 年代よりも良い状況ではないか。アジア危機後を問題にする時に、なぜ米国側の変化、米国側の好転を問題にしないのか。④アジア危機後の変化を見ていないように思われる。アジア通貨協力の進展、アジア市場統合の動き、アジア債券市場創設の動き、現地通貨使用の拡大など、ドル一極への依存を修正する動きが広がっている。例えば、タイの民間非銀行部門の対外債務では、危機以前では 90%以上を占めていたドル建ての比率が 2006 年末には 43%にまで低下する一方で、パーツ建ての比率はゼロの状態から 35%にまで高まっている。また、邦銀のタイ向け与信に占めるパーツ建て比率は、危機以前では 5%程度であったものが最近では 50%を上回るまでになっている。これらの動きは危機後に生じたものであり、また他のアジア諸国にも見られる動きである。

《上川孝夫氏のコメントへの回答》

第 1 の質問として、分析対象がなぜ 80 年代なのかというご質問であるが、確かにタイでは 1950 年代に、マレーシアでは 1960 年代末から 70 年代初頭に基軸通貨をポンドからドルに替えるなどしており、1980 年代には実際には基軸通貨はドル

であった。これは事実である。しかし、ここで問題にしているのは現在のドル本位制が通貨危機後も維持され続けているのはなぜなのか、という点である。

本報告では、基軸通貨の決定は実際の経済システムのあり様に大きく規定されると考えている。そして現在の ASEAN の経済構造がいつ規定されたのかというと、それは直接投資が増加して急激な経済成長を遂げた 1980 年代である。つまり、現在ドル本位制であり続けているのは、1980 年代に ASEAN がアメリカを最終輸出地として日本、NIEs、ASEAN という垂直な世界経済システムに組み込まれることによって国際通貨システムが規定されたためである、という認識を持っている。現在の ASEAN で形成されているドル本位制の内部構造は、1950 年代、60 年代の一次産品に依存していた時期とは大きく異なっており国際通貨の使用形態、使用環境についても違いがある。そのため、現在の分析をするためには現在の経済構造、国際通貨システムを形成し始めた時期の分析を行う必要があると考える。

そして、多国籍企業の進出によって国際通貨ドルの使用は以前と比べ変化するが、その中で日系企業が果たした役割なども重視しなければならず、そういう意味では日本のプレゼンスの上昇をもっと組み込まなければならないと思う。日本を考慮に入れる場合は、国際決済手段という意味では円は若干使用されはしたが、第 3 国間でも使われるような通貨とはならず、2 国間において一部利用されるにとどまったという意味ではあまり進まなかった円の国際化よりは、日系多国籍企業が ASEAN をいかに最終輸出地アメリカと結び付けたのかという点であろう。

第 2 の質問であるが、1990 年代をどうみるかということであるが、アジア諸国のなかにドル本位制が浸透することで 1990 年代のドルベッグとドル依存が進んでいったというのは仰るとおりである。その点が連続しているところであり、通貨危機を経た後も現在までドル本位制が根強く残っている要因であると思われる。そういう意味では、上川氏の指摘はそのとおりであり、本報告では紙幅の関係上ふれることができなかったが、研究の延長線上において 1980 年代と 1990 年代の関係、そして 1990 年代と 2000 年代の関係をしっかりと抑える必要はある。これは今後の課題となるだろう。

《井上伊知郎氏のコメントへの回答》

第 1 の質問については、上川氏のコメントにおいても同様の答えをしたが、現在の ASEAN における基軸通貨ドルの使用をもたらしている大きな要因は、1980 年代に経済発展と共に形成されたと考えるため、分析対象を 1980 年代に絞っている。

ただ、80 年代は ASEAN ですすででできているドル本位制の構造に、日系、NIEs 系の多国籍企業が乗った時期ではないかのご指摘はご指摘のとおりでありま

しょう。ただ、そのことによって国際通貨の使用慣行であるとか、環境であるとかいったものが変化をし、それが現在の ASEAN の国際通貨システムの原型となっていると考えられるのではないだろうか。

第2の質問であるが、確かにアジア諸国はドルに連動した外国為替制度であり、そのために直接投資が生じたということはご指摘のとおりだと思う。ただし、ドルに連動していたから投資が生じたのではあるが、同時に ASEAN 諸国は更なる投資を受け入れるためにドルペッグを維持していたという時期もあったことについても考慮しなければならないだろう。つまり、生産の連鎖が生じることで、ドルペッグがその後も厳しく維持されていたということも考えられる。そういった両面の影響が考えられるが、本報告で外国為替制度についての分析まで行うことは、分析の焦点をぼかしてしまう可能性があると考え捨象した。しかし今後その点も取り入れた分析を行う必要があることはご指摘のとおりである。

第3の質問であるが、確かに米国側の事情というのは1980年代と1990年代で違いはある。そのため、国際通貨としてのドルの世界的な地位は低下し、円やマルクの台頭へとつながっている。しかし、途上国と米国との関係においては、アメリカの世界的な地位の低下こそが途上国とアメリカとのつながりを強化させる要因であるとも言える。アメリカと日本の貿易摩擦が、迂回貿易のためにアジアへの直接投資を促し、NIEs から ASEAN への直接投資をもたらすことにもつながった側面はあるだろう。また、円やマルクの国際通貨としての地位が高まったとしても、それをもって途上国が円やマルクを国際通貨として利用する際の利便性やアクセサビリティの向上につながるとは言い切れない。

第4の質問であるが、通貨危機の影響は確かにある。しかし、債券市場構想は未だ始まったばかりであり、貿易決済通貨におけるドル以外の通貨のシェア上昇も徐々に生じているだけである。むしろ、通貨危機の影響があつてさえ、未だアジアではドル本位制が続いているといえ、そのようにシステムを維持し続けている力は何であるのか、というのが本報告の問題意識である。

《質疑応答》

毛利良一（日本福祉大学）

報告者は為替相場制度との関係にほとんどふれられていない。アジア通貨危機以前には多くの ASEAN 諸国は「事実上のドルペッグ制」であった。危機直後フロートに移行したが、最近ではドルペッグ的状况への回帰が報道されている。

中国を含めると、ASEAN 諸国の対米為替相場の安定は、対米・対中・対アジア貿易および体内外資導入における安定性を保証することになると考えられる。この

点についてどのように考えられるかお教えてください。

[答]

この質問については、上川氏、井上氏の両者へのリプライとも共通する部分があるが、現在またドルベッグの状況への回帰が国によっては生じつつあるという状況は、やはり金融の流通の問題だけでドルを問題視することの危険性を示していると思われる。発展途上国においては、為替相場の安定というのは国際決済のためだけではなく、経済成長のためという側面もある。そしてその経済成長が、その国の経済システムに影響を与え国際決済手段の使用形態を規定する。そういう意味では、為替相場は国際通貨システムの外生的要因であると同時に内生的要因でもあり、その点を認識した国際通貨システムの理解がこれからは必要になるだろう。

深町郁也（熊本学園大学）

西尾先生は基軸通貨ドルの使用をもたらす要因を実体経済の変化から、構造的な枠組みの分析までを多面的に提起されている。この点では、先生はドル圏からの直接投資、ドル圏を中心とする垂直的な生産関係の分析への組み込みを具体的に示されている。

しかし現在の変動相場制下で、国際的なインターバンクでのドル相場の変動、金利の変動、証券価格の変動に対応してリスク防止のためのドルの貸借をはじめとするヘッジ操作が行われている。この金融流通での金融取引によるドル資金の移転については、ドルの使用を必要とするものとは考えられないでしょうか。

[答]

仰るとおりである。国際通貨の使用は貿易決済通貨だけではなく、投資通貨としての使用も考慮に入れなければならない。とりわけ、国際的 M&A の加速など金融の流通が拡大している 1990 年代以降を分析する際には特に重要である。本報告はその前の 1980 年代を分析したため今回は捨象しているが、今後の研究ではその分析視角を取り入れて行きたい。

熊野剛雄（専修大学）

（徳永先生と共通で）

この問題を考えるためにはドル為替相場の安定、為替リスクを回避するための介入、その結果としての公的なドル保有、民間ドル保有を誘導するための金利差の形成などを考えることが必要ですが、これを除外されている理由を聞きたいと思います。

また、最も基本的な問題として各国、とりわけ日本と中国のアメリカ市場依存があると思いますが、それを支えているアメリカ経済のサスティナビリティ、かつて

の基軸通貨としてのポンドとイギリス経済とドルとアメリカ経済との差異はどこにあるかとお考えですか。

【答】

金利差による資金移動や為替相場安定のための介入なども考慮に入れる必要があることは仰るとおりである。今回は世界的な経済システムと国際通貨システムとの関係に焦点を当てるべく捨象してしまったが、本来は考慮に入れる必要のある問題である。

また、アメリカ経済のサスティナビリティについて、かつてのポンドとドルとの違いはどこにあるのか、というご質問であるが、やはりひとつには人口・国土などの大きさから生じる消費の能力が上げられるだろう。アメリカは消費地として世界の需要を作り上げることができ、商品を販売したい売り手にとって実現問題を解決してくれる存在であるがゆえに国際通貨国となるという側面がある。国際通貨は国際決済手段であるため、世界的な財と財の媒介を行う手段としてのサスティナビリティにおいて、一面においてはドルはポンドよりもサスティナブルである、ということもできるだろう。

日本におけるコーポレート・ ガバナンス論流行の問題点

松村 勝弘
(立命館大学)

1. 株主資本主義とは？

今、日経テレコンにより、日経4紙記事で「株主資本主義」なる言葉が使われた記事はいつから表れているのかを調べてみた。すると「意外なことに」この言葉が最初に表れるのは、1991年なのである。しかも2000年以後に比較的好く使われるようになった(2000年12件、2001年2件、2002年10件などとなっている)。ということから、一定の意味を持ってそれが語られているだろうことが推測される。

そしてこの言葉がよく表れるようになるきっかけとなっているのは、次の記事からわかるように、オリックスの宮内氏の言葉である。その記事は1994年4月24日の次の日経記事である。

「宮内義彦社長は同日の会見で、『米国のように短期に見るのではなく、中長期で株主にメリットがあるような株主資本主義をめざす』と経営改革の意図を説明」したという。

これに呼応して、その別働隊として活動を始めたのが村上世彰であった。事実、「昭栄にTOB、広がるか？株主資本主義——オリックス全面支援(ビジネス TODAY)」(『日経産業新聞』2000年1月25日号)という記事でわかるように、このオリックス宮内氏の全面支援の下で村上は昭栄に

TOBを仕掛けたのであった。同記事は言う。

「なぜ、村上氏はTOBを仕掛けたのか。83年に通産省に入った同氏は株式交換、M&A（企業の合併・買収）の法制業務を担当し、99年8月に退官した。『多くの日本企業が株主をあまり考えていない』という現状を打破するのが目的で、退官と同時にM&ACを旗揚げした。」

「宮内社長は企業統治のあり方を研究する任意団体コーポレートガバナンスフォーラムの委員長。『日本企業の活力がなくなったのは従業員、取引先、その他の利害関係者全員を満足させる利害関係者資本主義に向いていたため。株主を満足させる株主資本主義の方向に進まなくてはいけない』と主張する。株主の満足とは株価を上げ、収益性を上げることがを意味する。」

これらの経緯からわかるように、「株主資本主義」「コーポレート・ガバナンス」「M&A」これらは、相互につながっていることがわかる。そこで、まず、私がこれまで研究してきた「コーポレート・ガバナンス論」について、考えていくことにする。

2. 日本におけるコーポレート・ガバナンス論流行について考える

日本におけるコーポレート・ガバナンス論がどのような経緯で盛んに語られるようになり、それがどのようなコンテキストで語られており、それがどんな問題をはらんでいるのか、をここでは検討する。

わが国においてコーポレート・ガバナンスないし企業統治がいつ頃から盛んに取り上げられるようになったのか。先ほどと同じように、いつ頃から盛んに記事として取り上げられるようになったのか、日経テレコンで調べてみると1990年までは0件、1993年以後2桁となり、1997年以後3桁

となりピークは2005年の948件である。明らかに金融危機が問題になった1997年以後急増し、金融危機・不況の深刻化とともにその言葉が定着していったことがわかる。では一体これがどういう文脈で取り上げられているのか。この流れを2つの流れに分けて整理してみる。

(1) ミクロ的なコーポレート・ガバナンス論－経営者資本主義に対置される株主資本主義

当初素朴に、株価下落の中で、とくにCalPERS（カリフォルニア州公務員退職年金基金）などの機関投資家による投資収益率（総合利回り）向上要請、そのための意見具申として論じられていた（例えば、「コーポレート・ガバナンス（十字路）」『日本経済新聞』（夕刊）1992年9月21日号、また「米最大の公的年金、野村・大和に社外取締役要求——株主として経営チェック」『日本経済新聞』1992年12月23日号）。

これらの主張を株式会社論的に整理すると、また機関投資家の素朴な投資収益率向上要求を論理的に整理すると、それは経営者資本主義に対置して株主資本主義を主張するものである（例えば、機関投資家であるバンガードグループの創業者 John C Bogle による2004年CFA Institute 年次総会講演 [Bogle, 2004, 113-122 ページ]）。その主張は「株主の手に」「株式会社を取り戻すため」のものだという (Bogle, 2004, 117 ページ)。

わが国でコーポレート・ガバナンスを積極的に主張しているものに、先の宮内氏も積極的に関わっている「日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム」がある。これは、日本で比較的早くから先進的経営者や一部学界人などが共同して活動している団体であり、1998年に「コーポレート・ガバナンス原則－新しい日本型企業統治を考える－」を発表するなど活発に活動を続けてきている。これはまた、国際的な機関投資家の集まりであるICGN (International Corporate Governance Network) と連携しながら活動している。同原則は株主権を主張するものである。すなわち「ビジネスリスクを負担する株主は所有者として会社を統治することができる。……

株式会社の目的は株主利益の最大化であり、そのために株主は企業統治を
実践するものと理解する。」とし、「株主の代理人」としての「経営者は、
株主財産の受託者として忠実義務と善管注意義務の下で財産価値を増大す
べく長期的観点から株主利益を追求する受託者責任を負うとともに、みず
からの経営執行とその結果を株主に説明する責任 (Accountability) を負っ
ている」とする (日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、1998、
5-6 ページ)。

これらは株主資本主義を経営者資本主義に対置させ、株主対経営者の対
立に目を向けさせ、機関投資家など自らが株主を代表するものであると標
榜するものである。

(2) マクロ的なコーポレート・ガバナンス論－「借金の規律」から「市
場の規律」へ

また、日本でコーポレート・ガバナンスが盛んに論じられるきっかけに
なったのは、1992年の渡辺茂・山本功「日本企業のコーポレート・ガバ
ナンス－戦後最低のROEから－」という論文の発表だった。この主張は
翌年の経済白書でも取り上げられることになった。すなわち、1980年代
に入って、わが国大企業の総資本営業利益率は一貫して低下傾向がみられ
る。このような利益率の低下が許容された背景には、とりわけ80年代後
半にラッシュとなったエクイティ・ファイナンスがあるのではないかと、さ
らに、エクイティ・ファイナンスの盛行によって企業に低コスト資金が流
入して、経営者の投資判断を狂わせたのではないかと、といわれている。ま
た、相互持ち合いがあるために株主のチェックが働かなかったとも指摘さ
れている。高度成長期であれば、日本企業の借金経営体質から、いわゆる
「借金の規律」が働いたけれども、近年は規律なき企業行動がみられると
いわれている。そこで、もはや借金経営を脱却した日本の大企業において、
株主の復権、証券市場の機能強化が必要だと主張されるわけである。いわ
ゆる「市場の規律」が必要だというわけである。この場合の市場とは「証

券市場」であることは言うまでもない。これが近年のわが国におけるコーポレート・ガバナンス論の基調であるといえる。このコーポレート・ガバナンス論の「火付け役」となった先の渡辺・山本論文が掲載されたのが野村総合研究所の『財界観測』であったことからわかるように、この流れはいわゆる「間接金融」から「直接金融」へという主張と軌を一にするものである。同旨の主張は経済学者、金融論学者などが行っている。前者の代表例は本間正明氏であり、後者の代表例は池尾和人氏である（松村、1997、第1章、第10章）。この流れは、周知の規制緩和論と合流し、小泉改革などと結びついていく。

上記2つの流れは相互に関連しているが、こういう流れの中で主張されているだけに現在の日本では底堅いものがあり、先に日経テレコン記事数にみられるように、根強く論じ続けられることになっている。前者①ミクロ的なコーポレート・ガバナンス論は株主主権論の主張であり、後者②マクロ的なコーポレート・ガバナンス論は市場万能論的主張であるとも言える。株主資本主義論はこれらの流れと軌を一にするものと思われる。

(3) 株式会社制度を振り返っておく－株式会社の本質を考える

近代株式会社制度を本質的に規定するのは次の3つである。第1は準則主義であり、第2は有限責任制度であり、第3は証券化、資本の動員である。これが証券市場でのその売買を可能にする。

ここでの基本は第1の準則主義に見られる。準則主義のもとでは、特許主義と対置され、一定の要件さえ整えていれば、誰でも会社を設立できるというものである。いわゆる一般会社法である。社会に有用な仕事を会社にさせようとするわけで、だからその定款に「会社の目的」を明記させるのである。会社が社会的存在であることを知ることができる。

事実、日本の会社の定款における「会社の目的」を見てみるとそれがあがる程度わかる。

今、日本電気の定款から「会社の目的」をみってみる。その目的実現のために会社は存在している。見ればわかるように株主のための利益追求を目的にしているとは一言も書かれていない。その目的を実現するために企業理念・経営理念が謳われ、企業スローガンが叫ばれるのである。定款第2条は当社の目的について次のように書いてある。

第2条 本会社は、次の業務を営むことを目的とする。

1 電気通信機械器具、コンピュータその他の電子応用機械器具、電気機械器具その他電気に関する一切の機械器具、装置及びシステムの製造及び販売その他の処分

2 原子力機械器具、航空機械器具、医療機械器具、計量器その他前号に定めたもの以外の一切の機械器具、装置及びシステムの製造及び販売その他の処分

以下、8号までさまざまな事業が列挙してある。

株式会社は、現実資本の側に社会的存在意義があるのであって、それを可能にするための仕組みとして擬制資本の側があると考えべきである。

3. 「経営者支配」論の再検討

(1) バリー＝ミーンズ「経営者支配」論やジェンセンのエージェンシー理論

前節の「コーポレート・ガバナンス原則」にせよ、渡辺・山本論文にせよ、これらはその理論的な基礎をエージェンシー理論に置いている。コーポレート・ガバナンス論においてエージェンシー理論を主導している論者はジェンセン (Michael C. Jensen) である。

エージェンシー理論が依拠している古典は周知のバリー＝ミーンズ (Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means) の『近代株式会社と私有

財産』である。最近のエージェンシー理論がいう株主の手に株式会社を取り戻すという主張は、1932年に著されたパーリー＝ミーンスのこの著書にその淵源がある。

周知のように、今日、少数の巨大な株式会社が経済活動のかんりの部分を支配し市場によってあまり束縛されなくなり、しかも制度上株主権が弱体化してきたため経営者、大株主など支配者への権力の集中とその権力の濫用ともいうべき財務過程を通じた株主の収奪が発生している。

メイソンは次のように言っている。このように「私的権力の重要な中心が、権力は実在するが責任はあいまいな人たちの手中に存在すること」(Mason, 1959, p. 3.) は、正統性 (legitimacy) を欠いているのであり、これが問題化せざるをえない。このような問題こそ「経営者支配」問題・「所有と支配の分離」問題の中心的な課題であると考えらるべきであろう。一方における経営者の権力増強は、他方において被支配者の自由の喪失をもたらす。このような自由の一定の喪失は、効率的な産業制度においては不可避的であるとしても、そのような権力の正統性は問われざるをえないのである (Mason, 1959., p. 8.)。

そこで、試みられるのが所有と支配の一致の追求であり、ストック・オプションなど経営者を実質的に株式所有者とし、かくて経営者を所有者的行動に駆り立て、所有と支配の分離を止揚しようとするのである。ジュンセンはさらに、成熟企業では内部資金 (キャッシュ・フロー) さらにはフリー・キャッシュ・フローが潤沢になりすぎるので、負債を利用したLBO (レバレッジド・バイアウト) などにより経営者を牽制すべしと主張するのである。ここでも、株主一般と経営者の利害対立の視点から論じられている (Jensen, 1986, p. 328.)。さらに彼は、資本市場ないし金融市場による経営者規律づけの必要性に言及している (Jensen, 1989)。

(2) 日本における「経営者支配」の形態—メインバンク制、株主相互持合いの変化

わが国においても経営者支配が成立しているというのが通説であった。わが国の場合、奥村宏氏が言うように相互持合い、相互信認により、いわゆる「法人所有に基づく経営者支配」が成立していたというのが通説的理解であろう。わが国の場合、間接金融体制に裏付けられて、メインバンクの力が極めて強かった。相互持合いを主導したのはメインバンクであった。これらが日本企業が「経営者と従業員の共同体」(野口、2005)ないし「準共同体的企業」(ドーア、2006)であり続けることを可能にしてきたと思われる

金融危機以後銀行の力は弱まったと言われている。そこでメインバンクはなくなったかを調べてみた。そこからわかることは、完全に持ち合いがなくなったわけではないが、銀行と事業法人間の持ち合いがかなり崩れてきていることがわかる。この放出された持合い株を吸収したのは外国人株主である。つまり、外国の機関投資家が金融機関等により放出された株式を吸収したのである。外国人持株比率の急上昇はこれを反映している。日本の信託銀行も所有を増やしている。

4. 近年における株式所有構造の変容と M&A の盛行

持ち合い崩れ、株式保有の流動化が、近年の M&A 盛行の背景にある。最近の M&A の件数の推移であるが、それまで 3 桁で推移していた件数が、1999 年には 1,169 件と 4 桁となり、2000 年には 1,635 件、2004 年には 2,211 件と 2 千件台にのぼり、2006 年には 2,775 件と近年急増してきていることが分かる (レコフ調べ)。

(1) コーポレート・ガバナンス論と M&A

先の、「コーポレート・ガバナンス原則」では、「わが国では『経営者

の市場』が確立しておらず、経営者の流動性が低い。その結果、監督をする取締役も監督される経営者も社内出身で同じ仲間ということが多く、實際上、取締役や監査役がその機能を果たせないでいる。また株式持ち合いが行われており、しかもわが国の株式持ち合いは、それが維持されることが前提となっており、支配権の異動が起り難い。その意味では、会社支配権の市場が不在であり、株主の交代による経営者の交代という市場の規律が働きにくくなっている。……しかし、企業にとって、市場経済原理に従うことと、法を守ることは、ルールを守るという意味ではまったく同じだという（日本コーポレート・ガバナンス・フォーラム、1998、11-12ページ）。ここから同原則は、いわば M&A を推進するという立場に立っていることがわかる。

コーポレート・ガバナンス論の推進論者である、ジェンセンも、先に述べたように経営者を規律づけるものとして LBO を積極的に位置づけている。先にミクロ的なコーポレート・ガバナンス論は証券市場による経営者規律付けを推進し、経営者資本主義から株主資本主義への移行を促すものであるとしたが、これはまた M&A 推進論の立場に立つものである。そしてこの場合、M&A を行おうとするファンドなどは株主一般の立場に立って経営者のモラル・ハザードを押しとどめるという積極的な役割を担うものと位置づけられる。果たしてそのように単純に理解して良いものだろうか。疑問なしとしない。次に実際に起こったライブドア事件を例に、この問題を検討したい。

(2) M&A の実際－ライブドア事件を例に－

M&A は買収者と経営者との間の企業価値向上をめぐるバトルであるといわれる。つまり買収者のシナリオか経営者のシナリオかどちらのほうが企業価値をよく向上せしめるのか。

企業価値とは将来キャッシュ・フローの割引現在価値だというのがファ

イナンス論での通説である。ではどうすれば企業価値は向上するのか。それは現実資本の問題である。

ライブドアがニッポン放送株をめぐるフジテレビと争ったことは記憶に新しい。果たしてこれはどのような事件であったのか。それをきっかけに M&A ブームが盛り上がったことは事実である。その後の村上ファンドの動き、スティー爾パートナーズの動き、そして王子製紙による北越製紙への TOB の動きと続く。

周知のように、放送業界は規制産業として、安穩に高収益をあげているといえる。その保守的な体質も問題視される。そこへネットとメディアの融合による企業価値向上を標榜して堀江貴文がフジテレビによるニッポン放送への TOB に横やりを入れたのが本事件の発端であった。もちろんその前に、村上ファンドの村上世彰の入れ知恵があったということも明らかにされている。しかし構図はライブドアの堀江によるニッポン放送買収劇であることは間違いない。しかもその資金の大半は外資系証券であるリーマン・ブラザーズに対する MSCB (Moving Strike Convertible Bond, 転換価格修正条項付転換社債型新株予約権付社債) の発行によって賄われた。しかも買収は TOB によるのではなく、2005 年 2 月 8 日の立会外取引による 29.6% の買い占めから始まった。この取引はリーマン・ブラザーズが外国人機関投資家とライブドアとの間に立って成立させたものであった。まさに、日本企業における外国人持株比率の近年における上昇は、このような M&A を容易にするものであることを如実に示すことになり、その後日本企業が買収防衛策に走り出したことは周知のところである。

最終的にはライブドアはニッポン放送株の過半数を買い集めたが、SBI (ソフトバンク・インベストメント) の北尾氏の仲介のもと、ライブドアが買い集めたニッポン放送株はフジテレビに引き取られることになった。おまけに、ライブドアとフジテレビが提携関係を結ぶことになり、そのためにフジテレビはライブドア株を 12.75% 保有することになった。フジテ

レビは、ニッポン放送株買い取りのために1,038億円、ライブドアへの出資に449億円支払った。支払総額は1,478億円となった。

ここで、リーマン・ブラザーズが果たした役割は何であったのか。リーマン・ブラザーズはMSCBを800億円で買い取り、それと同時に、堀江から借り株をし、これを空売りして、予め株式に転換する前はかなりを売り抜け、その後下落した株価をもとにそれよりも10%も低い転換価格で株式を受け取り、これを堀江に返還するとともに、残りの株式を市場で売り抜けたのであった。これによりリーマン・ブラザーズは数百億円の利益を上げたといわれている。リーマン・ブラザーズが転換した株式を一定の株価で売り抜けられるよう、堀江はテレビで好印象を演出し、ライブドア株は人気を博し、ニッポン放送買収騒動直前の2005年1月の1日平均売買高1,319万株から、同年3月の一日平均売買高5,264万株へと急増している。この間にリーマン・ブラザーズが売り抜けたであろうと推測できるが、このライブドア株はネット投資家など個人投資家にも引き取られたと推測される。これがその後のライブドア株の上場廃止で暴落し、これら個人投資家が大きな損失を被ったであろうことは容易に推測できる。なお、この間個人はライブドア株を買い増してはいるが、持株比率を高めたわけではない。外国人投資家、金融機関や法人が買い支えた可能性もある。

ここからわかることは、利得したのはリーマン・ブラザーズなどであり、ニッポン放送株をめぐるのは、ニッポン放送経営陣と大株主であるフジテレビとが共同戦線をはり、他方でライブドアがリーマン・ブラザーズなどと共同戦線をはって、ニッポン放送の支配権の争奪戦を演じたのであった。一時的にも過半数大株主になったライブドアがニッポン放送の一般株主を代表してニッポン放送経営陣と対立したのではない。ニッポン放送の一般株主も利得したとはいえ、フジテレビなどの友好的な大株主＝経営陣と別の大株主たるライブドアとの対立の構図であり、そのツケは結局ニッポン放送やフジテレビの社員が支払うことになりそうである。

リーマン・ブラザーズがこのように利得できるのも、近年の日本における規制緩和があったからである。ドル垂れ流しによる世界的な資金余剰も背景にある。また、日本の規制緩和は金融立国を目指すアメリカにとって好都合なことであることは間違いない。ここでは言及しなかったが、村上ファンド、スティーラーパートナーズなどもその背景を同じうするものである。

年金基金の資金を運用するファンドなどがM&Aで利得しようとしているが、この場合、買収側のファンドと買収対象企業の経営者＝従業員の利害対立となる。だが年金を拠出しているのはどこかの会社の従業員である。まさに、金融業界はOther People's Moneyを利用して利得しているのである。しかもブルーデント・マン・ルールによりそれを義務づけられている。すべてのステークホルダーに利益となるバランスのよい企業価値向上はいかにすれば可能だろうか。われわれに課せられた課題は大きい。

5. まとめ

最後にまとめておきたい。

第1に、リーマン・ブラザーズは明らかに金融的利得の獲得が目的であって、ニッポン放送やフジテレビの経営が目的ではなかったし、ライブドアも放送とネットの融合といていたけれども、さほど具体的な提案をしていたわけではなかった。最終的にはフジテレビに売り抜けたわけで金融的利得（グリーンメール）が目的であったといわれても仕方のないところである。

第2に、買収の能力と経営の能力は別だということである。

ライブドア事件がよい例だとは言えないかもしれないが、ライブドア、リーマン・ブラザーズ連合は経営の能力はともかく買収の能力に長けてい

たことは間違いない。さきに株式会社制度を振り返って検討したとき、日本電気の定款に触れたが、現実資本の側を想起すべきである。真の企業価値向上の鍵はここにある。

第3に、最近のM&A論議では、支配株主の責任が忘れられているのではないかということである。これは敵対的買収を図式化するとよくわかる。

敵対的買収は、経営者支配という支配株式保有者と買収者という新規支配株式所有（予定者）の支配株式をめぐる争いであるということである。経営者も買収者にも支配株主の責任がある。経営者は常に社会的責任だとか言われるけれど、買収者にそれを問う声が小さいのはおかしい。

第4に、第3とも関係するか、支配株主にも責任があるし、また、規制緩和（デ・レギュレーション）は（リ・レギュレーション）に補完されないとワークしないのに、それが放置され、野放図な資本主義が跋扈している。

間接金融（メインバンク制・相対型）から直接金融（市場型）へなどというけれど、では、市場型をワークさせる制度的インフラは整っているのか？

最近の動向に関する興味深い見方を紹介しておく。ある通産官僚の言である。言い得て妙である。

「株主重視の経営が標榜されるが、企業の最大のステークホルダーは売却で退出できる株主ではない。経営者と従業員こそ最大のステークホルダーである。その最大のステークホルダーが高い志で一体化して働くとき企業価値は最大限に高まる。経営に関してははずぶの素人の大学教授や女性ジャーナリストなどを社外重役に送り込んで、形だけ欧米企業のスタイルを真似て『コーポレート・ガバナンスに先進的な企業』などと名乗る企業こそ、経営者が企業統治の本質をわかっていない危ない企業と言えるだろう。」（石黒、2003、115-116 ページ）

(参考文献)

- Adolf A. Berle, Jr. and Gardiner C. Means [1932] *Modern Corporation and Private Property, 1932.*
- John C Bogle [2004] 「健全なコーポレート・ガバナンスを目指して―株主の視点から―」『証券アナリストジャーナル』11月。
- ロナルド・ドーア [2006] 『誰のための会社にするか』岩波書店。
- 石黒憲彦 [2003] 『産業再生への戦略』東洋経済新報社。
- Michel C. Jensen [1986] “Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers,” *The American Economic Review, Vol. 76 No. 2, May.*
- Michael C. Jensen [1989] “Eclipse of the Public Corporation,” *Harvard Business Review, September–October*; 邦訳 [1990] 『LBO アソシエーション』DIAMOND ハーバード・ビジネス』1月。
- Edward S. Mason (Ed.) [1959] *The Corporation in Modern Society.*
- 松村勝弘 [1997] 『日本の経営財務とコーポレート・ガバナンス』中央経済社。
- 日本コーポレート・ガヴァナンス・フォーラム [1998] 「コーポレート・ガヴァナンス原則―新しい日本型企業統治を考える―」。
- 野口悠紀雄 [2005] 「株主軽視の経営はなぜ問題なのか」<http://www.noguchi.co.jp/11-26>。
- 渡辺茂・山本功 [1992] 「日本企業のコーポレート・ガバナンス―戦後最低のROEから（90年代資本市場への提言②）―」『財界観測』第57巻第9号、9月。

(広田教授コメントとそれへの回答)

松村教授は日本におけるコーポレートガバナンス（CGと略す）論を巡る動向を丁寧にフォローされた上で、その本質を「経営者資本主義から株主資本主義への移行」と捉えておられる。

世間ではこうした流れの過程で生じた様々な不適切な事件は事件として、方向性については支持する論調が圧倒的多数派のように見える中、松村教授がCGの効用を含めこうした流れのいずれに対しても否定的な見方をされていることは認識出来るし、それは教授の現代資本主義認識からみても当然のことではあるが、ではその原因をどこに求め、今後の展望をどのように組み立てようとしているのか、そうしたメッセージ性がやや鮮明とはいえないように感じられた。

(回答)

メッセージであるが、「5. まとめ」で一応のメッセージは発したつもりである。

なお検討を深めたい。

(コメント)

この他、個々の論点として、

① バブル期のエクイティファイナンスによる低コスト資金の導入、の中で「低コスト」の意味は何か？

(回答)

ファイナンス論でいうところの資本コストという意味ではなく、経営者が当時そう認識していた表面的なコスト、あえていえば、直接的な配当コストを低く認識していたという意味である。

(コメント)

② 1990年以降の外人投資家のフロー・ストック両面にわたるプレゼンスの高まりがあるが、外人投資家の日本株買いの動機は何か？一同期間において日本経済のFVが魅力的であったとは思われないが、その動機如何で日本企業のCGへの彼の関与への評価(期待)が変わってくるのでは？

(回答)

外国人機関投資家が国際的分散投資をしてリスク分散を図るという意図もあるし、日本株の株価下落でいわゆる割安株を発見しやすかったし、言い換えれば、短期的にサヤを抜けたと考えたこともあるだろう。もちろん、外資系の企業再生ファンドが日本企業の経営力を強化したという事例もないわけではない。

(コメント)

③ 池尾=蛸山教授等の「間接金融→直接金融」シフト誘導説は誤りであり、「相対型間接金融→市場型間接金融」ではなかったか？だとすると、後者の中心にある“金融の証券化”に関して、目下のサブプライムローン問題を踏まえてどう評価されるか？

(回答)

池尾=蛸山教授が「相対型間接金融→市場型間接金融」を意図していたと理解している。このことがサブプライムローンに連なる証券化→リスク分散(といえば聞こえはよいが、多くの投資家にリスクをとらせることになる)と軌を一にしていると思うが、このことはバブル崩壊期の銀行への不良債権集中を回避できるという金融機関にとっての「メリット」は認識できる。

(コメント)

④ CG論議の後ろ盾となっている現代ファイナンス論における「エージェンシーの経済学」・「契約の経済学」等まとめて「組織の経済学」をどう評価されるか？

(回答)

新古典派経済学の中ではあるが、制度を理論の中に取り込もうという意図が読

み取れる。そこでは人間の不合理な行動まで織り込むことはなかなか困難ではないかと思う。

(コメント)

⑤「経営者支配がもたらす財務過程を通じた株主の収奪の発生」の具体的中身は何か？

(回答)

パーリ＝ミーンズ『近代株式会社と私有財産』第2編はまさにその事例を豊富に論じている。これは今に至るもかたちを変えて存続していると言える。MSCBなどその典型ではないだろうか。支配者による一般株主収奪の典型ではなかろうか。

投資家像の変貌と現代資本主義

鈴木 芳徳
(神奈川大学)

(1) 会社法・並びに金融商品取引法の施行

今次会社法の特徴は、「code化」という手法が採られている点にある。この考え方によれば、有限会社から株式会社に至るものの「共通分母」を以って会社とし、これを基本において構成される。本来の株式会社は上場会社＝公開会社であるという従来の考え方は捨てられ、証券市場とは切れたかたちで会社法が構成される。この大転換には様々の疑義があり、批判の余地が大いに存在する。

他方、金融商品取引法は、銀行・保険・商品先物などを包含せず、したがってそれらの隙間に新たに生じてくるであろう金融商品への備えがない。また、証券についてのSECに相当する監督機関が包括的なかたちでは用意されていない。これらの諸点からして、今次金融商品取引法はイギリスの金融サービス法からみると、なお欠けたところが多いと評されて当然である。

(2) 投資家像の変貌と現代資本主義

ところで、株式会社制度は、株式会社企業と株式証券市場とを要素とし、両者の緊張関係の下で形成され、また機能する。この制度の中での《株主

像の変貌》—— すなわち、かつてのような①個人株主が、②機関投資家へ、更に今日では③ヘッジファンドへと変貌を遂げていることの歴史的含意は何か、これが差し当たっての課題である。同時に、株主は、現在只今の既存株主であるが、しかし株式に買い向かうであろう投資家の問題としてこれを考えることも出来る。すなわち、株主像の変貌は、換言するなら《投資家像の変貌》にはほかならない。そして株式会社制度が持つ社会性とは、この投資家が、匿名性をもち、国籍や性別等々によって差別されることのない社会的存在であることからくるものである。そうした意味からすると、③ヘッジファンドこそは、世界的な広がりや支持基盤を持つものとして、世界的な観点からする社会性を固有にもつものであることが注目されねばならない。しかも、当然のことであるが、株主は〔1〕 自益権としての利益配当請求権と、〔2〕 共益権としての議決権とを持つのであって、この点では、①個人株主であろうと、②機関投資家であろうと、或いはまた③ヘッジファンドであろうと、異なるところは無い。従って、例えば②機関投資家に関するウォールストリート・ルールからの脱却＝議決権行使の懲罰にしても、エイボン・レターが投じられるに至った歴史的背景はあるものの、理屈から言って当然至極のことであり、アクティブでアグレッシブな機関投資家の行動が生じてくることには何等不思議はないといってよからう。

ある統計によれば、ヘッジファンドの総数は9千を超え、その運用額は1兆5千億ドルにも達し、米株式市場の日々の売買高の40%近くをヘッジファンドが握るといふ(HFR)。(また、金融庁「ヘッジファンド調査の概要とヘッジファンドをめぐる論点」平成17年12月、およびFRB of Atlanta, Economic Research, 4th Quarter 2006 (Vol. 91 No. 4)の特集がさしあたり参考になる。)

それにしても何故、投資家像のかかる変貌が歴史的に生じてきたのか。この点について、ごく手短かに記してみよう。

第一に注目されるべきは、株式会社における内部留保の増大であって、その意味するところは、一方における利益の巨額化であるとともに、他方におけるこれをもって投資すべき領域の欠如である。根底にあるものが予想利潤率の低下であることはいうまでもなからう。また、この投下すべき領域を見出せない資金の大量が企業内に存在するということが、このことが敵対的な M&A の標的とされるひとつの要素となっている。逆説的な話であるが、会社企業が自身の内部に放出先のない資金を抱えることそのことが、自身の企業価値を破壊しているのである。こうしたこととの関連で、特に注目を引くのが近年における自己株式の保有の増大である。これには様々な要因が含まれているが、ここで注意したいのは、(1) 自己株式の償却をもってして当面の利益水準に資本の側を寄せていこうとする動きが見られ、株式市場からの資金調達はむしろマイナスとなるケースが生じつつあること、(2) 自己株式を《買収通貨》として用いる必要から保有する動きのあること、の2点である。

ところで、こうした内部資金の増加は、マクロ的に見て経済の全般に大きな影響を与えるとともに、ミクロ的に見て会社企業の内部に影響を与える。まず、(1) 経済の全般についていうと、特に代表的な大企業においては巨額の資金が積み上げられ、これを契機に〈資金不足経済〉から〈資金余剰経済〉への移行が生じ、会社企業の金融的自立化ないし金融主体化が生じる。これを「高圧経済から低圧経済への移行」と説いたのはアルヴィン・ハンセンであり、また同じことを「当座貸し越し経済から自立経済への移行」と説いたのは J. R. ヒックスであった。こうしたことが旧来の銀行を中心とした金融機構の外回りに大規模なオープンマーケットを作り出し、〈1〉貨幣機関として厳正な監督と厳重な規制の下におかれた銀行の経営を窮地に追い込んだのである。当時のいわゆるナロー・バンク論なるものは、こうした全体状況を反映してのものと考えることができる。〈2〉と同時に、証券取引所もまた窮地に追い込まれた。それは、金融主体化した

大企業は、後に述べる機関投資家とともに、その専門的知識からして、また社会的信用からして、さらにはその資金力からして証券取引所の会員を凌駕する存在であり、取引所集中義務なるものは解体されたからである。

(2) さらに、ミクロ的な観点からすると、内部資金源泉の増大は、従来からの「自己資本と他人資本」という分別を相対化し無内容化する。これに対して「内部資金と外部資金」なる分別が前面に出てくる。このことは資本金の意義についての再検討の必要を生ぜしめ、端的にいうなら「資本金の無意義化」が生じる。このことは早期にアメリカで検討され、またそのことがわが国でも法的な論拠からする再検討を余儀なくしてきたのであった。今日では、わが国の会社法でも、最低資本金の制度は完全に撤廃されるに至っており、これと、剰余金分配規制（純資産額 300 万円を基準とする〔会社法 458 条〕）という異次元のものとの縫合は法的にみて難問であることが認識されてきている。

元来、資本金は、株主有限責任原則の代償として会社債権者保護の見地から株式会社制度の基本的な制度とされてきた。しかし、こうした会社債権者保護の機能は、特にアメリカにおいて 1970 年代以降、疑問視され、それまでの法定資本制度を撤廃し、法定資本に依拠しない分配制限規制を設ける動きが生じた。それらは、むしろ自己資本比率や流動比率のような財務状態を基準とする考え方に取って代わられた。日本では、1958 年の或る論文で問題が指摘されたのを嚆矢とする。そもそも、資本金は債権者保護に役立っていたかどうかには疑問があるにしても、最低資本金規制が、「その会社形態を選択できる企業規模の規制の意味合いが大きかった」（江頭憲治郎）というのが偽らざるところであったであろう。

アメリカの場合について若干、付言すれば、元来、拠出資本金ないし払込資本（contributed capital; paid-in capital）の維持を求める会計原則が主張されたのは 1930 年代のことであった（R. P. Marple, *Capital Surplus and Corporate Net Worth*, 1936）。ところが、1978～85 年に公表された

一連の米財務会計基準以降、法定資本概念による配当制限はその実効性を失い、支払い不能基準のみが現実的な配当制限基準となった。(これに対して、ヨーロッパでは、伝統的な資本制度が維持されているものの、その緩和を主張する見解も強まっている。)

こうして日本の会社法にあっても、資本金はゼロでもよい、とされ、かつての最低資本金制度は撤廃された。(やや細部にわたっていうと、わが国の会社法は、創立費・株式交付費を資本金から控除することを認めており、例えば30万円出資し、創立費・株式交付費が40万円かかった場合には、利益剰余金がマイナス10万円で出発することになる。ただし、金融商品取引法はこうすることを認めていないのであって、資本控除を認めず、費用処理を求める。) 元来、出資と有限責任とは表裏一体であったとするなら、こうして有限責任だけが残って、出資が消えてなくなる、という事態に立ち至ったのである。資本金ゼロの会社なるものを認めてよいかには、疑問があって当然であろう。財政基盤の脆弱な起業が生じようし、〈賭金なしでの賭博〉を認めるようなもの(稲葉威雄)、会社が成功すれば儲けがあり、会社が失敗しても誰も責任を負わない、この不条理を認めてよいか、疑問を持つほうが当然であろう。或いはまた、民法70条によれば、民法法人であれば当然、破産続きが開始される(同)。

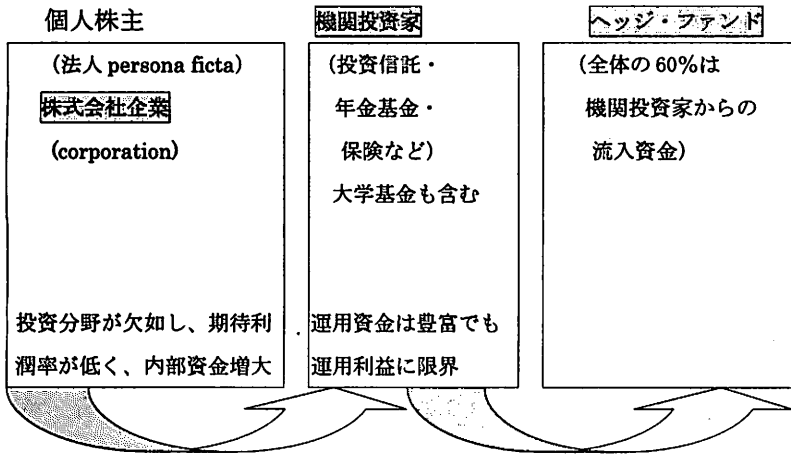
しかし、ここで大いに注目すべきは、アメリカにおいて資本金規制が撤廃されてから、既におよそ四半世紀を経過しているという事実である。それは、成熟期に入った資本主義経済に固有の随伴現象と見るべきものではないか。そのことは、成熟期に入った資本主義経済の下での株式会社はどこに向かおうとしているか、という問いを設定する必要があることを示しているように思えてならない。

第二に、こうした内部留保資金の増大こそが、機関投資家の資金的源泉の中心であり、機関投資家による新規活動領域の形成を意味する。機関投資家における資金的源泉を計数的に明らかにすることは決して容易なこと

ではないが、個人資金の流入を促してゆく先導者の役割を内部資金が果たしたであろうことは推測できる。こうした機関投資家による資金の吸収と放出はオープン・マーケットの発達を促進し、機関投資家による国の内外を問わない運用・調達を盛んにする。このことこそ、企業の銀行離れを招き、銀行に比して国内外の証券市場を活性化させるに至った真因である。

第三に、しかしそうした機関投資家による資金吸収・運用は然るべき利益を得るものでないことが明らかになるや、その保有し運用される資金がヘッジファンドへと提供される。金融が緩和される中で、あるいは株価が低迷する中で、ヘッジファンドのパフォーマンスはかなりの成果を上げることになった (OECD, *Financial Market Trends*, 2006/2 No. 91 P. 16) のであって、有体に言えば、機関投資家による資金の運用難がヘッジファンドへの資金提供をもたらしたのである。と同時に、機関投資家の巨額の運用資産からすれば、分散投資のために、ハイリスク・ハイリターンへの投資対象が含まれるとしても不思議はない。最近の聞き取り調査によれば、年金基金は、今後もヘッジファンドへの投資を拡大する方針と伝えられる。ヘッジファンドの実態には様々のものがあるが、あえてひと括りにしてざっくりと言うなら、その態様は私募投信であり、短期の運用を旨とし、空売り・空買いを行い、商品取引・外為取引に投機の間を求め、総じて言うならオルタナティブ投資を専らとする。ここに「私募」というのは、証券取引法上の公開の義務を負うことがない、という意味であって、資金提供者とファンドとの契約があるのみであって、これを外部の第三者に公開する義務はない。従って、秘密の保持と迅速なデシジョン・メイキングとが可能となる。アメリカの場合には、これを Limited Company の形態で行うものが多い。(アメリカにおける LLC (Limited Liability Company、わが国会社法で新設された「合同会社」の原型とされたもの、但し税制上の取り扱い異なる点に注意) は、1977年アメリカで導入されたもので、産業上のリスクの増大がその歴史的背景にある。特徴とするところは、①

法人格を有し、出資者は有限責任、②出資者が自ら経営に参画、組織内部の取り決めは出資者間で柔軟に決定、監視機関の設置は非強制、③パス・スルー課税（構成員に課税、会社自体は非課税）、の3点である。アメリカでこうした LLC が発達した最大の理由は、それがハイリスク・ハイリターンの事業に大きなメリットがあるからである。



以上を一言にしていうなら、その根底にあるものは、一方における巨額の累積資金であり、他方におけるその運用の途を発見することの困難である。

いまやヘッジファンドの如きに企業経営は振り回されつつある。特に注目されるべきは、会社企業を安く買って、高く売るというファンドの有り様からすると、その間の期間が短ければ短いほど投下資金の収益率は高いのであって、この内部収益率という観点からするなら、短期決戦が望ましいことになる。そこから、被買収企業を解体し切り売りするなどの方策も生じてくる。

しかし、こうした変貌を遂げつつある株式会社は、どこに向かおうとし

ているのであろうか。以上のところでは、近年におけるヘッジファンドに注目してきたのであるが、しかし、株式会社それ自体がファンド化しつつあるのではないか。このことについて若干申し述べてみたい。

元来、株式会社なるものを理解するについて最大の難関は、「経済実質的にいえば、資本団体に他ならない」はずのものが「人の団体として法的に構成されざるを得なかった」というところにある（新山雄三）。改正前商法は「会社は営利を目的とする社団である」と規定していた。しかし、今次会社法では、この文言はあっさり消えている。しかし、あくまでも株式会社は「社団法人（incorporated association）」にほかならない。この社団法人たる株式会社が資本会社である、というこのことの中核をなしているのは、資本金である。すなわち、株式会社は、資本金を中核としてパラドキシカルな関係において社団法人性を維持している。したがって、《資本金が崩れると、これを基礎として逆説的關係において成り立っている社団法人性もまた同時に崩壊する》。こうしたことの結果、株式会社への資本出資は、「投資」にすこぶる近いものになり、会社は「投資」された資金の「受託者」というに近いものになる。資本金を失った株式会社は、「社団法人性」の核心的支柱を失ったものとなり、いわば《無内容な利益追求装置化》しつつあるのである。日本でも、1兆円を遥かに超すネット・キャッシュ（保有有価証券＋現預金－有利子負債）を持つ株式会社がいくつも存在する。それらは、「金融主体」と化し、「投資主体」と化した株式会社である。そうした状況を念頭に置くなら、次のような指摘は至極尤もなことであって、さほど驚くには値しないのかもしれない。すなわち「新会社法は、会社の団体性を支える最低資本金制度をあっさり切り捨て、社団概念すらを削除した。」すなわち「会社法は投資契約法であることを鮮明にさせたといえよう。会社法は、団体法から投資契約法に変化したといえるかもしれない。」（森田章）

ファンド化した株式会社という認識は、今次会社法が持っているいくつ

かの奇矯な箇所と合致する。それは単なる恣意的偶然的な或る主張の反映であるというよりは、現実の株式会社の無内容化・無概念化の歴史的反映と見るべきものであるように思われる。

現代資本主義の病理ともいうべきものを、以上のどこに発見し、これをどう評価すべきか、論じられるべき課題は途方もなく大きい。各国における法制度の有り様やその歴史的経緯を明らかにしつつ、また providence とか norm とかいったものに立ち返りつつ、heritage の尊重とはいかなることかについて沈思し、議論が深められるのでなければなるまい。

(3) ヘッジファンドとマルチチュードに挟撃される現代資本主義

こうした諸問題を抱える現代資本主義は、天にヘッジファンド、地にマルチチュードという「鬼子」を抱えている。図(省略・以下に略記)が示すように、現代資本主義における蓄積に独特に滞りがあるところから、これら両者を吸収するどころか、むしろ増大させる方向に作用しているのが現実であろう。ヘッジファンドに関しては、リーガル・ディフィニションを持っている国は皆無であり、通常はその形態・機構・機能に関する特徴をもって語られる。資料(省略)として、わが国金融庁の定義と、熊野剛雄氏の定義を示してある。次に、マルチチュードなる用語はネグリの著書で広く知られるようになったが、その想源はオランダの哲学者スピノザの著書にある。また、マルクスは、このスピノザの著書を丁寧にノートしていることが新メガのIVで知ることができることを付言しておきたい。

ヘッジファンド (かね)
現代資本主義下の再生産
マルチチュード (ひと)

(コメンテーターによるコメント)

1) 井村進哉氏によるコメントの要旨

①機関投資家へ流入する資金について、企業の投資資金が先ず流入し、個人の投資資金がそれに続いて流入するかのように述べているが、必ずしもそうではないのではないか。また、機関投資家といっても、年金基金の場合、投資信託の場合、生命保険の場合など、それぞれに異なるのではないかと述べている。

②日本の場合には株主の権限が強く、米国の場合には取締役会の権限が強いと述べたが、その内容等について説明を乞いたい。

③最近問題化してきているサブプライム・ローンの場合などを見るとローンの証券化が行われ、さらにそれが二層・三層に重層化されて組成されるようになっているものと思われるが、これらに対する規制措置は可能か。

2) 広田真人氏によるコメント

“巨額の内部留保”の存在こそが、機関投資家の資金源泉であり、同時に彼らが運用難からM&A、ヘッジファンドへと向かう背景であり、換言すると、“株式会社のファンド化”の原因であるという教授の基本認識には異論はない。

質問点として、

①「株式会社のファンド化」および「出資の投資化」というキー・カテゴリーの中身はなにか？「投資ホライズンの短期化」という意味にとってよいか？

②資本主義市場経済を律するメカニズムとして、従来からの「プライスメカニズム」+「景気循環」に加えて、昨今企業を丸ごと金融市場で売買する「M&A」が提起されているが、これは普遍的要素か、現代資本主義固有のものか？

③ヘッジファンドの本質を「ロングショートのアービトラージ型の“丁半博打”」と述べておられたが、「ロングショート型のアービトラージ」という戦略は、売り買い両建てにより、ゼロとは言わないまでも最小限のリスクに対応する薄い利益を巨大なレバレッジで膨らますという大きなリスクをとらない戦略であり、“丁半博

打”とはいえないのではないか？

(一般討論における質問)

①柴垣和夫氏「鈴木さんが、議論の出発点に『会社企業の内部留保資金の増大』をおかれたことは興味深い。私もかつて信研で『自己金融論』がテーマになったとき、内部資金の増大を資本の慢性的過剰化＝過剰資本の存在形態として議論したことがある。鈴木さんは、この内部資金が機関投資家に流れ、それが更にヘッジファンドに流れて、株式会社のファンド化が進んでいることを主張される。私もその点に異論はない。問題は、そのさい、鈴木さんはファンドが再生産から切れていることを指摘され、現代資本主義がヘッジファンド（かね）と Multitude（ひと）に挟撃されているとされる。それはそれで理解できるが『切れている再生産』つまり実体経済との関連をどう理解されているのか？ グローバル資本主義の現実は、一方でカジノ資本主義化により、通貨危機や金融不安を頻発しているが、他方その実体経済への波及には限度があり、米国、日本ともに長期の好況を継続している。この二面性を理解する上で、『切れている』実体経済＝現実資本との関連がとわれなければならないのではないか？ その点についてお考えがあればお聞きたい。必要があれば私見（未だ固まっていない試論）を述べる。」

②飯田裕康氏「ご報告感銘深くかがいました。本日配布された資料1ページの図は大変示唆に富むものと考えます。この図に株式会社制度を重ねたとき、現代株式会社はファンド化されたという側面のみでなく、先生の資料7ページ以下に示されている通り、アソシエーションという側面のあることも否定できません。もし、こういう理解が正しいとすると、Multitudeと株式会社制度はいかなる関連があるのでしょうか。以上とも関連して、株式会社の根底にある社団性を今日どのように評価したらよろしいのでしょうか。」

③吉田曉氏「新会社法における最低資本金額規制の廃止について。そもそも『資本金』という概念自体が問題ではなかったか。時価発行、無額面化が正当であると

すれば、『純資産』『資本』という概念がはっきりしていればいいのではないかと思います。」

④鶴田満彦氏「鈴木氏は、投資家像の変貌において『株式会社における内部資金の増大』を重視し、これは、『利益の巨額化』、『投資すべき領域の欠如』を意味し、その根底には、『予想利潤率の低下』があるとしている。これに関連しての疑問は、『投資領域の欠如』『予想利潤率の低下』の下で、『利益の巨額化』が果たして持続可能なのか？ という点である。『投資領域の欠如』といった環境の下で『内部資金の増大』が生じうるメカニズムを教えてください。」

⑤福光寛氏「最初のカネ余りのお話と最後の株式会社の投資ファンド化のお話とはつながりがあるように思える。株式会社の投資ファンド化を間違えたものとしてではなく、必然的な流れとして理解することは誤りだろうか。」

⑥大矢繁夫氏「『内部留保金の増大』は株式会社制度の意義、すなわち『証券市場の流動化機構を前提として、小口で短期性の資金の大量に動員する』という意義を変容させつつある、というように理解してよろしいのでしょうか？ また、株主の変化（個人株主→機関投資家→ヘッジファンド）も、上の変容を推し進める、ということでもよいのでしょうか？」

（なお、山村延郎、高倉泰夫、水島多喜男ほか数名の方々からも質問が寄せられましたが、誌面の制約から割愛させていただきました。）

（コメンテーターによるコメントへの回答）

1) 井村進哉氏のコメントについて

- ①歴史的生成の過程の論理と、生成したものが機能するについての機構上の論理とは一応区別して考えるべきものと思っています。また、同じく機関投資家といっても、保険会社・投資信託・年金基金のそれぞれについて、具体的にはかなりの差異があるのはご指摘の通りで、より詳細にはそれぞれについて議論を展開する必要があると思いますが、今回は極めておおづ

かみに概括的な流れを述べることにいたしました。

- ②日米において株主総会と取締役会との権限に差があるのは事実です。やや具体的には、日本では利益処分や取締役の報酬は株主総会で決定されますが、米国ではその必要がなく、例えば増配の決定権は取締役会にあり、株主は総会で増配を要求する権限を持っていません。また米国では、取締役の選任・解任にも経営陣の意向が反映され、株主が取締役の候補者を株主総会で提案する権限もありません。こうしたことから、米国では経営者の報酬が巨額のものとなり、時に fat cat などと呼ばれることがあります。
- ③こうした高度かつ重層的に組成された金融商品について規制することには、米国は極めて慎重であり、むしろ規制に反対です。それは、金融技術の革新は世界に利益をもたらしつつある、という基本認識に立っているからです。これに対して独仏に代表される欧州は規制について賛成で、G8 などの国際的な会合の度に賛否が分かれています。また、このこととは別に、ヘッジファンド規制に関していうなら、IOSCO の調査によると、ヘッジファンドに関する法律的定义を持つ国は皆無であり、この点からもヘッジファンド規制には困難があります。従って、可能であるとすれば、もっと広く網を張って投資ファンド一般に関して、登録制・届出制などを導入することしかないと思いますが、そのことにどれほどの意味があるかは疑問です。また、規制という点についていうなら、わが国の場合、今回の会社法で新設された「合同会社」(米国の LLC をモデルとしたもの) に関しての問題があり、この方はまさに焦眉の急となっているように思います。この合同会社は、この企業形態を新設したときに想定されたような、技術やノウハウを中心とした比較的小規模のベンチャー事業とは異なり、むしろ大企業が共同出資して事業を起こすときに利用されていますが、この形態の大きな特徴は、決算公告の必要がなく、株主総会などが不要で、外部からのチェックが働きにくいという点にあります。こうしたことから、甚だ危険な問題を引き起こす可能性を持っており、これこそ将来的には何らかの規制をか

ける必要があるのではないか、と懸念しています。

2) 広田真人氏のコメントについて

- ①ファンド化ということの中身については、議論すべき事柄が沢山あると思っております。短期化ということも、その中で無視しがたい点でしょうが、そのほかにも、源泉を問わず、要するに利益がありさえすればよいとする方向性、すなわち「包括的利益」という空疎で雑多な内容の利益概念に支えられるようになってゆくことも大きな特徴といえるのではないのでしょうか。
- ②競争原理という観点からみて、M&Aには意義があるかどうか、はかなり難しい論点だと思います。それは、M&Aには abusive な性格のものが含まれている可能性があるからです。この点について、私が興味深く思っているのは、ジョセフ・スティグリッツの『ミクロ経済学』は、その第二版で「多くの経済学者は、企業買収の効力は誇張されてすぎていると考えている。」とし、更にこの第二版を最後にこうした M&A に関する章は消えていることです。こうした M&A の功罪については、かつて拙著『現代証券金融論の課題』（後出）の中で触れたことがあります。
- ③ヘッジファンドなるものの利益の源泉は、端的にいうなら、ロングとショートとの一定比率での併有と合わせてアービトラージということになるでしょうから、その意味では、リスクを極力取らないでレバレッジで収益を挙げようとするものと考えてよいように思っています。ただ、この点は、更に詳細にミルトン・フリードマンやカルドアの「投機論」との関連でよく考えねばならぬところだと思っています。（拙稿「投機論小考」『明治の取引所論』白桃書房 1998年所収、参照）

（一般討論における質問に対する回答）

ご質問は、豊かな内容を持つものが多く、しかも極めて多岐にわたっており、ま

た重複した内容のものもあり、紙幅の制約からして、個々について回答する余裕に乏しいので、いくつかの論点を選んで、やや概括的に述べることに止めます。

I) 「資本金」概念の消失について。「資本金」概念が消えて、これとは無関係に剰余金配分規制が登場したことは極めて大きな意味を持っている。この「資本金」概念の消失の前触れは、日本の場合、「新事業創出促進法」(2003～08年の時限立法)であったと見ることもできなくはない。しかし、この「資本金」概念の消失が、米国で既に1970年代に始まっているということは大きな意味を持つ。すなわち、日本だけの問題としてよりも、現代資本主義経済の問題としてとらえるほうが適切なのではないか、ということを示唆する。実際問題として、豊富な内部資金の存在を前提に考えると、軸足を拠出資本ではなく、内部資金の側に置いたほうが現実的に意味があるし、またそうでなければ現実に追いつけない。

II) 内部資金増大の意味について。企業、それも株式会社形態をとった大企業の場合、内部資金の増大は一大特徴をなす。この内部資金の増大は、一方において企業収益の増大、原価償却の拡大などを表現するとともに、他方においてこれまでに匹敵するだけの期待利潤率を可能とする投資領域がないことを表現する。それは、「剰余価値の資本への転化」の過程にある種の滞りが生じつつあることを意味する。また、これまでに匹敵するだけの期待利潤率を見出すことができない、ということ、その資金が「過剰」であることを意味する。「過剰資金」という概念はこうした観点からのみ成立する。ここで注目すべきは、この資金は、〈実現された価値〉を表現しており、その意味では〈貨幣財産〉の形成を意味するという点である。このことは現代的に言葉を選んでいうなら、市中資金が豊富化し、中央銀行は危機的状況に面してペナルティ・レートで資金供給するに止まることを意味するのであって、ここにおいてバンクレート・ポリシーは画餅となって、証券売買操作による公開市場操作をもって市中資金の繁閑を操作することが常態化せざるをえなくなる。

また、そうした投資領域が乏しいにも拘わらず、なお巨額の利益を入手しよう理由は、株式会社大企業が、或いは独占企業化し、或いは世界企業化してゆくことに求められよう。しかるに新たな投資領域が見当たらないということから、巨額のネッ

トキャッシュを保有する結果を生ぜしめ、これが買収対象企業とされる一定の危険を生む。同時に、例えば自社株式を入手してこれを償却するとか、或いはまた自社株式をいわゆる「買収通貨」として利用することで他分野への進出を目論むなど、新たな動きが生じている。また、この「買収通貨」としての自社株式の意義は高まる一方であって、このことから株式市場への上場の意義は薄れるどころか、むしろ重要視されるようになっている。

[追記] なお、今回の報告の基礎となったものは、拙著『証券市場と株式会社』（白桃書房 2007年）、ならびに拙稿「株式会社制度の行方——投資ファンド化への変化の予兆」（神奈川大学『経済貿易研究』No. 33 2007年3月、である。その他、拙著『現代証券金融論の課題』（白桃書房 2005年）所収の論文「制度論の位相と制度設計」、「敵対的買収に関する覚悟」によるところが多い。

現代資本主義の変革と株式市場

相沢 幸悦

(埼玉大学)

はじめに

資本主義発展による生産力の上昇とともに、地球温暖化の進行など地球環境の破壊が深刻化してきた。日本でも利益を追求する企業に、耐震強度偽装や食肉偽装など著しい経済倫理・企業倫理の欠如がみられるようになってきた。「経済構造改革」によって徹底的に競争原理を機能させることにより、経済成長はある程度図られたが、経済・地域格差が拡大してきた。一生懸命働らいても生活保護以下の所得しかないというワーキング・プアの登場など深刻な事態が生じている。

他方、金融ビッグバンの名のもとに、日本の金融システムをアメリカ型に大改革した結果、マネーゲームによる金儲けの風潮が助長されてきた。多くの日本企業は、株主総会において敵対的買収防衛策を議決しているものの、企業を「金融商品」として売買し、「浮利」を追求する傾向が一段と強まっている。

このような事態は、一方で、地球環境が破壊されても弱者が切り捨てられても、あるいは不正を犯しても、あくなき利潤追求を行うという資本の論理を究極まで突き詰めた結果であり、他方で、バブル経済の頻発、デリバティブなどの金融的術策の開発による「金融の肥大化」が極限まで進んだ帰結である。

現代資本主義には、アメリカ型とドイツ型の二類型があると思われる。日本は、戦後、いいもの作りと「平等社会」実現政策をとってきたが、平成大不況の末期にアメリカ型システムに大転換した。その結果、大不況はある程度克服されたものの、経済・地域格差、マネーゲームの横行といいもの作りの軽視が凄まじい。私は、この二つのシステムを融合させることは不可能だと思っていたが、証券市場、とりわけ株式市場を有効に活用すると、この二類型のいいところを取り入れて融合した経済システムを構築することができるのではないかと考えるようになった。

1 株式会社と株主資本主義

アメリカ型経済システムは、株式会社制度を基本に、競争原理を徹底的に追求するものである。会社は、「株主だけのもの」であるという考え方に基づいて経済が運営されている。

株式会社の所有者は、株主であるから、法に抵触しない範囲で可能なかぎり多くの利益をあげて、株主に配当するのがすばらしい経営者であり、いい労働者である。だから、利益に貢献しない労働者はもちろん、経営者は、たとえ赤字が出なくても、目標とする十分な利益が出ないだけでも解任されるケースが多い。

アメリカの経営者は、株主に雇われているが、これは、株式会社のあり方からすれば間違いではない。だから、株主のために利益をあげることが最大の使命になるし、株主に少しでも多くの配当を実施する経営者が有能な経営者なのである。その結果、長期的な経営方針をもつというよりも、四半期ごとの企業収益に一喜一憂するケースが多い。

したがって、経営状態が悪くなったら、まず首切りをしてコスト削減をおこなって利益を確保し、一株あたりの利益を増やそうとする。利益があがっていても、目標とする利益に到達していなければ、人員整理をする場

合もある。

とはいえ、会社は株主のものというのは、株式会社制度の大原則ではあるが、経営者や労働者が一丸となって、会社は繁栄していく。株式会社は、株式の発行によって調達した資金で設備投資を行う。資金を提供した株主は株主総会を開いて、会社の業務方針を議決し、日常業務を指揮・監督する取締役を選任する。

株主に設備投資資金を投入してもらった株式会社を拡大・繁栄させていく主体は、経営者と労働者である。会社が発展するのは、本来は、全社一丸となって業務に励むからである。株主の仕事は、株式会社が長期・安定的に発展していくために、会社を統治（コーポレート・ガバナンス）することである。

とはいえ、会社は株主のものだから、株主のために働け、配当を多くするために、とことん利益をあげろ、だけでは、労働者はやる気をなくす。日本的経営は、グローバル・スタンダードからかけはなれた前近代的な経営システムだといわれた。もちろん、低成長時代にいたって、終身雇用制が崩れ、年功序列型賃金から成功報酬制度に移行しつつあるが、アメリカのような極端な能力主義でいくと、貧富の差が広がるし、企業が長期的・安定的に発展していくのはむずかしい。結果として、経済の活力が失われていく。

ところが、アメリカ型経済・金融システムをそのまま日本に持ち込もうとした金融ビッグバンの弊害だけが噴出してきている。極端な自由化によって投資家の被害が続出するだけでなく、日本市場は、情け容赦なく金融収益の追求を行うアメリカ金融資本の草刈場と化しつつあるからである。

2 金融ビッグバンとマネーゲーム

金融ビッグバンは、「貯蓄から投資へ」ということで、銀行がリスクを

とるシステムから投資家がリスクをとる金融システムに大転換させるために、投資家保護規制をのぞいて、内外金融取引や国内金融取引の規制を可能なかぎり撤廃・緩和するというものである。しかしながら、大きな問題は、一つは、投資家保護規制が不十分で監督機関も弱体で投資被害が続出したこと、もう一つは、アメリカ化された金融システムと日本的経営システムが齟齬をきたし、マネーゲームによって膨大な「浮利」が簡単に手に入るようになったことである。

アメリカの考え方は、「会社は株主だけのもの」ということである。それに対して、日本やドイツでは、「会社は、法的には、株主のものであるけれども、取締役、労働者、顧客、取引先、債権者などみんなのもの」という考え方で経済運営がなされている。だから、日本では、なるべく倒産しないように利益を企業内部に留保する、よりいいものを作るために利益を研究開発費に投入する、労働条件の向上はともかく、労働者の解雇をあまりしないので利益が少なく、その結果、株主配当は不十分で、株主軽視と批判されてきた。

金融ビッグバンとその後「経済構造改革」が進展したので、株式を買占めたら、企業の内部留保を簡単に吐き出させることが可能となった。とくに、アメリカのアクティブ投資ファンドは、世界の大口投資家から天文学的規模の資金をかき集めて、大量の日本企業の株式を買占め、企業に増配を迫ったり、他企業に高値で引き取らせたりしている。こうした「浮利」の源泉は、今までいいもの作りに励み、低賃金と劣悪な労働条件に甘んじてきた日本の労働者の血と汗と涙の結晶である。

もちろん、敵対的企業買収がすべて悪だということとはできない。もし、経営陣が反対しても、企業と労働者にとって有益なものであれば、買収されるほうが、社会のためになるからである。だが、マネーゲーム型敵対的買収だと、過去の蓄積が簡単に外資などに「収奪」されること、利益のほとんどが配当として流出すると、危機対応力が低下するし、よりいいもの

を作るための研究開発費が削られてしまう可能性がある。いいもの作りで生きていかなければならない日本の「自己否定」につながりかねない。

こうした中で、事前警告型の敵対的買収防衛策をとる企業が増えているし、従来型の株式持合いも復活しつつある。問題は、従来の日本では、株主があまりにも軽視され、株式持合いによって経営に緊張感が欠け、放漫経営が助長されると批判されてきたことである。企業買収が活発に行われることによって、企業経営が活性化するのは、経済の発展にとっては、決して悪いことともいえない。

しかしながら、マネーゲーム型敵対的買収を防止するために、株式の持ち合いは、ある程度はやむをえないと思う。そうすると、アメリカのように株主が直接コーポレート・ガバナンスを行うというシステムはとれない。そこで、コーポレート・ガバナンスの徹底と、企業経営の活性化による経済システムの効率化を図るために、証券市場、とりわけ株式市場をいかに活用したらいいかということを考える必要があるだろう。

3 トリプル・ボトムライン

今までの経済学には、自然の劣化を学問体系に組み込まなかったという大問題があると思われる。企業は、自然「使用料」をゼロとすることで、利潤の絶対額を増加させることができた。自然は「無限」であるし、土地使用料である地代と違って、原材料などの生産コストは有料であっても、「消費」コスト、すなわち「使用料」そのものはゼロであるし、産業廃棄物などを自然に放出しても、とりあえず「コスト」が不要であったからである。こうして、資本主義は、生産性を上昇させることができた。

もし、商品価格に最初から自然「使用料」が入っていれば、商品価格が高いものになっており、消費があまり進まず、経済成長も緩慢なものとなったであろう。これこそ、地球環境に配慮し、労働者に多く分配する経済シ

システムではなかろうか。

このように、人類は、資本主義の発展にあたって、環境へのコスト・自然への負荷のコストをゼロとして、物的経済成長を追求してきた。その帰結は、深刻な環境破壊である。企業は、熾烈な競争に勝ち、生き残るために、利潤量の追求だけを行ってきたので、利潤の「質」ということは、ほとんど考慮されることはなかった。だから、本来であれば、資本主義の成立の初期から、自然「使用料」は、環境税や炭素税という形で、国家が強制的に徴収し、環境保護政策を強力に遂行すべきだっただろう。

しかし、資本主義の成立期は、自然破壊はそれほど深刻なものではなかったし、人類を飢餓の恐怖から解放すべく、物的な豊かさを追求する時代に突入したので、それは、どだい無理な話だったのかもしれない。

これからの経済システムにとって、企業活動に際して、資本主義成立以来、たったの一つのボトムライン（バランスシートの最後の項目で、企業活動の重要な基底的動機）であった利潤（利益）だけでなく、あと二つ（環境と社会）付け加えて三つに、すなわちトリプル・ボトムラインが不可欠となることは間違いない。しかも、トリプル・ボトムラインということになると、利益というものも、それまでの量ということから、量を不可欠の前提として、それ以上に利益の「質」が徹底的に重視される。

トリプル・ボトムラインにおける利益は、環境、社会という要因と結び付いているので、必然的にその「質」が要求される。すなわち、環境保全対策、社会と人間への配慮がコストとして組み込まれた結果として生み出された利益というのは、量のみを追求した結果としての利益とは「質」が異なっているのである。

こうして、トリプル・ボトムラインが経営の根本にすえられることによって、競争原理の機能による企業経営の効率化が図られるとともに、地球環境の保全、経済倫理の確立、労働条件の向上、安全でより質の高い消費財の提供、企業による社会への貢献などが活発に行われるようになる。

4 企業の社会的責任 (CSR)

ここで問題となるのは、トリプル・ボトムラインを重視した経営をどのように徹底させるか、より具体的にいうと企業にどのように強制するかということである。そこで、株式会社において「質」ともなう利益追求を株主がとことん要求するというようなことが必要となるであろう。とすれば、株式会社制度と株式市場は、現代資本主義を変革するうえで、きわめて重要な役割をはたすことになると思われる。

日本では、現在、市場型間接金融ということが声高にさげばれているが、株式投資信託という金融商品を活用すれば、日本経済の大変革が可能になるのではないかと考えられる。

すなわち、

- ①利益（財務体質が健全で、より多くの「質」の高い利益）、
- ②環境（地球環境や生活環境に配慮した経営）、
- ③社会（企業倫理が高く、労働者にやさしい企業、質が高く、安全で、よりよい財・サービスを提供して、しかも社会に貢献する企業）、

というトリプル・ボトムライン（利益・環境・社会）をクリアする企業だけを組み込んだ各種の日本経済変革型 SRI（社会的責任投資）ファンドが広範に販売されるようになれば、日本経済は質的に著しく向上するであろう。

より根拠があり、より厳格・厳密な、より合理的な基準に基づく SRI ファンドが大量に組成され、広範な投資家に購入されるようになれば、このファンドに組み込まれない企業は、社会的に退出を余儀なくされることになる。日本では、消費者運動がまだ弱いですが、これからは、利益の量だけを追求し、環境保全と社会的責任をはたしていない企業に対して、徹底した不買運動が行われるようになるだろう。そのような会社の株式を保有し

ている法人や金融機関も不買運動や株式の売却が行われるようになるかもしれない。

こうして、社会的責任をはたさず、日本経済変革型 SRI ファンドに組成されない企業の株式は、誰も購入しなくなる。株式持合いによって、そのような企業の株式を持っている企業もこの SRI ファンドから外されてしまう。株価が低迷する株式をあえて購入する個人投資家もいないだろう。内部留保が多く、理論株価よりも低くなれば、外資あたりが買いに入るかもしれない。ただ、不買運動などで社会的制裁が課せられているとすれば、すぐには倒産しないにしても内部留保は、急減するはずである。

結局、日本経済変革型 SRI ファンドに組み込まれない企業の株価は、不買運動にあって利益が激減するとともに、誰も株式を買ってくれないので、株価が暴落し、増資による資金調達は不可能になる。

こうして、「質」の高い利益の追求には、企業財務の健全性を大前提に、環境保全と社会への配慮・貢献、労働条件の向上、高い品質・安全基準の設定と実行、崇高な職業倫理などが不可欠であって、それらを兼ね備えた企業だけが生き残るといふことになれば、現代資本主義経済は、質的に高い新たな段階に向かうのではなからうか。

5 政府の社会的責任 (GSR)

さらに、日本の場合、企業だけでなく政府のガバナンスも必要ではなからうか。というのは、「市民革命」を経験しない日本において、「官尊民卑」の風潮は依然として強く、政府や地方自治体における税金の無駄遣いは凄まじいものがあるし、半面で財政が逼迫するとすぐに増税に訴えるからである。社会契約論でいうように、国家は、あくまで国民の生命・健康・財産を守るために、国民と契約しているだけだという考え方が必要である。あくまでもシビル・サーバント（使用人）にすぎないのである。

したがって、コーポレート・ガバナンスとともに、「ガバメント・ガバナンス」が是非とも必要である。企業の社会的責任（CSR）と政府の社会的責任（GSR）を結合した GCSR が、これからの日本の政治・経済システムの変革にとって肝要である。

SRI ファンドに組み込まれるのは、通常、株式が中心であるが、スイスなどでは、公共債もはいている。公共債をいれることで、政府・地方自治体に対するガバナンスがある程度できるからであろう。

そこで、新発国債、新発地方債については、歳出削減・無駄の排除、質素・節約、税金の有効利用、国民への奉仕などを基準にして、その基準をクリアした場合にかぎり、日本経済変革型 SRI ファンドに組み込むようにする。もし基準をみたしていなければ、ファンドに組み込まないだけでなく、これらの公共債を購入した法人や金融機関の株式を日本経済変革型 SRI ファンドからはずす。

ただし、既発債は、対象としないほうがいい。というのは、財政赤字の削減努力をしないということで、国債も地方債も売られて、債券価格が暴落すると、長期金利が暴騰して、日本経済が崩壊してしまうからである。ただし、真剣に財政規律回復努力をしないと売却するぞと警告することは大事である。

自治体貸付を行っている銀行の貸し手責任もきびしく問う必要がある。自治体財政が破綻した夕張市への銀行の貸付では、貸し手責任は一切問われず、全額返済されるというのは、どう考えてもおかしい。銀行は、箱物行政にたよってきた夕張市が財政破綻をきたすのは、十分予測できたはずで、企業であれば、絶対に融資しなかったはずである。このように、放漫財政を行う自治体に対して、野放図に融資を実行する銀行の株式を日本経済変革型 SRI ファンドから除外する。

この SRI ファンドからはずされた金融機関は、社会的責任をはたしていないのであるから、これからの資本主義では存在意義がない。預金者に

よる「不買運動」、すなわち預金の取り付けにあうかもしれない。そうすれば、退出をせまられて、社会的責任をきっちりとはたしている金融機関だけが生き残る。

無駄遣いする自治体ほど、外部から資金を取り入れようとする。それができなくなれば、自治体は、徹底した節約と無駄の排除を行う。「営業努力」をして、歳入を増やそうとするだろう。国民が血の滲む思いで支払った血税がようやく有効に使われる。そうした血の滲むような努力がなされれば、自治体も資金調達ができるようになる。

このように証券市場を通じたコーポレート・ガバナンスとガバメント・ガバナンスによって、国民に奉仕する健全な政府・自治体が生まれ、経済・地域格差が少なく、企業の経営効率がすぐれ、より安全でより品質の高い財・サービスが提供され、企業倫理が徹底し、地球環境にやさしく、住環境も整備され、労働条件もいい、企業の社会貢献がすすむ日本が歴史上はじめて登場するだろう。

このようにみえてくるならば、現代社会において証券市場・株式市場のはたすべき歴史的役割というのは、きわめて重要であるといわざるをえない。高度成長期に多くの町工場をいいもの作り国家形成に貢献する名だたる世界企業に育て上げたのは、ほかならぬ銀行であったが、この銀行のはたした役割を、いまこそ証券市場が担わなければならない。これこそ、証券市場・株式市場の歴史的使命である。

コメント（中央大学 井村進哉）

アメリカ型金融システムを日本に導入する中で、トリプル・ボトムラインがないがしろにされているという報告である。日本では、環境ファンドなどはあるものの、SRI ファンドが本当に根付くかはなかなか難しいのではないか。

次のような疑問がある。

- ①銀行とは何か、貯蓄から投資へという流れを理論的にどう位置付けたいのか。
- ②証券市場を利用して資本主義の変革を行うということであるが、コーポレート・

ガバナンスをドイツ型にすべきか。

- ③変革主体や資金供給者をどう考えたらいいのか。
- ④アメリカ型システムの一部の導入は認められるか。

コメントへの回答

①この問題についてお答えすることは、なかなかむずかしい。銀行の機能は、支払い決済システムの形成と信用創造による経済成長ということにある。貯蓄から投資というのは、銀行がリスクをとるシステムから投資家がリスクをとるシステムに転換するということである。そうするとベンチャー企業などが育成され、経済が発展するといわれている。このことを理論的にこれから明らかにしていく。

②ドイツでのコーポレート・ガバナンスは、従来、企業に監査役を派遣する銀行が行ってきたといわれている。株主総会で選出される監査役会が取締役会を選出し、会社の監査を行う。しかしながら、銀行による企業のガバナンスは、いいかげんで、極めて不十分であるといわれてきた。したがって、何らかの形で株主によるガバナンスのほうが有効であると考えている。

③資金供給者は、庶民のかけた年金基金や生命保険、庶民金融機関などであり、庶民の意を受けた機関投資家や庶民金融機関が変革主体になりうると考えている。要は、企業行動、政府などに対する国民的監視が大事だと思っている。

④アメリカ型経済システムとドイツ型の融合は可能だと思っているが、株主による徹底したコーポレート・ガバナンス、発達した証券市場を通じて活発な M&A が行われ、企業経営の効率化・合理化が比較的容易にできるなどの利点がアメリカ型システムにはあるので、いい面はどんどん導入すべきだと思っている。

コメント（首都大学東京 広田真人）

ご報告は金融ビックバンによって生じている「経済のマネーゲーム化」に対し、代替システムの必要性を提起し、しかもそれを報告者の従来からの主張である「ドイツ型社会的市場経済原理」の導入ではなく、CSR 型投信を主体とする株式市場の活用によるアメリカ型との融合によってはたさうという大胆な提案である。

理論的代替システムへの幻想が明らかになって久しい中、出口のない閉塞状況を打開しようという報告者の勇気あるご提案には大いに敬意を表するが、理論的には以下のような一般的反論を提起せざるをえない。

①「ドイツ型社会的市場経済」が「アメリカ型市場経済」より一般市民にとって効用の高いものであったとしても、両システムが同じ土俵で競争する時、前者は後

者に対し生き残れるのか。

②「CSR型投信の活用」というメインテーマについてであるが、同投信に組み入れられない企業は流動性を失い、資本市場を利用できなくなる、といわれているが、「株式市場の資金調達機能」の利用度合い等を考える時、そもそも現代の成熟大企業は株式市場をどのように利用しているのか。

③そもそも、直接であれ間接であれ、家計（＝投資家）がイニシアチブをとる資本主義経済などありえようか。資本主義経済の動力は“資本の蓄積衝動”以外にありえないのでは。

コメントへの回答

①本報告では、アメリカ型システムを、利益のみを追求しているので収益性が高いし、大量消費を推奨するので経済を成長させる可能性が高いと考えている。アメリカ型における企業の利益追求の前提に、地球環境と雇用・安全などを含む社会への徹底した配慮を企業に強制するというのが本報告の趣旨である。同一条件での競争となれば、そのことだけでは、ドイツ型システムがアメリカ型に負けるということはない。だが、もし、トリプル・ボトムラインを重視する企業が主流となっているドイツ型経済システムが生き残れないのであれば、ヨーロッパを完全に「ブロック化」していけばいい。その上で、EUを拡大していけば生き残れるかもしれない。

②たしかに、現代の成熟大企業は、株式市場での資金調達の比重は小さいことは事実である。しかし、SRIファンドから完全に排除されたとしたら、反社会的企業として、国民による不買運動にあって、利益が激減し、倒産の憂き目にあうだろうし、うまく倒産を回避したとしても、株価が暴落して買収されるだろう。ただ、社会的責任をはたしている企業からみれば、超安値で買収できることになるので、被買収企業は、社会的責任をはたす企業として生まれかわることができよう。こうして経済が質的に発展する。株式市場を活用する場合、SRIファンドから外されると株価が暴落して、有効な資金調達ができなくなるということと、倒産ないしは買収されるという二つの側面からみる必要があるだろう。

③ご指摘のように、資本主義経済の動力は「資本の蓄積衝動」であり、家計（＝投資家）がイニシアチブをとる資本主義経済などありえなかった。ただ、資本主義は、成立当初、資本の蓄積衝動のゆえに、労働コストを極限まで下げようとして、児童労働の雇用や長時間労働を労働者に強いた。労働運動の高まりから8時間労働制や児童労働の雇用禁止などが法制化された。これは、労働力の価値を労働の価値に少しでも近づけさせようとする、資本家と労働者の対等の闘いの結果であった。だから環境対策と社会貢献を企業に法的に強制するという方法もある。そうすれば、

これをコストとして企業は、当然、ビルトインせざるをえなくなる。私は、マーケットメカニズムを利用して、トリプル・ボトムラインを企業に強制することが大事だと思っている。企業行動への国民的監視ということで、そのかぎりでは、資本主義システムの中での「資本主義の止揚」となるのかもしれない。

一般討論

質問 会社は株主のものという場合、ものとは何か。

回答 本報告では、会社はヒトであるかモノであるかという議論はしていない。株主の権利は、議決権、配当請求権、残余財産分配請求権など広範にわたっている。法的には、過半数の議決権を獲得すれば、会社の経営方針の決定や取締役の選任などが可能で、三分の二以上を獲得すれば、会社の清算などを議決することができる。会社は株主だけのものであれば、取締役や労働者は株主のために働くということになる。経済的観点からみると、会社は株主だけのものか、ステークホルダーのものかによって、かなり経済運営や経営が変わってくる。会社は株主だけのものとなると、労働者も株主のために働くということになるので、コスト削減のため、情け容赦のない首切り、賃金カット、労働条件の切り下げが行われる可能性が高くなる。本報告は、会社は皆のものなので、労働者にも十分配慮した経営を行うべきであると主張している。

質問 政府の社会的責任というが、政府に社会的責任をはたさせるシステムはあるのでは。

回答 議会などの監視機能が十分にはたされていないので、国民的監視という観点からしても、政府に社会的責任をはたせたらいいのではないかと考えている。

質問 「社会的責任」が株主の行動に反映されるには、どういう制度、思想、価値観が背景に担保されなければならないか。

回答 機関投資家の役割が極めて重要であると考えている。生保や年金基金などは、将来、支払いが発生する。したがって、機関投資家が積極的に SRI ファンドに投資していけばいいと思う。社会に貢献する企業だけが残り、年金を受け取るころにはいい社会が登場し、株価も上がっていることだろう。ゆうちょ銀行、信用金庫などの庶民金融機関がどんどん SRI ファンドに投資していけば、庶民の暮らしやすい世の中となるだろう。

部会活動報告

[北海道部会]

- (1) 日 時 2007年4月28日(土)
場 所 北海学園大学
①報告者 北林 雅志氏(札幌学院大学)
論 題 「英系国際銀行のパフォーマンス
—総資産利益率と株価収益率を中心に—」
②報告者 小林 真之氏(北海学園大学)
論 題 「連邦預金保険制度の成立と銀行集中」
- (2) 日 時 2007年8月18日(土)
場 所 北海学園大学
①報告者 斉藤 一郎氏(小樽商科大学)
論 題 「北海道経済の貯蓄投資バランスと金融システム」
②報告者 播磨谷浩三氏(札幌学院大学)
論 題 「北海道におけるリレーションシップバンキング機能
強化の検証」
- (3) 日 時 2007年11月7日(土)
場 所 北海学園大学
①報告者 神崎 稔章氏(北海道大学大学院)
論 題 「アメリカ金融市場における長短金利の逆転現象に
関する一考察」
②報告者 川村 一氏(釧路公立大)
論 題 「カナダ金融経済の形成
—中央銀行の成立過程から見た—」

[関東部会]

- 日 時 2008年3月1日(土) 14:00~17:00
 場 所 立教大学 池袋キャンパス 12号館地下第2会議室
 ①報告者 知見 邦彦氏(中央大学経済学研究科博士課程)
 論 題 「米保険資本からみた簡易保険の民営化について」
 ②報告者 飯島 寛之氏(立教大学経済学部助教)
 論 題 「アメリカの対外ポジションの変容
 -1990年代以降を中心に-

[関西部会]

- 日 時 2007年7月28日(土) 13:30~17:30
 場 所 あべのメディックス7階会議室1
 ①報告者 森中 由貴(大阪市大・院)
 論 題 「アメリカにおけるクレジット・ユニオンの発祥と現状」
 ②報告者 桜田 照雄(阪南大学)
 論 題 「銀行の貸倒引当金の日米比較-直接償却と間接償却」

[西日本部会]

- 日 時 2008年3月30日
 場 所 佐賀大学 経済学部
 報告者 前田真一郎氏(名城大学)
 論 題 「貸金業と銀行業-銀行と消費者金融会社の提携-」
 討 論 者 西田 顕生氏(西南学院大学)

2007年度 学会事務局報告

I. 春季大会（國學院大学）

都心の渋谷駅から徒歩圏内という好立地にある、國學院大学渋谷キャンパス若木タワーにおいて、研究発表およびその後の懇親会が行われました。本誌の報告にあるように3名の報告とそれに対する2名のコメント構成でした。本学会が信用理論研究会と称するように、理論的構成に関する活発な質疑応答がなされたのが特に印象的で、混沌とした伝代の金融実態の把握とともに、それを如何に分析するかが会員の大きな関心事であることを改めて思いました。懇親会は都心の夜景が美しい若木タワー 18Fの有栖川記念ホールで、いつものように研究報告の後半戦が展開しました。

II. 秋季大会（立命館大学）

今回の秋季大会は昨年と同様の時期の9月初めに、立命館大学衣笠キャンパスにて開催されました。参加人数が心配でしたが、予定を上回る会員の参加がありました。報告者およびコメントの方々の協力と、司会進行の論点整理もあり、ほぼ予定時間どおりの時間内に議論の噛み合わせがなされました。大会テーマ（「株式資本主義下の株式会社論の諸課題」）にあるように、課題の整理と残された問題がクリアーになったと思います。研究会後の懇親会は、末川記念館にて賑やかに行われました。

春季大会時の会員総会にてご報告とご了承を得ましたが、会費の納入状態が思わしくなく、予算規模を縮小せざるを得ませんでした。年会費納入について改めてお願いするとともに、本学会への加入の勧誘を併せてお願いいたします。

会員著書・論文目録 (2007年1月至12月)

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
赤川 元章	「ドイツ・アジア銀行の財務諸表の構成と本支店間の取引関係」	『三田商学研究』第50巻1号	2007年4月
	「ドイツ・アジア銀行の発展と営業活動」	『三田商学研究』第50巻2号	2007年6月
	「ドイツ・アジア銀行の本支店活動と営業領域の特殊性(Ⅰ)」	『三田商学研究』第50巻4号	2007年8月
	「ドイツ・アジア銀行の本支店活動と営業領域の特殊性(Ⅱ)」	『三田商学研究』第50巻5号	2007年10月
浅田 政広	現代日本貨幣金融事情年表(2004.1~2005.12)	『旭川大学紀要』第62号	2007年3月
	工・鉱業と建設業	『音威子府村史』上巻、ぎょうせい	2007年7月
	金融	『音威子府村史』上巻、ぎょうせい	2007年7月
	鉄道の変遷	『音威子府村史』上巻、ぎょうせい	2007年7月
	労働組合運動	『音威子府村史』上巻、ぎょうせい	2007年7月
	「国見の碑」異聞	『旭川大学地域研究所年報』第30号	2007年12月
入江 恭平	ユーロ域の企業金融と資本市場の変貌	『中京経営研究』第67巻1・2号	2007年2月
岩田 健治	「グローバリゼーションと為替相場制度」	上川孝夫、藤田誠一、向壽一編著『現代国際金融論 第3版』(有斐閣)	2007年3月
	「EU 通貨統合と新たな模索」	上川孝夫、藤田誠一、向壽一編著『現代国際金融論 第3版』(有斐閣)	2007年3月
植田 欣次	「戦時下の不動産業と『不動産金融』 - 勧銀大阪支店を中心に -」	『社会科学研究所』東京大学社会科学研究所第58巻第3・4合併号	2007年3月
	「市街地金融の発展と不動産銀行の役割」	橋川武郎・粕谷誠編『日本不動産業史 - 産業形成からポストバブル期まで』名古屋大学出版会	2007年9月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	「戦時下の『市街地金融』と不動産銀行」	橋川武郎・粕谷誠編 『日本不動産業史—産業形成からポストバブル期まで』名古屋大学出版会	2007年9月
	「バブル期の不動産業金融の本格的展開と特質」	橋川武郎・粕谷誠編 『日本不動産業史—産業形成からポストバブル期まで』名古屋大学出版会	2007年9月
大谷禎之介	『21世紀とマルクス——資本システム批判の方法と理論——』（編著）	桜井書店	2007年3月
大畠 重衛	「1990年代以降における金融業の利益構造と若干の論点」	『金沢星稜大学経済研究所年報』第27号	2007年3月
	「1990年代以降のわが国資金循環構造の変貌と若干の論点」	『金沢星稜大学論集』第40巻3号	2007年3月
鎌倉 孝夫	「金融グローバリズム—擬制経済化と格差化」	『アソシエ』18号 アソシエ出版	2007年1月
	「格差経済をどう是正するか」	『進歩と改革』661号 進歩と改革研究会	2007年2月
	「金利上げをめぐる「諸事情」」	『進歩と改革』663号 進歩と改革研究会	2007年4月
	「巨大郵政事業による地域・生活破壊」	同上 665号	2007年6月
	「虚構のバブル経済—グローバリゼーションの正体見たり」	同上 670号	2007年10月
	「中国の経済バブル」	同上 671号	2007年11月
	「サブプライム問題」	『思想運動』No. 789	2007年9月15日
清田 匡	「金融商品と金融サービス」	『信用理論研究』第25号	2007年12月
	「大阪の経済と地域金融機関の役割」	『信金中金月報』2007.2増刊号、第6巻第3号（通巻410号）	2007年2月
熊野 剛雄	資本主義の現段階と株式会社	季刊経済理論 第44巻第1号 桜井書店	2007年4月
清水 正昭	「グローバル経済下の景気『回復』——小泉『構造改革』とは何だったのか——」	『CUC [View&Vision]』（千葉商科大学経済研究所）No. 23	2007年3月
鈴木 勝男	「信用論・恐慌論の研究」	梓出版社	2007年2月
高倉 泰夫	「貨幣資本の運動と生産諸力および生産諸関係の物象化」	『経営と経済』（長崎大）第87巻第3号	2007年12月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
田中 素香	「EU の経済と単一通貨ユーロの現在」	日本国際問題研究所 『国際問題』No. 561	2007年5月
	「一体化した欧州」	日本経済センター会 報	2007年9月
	「EU 通貨統合とユーロの行方」	田中素香・馬田啓一 編著『国際経済関係 論』、文真堂	2007年9月
	「ユーロ経済圏の拡大とEU 経済の展望」	日本貿易会月報	2007年12月
建部 正義	「『電子マネー』、『ポイント 通貨』、『仮想通貨』を考える」	『政経研究』第89号	2007年11月
	「『電子マネー』、『ポイント 通貨』、『仮想通貨』を考える」	『政経研究』第89号	2007年11月
津田 和夫	Japanese financial markets under changing domestic political conditions、共著	Edited by W. D. Lakshman & Piyadasa Ratnayake, Mobilizing money, people and resources for economic deve- lopment, The Econo- mic Association of Saga University, Faculty of Econo- mics Saga Univer- sity Japan	2007年1月
西尾圭一郎	「経済成長期におけるシンガ ポールとアジア・ダラー市 場」	『経営研究』（大阪市 立大学）第57巻第4 号	2007年2月
	「1980年代ASEANの経済 成長と現代アジアの国際通 貨システム」	『経済論集』（ノース アジア大学）第3号	2007年12月
濱田 康行	「機関投資家のプライベート・ エクイティ投資—日本の実 態と国際比較—」共著	『京都大学大学院経 済学研究 Working Paper』No. J-58	2007年2月
	「拓銀刑事裁判によせて—経 済学者の視点で—」	『事業再生と債権管理』 2007年4月5日春号	2007年4月
	「ベンチャーキャピタルの新 しい軌跡」	『金融ジャーナル』第 48巻第5号	2007年5月
	「政策金融機関の見直し」	『金融ジャーナル』第 48巻第12号	2007年12月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	「協同組織の存在意義・再考」	安田元三・相川直之・ 笹原昭五編著『いま なぜ信金・信組か』、 日本経済評論社	2007年10月
範立君	『地域再生と大学』共著	中央公論新社	2007年10月
	「《共産党宣言》在意大利和 日本的传播与影響」(イタリ アと日本において《宣言》 の伝播と影響)、	《当代世界与社会主义》 (《CONTEMPORARY WORLD & SOCIAL- ISM》)、第66期 中 華人民共和国新聞出 版署	2007年2月
平岡賢司	「20世紀80年代以来日本企 業融資方式的变化」(20世紀 80年代における日本企業資 金調達方式的变化について)	《国外理論動態》 (《Foreign Theoret- ical Trends》)第374 期 中共中央編訳局	2007年4月
	再建金本位制	上川孝夫・矢後和彦 編『国際金融史』有 斐閣	2007年2月
深町郁彌	「大不況とアメリカの『管理 通貨制』への発進—1935 年銀行法』を中心に—」	熊本学園大学経済学 部『リーガルエコノ ミックス学科開設記 念論文集』	2007年3月
福光寛	私立大学の財務と経営につ いて 経済・経営教育と中国語	成城大学経済研究第 175・176合併号	2007年3月
		成城大学経済研究第 177・178合併号	2007年10月
前田淳	証券化の功罪：サブプライ ム問題を振り返る	成城大学経済研究所 研究報告第47号	2007年10月
		北九州市立大学『商 経論集』第42巻第2・ 3・4合併号	2007年3月
前田真一郎	「大手金融機関の経営とアメ リカ金融市場」 「銀行業の新たな展開とリテ ール金融」	『証券経済学会年報』 第42号 『信用理論研究』第25 号	2007年7月 2007年12月
松浦一悦	「ECBの一元的金融政策の 評価」 「ユーロシステムの決済制度 の統合」 「EU拡大と国際通貨ユーロ の地位」	(大分大学)『大分大 学経済論集』第59号 第2号 (神奈川大学)『商経 論集』第43号第1号 (松山大学)『松山大 学論集』第19巻第3 号	2007年7月 2007年 2007年8月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
	「ユーロシステムの金融調節改革」	(松山大学)『松山大学論集』第19巻第4号	2007年10月
松本 朗	「消費者金融とその高利性をめぐる基礎理論的検討」	『企業環境研究年報』(中小企業家同友会全国協議会 企業環境研究センター) 第11号	2006年12月
	「日米関係からみた日銀の超金融緩和政策」	『経済』(新日本出版社) No. 136	2007年1月
	「ゼミナール 国際通貨・金融から考える日米関係の異常さ」	『経済』(新日本出版社) No. 142	2007年7月
山田 博文	「経済社会の変化と金融経済教育の課題」	経済教育学会編『経済教育』No. 26号	2007年12月
	「現代日本の国債管理と増大するリスク」	租税理論研究会編『租税理論研究叢書17 消費税増税なしでの財政健全化』、法律文化社	2007年11月
	「経済環境の変化と金融経済教育の展開」	『群馬大学教育学部紀要一人文・社会科学編』第56巻	2007年3月
	「現代経済システムと国債の累積」	経済理論学会『季刊経済理論』第43巻第3号、桜井書店	2006年10月
山西 万三	「地域金融に関する一研究」	『社会経営学研究』第6号(龍谷大学経営学会)	2007年3月
由里 宗之	Operation HOPE-米国のインナーシティで活動する経済金融教育・金融サービスNPO-	中京商学論叢 第52巻	2007年3月
	中小金融機関に対する大再編政策の再来を憂う-「コミュニティ・バンク」を支持する明確な「民意」の取り付けを-	安田原三・相川直之・笹原昭五 編著『いまなぜ信金・信組か』日本経済評論社	2007年10月
	ソーシャル・キャピタルの醸成と地域社会・経済の振興-経済・金融主導型の地域振興策に再考を促す“Tupelo Model”-	中京企業研究 第29号	2007年12月

氏名	著書・論文名	掲載誌名・出版社名	刊行年月
吉田 暁	(書評) 代田 純著『図説 やさしい金融財政』	駒沢大学『経済学論 集』第38巻第1・2 合併号	2006年12月
	(書評) 山家悠紀夫著『『痛 み』はもうたくさんだ! - 脱『構造改革宣言』-』	『金融労働調査時報』 No. 680	2007年10月
吉田 真広	「銀行の信用拡大と金融不安 定性の拡大 - 90年代不 況との関連で -」	日本郵政公社北陸支 社貯金事業部『平成 18年度 委託研究報 告書 郵便貯金に関 する委託研究書』	2007年

信用理論研究 第26号

2008年12月発行

発行者	信用理論研究学会
発行所	信用理論研究学会
〒260-8701	千葉市中央区大蔵寺町200 淑徳大学 田中秀親研究室 TEL 043 (265) 7331
印刷所	株式会社 信利
〒545-0001	大阪市阿倍野区天王寺町北2-4-16 TEL 06 (6713) 1833
