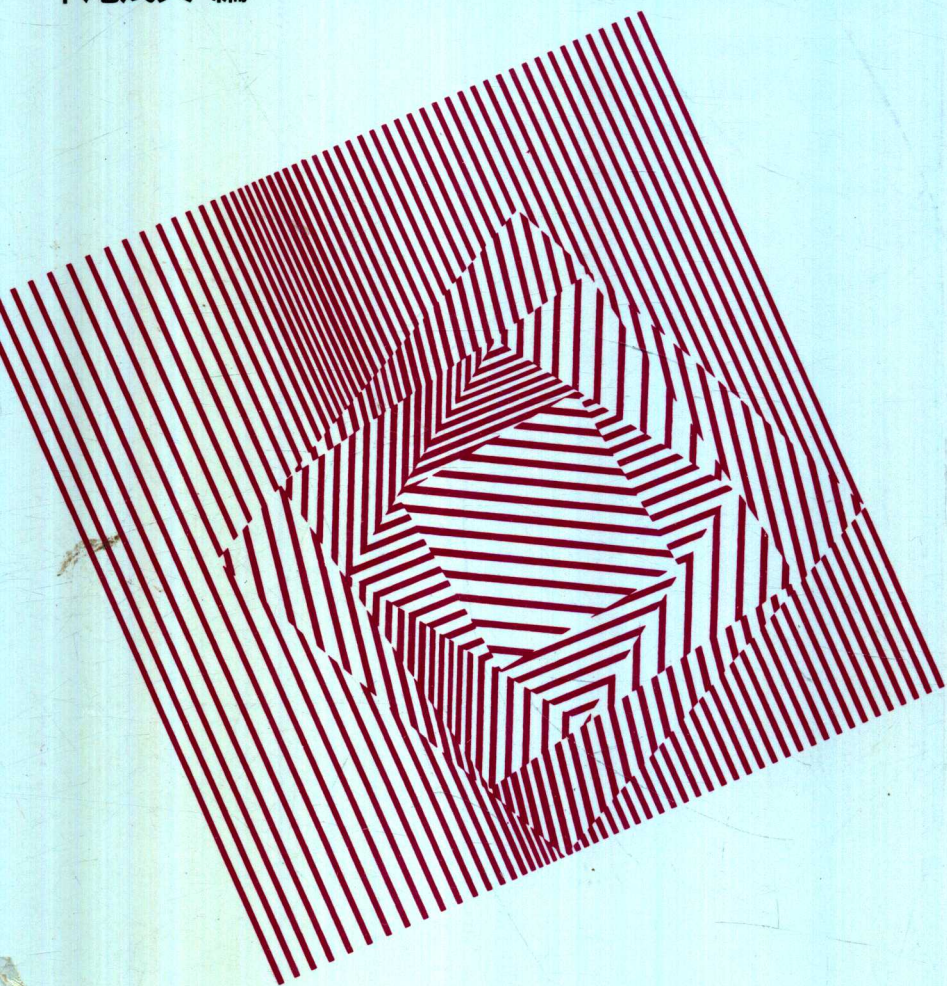


金融グローバルズム

大阪市立大学経済研究所

中尾茂夫 編



東京大学出版会

大阪市立大学経済研究所所報 第49集

金融グローバリズム

大阪市立大学経済研究所

中尾茂夫 編

東京大学出版会

執筆者一覧 (執筆順)

- | | | |
|------|--------------------|-------------------------|
| I | 中尾 茂夫 (なかお しげお) | 大阪市立大学経済研究所教授 |
| II | 数阪 孝志 (かずさか たかし) | 大阪市立大学経済研究所助教授 |
| III | 南 雅一郎 (みなみ まさいちろう) | 徳山大学経済学部助教授 |
| IV | 黒沢 義孝 (くろさわ よしたか) | 日本大学経済学部教授 |
| V | 伊豆 久 (いず ひさし) | 財団法人日本証券経済研究所大阪研究所主任研究員 |
| VI | 忽那 憲治 (くつな けんじ) | 大阪市立大学経済研究所助教授 |
| VII | 代田 純 (しろた じゅん) | 立命館大学国際関係学部教授 |
| VIII | 貴志幸之佑 (きし こうのすけ) | 大阪商業大学総合経営学部教授 |
| IX | 建部 好治 (たてべ こうじ) | 不動産鑑定士, 甲南大学経済学部非常勤講師 |

金融グローバリズム

2001年3月30日 初版

[検印廃止]

編集 大阪市立大学経済研究所
発行 558-8585 大阪市住吉区杉本3丁目3番138号

編者 中尾茂夫

発行所 財団法人 東京大学出版会

代表者 河野通方

113-8654 東京都文京区本郷7-3-1 東大構内

電話 03-3811-8814 振替 00160-6-59964

制作 ㈱UTP制作センター

113-0032 東京都文京区弥生2-4-16 学会センタービル

© Institute for Economic Research, Osaka

City University, Printed in Japan

ISBN 4-13-040178-5

Financial Globalism

Edited by Institute for Economic Research, Osaka City University
Shigeo NAKAO, editor

University of Tokyo Press, 2001
ISBN4-13-040178-5

はじめに

グローバリズムという言葉が、半ば日常的に使われるようになったのは、1990年代以降だろうか。マネーも情報も、さらには人びとさえもが、いとも容易に国境の壁を乗り越えるようになってしまい、地球全体を一つの市場（地球市場）だと認識する姿勢が強まった。

かつて、近代システムが西欧からアジアに押し寄せるなか、封建制から資本制への移行期において、「ローカルなもの」が「ナショナルなもの」に収斂していったように、現代のわれわれは、「ナショナルなもの」から「グローバルなもの」に転じつつある時代に棲息しているのであるだろうか。それとも、「ナショナルなもの」は資本主義に固有のものであって、したがって、どんなにマネーや情報が国境を越えて激しく移動しようとも、それは所詮「ナショナルなもの」に取って代わるということはない、と認識すべきだろうか。

ここには、国民国家という壁がグローバルなうねりのなかで溶解するのかどうかという問題が含まれている。つまり、現代社会のなかで「国家の退場」（故スーザン・ストレンジ）がありうるのかどうかという争点を提起しているのである。1930年代以降、現代資本主義を論ずるときは、概して、国家の経済過程への介入増大という枠組みのなかで論述されがちだった。こういった経済学における過去の知的遺産を振り返れば、たしかに隔世の感を禁じえない。

グローバル化する世界に対するわれわれの認識は、冷戦期を支配した資本主義対社会主義という二項対立によって了解できるものではもちろんないが、さりとて、脱冷戦期を特徴づけるサミュエル・ハンチントンのような民族間の対立という構図だけで世界を認識できるわけでもない。経済的金融的な利害の対立と調整という局面に着目するならば、世界はイデオロギーから民族へと支配

的な対立要因をシフトさせたというよりも、冷戦期も脱冷戦期のいずれもが連続する、と認識できるからである。

しかしながら、これは「ベルリンの壁崩壊」以降における脱冷戦の意義をけっして過少評価するものではない。たとえば、90年代にグローバリズムがポピュラーになったのが、軍事技術の民需転換という要因が大きいことを考えれば、それは脱冷戦という国際政治力学の変化を抜きには理解できない。だが同時に、冷戦期にも脱冷戦期にも共通して存在する人間社会の対立とその調整メカニズムに着目することによって、現在のグローバリズム社会のもつ特徴や性格の素描はより正確になる、と考えることもできるのである。

たとえば、90年代後半の日本の金融を特徴づける「ゼロ」金利問題にしても、それは国内の景気対策というだけにとどまらず、むしろ日米金利差という側面を抜きには理解できない。ここには、アメリカの経常収支赤字問題とジャパンマネーによるファイナンス問題が絡むが、それは80年代における日米政策協調という問題とも関連する。あるいは中東問題にせよ、石油採掘と供給を巡る経済的な利害対立を抜きにして、アラブとイスラエルという民族問題だけに焦点を合わせるのは明らかに誤謬である。1999年春に勃発したコソボ紛争にしても、セルビア人とアルバニア人の民族間対立だけでは語れない。コソボにあるテブカ鉱山に対するミロシェビッチ・ユーゴスラヴィア大統領（当時）の利権問題という経済的理由が大きく関わっていたことを看過すべきではない。

そもそも、異民族間ならば、常に対立や摩擦が避けられないものだとすれば、ニューヨークやロンドン、あるいはトロントやシドニーといった異民族の混合する大都市はいずれも対立ばかりになってしまうではないか。異民族間相互の共生が可能であることは、それらの都市の歴史が証明するものである。むしろ、それらの大都市では、民族や文化の多様性こそが、ダイナミックな経済的活力を生み出した要因であることが着目されるべきである。アメリカのシリコンバレーやシアトルの、インターネット関連ビジネスの起業家に、華僑や印僑の人びとが多かったというのは、民族の多様性が生み出すダイナミズムが良い方向で開花した一例だろう。

さらに言えば、ハンチントン流の分類では、朝鮮半島文明が儒教文明として中国とともに括られているのに、なぜ日本は単独で「日本文明」として位置付

けられるのか判然としない。そういった区分は、多分に、日本と中国を分断しておいた方がよいとするワシントン筋の支配的イデオロギーを反映する恣意的な区分にすぎないのだ、と批判するチャルマーズ・ジョンソンの認識が妥当ではないか。われわれは、「日本文明」という認識が日本社会を高く評価している場合ばかりではないという現実を知る必要がある。さらに、なぜ英国もドイツもフランスも、アメリカと同じ西欧という同一概念で括られるのか。日中の相違は、ドイツやフランスとアメリカの間よりも大きいと言えるものかどうか、疑問を禁じえない。

こういうふうに認識すれば、われわれは、ハンチントン流の単純な民族的区分けで世界を俯瞰することの誤りに気付く。そこで、本著では、まず、世界を開歩する金融グローバリゼーションという波に乗って、世界を席卷するアメリカ的、あるいはアングロサクソンの思考様式に着目する。そして、その特徴づけと、「在来的なるもの」（そのなかには日本的、アジア的なるものが含まれる）との調整ということを視座に据え、現代世界に共通する問題に迫っている。換言すれば、金融グローバリズムという金融世界を席卷する支配的思考様式のなかで、各地の「ローカルなもの」、各地の「ナショナルなもの」はどのようなインパクトを享受しながら、どのような変質を余儀なくされているのかを、事実に基づいて考えてみようというわけである。

グローバリズムという価値観に肯定的ニュアンスを加味した情報を提供し続けてきたのが、世界のトップ・エリートの集まりである日米欧三極委員会（Trilateral Commission）である。その北米側議長を務めるポール・ボルカー（前米FRB議長）ですら、こう言う。

「近年だれもが、うんざりするほどにグローバリズムについて語っている。しかしながら、グローバリズムの過程には、多くの問題があるという事実があまりにも見落とされている。旧ソ連邦の崩壊から10年あまり、イデオロギー上は民主的資本主義と公開市場の勝利というトランペットが鳴り響いた。しかしながら、いま世界を見渡してみると、ものごとはそれほど単純ではない。わたしは、劇的に続く国際金融危機というのは、体制上の根深い問題を映していると考える。これらの危機が伝播したのは、新興市場世界における人的かつ制度的失敗が主な原因ではない。もちろん、それ

もあるが、むしろ、世界中に広がる金融資本市場の舞台ともいうべき国際金融システムという組織（あるいは組織の欠落）に固有の不安定な諸力が作動したからである」（“Former Fed Chairman Paul Volcker Speaks Frankly About Globalism,” *ZNet Magazine*, Jun. 16, 1999.）

このボルカーの発言は、不健全な銀行制度や会計制度の不備、あるいは透明性の欠如、さらには政府の経済政策の失敗といった、いわゆる「クローニー・キャピタリズム（縁故資本主義）」にこそ国際金融危機の根本的要因を見出すことで了解してきたはずのアメリカの主流派における支配的考え方（いわゆるワシントン・コンセンサス）に疑問を呈するものである。しかも、それが、同じくワシントン・コンセンサスという思考様式の一翼を担う立場にいたるはずのボルカーの発言であるだけに注目に値する。なぜなら、このボルカー発言は、要するに市場機能を阻害するような諸力（まさに縁故資本主義）が原因で世界は金融危機の伝染に陥ったのではなく、そういった危機を触発するような欠陥をもともと国際金融システム自体が内包していたのではないかというものだからである。

本著では、思考様式に拘泥し、金融取引のグローバリゼーションにとどまることなく、その奔流によって世界を流通する「アングロサクソンのもの」の思考様式（グローバリズム）に着目している。なぜならば、それこそが、世界の金融システムに多大なる影響を及ぼし、世界のありうべき方向性として一種の規範とも言うべき、モデルを提供しているからである。その支配的思考様式のモデルこそが、グローバリズムという思考様式にはかならない。そして、それは、世界はグローバリズムに収斂するのか、あるいは対立と反発によって分裂するのかという問題に発展する。伝統や歴史、あるいは民族の独自性に拘泥すれば、世界各地で「ナショナルなもの」や民族性の意義が前向きに語られることになるし、グローバリズムの意義を積極的に認識すれば、「ナショナルなもの」は一種の後ろ向きの郷愁として切り捨てられてしまう。現在のわれわれは、その相反する力学の交差する地点に立っている。というより、「グローバルなもの」と「ナショナルなもの」とが、あるときは対立し、あるときは収斂しながら、その相互の引き合う磁場のなかにわれわれの思考様式が存在する、と言った方が正確だろう。

本著では、直接の対象を金融に限定してはいるものの、金融グローバリズムと、それによって劣勢を余儀なくされている「ナショナルなもの」との相互作用（収斂と反発）がどのように推移していくのかという共通の問題了解に対して、それぞれの論者がそれぞれの視点から、解法を試みたものである。といっても、われわれは事前に、ある結論を準備していたわけではないので、ある者は「グローバリズム」により親近感を示し、またある者は「ナショナルなもの」の独自性を主張している。

解法がひとつではないのは、われわれの思考様式のなかに、すでに「グローバルなもの」あるいは「アングロサクソンのもの」が相当な影響を及ぼしながらも、一方では押し寄せてくる民族的伝統に起因する「ナショナルなもの」にも一定の共感を覚えるということも否めないからである。だからこそ、解法は「二者択一」ではありえないし、現実の展開も、当然のことながら、双方が絡み合いながら同時進行している。

日本型金融システムの残照に郷愁を込めることもできれば、グローバルな標準に一刻も早く制度変更しなければならぬ、と説く認識も可能である。このことを金融システム論議に当てはめれば、郵便局や財政投融资に代表される公的金融の重要性を説く議論と、資本市場を中心とするアングロサクソン型の金融システムの移植可能性を論議する方向に分かれる。あるいは、そういった日本型対アングロサクソン型という構図とは別の第三の解法が可能だという主張もありうるかもしれない。ただし、問題は、そういった解剖図が、たんに理念的な「べき論」で終わることなく、現実の推移、現場のダイナミズムを踏まえた論議でなければならないということである。現実の豊かな表象を踏まえて、論を立てるという意味で、それぞれの執筆者が、それぞれの専門とする金融分野の推移を踏まえたうえで、編者の問いかけに一定の「解法」を提示してくれたのが本著である。読者はそれぞれの主張から、当該問題の醍醐味を味わうことができるものと確信している。

さて、ここで本著の内容を一瞥しておこう。本著は、全体で3つのパートに分かれる。まず、第Ⅰ章～第Ⅲ章までで、理論と全体構造を対象に据える。ここでは、読者は、金融グローバリズムに関する問題群の大枠を知ることになる。この3つの章によって、金融グローバリズムを巡る論争と、日米欧の金融構造、

さらに欧米に対するアジアの特徴を俯瞰する。第Ⅰ章（中尾茂夫執筆）は、理念としての日本型とアングロサクソン型をめぐるいくつかの議論を整理しながら、その背景にあるグローバリズムという理念の担い手に迫り、グローバリズムという思考様式と、在来の日本型金融システムとの齟齬が大きくなってきたという歴史的推移を語る。

次いで、第Ⅱ章（数阪孝志執筆）は、データを用いて日米欧（欧州はドイツを採り上げる）の金融システム（銀行業や金融資産内訳）を比較し、その相違を整理しながら、各国の金融システムは収斂しつつあるとはいいたいという結論を導く。その根拠は、上記3カ国における資金循環構造から比較する限り、各国の投資パターンや企業行動というものが歴史的に規定されたものであり、その異なった金融システムの収斂には、「時間がかかる」からである。

第Ⅲ章（南雅一郎執筆）は、「アジア的なもの」の多様性と、「アングロサクソンのもの」へと収斂するダイナミズムの双方に着目し、「両者が共存する現実」から、「歴史的な個別ルーツとグローバリズム対応の二面性」を共有するアジア像を語っている。「市場の失敗」と「政府の失敗」のケース・スタディとしてアジア通貨危機を語りながら、南は、それに対するアジアの対応策が多様であったこと（たとえば、IMF改革路線を受容したタイや韓国と、短期資本の抑制策を採ったマレーシア）を強調し、「アングロサクソン化」収斂説を否定する。

第Ⅳ章～第Ⅶ章までは、この問題に関するホットな争点を各論として採り上げている。いずれも、現代の国際金融問題を考えるうえで欠かすことのできない重要なテーマが選択されている。第Ⅳ章（黒沢義孝執筆）では、「格付け」問題が不良債権処理をめぐる日本の金融機関の透明性に関して物議をかもしたが、そもそも「格付け」という思考様式そのものが日米では随分と異なっているということを分析する。そして、アメリカ型の競争的市場と伝統的な日本的思考様式との乖離を、「格付け」を通して明らかにする。

第Ⅴ章（伊豆久執筆）では、1990年代におけるニューヨーク証券取引所の国際化するものが、ラテンアメリカを始めとする外国企業の上場促進によって進展したこと、その点がナスダックの海外展開との相違であることが明らかにされる。国有企業が民営化される過程で、地場の資本市場では規模が小さすぎ

て株式を吸収できず、ニューヨーク上場によって消化できたということが示される。そして、民営化に果たしたニューヨーク証券市場の役割が明らかにされ、日本市場の課題が突きつけられる。

第Ⅵ章（忽那憲治執筆）では、ベンチャー企業が資金調達する際の重要な市場となる取引所（既存の証券市場や店頭市場）相互の競争が激化してきた背景が論述される。各市場ともに、成長性の高い企業をいかに発掘し、いかに市場へ取り込むかという課題に直面している。その意味では、世界的な潮流に共通点（取引所間競争）が見られ、日本における店頭市場の位置付けも、既存の証券市場に対する補完市場から競争市場へと、大きく変わりつつあることが示される。

第Ⅶ章（代田純執筆）は、これまでの日米比較から一步離れて、EUにおける金融グローバリズムを検討する。1999年に立ち上がった単一通貨ユーロの誕生は、アングロサクソン流の市場重視社会とは異なり、高福祉や賃上げ、あるいは環境問題重視といった側面は、社会権や人権を重視する欧州の理念を随伴するものであり、金融グローバリズムを推し進めるアメリカ的思考様式と矛盾する面を抱えている。しかしながら、一方では、国際収支では、欧州からの対米投資が増大し、そのためにユーロ安という為替相場がユーロ発足後の2年間における相場基調を続けた。この欧州型とアングロサクソン型の理念上の調整がうまくいくのかどうか問われている。

最後の2つの章は、日本型金融システム自体を論述する。第Ⅷ章（貴志幸之執筆）は、巨大なM&Aを頻繁に繰り返す欧米型では、グローバリゼーションの潮流によって、IT革命、金融革新等々の構造変化が生じ、必然的に競争激化から国際ネットワーク形成など、金融寡占化の顕著な動きを論述する。そして、日本でもそういった方向への対応と金融危機脱却から大手邦銀ビッグ4体制へと金融統合再編されたが、旧態構造の大変革へとつながる思考様式の転換は容易でなく、国際競争力強化への成算は期待できない、と結ぶ。

最後の第Ⅸ章（建部好治執筆）は、日本型金融システムの行方を占う際に避けては通れない地価問題を論述する。バブル醸成と、その破綻問題とは、結局、土地担保融資に過度に依存した信用膨張メカニズムの破綻であるが、にもかかわらず、バブル崩壊後も資産価格の回復期待のために対応を遅らせてしまった

政策的対応の不備が原因であった、とする。したがって、日本版ペコラ委員会のような強力な組織による対応が必要であるにもかかわらず、そういった危機意識をもたない通貨当局の機能不全ぶりや知識人の無反省ぶりが、さらに危機を促進する、と論難する。

本著は、「国際金融システム研究会」として、平成9年（1997年）より大阪市立大学経済研究所に設けられたプロジェクト研究の成果である。当研究会は、中尾が代表を務め、定例の研究会を重ねるとともに、3年間の公式期間が終了して以降、平成12年度も研究会等、執筆に向けた段取りを続けてきた。

ここで、本研究をまとめるうえでご尽力を賜ったお二人の名前を挙げておきたい。本研究会立ち上げ以来の参加メンバーだった立命館アジア太平洋大学の荒川宜三教授と、市場文明構想サロンを主催されている元日本経済新聞論説委員の和佐隆弘氏である。荒川氏は銀行実務家として、和佐氏は証券記者として、いずれも「市場」との付き合いが長い。現場を踏まえたお二人の話は、われわれが「日本的なるもの」とは何かについて豊富なイメージを膨らませるうえで、大きな刺激を与えてくれた。

また、急遽、経済研究所側の理由で出版時期を早めることになったにもかかわらず、遅れることなく期限通りに原稿を提出していただいた執筆者各位に、心からお礼を申し上げたい。それぞれの専門分野を踏まえて、編者の「金融グローバリズム」論に対するそれぞれの「解」をお寄せいただいたが、各自の持ち味を活かした切り口を、読者の方々には存分に玩味していただけるものと確信している。なお、本文中では、敬称はすべて省略し、人物の肩書きはすべて当時のものであることとお断りしておきたい。

最後に、今回の研究所所報シリーズの直接の編集業務を担当されたUTP制作センターの泉亘氏、さらに、永年編集を担当し、今回も陰ながらご支援下さった東京大学出版会の宮本健太郎氏に、お礼を申し述べたい。また、研究所内では、日頃から研究を事務的に支えてくれる研究所事務スタッフの方々にも、感謝の意を伝えたい。

平成13年（2001年）2月

中 尾 茂 夫

目 次

はじめに

I	論争・金融グローバリズム	1
1	戦勝気分のアメリカ	1
2	アメリカ経済の自信と不安	4
	(1) 資本と人材のアメリカ集中	4
	(2) アメリカ経済のアキレス腱	6
	(3) 米ドルの汎用性	10
3	受容されなかった日本型システム	12
	(1) 資本市場認識の日本的文脈	12
	(2) 間接金融と公的ガイダンスをどう見るか	15
4	「半グローバリズム」認識の意義	18
5	現代版パワー・エリート論の必要性	22
6	小 括	26
II	日米独の金融構造と銀行業	31
1	はじめに	31
2	日米独の資金循環	32
	(1) 家計の金融資産保有	32
	(2) 企業の資金調達構造	36
	(3) フロー・ベースの資金循環	39
3	日米独の銀行部門	43

(1) 日米独の金融仲介機関	43
(2) アメリカの銀行構造	47
(3) 銀行の資産・負債構成	51
(4) 銀行の収益構造	57
(5) 日本の銀行構造・経営上の問題点	61
4 おわりに	62
 Ⅲ アジア危機とは何であったのか	65
——多様性とグローバリズムの相剋と共存——	
1 はじめに	65
2 アジアに対する楽観と悲観	66
(1) 危機からの回復	66
(2) 不良債権処理をめぐる	67
(3) 交錯する楽観と悲観	69
3 アジア危機をめぐる視座	71
(1) 危機発生要因と政策的示唆	71
(2) 「市場の失敗」と「政府の失敗」	72
(3) 多様性とシステム収斂	73
(4) ワシントン・コンセンサス批判	74
4 金融システム改革のアジア的推移	78
(1) 多様性とグローバリズム	78
(2) アジア的推移をどう考えるか	81
5 おわりに	83
 Ⅳ 「格付け」の思想：リスクのない社会とリスク社会	89
1 はじめに	89
2 日本の格付けとアメリカの格付け	89
(1) 思想のない「格付け」の導入	89
(2) 日本の格付け	90
(3) アメリカの格付け	92

(4) 日米格付け格差	93
3 アメリカ型の競争的資本市場	95
(1) 日本基準とアメリカ基準	101
(2) 競争的資本市場の公平と不公平	104
4 リスクのない社会とリスク社会	105
5 おわりに	109
 V ニューヨーク証券取引所の国際化について	111
1 はじめに	111
2 欧州の証券取引所と米国ナスダックの国際化	112
(1) 欧州の取引所の国際化	112
(2) ナスダックの国際化	114
3 NYSE の国際化	118
(1) 問題の設定	118
(2) NYSE での外国株売買	120
(3) 中南米における株式会社創出過程としての民営化	123
(4) 欧州株の売買と上場の目的	128
4 おわりに——東京証券取引所の国際化	133
 VI ベンチャー企業向け証券市場間競争のグローバル展開と成長企業の輩出	139
——わが国新規店頭公開企業の長期株価パフォーマンス分析——	
1 はじめに	139
2 新規公開企業をめぐる市場間競争のグローバル展開	141
3 新規公開企業の長期株価パフォーマンスに関する先行研究	144
4 データソースとサンプル企業の特徴概観	146
5 長期株価パフォーマンスの実証分析	149
(1) 分析方法	149
(2) 長期株価パフォーマンス概観	150
(3) 新規公開企業および証券発行の属性と長期株価パフォーマンス	153

(4) 新規公開企業の株式保有構造と長期株価パフォーマンス：ベンチャー・ キャピタルと筆頭株主	155
(5) 新規公開時のアンダーライターと長期株価パフォーマンス	157
(6) 回帰分析	159
6 おわりに	164
 VII ユーロの挑戦と成算	169
1 はじめに	169
2 ユーロ導入とユーロ安の背景	170
3 ユーロ圏からの直接投資とその背景	175
(1) 金融機関の買収——ドイツ銀行のパンカース買収	178
(2) 製造業の場合——労働コスト問題	180
(3) 税制問題と海外直接投資・M&A	184
4 ユーロ安と海外証券投資の増加	186
5 ユーロ安と欧州中央銀行	188
6 まとめに代えて	189
 VIII 日本の金融統合・合併の成算	193
——米・欧との比較検証——	
1 グローバリゼーションと金融再編の世界的潮流	193
(1) 世界経済の構造変化と金融統合・合併の必然性	193
(2) 金融再編の新潮流とその特徴	195
2 米・欧金融機関の大再編成	198
(1) 米金融機関の大再編成	198
(2) 欧州金融機関の大再編成	202
3 日本の金融機関再編の必然性とその成算	207
(1) 国際金融構造変化への対応——日本金融システム危機からの脱却	207
(2) 大手銀行の再編とその効果	209
(3) 銀行再編ビッグ4と米欧主要銀行との実力比較	212
(4) 不良債権問題とリストラ効果	217

(5) 新ビジネス・モデルの展開——業務構造の転換	219
(6) 結 言	225
Ⅸ 日本の地価問題と日本型金融システム	229
1 はじめに	229
2 諸資本の活動及び人間生活と土地価格の本質との関連	229
3 日本の異常な地価形成等と日本型金融システム	236
(1) 戦後の長期的趨勢	236
(2) 戦後の長期的変動	238
(3) 異常な長期的地価形成の原因と日本型金融システム	241
4 「列島改造ブーム」時以降の異常な地価形成等と日本型金融 システム	241
(1) 趨 勢	241
(2) 変 動	246
(3) 資産バブルの真の原因	250
(4) 「列島改造ブーム」時以降の異常な地価形成等と日本型金融シ ステム	252
5 おわりに	254