

日本における企業経営システムの進化と 企業金融システムの改革

グローバリゼーションの影響と資本市場の役割

宋 智 永

はじめに

改革の圧力と企業金融システムへの影響

日本の企業経営システムの構造と変化

現状における日本の企業金融システムの問題点と改革の方向

むすびにかえて

はじめに

各国の経済システムは、それぞれの国の歴史的な経緯を反映しながら、経済的諸条件にマッチするものとして維持される。ところで、経済を巡る新しい環境変化が発生すると、経済システムは改革を促されることになる。いま世界の経済は、グローバリゼーションの進展などの影響で大きな変革の時期に入っている。つまり、先進国における資本主義の再生と発展途上国における発展の戦略とが、グローバリゼーションという大きなトレンドのなかでどのように共存し、お互いに発展していくかという課題に与えられているといえる。このような状況のもとで、これまで各国が維持してきた経済システムについても再検討、再評価の大きな流れが生まれている。

1980年代まで、株式持ち合い、系列システム、企業別労働組合、終身雇用・年功序列制などの企業経営システムのもとに、メインバンク制を中心とした企業金融システムが加えられた日本の経済システムは、日本経済の持続的な成長を支える柱として脚光を浴びた。しかし、1990年代以降、バブル経済の崩壊とともに、銀行などの金融機関は大量の不良債権問題を抱え、その機能不全が長期化する不況の原因とまで言われている。その反面、直接金融（資本市場）中心の米国の企業金融システムは、1990年代以降の米国経済の持続的拡大をリードし、支えたシステムとして、世界の注目を集めるとともに、今や時代の潮流として認められている。

グローバリゼーションの進展、情報技術革新や規制の緩和・撤廃などの環境要因の変化は、企業経営システムに大きな影響を及ぼしつつあり、こうした環境変化の下で、資本市場を中心とした企業金融システムの機能度は一層高まっている。したがって、各国

の企業金融システムは、資本市場の機能を従来以上に活用する方向に変化しつつある。日本もその例外ではない。

本稿は、こうした環境要因の変化に伴う改革の圧力が日本の企業金融システムに対し及ぼす影響について検討したうえで、これまで維持されてきた日本の企業経営システムの特徴とその変化過程を導くとともに、今後期待される日本の企業金融システムの将来像を考察することを目的としている。

改革の圧力と企業金融システムへの影響

最近、日本経済の弱点をとらえて、改革の必要性を唱える議論が盛んになっている。そのなかには、企業金融システムの機能を向上させるための制度改革の不可避性も含まれている。その主な背景としては、バブル経済崩壊以降、日本経済が抱えるさまざまな問題が挙げられるが、その一方で、グローバリゼーションの進展、情報技術革新や規制緩和などの環境要因の変化が、企業金融システムのあり方に本質的な改革を迫る圧力として作用しつつあることも看過すべきではない。こうした環境要因の変化に伴う改革の圧力は、全般的な企業経営システムのみならず、資本市場と銀行の機能、役割、相互関係に大きな影響を及ぼしていくと思われる。

以下では、こうした環境要因の変化に伴う改革の圧力が、日本の企業金融システムに及ぼす影響について検討することにしてしよう。

1. グローバリゼーションの進展の影響

経済におけるグローバル化は、国境を超越した経済的統合のプロセスが全世界的に進展していることを意味するもので、このグローバル化を相乗的に推進しているのは、情報技術革新と規制緩和の二つの強力なトレンドであるといえる。その結果、経済活動に対する国境障壁が大幅に低下し、距離の制約が著しく減少して、国際的な企業活動がグローバルなスケールで展開されている。そこでは、多国籍企業の直接投資による組織化が中心的な役割を担い、また国際的な金融機関による各国間の期待収益率格差を埋めるための資本移動が起こっている。さらに、資本市場での取引が活発になるにつれ資本市場の役割が高まっている。

現在のグローバル化の際立った特徴は、資本市場のグローバル化がその攪乱的な面も含めて、きわめて大きなインパクトを及ぼしていることである。この資本市場のグローバル化の推進力として働いているのは、他の分野におけるグローバル化と同じく、規制の緩和・撤廃と情報技術革新の進展である。特に、情報技術革新の影響が大きい。また、資本市場のグローバル化のもう一つの大きな要因は、先進国における高齢化の進展

による年金基金の増大と、その国際分散投資の拡大である。

資本市場のグローバル化は、コーポレートガバナンスの経路を通じて企業経営環境に大きな影響を及ぼしている。というのは、資本市場のグローバル化は企業のステークホルダーのうち投資家の力を著しく強大化させ、企業への狭義のガバナンスを強化するように働くからである。つまり、情報の開示とともに、企業に対する株主価値の極大化、端的には収益向上への圧力が格段に強まっている。したがって、政府及び企業が情報の開示を怠り、健全な財務内容を維持しないと資本市場からの評価が低下し、資金調達はきわめてむずかしくなる状態になっている。従来から資本市場が発達し、情報開示が進んでいた英米を中心とするアングロサクソン諸国に比べて、広義のコーポレートガバナンスの考え方が支配的であり、しかもメインバンク制に基づく間接金融中心であった日本企業の情報開示は、一般的にきわめて不十分であるといえる¹。このため、資本市場のグローバル化に伴う間接金融から直接金融へのシフトとともに、米国的なガバナンス構造への転換をめざす圧力が高まっている。

一方、グローバル化の進展は一般的に内外金融資産の代替性を高めると考えられる。このため、資本市場での取引が影響を受ける可能性も考えるべきであろう²。もし海外投資家にとって魅力的な市場環境を創り出すことができなければ、他国の資本市場との市場間競争に敗れ、国内市場の空洞化が進む可能性も否定できない。

2. 情報技術革新の進展の影響

現在進行中の情報技術革新の特徴は、概ね 情報処理技術と通信技術の融合、その下での情報処理・伝達の迅速化、低コスト化、グローバル化、普及スピードの驚異的な速さなどにあると思われる³。こうした特徴を踏まえた上で、情報技術革新が将来にかけてもたらすと考えられる影響は次のように整理することができる。

第一に、情報技術革新は企業内部、企業間の組織形態の根本的な変化を迫る。すなわち、情報技術革新は従来の人的関係に依存する取引関係をネットワーク取引関係へと転換させる傾向があり、また市場取引をネットワーク取引で代替する傾向もある。さらに、距離の制約が緩和されるので、この取引はグローバルに行なわれることになる。このため、従来一つの企業組織または企業グループ内に垂直的あるいは水平的に統合されて内部取引の対象となっていた機能を、ネットワークによって連結されたより細分化された組織に任せる方が効率的な場合が増えている。また、このようなアウトソーシング

1 コーポレートガバナンスは、企業の法的な所有者である株主が企業に対して行使する規律をいう狭義のコーポレートガバナンスと、顧客、取引先、従業員、政府、株主などの企業のステークホルダー（利害関係者）が行使する企業経営への規律をいう広義のコーポレートガバナンスに分けてみることができる。

2 馬場直彦・久田高正（2001）13-14 ページ。

3 情報技術革新については、日本銀行金融研究所（2001）を参照。

が国境を越えて距離の制約なしに可能となり、企業の国境を越えた組織化を促進する強力な要因となっている。こうした影響に対応するためには、新しい企業経営モデルを創造していく必要がある。これまでの日本の企業経営モデルは、情報社会以前の段階で重要性の高まった企業固有の知識を、日本的な縦社会的組織に暗黙のうちに内部化するよう仕組まれていたといえよう。したがって、日本企業経営の新しいモデルの形成に当たっては、情報技術革新の効果を発揮する企業経営システムの形成がとりわけ重要であろう。つまり、親会社中心主義、系列システム、終身雇用・年功序列制などの従来のモデルから、持株会社・分社化、連結会計制度の導入、株式の持ち合いの縮小による系列の弱まりなどを図る新しいモデルに転換していく必要がある。

第二に、情報技術革新は、金融面において異業種の金融仲介業への参入を活発化させる反面、商業銀行を中心に銀行の合併・提携や他業態との提携を活発化させる方向に働く可能性が高い。例えば、インターネットなどの新たなインフラの活用や、情報技術革新や金融工学の成果を活用した金融商品の開発により、既存の金融機関以外の企業が金融仲介業へ参入するコストが低下してきている。また、クレジット・スコアリングなどの手法の発達により、決済口座の情報に頼らなくとも企業動向を把握できる可能性が広がっており、銀行の情報生産機能（モニタリング）に関する異業種企業に対する優位性が低下してきている。その結果、金融仲介機能の分散化と競争の激化が進行していくことが予想される⁴。その反面、グローバル化や異業種参入による競争激化への抵抗力の強化、合併・提携による市場参加者の信認獲得といった狙いも影響しているものの、情報技術革新が規模の経済性を拡大（IT 関連投資負担増大）させる可能性があるため、銀行の合併・提携や他業態との提携が活発に行なわれている⁵。

第三に、情報技術革新は資本市場の金融機能を強化する方向に働いている。つまり、情報技術革新に伴う情報処理能力の飛躍的な増大と金融工学の発達は、金融資産のリスクリターンといったプロファイルのより正確な定量化や、金融資産の様々な特性の組み合わせや分解を可能とする証券化技術の発達などにより、取引可能な商品の範囲を拡大させている。同時に、取引コストの低下を通じて裁定取引が活発化し、市場での取引規模も急速に拡大してきている。また、電子トレーディングの拡大や STP（Straight Through Processing）化は、市場取引の効率性向上を促進している。こうした変化により、資本市場に対する競争圧力が高まる一方、預金・貸出業務といった伝統的な銀行業

4 実際、日本でもジャパンネット銀行やソニー銀行といったインターネット専門銀行の設立や、流通小売業などによる銀行設立など、新たな動きが生まれてきている。

5 業務提携の中には、競争激化の下で新たなプロフィット・センターを生み出すべく、特定の業務分野に注力しようとする動きもある。

6 このほか、銀行合併・提携活発化の背景として、ロットの大きな情報技術投資を行うための原資の捻出、規模経済へのインセンティブ、銀行経営者の私的利益拡大なども指摘されている。

務のウェイトは低下傾向をたどっている。

3. 規制緩和・撤廃の影響

1980年代頃からの先進国に始まる規制緩和・撤廃の動きは、従来、規制による保護下であった金融業の国際的競争への開放に大きな役割を果たした。同時に、これは資源配分の効率性向上、技術革新に寄与する面が大きく、国の競争力を強化するための規制緩和競争を現出している。ところで、先進国における金融規制の緩和緩和・撤廃の面においては、英米を中心とするアングロサクソン諸国が先行し、日本、欧州大陸諸国の遅れが目立つ。一方、いよいよ日本も1996年の「日本版金融ビッグ・バン」の開始を契機として改革を迎えようとしている。この日本版金融ビッグ・バンに盛り込まれた金融規制の緩和・撤廃措置は、資本市場の機能強化、資本市場での取引活性化を大きく目標としている。また、規制・監督当局のサイドでも、国際的な時代の潮流を踏まえながら、内部情報に基づく銀行などの金融機関への直接的な規制・監督から市場規律に基づく規制・監督へと転換を図ろうとしている。こうした一連の金融規制の緩和緩和・撤廃措置は、金融業における一層の競争促進をもたらし、金融業再編圧力を高める方向に作用することになる。

以上のように、グローバル化、情報技術革新、規制の緩和・撤廃は、相互に関連しながら全般的な企業経営システムのみならず、資本市場の機能強化、銀行の機能低下を促す力として働いており、資本市場と銀行、あるいは銀行を中心とする金融機関間における競争圧力を大きく変えていく可能性がある。それはまた、企業金融システムにおける、市場と銀行の機能、役割、相互関係を根本的に変えていく改革の圧力として働くことを意味している。米国における資本市場の発達と伝統的な銀行業の縮小や、EUにおける統一金融市場の登場と資本市場取引の増大など、資本市場を通じた取引の拡大を促す方向での企業金融システムの再構築が世界の潮流となっているのは、その一つの現れであろう。

日本の企業経営システムの変化

日本の企業経営システムは、度々「日本型システム」と言われている。その理由は、意識的にしろ無意識にしろ多くの人々が、日本の企業経営システムは欧米、特に、米国のそれとは根本的に異なると考えているからである。確かに、終身雇用・年功序列、企業別労働組合などで特徴付けられる労使関係、企業集団あるいは企業系列、下請のような企業間の関係、株主権限の制限と株式持合に基づく経営者支配などのコーポレートガ

バランス,などを総称して日本型システムであるとすれば,それは他の国,特に英米などのアングロサクソン諸国には見出しにくい特徴と異質性をもっているといえよう。しかしながら,日本の企業経営システムを日本文化の特殊性と関連して「日本型」あるいは「日本的」であると規定するのは,歴史的な事実に合わないことである。また,日本の企業経営システムを,それぞれの構成要素あるいはサブシステム(sub-system)に分解して他の国と比較してみると,その程度の差はあるものの,必ずしも日本だけの固有なものではないという見方もある。⁷

日本の企業経営システムは,多様なサブシステム間の相互補完性に基づいて成立されている。⁸しかし,制度的補完性(institutional complementarity)だけでは,一つのシステムの安定性が保障されるのではない。というのは,相互補完的な構成要素(サブシステム)がそれぞれの社会において,普遍的な制度・慣行となる時,始めてシステム全体としての安定性が生成されるからである。日本において,企業経営システムの多様なサブシステムを一つのシステムとして統合するとともに,安定性を持つようにしているのは,日本の資本主義に特徴的な「会社本位主義」である。⁹

会社本位主義として特徴づけられる日本の企業経営システムは,戦後日本経済の回復・成長を大きく支えるシステムとして高く評価されてきた。しかしプラザ合意以降,低金利を背景に成立したバブル経済の崩壊とともに,前述したようなグローバル化の進展などの影響を考へて,システム疲労を引き起こした日本企業の経営手法やそれに伴うサブシステムを振り返り,その改革の必要性を唱へる議論が盛んになっている。そこで以下では,会社本位主義の根幹を成してきたコーポレートガバナンスにおける日本の特徴を始め,株式持合い制度,終身雇用・年功序列など,日本の企業経営システムを支えてきた主なサブシステムについて,現状的分析を行なうことによって今後のあり方を考へてみよう。

1. コーポレートガバナンスにおける日本の特徴とその変化

コーポレートガバナンスの問題意識は,会社を動かす経営者を管理し,監督するのは誰で,それはどのように行なわれているか,ということである。企業や銀行が他の企業の株主になっている日本企業の所有構造の特徴をみるうえで,このコーポレートガバナンス論は有力な分析視点を与えるものである。つまり,日本の企業経営システムの支配

7 例へば,小池和男(1977,1981)は日本,米国,ヨーロッパに対する実態調査に基づき,「日本的経営」の三種の神器として国際的に注目を集めてきた終身雇用,年功序列賃金制度,企業別労働組合が,日本だけの特徴ではないということを明らかにした。

8 例へば,長期安定的な雇用という日本の労使関係は,株主権限に対する制限が必要であり,株主権限の制限は,企業間の相互持合いと内部昇進制度により支えられる(奥野正慣1993)。

9 日本の会社本位主義については,島田克美(1999)89-96ページ参照。

構造からの分析によれば、企業の経営者による支配と、これを支えるものとして所有面のパワーをもつ銀行などの法人株主の代表者による共同支配のもと、徹底した経営者資本主義の原理が貫徹されており、それが会社本位主義（あるいは法人資本主義）と呼ばれる理由でもある。しかし、経営の意思決定に影響を与える利害関係者という見地から日本のコーポレートガバナンスをみると、そこではもともと英米より多くの利害関係者が企業の経営に影響を与えている。それは日本経営の特徴であり、外国人が日本のコーポレートガバナンスの特徴を系列という言葉で表現する根拠でもある¹⁰。

このような日本のコーポレートガバナンスは、従業員、内部昇進による経営者およびメインバンクさらに株主の事業会社などの影響力が大きい。銀行との関係ではメインバンクの問題があるが、大企業とメインバンクの関係において銀行は外部の監視者の役割にとどまるのが普通であって、たとえ銀行から役員が派遣されていても、平常時には企業経営の自立性は影響を受けない。また、所有面からいうと株主である企業や銀行は、企業の経営の共同支配者の地位にあるが、各企業の経営の自立をおびやかすことは平常時にはしない。取引先との株式持合いも端的には企業間関係の表現に他ならない。このように、日本のコーポレートガバナンスの特徴は、法人としての企業そのものの実体的な存在が中心に据えられて、これを代表するものとして従業員からの内部昇進によって、経営者が比較的短い期間交代で経営にあたること、そしてこれを取巻く従業員や供給者、顧客、取引先銀行などが、この会社と長期の関係をもちつつ利害、リスクをある程度分担し、これに関連して一定のチェック機能が働くことにある。そのなかで、企業集団や系列の関係はかなり重要な地位を占めている。

こうした日本のコーポレートガバナンスは、長期的な視点に基づいて企業経営を行うことができたため、日本の企業がこれまで高いパフォーマンスを実現する推進力の一つとなってきたといえる。しかし、それはその後安定成長に移行し、金融の規制緩和・撤廃、グローバル化の進展などの環境変化の下で、次第に機能しなくなっていったと考えられる。特に、バブル経済の発生・崩壊とその後の景気の低迷は、コーポレートガバナンスの機能不全の度合いを著しく高める要因となった。つまり、バブル経済の発生は、銀行の不動産融資への傾斜をまねき、その後銀行が多額の不良債権を抱える要因となった。また、バブル期に企業は、株価上昇を利用したエクイティファイナンスの活用に一斉に走り、資金調達面で必要以上に銀行離れの傾向を強めたため、多くの企業に銀行のモニタリング機能が及ばなくなったのである。一方、不況の長期化は、株価の低迷を通じて銀行の自己資本を毀損させる要因となり、またリストラや不良債権処理のために株式持合いを解消させる要因ともなった。要するに、これまで日本の企業は銀行や企業系

10 コーポレートガバナンスに関して日本のシステムを系列と呼ぶ例としては、Sheridan, *et al.*, p. 133, および Kester (1991, 1996) などがある。

列と株式を持合うことによって安定株主を形成し、企業経営を日常的にモニターする役割は、メインバンクが担ってきたが、経済環境が激変するなかで銀行のモニタリング機能は低下し、同時に株式持合いの解消も進んでいたといえよう。同時に、内部のガバナンス機能については、経営トップの権力濫用や逆に経営トップのマネジメントの不在に歯止めをかける内部の仕組みが従来から不備であったため、こうした点がバブル期以降、多くの企業の不祥事を招く一因となった。このように、企業内外にあったはずの様々なガバナンスの仕組みが、すべてその機能を低下させたことが1980年代後半から現在に至るまでのガバナンスの空白を招き、様々な企業不祥事や経営上の問題が発生する根本的な要因となったと理解することができる。

現在、日本では、持合い解消とメインバンクシステムの機能不全の結果生じたガバナンスの空白を埋めるものとして、市場規律と外部規律を強化する方向にコーポレートガバナンスの全体的な構造変化が行われている。つまり、株式市場による市場規律がウェイトを高めており、そうした規律を企業内部に適切に受け止めるために、取締役会の監督機能強化や持株会社の設立が図られている。市場規律によって特徴づけられるガバナンスのシステムは、一般的に米国型のコーポレートガバナンスと呼ばれるものである。この意味で、現在進んでいる日本のコーポレートガバナンスの変容は、米国型への転換ないし歩み寄りというように据えられる。しかしながら、米国型の新しいガバナンスの形に移行した場合、これまで維持されてきた日本のガバナンスがもたらしてきたメリットである、長期的視野に基づく企業経営が損なわれるという懸念がある。つまり、市場規律が高まれば一般的に、短期間にパフォーマンスを向上させる圧力が強くなる。過度にこうした圧力が高まれば、これまでの日本企業の強みが損なわれることにもなりかねない。新しいガバナンスの枠組みのなかで、日本企業がこのような問題にどのように折り合いをつけていくべきかは残された一つの課題であろう。

2. 株式持合いの役割と変化

株式持合い、正確には法人株主の間での株式相互持合いとは、法人が相互に株主として株式を所有し合い、しかも安定株主として株式を相互に持合っている関係の総称である。この関係は必ずしも日本に特有の株式所有の構造ではないものの、株式所有の支配的形態として一般化されているといわれている。しかし、個別の実態をみると、法人持株はそれほど強い対称性をもっていない¹¹。日本の株式上場企業の株主構成をみると全体の約25%は大企業の関係会社であって、それらは親会社に支配されており、その比率は新規上場時点では45%に達している¹²。一方、日本の大企業の株主の多くは銀行とそ

11 島田克美(1999)169-170ページ。

12 佐藤 猛(1997)を参照。

他の金融機関であり、この金融機関は極めて多数の取引先の株式をもっている。その反面、企業側は金融機関の株式をもっていない（あるいはもっているとしても少ない）。このように、上場会社のなかにより大きな企業の関係会社の地位にあるものが多いこと、金融機関が株主の大半を占めることが、持合いの非対称性を生み出している。

日本の企業が相手企業の株式を所有しているのは、単に相互に安定株主になるという以外に何らかの関係がある。つまり、日本の企業が多くの株式をもっているのは、資金運用を除けば、子会社支配や新規事業への投資、あるいは取引先との顧客関係の維持、強化である。この最後の類型のものが、相手からの安定株主要請に応ずる意味をもち、同時に持合いになることが多い。このような企業の株式所有ないし持合いの性質については、それが多くの場合長期継続的な取引関係と結び付いていることが重要である。そこには、日本的現実の背後にある構造的要因が大きく作用している。企業は歴史的に形成された人格をもった実体で、社会のなかで相互に依存関係にあったこと、したがって通常は企業買収は重要な戦略とはならず、企業の成長は内部的成長ないしは系列的成長になること、企業の合併は友好的合併であるべきで、その場合の組織の一体化には時間をかけてゆっくり調整すべきこと、などが企業社会に通念になっていることがあげられる。つまり、日本における安定株主とは日本の企業秩序の共同防衛のパートナーである。したがって、乗っ取り対策もその例外ではない。このように、日本の安定株主の意義は、米国のように企業買収がさかんで、特に敵対的買収もかなり行われる企業環境のもとでの問題とは違うものである。基本的な違いはコーポレートガバナンスのなかの株主の地位ないしその背後の企業経営哲学にある。

こうした日本の株式持合い構造は大きく変化していると指摘されている。確かに、マクロ的にとらえられた日本の株式保有構造には大きな変化が起きている。例えば、上場企業の所有者別持株比率の推移をみると（第1表参照）、金融機関や事業法人の保有比率は大きな低下を示していて、その低下を外国人が埋めている。そのうち持合い関係がどれだけあるかは明確ではないが、企業集団を中心に調査した他の資料によっても、持合株の売却例が多い¹³。こうした持合い株を含めた法人持株の売却要因をみると、バブル経済崩壊以降の、含み益率の低下、総資産株式保有比率の上昇、総資産伸び率の鈍化という構造的な要因に加え、取引先の変化と持合いのグローバル化の進展、国内企業グループの拡大と傘下企業の株式公開の増加、企業グループのグローバル化の影響、すなわち、海外の子会社、関連会社などの成長と現地化の進展という企業戦略上の変化があるといえる。このような諸要因からみて、株式持合い解消という方向への動きは今後も継続するものと予想される。とくに、グローバル化の進展や規制緩

13 川北英隆（1997）を参照されたい。

第1表 日本の所有者別持株比率の推移 (単位: %)

年度	政府・地方公共団体	金融機関	事業法人	証券会社	個人	外国人
1990	0.6	45.2	25.2	1.7	23.1	4.2
1991	0.6	44.7	24.5	1.5	23.2	5.4
1992	0.6	44.5	24.4	1.2	23.9	5.5
1993	0.6	43.8	23.9	1.3	23.7	6.7
1994	0.7	43.5	23.8	1.1	23.5	7.4
1995	0.6	41.4	23.6	1.4	23.6	9.4
1996	0.5	41.3	23.8	1.1	23.6	9.8
1997	0.5	40.2	24.1	0.8	24.6	9.8
1998	0.5	39.3	24.1	0.7	25.4	10.0
1999	0.5	36.1	23.7	0.9	26.4	12.4
2000	0.4	37.0	22.3	0.8	26.3	13.2

注: (1) 金融機関には、長銀・都銀・地銀、信託銀行、投資信託と年金信託、生命保険、損害保険、その他の金融機関を含む。

(2) 外国人には個人と法人を含む。

資料: 全国証券取引所協議会「平成12年度株式分布調査の結果について」

和・撤廃の動きは企業集団のあり方に大きく影響し、それが株式持合いの解消を促進することになる。しかし、急激な株式持合いの解消は日本では不可能に近いだろう。それは、所有の変動がもたらす不安定性に対して日本では抵抗が強いからである。それにしても、経営者に危機感と規律を持たせるために多少安定株主比率を下げ、放出された株式が外国人を含めた一般投資家に幅広く流れることによって、日本でも M & A が盛んになるような環境作りが必要であろう。それは、将来的に日本企業の収益力、競争力の向上につながる基盤になる。

3. 終身雇用・年功序列制度の変化

日本の企業経営システムの雇用面における特徴の一つは「終身雇用」である。この終身雇用は厳密には、終身ではなく停年までの長期的な雇用関係を意味するもので、労働契約に明確に記述されたものではなく、企業の評判など何らかの暗黙のメカニズムによって自立的に遵守されてきている。このような長期雇用慣行がとくに日本に顕著に現れているのは、他の先進国と比較してみてもわかる。例えば、日米欧の従業員の勤続年数別割合をみると、日本は勤続20年以上の従業員の割合が19%程度と先進5カ国(日本、米国、英国、ドイツ、フランス)の中で最も高く、勤続5年未満の割合が37%程度と最も低い(米国は対照的に、勤続20年以上の従業員の割合が9%程度と5カ国の中で最も低く、勤続5年未満の割合が60%以上と最も高い)。また、平均勤続年数も日本では10・9年であり、米国は6・7年と5カ国の中で最も短い。¹⁴

こうした終身雇用制度は雇用の安定化をもたらし、また長期間の雇用は情報や技術を

14 具体的なことは、OECD (1993) を参照。

企業内に蓄積することを可能にし、労働者間および労使間に協調関係を形成していける点で優れた制度であるといえる。とくに日本の長期雇用保障は、長期にわたる教育・訓練により形成された企業ごとの特殊な人的資本の確保ができること、企業内で先輩の雇用者から後輩の雇用者への技術移転を円滑に行うことができること、仕事を遂行するうえで個人ではなく集団（チーム）が重要性をもつことができることなどの要因により、経済合理性があると指摘されてきた。その反面、終身雇用制度は不況期には雇用の調整、人件費の圧縮を難しくし、企業収益の悪化を食い止められない点でデメリットである。この点は企業にも大きくのしかかっているといえる。

日本の雇用システムにおけるもう一つの特徴は「年功序列」である。この年功序列賃金制度は、年齢に応じた昇進システムとそれに対応した賃金体系を意味している。日本の男性の平均賃金は年齢とともに高まり、50～54歳層のピーク時には20～24歳層のほぼ2.1倍の水準となっている¹⁵。また、累進性の高い賃金体系は、その時々賃金水準と生産性に乖離があると考えられる。この場合、若年時に生産性以下の賃金が支払われ、一定の勤続の後その分の賃金を取り返すような制度であれば早期退職は抑制される。いずれにしても、年功序列賃金制度は長期雇用制度と結びついているのが特徴である。

雇用者の平均賃金が勤続年数に比例して高まる理由については、いくつかの説明がなされている。まず、「生計費保障仮説」は一般に雇用者の年齢が高まるとともに、住宅ローンや教育費などの生活費が上昇することに配慮した「生活給」のシステムとして、労働者の立場を反映したものである。これについては、企業は雇用者が最も所得を必要とするようなライフステージに高い賃金を支払うような形での長期雇用契約を結ぶことが合理的という考え方もある。一方、「インセンティブ仮説」は若年時の賃金を低めに抑え、企業内部での昇進にともなう賃金の割増率を増やす方が雇用者全体の勤労意欲を高める効果があるという考え方に基づいたもので、企業の立場からみた見解である。このように、一見すれば年齢とともに上昇するようにみえる年功序列賃金制度は、実は特定の企業における勤続年数の長さに比例して蓄積される人的資本量を反映したものと考える。そういうわけで、日本では年齢の序列と賃金や地位の序列の逆転をなるべく避けようとする人事方針がとられている。とくに、年功序列制度がうまく機能している企業では、実力主義的年功人事が行われており、そのメリットは大きかったものと思われる。また、日本の年功的な報酬体系の特徴として、経営者と現場の従業員の格差が小さいことがあげられる。このような小さな格差は企業の中の一体感を醸成するのに役立っていたのである。

しかし、終身雇用・年功序列として特徴づけられる日本の雇用システムは徐々に崩れ

15 日本の経済白書（1997）では、年功賃金については、これを企業内特殊技術の蓄積ととらえることができるとしている。

始めている。1997年度の経済白書によれば、10年前と比較して賃金プロフィールのカーブの傾きが緩やかになっている。規模別ではシステムエンジニアや電子計算機オペレータで傾きの変化率が高くなっており、年功序列が崩れつつあるといえる。また、労働省のアンケート調査によると、年俸制を導入する企業が近年増加しており、業種には金融保険業の割以上が年俸制を採用するなど、年俸制は徐々に広がりを見せつつある。このように日本の雇用システムが変化しつつある背景には、バブル経済の崩壊以降、経済成長率が低下するとともに労働力人口が高齢化し、しかも経済のグローバル化が進展しているという経済的環境要因の変化に加え、日本国民の価値観ないし意識の変化や情報通信分野での急激な技術革新などの影響もあるということが注目される。特に、いわゆる「IT革命」によってますます技術革新のテンポが急速になり、グローバル化が急激に進み、また社会の需要構造の変化も激しくなると、ストック方式で時間をかけて人材を養成しているのでは間に合わなくなる可能性が高い。こうした時代の流れに逆流しないためにも、終身雇用・年功序列として特徴づけられる日本の雇用システムを迅速に改革すべきであるという声が高くなる。

現状における日本の企業金融システムの問題点と改革の方向

1990年代以降、日本の企業金融システムは未曾有の危機を迎えている。かつて日本経済の高度成長を資金調達面で強力にサポートし、1970年代中盤以降の低成長期にあっても、日本企業の長期的視野に立った大胆な投資行動を背後で支え、「奇跡の成長」の影の主役として称えられたメインバンク制に代表される企業と金融機関の濃密かつ安定的な長期取引関係は、今やその輝きを失っているように見える。例えば、超低金利政策によって多大な恩恵を受けながら、なお不良債権の累積と自己資本比率規制に苦しみ、結果的に信用創造機能を喪失してメインバンクの地位を自ら放棄しようとしている銀行が増えており、そうした銀行の姿勢に苦慮しつつも、持合株の売却などによって自ら銀行との関係を断ち切り、公開市場重視型のファイナンス行動に傾斜しつつある一部の大企業がある反面、そうした大企業とは異なり、公開市場への接近手段を持ち得ない多数の中堅企業は、メインバンクの貸し渋りに直面して苦境に陥っている。その一方で、前に言及したように情報技術革新やグローバル化の進展、金融の規制緩和などの環境の変化は、資本市場の機能を向上させる方向に働きつつある。このように、現行の日本の企業金融システムが規制緩和・グローバル化の進展とバブル経済の崩壊という外的環境に対応しながら、企業金融システムの機能を全体として向上させ、資金仲介経路の多様化を通じてシステムの効率性を高めるためには、資本市場の活用を図る方向でのシステムの再構築が望ましいと考えられる。

以下では、このような観点に基づき、メインバンク制など日本特有の企業金融構造を踏まえた上で、将来の日本の企業金融システムの方向性を考えることにする。

1. メインバンク制の機能低下と資本市場からの競争圧力の増大

メインバンク制が発達して、間接金融が大きなウェイトを占めていたことは、日本の企業金融システムの大きな特徴である。ここでいうメインバンクとは通常、企業と長期的な取引関係にあり、当該会社と預金・為替業務や決済取引業務受託、社債引受などを含めた総合的な取引を行い、当該会社に対して最も多い融資シェアをもち、当該企業の主要な株主でもあり、資本関係のみならず役員派遣などによる人的な関係も深く、当該企業が経営難に陥った時には企業再編（再建、救済、解散など）のイニシアティブをとる、といった役割を果たす銀行をさしている。日本では上場、非上場を問わず、多くの企業がメインバンクを持っており、そこからの借入が最大であり、借入比率は20～40%になっている。

このようなメインバンクは、概ね次のような機能を遂行しているといえる¹⁶。第一は、情報生産機能をもっている。つまり、メインバンクはモニターとして借り手企業の情報を効率的に生産する。また、企業をモニターすることにより株主・経営者のモラル・ハザードを防止し、借入による資金調達のエージェンシー・コストを削減する。第二は、保険機能をもっている。メインバンクは企業との間で長期安定的な取引関係を結び、企業の経営状態に応じて借入金利などを柔軟に変更して安定的な資金調達を保証する。場合によっては、「最後の貸し手」として経営不振に陥った企業に対して支援・救済を行う。また、株主としてのメインバンクは、情報生産機能に抵触しない限り企業と協調的な行動をとり、経営者の経営自律性を高める。第三は、協調融資のコーディネーションの機能をもっている。つまり、メインバンクは他の融資銀行と協調融資関係を結び、その中核的存在となる。他の融資銀行はメインバンクの情報生産機能にただ乗りすることにより、経済全体ではエージェンシー・コストの大幅な削減が可能になる。

こうした機能を発揮して成長してきたメインバンク制は、1980年代以降、その弱点を露呈し始めている。まず、1980年代以降の金融の規制緩和やグローバル化の進展は企業、とくに大企業の資金調達手段の多様化を促し、これが資金調達の構造に大きな影響を及ぼした（第2表参照）。借入金による資金調達の割合を大幅に減少させてきている一方で、資本市場（特に公開市場）のアベイラビリティを高め、企業にとってよりスムーズな資本市場へのアクセスを可能にした。このような状況のもとで、企業の銀行離れが進み、融資関係が薄れていったことがメインバンクの監視能力を減退させることに

16 これは、寺西（1993）など1990年代の標準的な金融経済理論におけるメインバンクの機能を集約したものといわれている（新美一正（2000）5-6ページ）。

第2表 非金融法人企業の資金調達構成の変化推移 (単位: %)

	内部資金	外部資金	外部資金	
			借入金	有価証券
1962-64	39.4	60.6	46.6	11.0
1965-69	50.1	49.9	43.2	5.6
1970-74	41.6	58.4	50.0	5.7
1975-79	50.6	49.4	41.5	7.5
1980-84	59.0	41.0	35.0	6.2
1985-89	52.3	47.7	32.1	11.0
1990-94	67.3	32.7	28.5	8.0

注: (1) 資金循環勘定ベースによるもの。

(2) 企業間信用を除く。

資料: 経済企画庁「年次経済報告」1998年。

なったのである。次に、バブル経済の崩壊以降、資産価格の大幅な下落によって銀行は多額の不良債権を抱えるようになり、結果として銀行の貸出リスク負担力を低下させ、貸出の抑制、いわゆる「貸し渋り」をもたらした。こうした銀行のリスク許容度の低下、信用創造能力の低下、貸し渋りなどの状況変化は企業、とりわけより健全な企業の銀行離れ、スポット取引・直接金融志向を強める方向に機能し、その結果、銀行の貸出ポートフォリオの質的悪化 銀行経営の不安定性上昇・メインバンク機能の低下 企業のメインバンクへの信頼低下 企業のメインバンク離れ、という環境を招くことになったのである。

ところで、こうしたメインバンク離れは、実際に進展しているのだろうかという疑問が当然のことながら提起されるが、ある実証分析¹⁷によると、成長企業の直接金融へのシフト、企業系列の中核にある大企業における銀行借入離れの傾向が双方とも現実として存在することが確認された。だからといって、メインバンク制の全てを否定することはできない。これからも銀行と大企業の株式持合い構造が簡単に崩壊するとは考えがたく、メインバンク制はしばらくのあいだ存続するであろう。しかし、企業の資金調達において資本市場への移行圧力が高まっている現在、融資関係が途絶える事になりがちなメインバンクに今までのように監視機能を一任する事はできない。そこで、資本市場からの機能強化とモニタリングも不可欠である。

2. 資本市場の役割増大とその限界

上述したように、環境変化に伴う改革の圧力は、一般的に資本市場からの競争圧力を高める方向に働いていると考えられる。日本においても、「日本版金融ビッグ・バン構想」に基づき、資本市場を中心とした市場機能を活用する方向にシステム改革を推進し

ている。それにもかかわらず、現実には、これまでのところ資本市場を通じた金融取引は顕著に増加しているとは言い難く、間接金融を中心とした企業金融システムに本質的な変化は見えない。日本の資金循環勘定によれば、貸出・債券発行・株式発行の規模に占める貸出の割合は、1989年度末が42.7%、1999年度末が41.7%とほとんど変化していない（第3表参照）。では、なぜ改革の圧力が働いているにもかかわらず、資本市場と銀行の間、ひいては日本の企業金融システムに大きな変化が生じていないのであろうか、という疑問が再び提起される。これと関連して、大企業を中心とした資金調達手段の市場化の流れが強まり、そのなかでメインバンクを中心とした日本のシステムのモニタリング能力に限界が見えはじめたといっても、日本の金融システムをアングロ・アメリカ型の証券中心のシステムへと一気に移行させるということは決して現実的ではないし、規範的にも望ましいとはいえないという主張は、現時点で検討すべき視点が含まれていると思われる。

日本の資本市場が、期待される役割を少なくともこれまでのところ果たしていない理由として、いくつかを取り上げて検討することができる。まずあげられるのは、資本市場インフラの未整備である。直接金融（資本市場）を中心とした企業金融システムが効率的に機能するためには、アンチ・トラスト法などの法制、取引税や源泉徴収税の非課税などの税制、時価会計の導入などの会計制度、さらにはディスクロージャーの推進による公開情報の質の向上、企業買収などを通じたコーポレートガバナンス機能の向上に向けた市場インフラの整備が必要である。ところが、日本においては戦後長らく間接金

第3表 資金仲介の経路（単位：兆円）

	1989年度		1999年度	
	金額	割合	金額	割合
1. 金融機関（間接金融）	1,426.0	72%	1,884.4	74%
貸出	846.6	43	1,055.8	42
債券	347.2	17	641.8	25
株式	232.2	12	186.8	7
2. 国内非金融（直接金融）	487.4	25	511.7	20
債券	170.7	9	189.1	7
株式	316.7	16	322.6	13
3. 海外の対内投資	66.4	3	136.2	5
債券	41.9	2	35.6	1
株式	24.5	1	100.6	4
合計	1,979.8	100	2,532.3	100

注：（1）残高計数からみたもの。

資料：日本銀行調査統計局『資金循環統計』

融中心のシステムに依存してきたために¹⁹、そうした市場システムが機能するための環境整備がなおざりにされてきたことは否めない事実であろう。例えば、日本の企業は最近ディスクロージャーを進めてきているが、市場システムに大きく依存している米国に比べると、開示情報の質・量にかなりの差があるのが事実である。次に、郵便貯蓄制度などの公的金融が依然として大きなプレゼンス示しているということがあげられる²⁰。例えば、1990年から1999年の10年間で増加した家計の金融資産552兆円のうち5割以上が公的金融（郵便貯蓄、簡易保険等）の方に向かっている状況下では、わざわざリスクをとってまで、資本市場で債券や投資信託を購入するインセンティブを持つとは考えにくい。従って、たとえ資本市場で前述のような市場インフラ整備が適切に進められたとしても、こうした公的金融がもたらす歪みが解消されない限り、構造的に投資家は資本市場に参加するインセンティブを持たず、資本市場からの競争圧力は米国ほど高くはなり得ないであろう。また、政府系金融機関の金利を前提として、民間銀行を含めた低金利政策の枠組みが残存されていることは、企業などの経済主体が資本市場で資金を調達するインセンティブを削いでいる可能性が高い。例えば、日本の民間銀行の貸出金利は、借り手企業のリスクや本来資本市場で要求されるROEとの対比で、低く設定されているといわれている²¹。このように、貸出金利が低位にとどまることは、借り手企業にとっては望ましいものの、資本市場の機能向上には阻害要因として作用すると考えられる。

3. 日本の企業金融システムの改革の方向

これまでみてきたように、日本の企業金融システムが米国のように直接金融中心のシステムにスムーズに収斂していくとは考えにくい。しかしながら、企業金融システムを巡る環境変化が資本市場の機能を向上させる方向に働いていることも看過できない。したがって、今後日本の企業金融システムの改革は、資本市場をより活用する形で企業金融システムにおける直接金融（資本市場）と間接金融（銀行）の新たな役割分担・バランスをとっていくことが求められている。こうした観点から、市場メカニズムが十分に発揮されるように市場インフラの整備などを進めるとともに、阻害要因として作用している金融構造を改革していくこと、また銀行の機能がうまく向上するように規制・監督政策の見直しを進めることなどが必要であると考えられる。

19 間接金融中心のシステムにおいては、銀行によるモニタリング能力やリスク管理能力がシステム全体の効率性を大きく左右する。したがって、銀行の経営が安定してこそ効率的に機能する。しかしその一方で、規制などにより銀行の収益基盤が保障される場合には、銀行自信に効率性を向上させるインセンティブが働きにくくなるという問題が生じやすい。

20 詳しくは、奥村洋彦（2001）46-51 ページを参照。

21 馬場直彦・久田高正（2001）26-27 ページ。

まず、市場メカニズムを効率的に機能させるためには、ディスクロージャーの推進、時価会計の活用による公開情報の一層の質的向上や、規制緩和・税制調整などによる競争環境の整備、企業買収などを通じたコーポレートガバナンス機能の向上などを進めていく必要がある。また、政策金融の存在が貸出マージンを企業の信用リスクとの対比において不当に抑制しているほか、郵便貯蓄制度の存在が資本市場での投資家の育成を阻害しているとみられることを踏まえれば、資本市場の機能を活かす形で企業金融システム全体の機能を向上させるためには、公的金融のあり方を抜本的に見直していくことが不可欠であろう。それに加えて、間接金融中心のシステムから直接金融中心のシステムへの移行が進展するにつれ、資本市場における変動が企業などの参加者に直接に影響を及ぼす度合いが高まっていくと考えられるため、システムの安定性を確保するという観点から、金融政策の適切な運営、市場との適切なコミュニケーションの維持、金融市場に対する危機対応能力など、中央銀行をはじめとする金融当局側の市場制御能力を向上させることが求められる。

規制・監督のあり方は、時代の要請に合わせて柔軟に変化していく必要がある。基本的には、これまでのような金融当局主導のものから市場主導によるものへと移行させていくことが必要である。つまり、銀行に対する競争圧力による健全な規律付けを実現したうえで、銀行システムの全体としての安定性を確保するために、参入障壁をできるだけ低く保つとともに、市場から退出されることになった金融機関の迅速かつスムーズな退出を促すような市場規律が働きやすい環境および規制・監督体系を構築していくことが望ましい。

むすびにかえて

企業金融システムのあり方は、単なる企業金融システムの問題として促えられるものではない。システム間の制度的補完性を踏まえ、コーポレートガバナンス構造や労働システムをも含む経済システム全体の枠組みの中で考える必要がある。こうした観点に基づき本稿では、今後の日本における企業金融システムのあり方に焦点を置いて、その改革の方向性を探ろうとした。

まず、グローバル化の進展や情報技術革新、金融の規制緩和・撤廃などの環境要因の変化は、日本の企業金融システムにおいても、資本市場（直接金融）の機能を向上させる方向に働くと考えられた。また、コーポレートガバナンス構造や労働システムとの制度的補完性においても、米国とは異なる面が依然として多いものの、従来のそれとは異なって市場規律が働く方向に移行しつつあるとみられた。こういうわけで、企業金融システムの機能を全体として向上させ、資金仲介経路の多様化を通じてシステムの効率性

を高めるためには、日本においても資本市場の活性化を図る方向でのシステムの再構築が望ましいと考えられた。

しかし、資本市場のインフラの未整備、公的金融のプレゼンスの大きさ、低金利政策の枠組みの残存などの現状的問題があるため、日本の企業金融システムが米国のような直接金融中心のシステムに直ちに移行するとは考えにくい。このように、各国のシステムがそれぞれの国の歴史的な経緯を反映しているというシステムの経路依存性を勘案すると、将来における日本の企業金融システムは、資本市場をより活用する形で、企業金融システムにおける資本市場と銀行の新たな役割分担・バランスを追求していくことが求められる。このためには、市場メカニズムの活用促進と規制・監督体系の見直しが必要である。

参考文献

- [1] 青木昌彦・奥野正徳編著『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会、1996年。
- [2] 馬場直彦・久田高正「わが国金融システムの将来像 - 変革の圧力と金融当局の役割 - 」『IMES Discussion Paper』(日本銀行金融研究所) No. 2001-J-22, 2001年。
- [3] 寺西重郎・香西 泰編『戦後日本の経済改革 - 市場と政府 - 』東京大学出版会、1993年。
- [4] 小池和男『職場の労働組合と参加』東洋経済新報社、1977年。
- [5] 小池和男『日本の熟練』有比閣、1981年。
- [6] 川北英隆「金融システムと株式保有構造」『証券経済年報』(日本証券経済学会) 第32号、1997年。
- [7] Kester, W. C., Japanese Takeovers, Harvard Business School Press. 1991.
- [8] Kester, W. C., American and Japanese Corporate Governance in Berger S. and R. Dore eds. National Diversity and Global Capitalism, Cornell U. P. 1996.
- [9] 日本銀行金融研究所「技術革新と銀行業・金融政策 - 電子決済技術と金融政策と関連を考えるフォーラム」『金融研究』(日本銀行金融研究所) 第20巻第1号、2001年。
- [10] 日本経済企画庁『経済百書』1997年。
- [11] 日本経済企画庁『年次経済報告』1998年。
- [12] OECD, Employment Outlook, 1993.
- [13] 奥村洋彦「公的金融偏重の資金循環は正しくして金融再生なし」『論争東洋経済』(東洋経済新報社) 3月号、2001年。
- [14] 朴 珍道「経済危機と日本経済システム」『経済発展研究』(韓国経済発展学会) 第4巻第2号、1998年。
- [15] 朴 永一『日本市場経済システム：強点と弱点』仁荷大学校出版部、2001年。
- [16] 佐藤 猛「子会社上場の一考察」『証券経済年報』(日本証券経済学会) 第32号、1997年。
- [17] Sheridan, T. and N. Kendal, Corporate Governance, Pitman Publishing. 1992.
- [18] 島田克美『企業間システム - 日米欧の戦略と構造 - 』日本経済評論社、1999年。
- [19] 新美一正「ビッグバンとわが国銀行業 - 自由化とリレーションシップ・レンディングの変質」『Japan Research Review』(日本総合研究所) 1998年1月号。
- [20] 米山秀隆「コーポレートガバナンスの改革」『研究レポート』(富士通総研経済研究所) No. 111, 2001年。