

# わが国の経済構造変化とフィナンシャル・ マネジメントに関する制度論的一考察

内 田 滋

## Abstract

This article attempts to consider several aspects of recent trends in financial management including the interaction with structural changes of Japanese economy from the institutional point of view, clarifying the changes in the industry and/or economic structure and some relevant implications of the status-quo. It also presents interesting items to cope with some kinds of public-or corporate-managerial policy problems fermented within the changes or even in the national economy.

**Keywords:** economic structural change, financial management, financial risk management

## I はじめに

わが国における生活経済や産業経済を取り巻く環境の変化には、90年代のバブル経済崩壊に伴う長期不況と経済構造変化の下で著しいものがある。機関投資家を含む金融サービス生産企業にあっては、公的規制緩和にもとづく金融自由化や金融改革から、内外市場と行政の動向・推移にいたる諸変化へ最適に対応するべく意思決定して行くことが求められている。他方、生活者や消費者たる家計部門にあっては、雇用・労働情勢の変化にともなう可処分所得への影響や少子高齢化と年金制度等々の諸要因を家計管理に勘案することが重要となっている。

企業行動については、従来からわが国では、人事・労務部門による組織・人材管理、財務・経理部門による財務管理、技術・製造部門による R&D と技術・生産管理などが、効果的に経営計画へ企画・策定され実施される中で成果をもたらしてきた。しかしながら、市場 vs 組織というステレオ・タイプでの資源配分や経営管理での取り扱いや対比においては、自由化やグローバリゼーションの進展に伴って市場原理に基準づけられたところの財務及び技術管理の相対的重要性が増大しようとしている<sup>1)</sup>。

ただ、欧米諸国に見られる企業経営スタイルや、商品－市場とその枠組みや取引活動に関する諸種のグローバル・スタンダードについては、必ずしも一様で普遍的なものでなく、歴史的変遷には興味深いものがあるとしても、常に一貫した変動方向が呈示され説明されるとは限らない。もっとも、企業行動における意思決定では、毎期の与件に環境条件の一部分でもあるそれらを評価付けて採用し決定している。このことは、企業として短～中期にコンティンジェントであり、また、ゲーム理論に基づく産業組織的な市場戦略メニューにおいてさえ選好されうるものといってよい。もとより、長～超長期での計画値と実績値を比較対照し分析する予実対比や事後的評価の分析結果が、経時的に経営計画や意思決定にフィード・バックされていることはいうまでもないことである。

80年代からの長期にわたる金融自由化プロセスと90年代の長期化する今次不況といった経済環境や、そこでの経済構造における諸変化の下で、フィナンシャル・マネジメントの担当する領域や内容にも再検討が迫られている。それは、一方で企業財務を通じて組織・雇用や行動戦略にさまざまな影響が波及するからであり、特にフィナンシャル・リスクの介在するところについては、ファンド・マネジメントをはじめとして、経営管理全般にわたる対応が準備されなければならないからである。

他方、家計・個人部門を含むユーザー・サイドでは、自由化やグローバリゼーションの進展に伴う金融サービス・商品の選択領域の拡大等に対して必

要とされるフィナンシャル・マネジメントやパーソナル・ファイナンス面での教育レベルと内容の改善が求められるし、マーケティングでの需要面からのニーズ提示から法制面での改革基準をめぐる諸先進国のケースも参照したグローバルな動向にもとづく問題提起も必要とされる。

小論では、このような流れの中でフィナンシャル・マネジメント分析における主として制度的接近により諸問題を整理し考察することにした。

## II 企業環境と経済構造の変化

### 1 企業環境の変化

わが国の企業環境における諸変化は、近時、資金アベイラビリティ面から金融自由化や金融改革問題に関連して指摘されることが少なくない。経済構造変化との関連については、長期的な視点によるものが一般的であるが、中～短期におけるケースも雇用や取引様式などを含めて考えることができる。なかんずく、雇用のミスマッチや企業のリストラ等による若年ないし中高年者の失業問題は、まさに緊要の政策課題となっている。金融面のことは、単にわが国においてのみ観察されるものではなく、アジア諸国でも1997年以降の通貨危機などの問題においては諸相の異なりは見られるものの、金融市場に反映される実物経済面や経済全般にわたる構造問題とりわけ構造改革のあり方と動向に関連づけて議論されてきた。そこでは、経済開発・発展における長期計画と経時的実績との間の調整をいかに整合的に実施しフィード・フォワードしていくかというプロセスの重要性が改めて認識されている。他のアジア諸国・地域の経済へ与える影響と、それによる世界全体への副次的効果などに基づく短～中期計画の修正作業も不可欠である<sup>2)</sup>。

それは、わが国を含む先進諸国についても配慮すべきところとなっており、カントリー・リスク・レベルや為替レート推移の評価などと、これに関する企業サイドのフィナンシャル・マネジメントにおける対応力が問われること

を意味している。

わが国の経済構造変化に関わる政策では、金融自由化の推進をはじめとして、第3次産業部門の経営経済活動を活性化させ国際競争力を増大させることが期待されている。これは、国内需要をもっぱら事業対象とする（国内）市場における既存企業の場合でも該当するものであり、事業者向けのみならず個人・家計向けのサービス生産者についても基本的に同様である。

金融部門に限らず、流通・運輸・通信・情報などの諸分野においても規制緩和が進展しており、少なからぬ部分で自由化と国際化ないしグローバル化が同時に進行している。このような規制緩和ないし自由化やグローバル化のねらいと効果については、市場における資源配分効率すなわち市場効率を高めることと、これに密接な関係を持つところの企業内部におけるロスすなわちX-非効率を低減することにより組織効率の増大をはかることなどがあげられる<sup>3)</sup>。

自由化が経済構造にいかなる変化をどのようにもたらすかという問題とも関連して、さまざまな要因にもとづく経済環境変化が長期的に経済構造変化を促してきた側面のあることは十分に考えられる<sup>4)</sup>。むしろ、中～長期にわたる環境変化にもなって、従来の規制体系とその内容のあり方が、経済行動とその成果の望ましい水準に対して新たな枠組みや基準の設定を必要とし、その運用や実施を可能にするように改革されて行くものである。その際、政策による誘導が、可能な範囲で作成される構造改革計画との整合性を持たせることにも配慮されなければならない。

規制緩和による産業と市場の創造や既存産業の国際競争力増強、消費需要の喚起、取引様式の多様化などは、経済活性化をもたらす有力な方法の一部分をなす。それは、内需拡大をはじめとして、貿易自由化が対象となる2国間ないし多国間での国際経済交渉の場においても検討されてきた経緯を持つ。ある意味では、内外市場で双方向の経済効果を増大させる点を視野に入れて運営される汎用的な政策手段といってよい。

ここでは、規制緩和と構造変化に関する内容区分を指摘するにとどめる。  
すなわち、

- (1) 産業構造の変化
- (2) 財政構造の変化と制約
- (3) 金融構造の変化
- (4) 企業経営における変化
- (5) 国際収支と貿易構造の変化

であり、全体としてファイナンス構造変化との関連で考えることにする。

## 2 経済構造とファイナンス

ファイナンスをめぐる経営経済面での構造変化は、(3)を中心に濃淡はあるものの5項目のいずれにも関わりを持っており、規制緩和やグローバルゼーションの進展に依存するところが大きい。

先ず、(1)については、

- ① 経済のソフト化・サービス化
- ② 通信情報技術革新（IT化）の進展
- ③ 知的財産権の取扱い
- ④ 市場・産業の創設

などがあり、①は、既にわが国の第3次産業部門の就業者比率が6割を越えていることや、不況時における雇用吸収力が大きいことなどのほかにも、経済大国から生活大国への基本政策の転換、さらには②との関連においても①の傾向が継続するものと予想される。

また、サービス分野を中心とした創業者利潤の確保など知的所有権問題は、③としても重視されるようになってきたことから、企業組織においても企業法務部門の確立と活用が急務となっている<sup>5)</sup>。

規制緩和は、④においてニッチ（隙間）産業やベンチャー・ビジネス市場の発生と展開を促進する効果をもたらすことが期待されるが、これには、併

せて国際取引の自由化問題との関係も配慮されねばならない。また、周知のように、電子マネーや多機能型 I C カード・システム等の応用技術とソフト・ウェアに関するノウハウの開発・普及をはじめとして、たとえばバーチャル支店やサイバー店舗と呼ばれるビジネス・モデルを含むインターネット・バンキングなど②の動向いかんでは、さらに新しいタイプの金融サービス商品、ビジネスや市場が国境や国籍の枠を超えて開拓され発展する可能性も大きい。

次に、(2)では、

- ① 行財政改革（財政投融资・民営化問題などを含む）
- ② 景気変動（平成不況）対策
- ③ 経済成長と生活関連社会資本形成（インフラ整備）
- ④ 高齢化・少子化社会と福祉問題
- ⑤ 公・私的年金制度及び医療・保険制度の改革

などがとり上げられ議論されている<sup>6)</sup>。

このうち、①については、資金の入口と出口にわたる財政投融资のあり方が改革に移された。今後とも、公共性と効率性に関する何らかの基準の設定により中央・地方政府部門及び政府系機関の組織改革が広域行政への移行や P F I、さらには P P P の制度的拡充など民営化問題を含めて検討され実施される見込みである。

これらの長期的課題と並んで、②との関連から法人税及び所得税の一時的ないし恒久的な見直しを含む租税措置や税制改革も提起されており、同時に公債依存度の改善も常に存在するものとなっている。さらに、③では、安定成長をはかると共に産業経済と生活経済とに関するインフラストラクチャ整備のための社会資本形成において、特に後者に重点を置くことが求められている。例えば、個人住宅分野への融資拡大などが実行されているが、下水道整備や防疫・公衆衛生面での配慮も依然として必要である。

⑤については、その負担・便益水準のあり方や貯蓄率の変動性など多くの

トピックスがさまざまな視角から論じられている。個人・家計部門の主体行動は、生活設計とそこでの予算制約を考慮するため、⑤の制度的改革や実態の推移・動向に関する情報が不可欠のものとなっている。加えて、④及び⑤は、今後わが国における女性労働力の活用や雇用・労働条件など労働供給やライフ・スタイルのあり方にも関係するものであるだけに、個人的にも社会的にも重要な要因となっている。

ファイナンス構造については、主として次節で(3)、(4)との関わりを中心に取り扱われるので、ここでは(5)について次の2点に触れておくことにしよう。

- ① 対外貿易関係の配慮
- ② 外国為替レートの推移と評価

このうち、前者では、基本的な流れとしてのウルグァイ・ラウンド（94年）での合意ないし努力目標事項が、いずれも残された商品・市場分野と国・地域に関して多国間交渉では制限のないし排他的取引慣行や規制の低減ないし撤廃をめざすことが認識された。同ラウンド以降は、主要先進諸国（G7）会議ほかによる諸機会などさまざまな交渉の場で、系列取引<sup>7)</sup>をはじめとして製造・流通部門でのわが国の一部残存品目や非関税障壁としての諸取引様式に関わるものなどが議論されてきた。さらには、内需拡大や輸入振興への取組みが政府や産業界に要請された。

後者については、近年アジア諸国の経済成長から通貨危機への動向・推移に関して、各国経済における固有性とアジア型成長パターンに見られるいくばくかの共通性などが、わが国ケースの応用可能性との関連などを加えて議論されている。これは、かつてクルーグマン（1994）やキム＝ラオ（1994）、青木・金・奥野（1997）などによるアジア経済の成長特性に関する議論に次ぐ検討機会であるといえる。

ここでは、わが国経済が直面しているバブル経済崩壊の不良債権問題や不況対策などへの諸政策の有効性の欠如ないし不十分さと、それを反映した円レート推移が、結果的にアジア諸国の貿易収支に影響を及ぼしうることにつ

いても言及された。とりわけ、高い貯蓄率に特徴付けられるわが国の家計部門の金融資産残高など国民貯蓄の運用面については、市場原理にもとづきながら米国債などの海外資産向けの割合を減じて、国内の生産構造強化への投資促進が望ましいという論点も支持されてよいものと考えられる。

### Ⅲ ファイナンス構造の変化

#### 1 金融改革問題

わが国の金融改革には、少なくとも10年以上の長期において規制緩和にもとづく金融自由化やグローバル化をより速やかに推進する意味と、数年以内の中～短期において金融部門とその活動を経済変動への政策運用と調節しながら一層効率的なものに導く意味の両側面がある。このため、いずれとも両立可能な実施に向けた諸条件を満たすことが求められてきた。

ファイナンス構造というとき、先の(3)が影響するところが大きく、そこに直接関係するものとして、

- ① 金融改革とそのあり方
- ② 金融再編成への政策スタンス
- ③ 金融産業の国際競争力とその増大
- ④ 企業金融における変化
- ⑤ パーソナル・ファイナンスにおける変化

などを指摘することができる。

①をはじめとして、②③は、長期的な規制緩和ないし自由化のプログラムに沿って実施される性質のものである。もとより基本的には市場経済体制における価格メカニズムに依拠するところが大きい。そこには、企業家精神にもとづく企業行動がもたらす経営成果の発揚が十分に期待されることになる。わが国では、主として80年代にようやく実質的に始動したものであり、しかも、その進展は遅く、例えば価格における自由化では預貸金利で概ね10

年を費やしたし、手数料はさらに送れるなど、政策方針（ポリシー）優先主義ともいうべき欧米諸国と著しい対照を見せて来た<sup>8)</sup>。長期的にみても、①に関して、これまでしばしば第2次産業（製造工業）部門に属する企業経営者や管理担当者から主張されてきたのは、金融仲介や信用創造等の固有且つ重要な産業特性のゆえであるならば、逆に速やかに先進諸国の動向に歩調を合わせるべきであったというものである<sup>9)</sup>。

これは、60年代IMF・GATT体制における貿易自由化プロセスを経験してきた製造工業部門の国際市場戦略の実績や実力に裏付けられたものであり、金融部門の企業にもそのノウハウを参考に供することは、国民経済的にも個別企業の国際競争力確保のためにも有効である。しかしながら、同時に①では、そのプログラムの展開期間における短～中期の景気循環過程をも内包するから、もしその振幅が大きなものであればプログラムそのものを少なからず修正せざるを得ず、その実行可能性すら疑問視されることにもなりかねない。

周知のように、不良債権残高の銀行業ないし金融業における規模は、景気後退から不況拡大にともなって、全体的に債権自体の質的低下と悪化が進んで経時的に拡大することが予想された。もとより、そこでは債権種類別のリスク・レベル等にもとづく評価方法に関する経営審査上の判断や、一般的な経営情報に関するディスクロージャーの範囲と水準に対する経営上の意思決定問題が存在し、加えて経営責任の範囲と程度、その所在と対応方法などについても含まれるものである。

いわゆるX-非効率の低減ないし解消において生じうる一時的コストの増加には、財政金融政策手段を多角的に組み合わせて発動することにより、可能な限り対応することが望ましい。なぜなら、より長期的にわたるかも知れないX-非効率の存続ないし拡大とそれが経済成果全体に及ぼす影響の大きさを、結果的には低減ないし極小化することが期待されるからである。このことは、②においても少なからずあてはまるものである。

ディスクロージャーの拡充は、自己責任原則の徹底に不可欠のものであり、行政・市場・主体行動に関する諸ルールの特明性も内外の市場とその参加者に理解・認識されるものでなければならぬ。ただ、グローバル・スタンダードについては、各国や各産業の利害得失に関わるものだけに、個別の社会的伝統や文化から商慣習などにいたるものに十分配慮することを含めて、まさにグローバルな認識と調整のプロセスが不可欠である。

## 2 金融業における競争について

公的規制緩和による金融自由化は、それが米英型であれ日本ほかのタイプのものであれ、その進展によって金融部門の経営経済活動における国内外での市場競争の拡大と、企業金融面を含む金融の国際化ないしグローバル化の進展とを促進するところとなる。それは、岩村（1995）や内田（1995）などにおいても取り扱われたように、もとより上の②及び③を導くことになる。もし、仮に日本版ビッグ・バンが86年以降の英国のようにいわゆるウィンプルドン現象に類似のケースをとまなうとすれば、(a) 市場の種類・規模の拡張、(b) 邦銀等の日本企業のシェア低減、というものが構造的な特徴の一つとして惹起し観察されるようになるかもしれない。しかし、(b) のみのケースも十分に考えられるから、その場合には、円通貨圏の拡大策ともあわせて雇用・労働や教育・訓練面の対応を検討することが求められるであろう。

従来、上位都市銀行を中心に金融の百貨店化すなわち総合金融機関化を志向したり、下位都銀ないし上位地方銀行におけるスーパー・リージョナル・バンクへの移行を目指す構想があった。近時、それは、一方で東京三菱・三井住友・UFJの各銀行のみずほフィナンシャル・グループ（みずほ銀行・みずほコーポレート銀行等）というメガ・バンクないし4大銀行グループとして観察されるし、他方では、たとえば都市銀行の大和銀行・あさひ銀行と地方銀行の近畿大阪銀行、第二地方銀行の奈良銀行といった諸業態の機関か

ら成る大和フィナンシャル・グループがスーパー・リージョナル・バンキングを展開するようになっている。

また、信金中央金庫（旧、全信連）と個別信用金庫、あるいは農林中央金庫から個別農業協同組合（信用事業）にいたる系統機関などにおける組織力強化と、それを活用する形での他業種・業態との提携、あるいは近年の業態別子会社方式や持株会社方式による参入（および退出）問題の検討・実施などにより、企業行動における競争条件やその背景的要因は産業組織のみならず金融部門内部の産業間にわたって大きく変化しつつある。

このことは、単に内外の市場で総合化戦略を執ろうと、逆に専門・特化型戦略を目指そうとするに拘らず、<sup>のれん</sup>‘暖簾’など商標を含む保有経営資源と事業実績にもとづいて他企業・グループからの比較優位な事業分野を中心に重点的に経営を展開していくことこそが、生産費用の効率性にも適合した意思決定となることを示している。そこでは、また、範囲の経済が有効であるならば、少なくともそのかぎりにおいて業種・業態間の垣根を超えた多事業（複数ないし複合的財・サービス）生産構造が導入され、その際にM&Aや外国企業との連携など多様な企業間関係のあり方を視野に入れた組織形態が検討されるものと考えられる<sup>10)</sup>。このような事業ドメインについては、事業分野と担当主体に関して、表1に見るようなマトリックス組織形態として示すことができるから、その時系列にもとづく推移状況を調べて分析するのに利便性が高い。

事業担当のマトリックス組織では、例えばサービス生産高で表示した各事業経営規模 SOO は、

$$SOO = Y_{ij}^{kl}$$

となる。ここに、 $i$ は直接・間接の担当別の事業経営部門、 $j$ は個別事業経営主体の組織を表わし、 $k$ は産業ないし業態分野または事業本部分野、 $l$ は個別事業領域を表わす。

表1 事業担当の組織マトリックス： $(Y_{ij}^{kl})$ 

事業主体 $ij$		事業ドメイン $kl$				銀行業務				証券業務				保険業務				投資顧問業務	...
		預 金	貸 出	為 替	...	引 受	売 (委託) 買	売 (自己) 買	...	生命保険		損害保険		...	...	...			
										終 身	...	自 動 車	...						
直接 担 当	親会社 a																		
	子会社 b																		
	関連会社 c																		
	⋮																		
間 接 担 当	事業提携																		
	⋮																		
	⋮																		

(注：aには、持株会社で事業担当するものを含む。bは、50%をこえて出資されたものと)する。cは、5%以上50%以下の出資のもの。

個別企業にとって、事業ドメインは、長期には可変的であるが、短期では  $ij$  及び  $kl$  への意思決定は経営会議などで行なわれているから、 $ij$  を  $h$ 、 $kl$  を  $m$  とすることができる。すなわち、

$$SOO = Y_h^m$$

と書き換えられる。

さて、既に触れたように、通信・情報化の進展における技術革新とその一般ユーザーや消費者向け応用機器ならびにソフト・ウェア等の開発・普及が、金融部門そのものの垣根を下げて他部門へ進出したり、逆に他部門から乗り入れられたりする可能性を増大させている。したがって、いずれの商品・サービスとその取引においても、双方向の参入の影響が及ぶであろうから、金融関連商品の生産・供給方法とその主体についても少なからず変貌していくことが予想される。実際、その一例として、ソニー系列のソニー銀行やイ

トーヨーカ堂グループのアイワイバンク銀行などが、もとよりフル・バンキングではないが銀行業に参入を果たし営業している。

なお、国際化ないしグローバル化の進展にともなう国際競争力の変化は、内外市場でのシェア増減に結びつくだけでなく、財務制約にもとづいたM&Aなど市場取引または<sup>あいた</sup>相対取引による「所有と経営」のバランス変化をはじめ、執行役員や取締役など経営（責任）者の交代または更迭と経営戦略・事業計画の見直しとなる可能性をも意味する。従来から存続してきた企業そのもの — 厳密には企業名称・商標・事業ドメインをはじめ市場シェアや競争力までの経営資源全体 — のいずれの部分がいかにどの割合で残存し、または変化するのかが問われることになる。

ゴーイング・コンサーンとして解釈されてきたわが国の企業に対する考え方も、個別事業部門組織の売却や企業閉鎖・解散をあらかじめ経営計画に組み込んだ経営計画書や新規企業の設立<sup>もくろみ</sup>目論見書などの作成と実行など、多様な企業観が一般化することと相俟って変遷して行くものと考えられる。

### 3 企業金融における変化

ファイナンスの主要領域は、本来コーポレート・ファイナンスに属するものであったが、現代では広く他の経済主体とその取引に関わる場所にも応用され展開されている。ここでは、先の④と⑤に加えて関連する(4)企業経営における変化をも含めて考えてみよう。

(4)では、少なくとも、

- ① 経営理念と企業市民・倫理
- ② コーポレート・ガバナンス：所有と経営とモニタリング
- ③ 企業評価と市場価値
- ④ 雇用構造・労働慣行の変化と日本的経営のあり方
- ⑤ 環境経営

などのトピックスがあげられる。

これらと(3)④との関連では、特にメインバンク・システムの相対的重要性の低下が、直接金融方式の拡大傾向により80年代以降しばしば指摘されるようになった<sup>11)</sup>。しかしながら、基本的なメインバンク機能は、銀行経営の財務制約にもとづく貸付抑制いわゆる貸し渋り現象など90年代の金融問題にもかかわらず依然として存在し、その役割が期待されている。それは、金融のみならず多様な企業経営活動に要するであろう内外の産業経済等に関する幅広い情報の提供サービスや企業経営者へのコンサルティング・サービス供給などがモニタリング機能の実行に付帯して有益に作用してきたためと考えられる。

銀行サイドの変化要因の一部には、BISの自己資本比率など財務指標に関する規制への対応と、これに関連したリスク・アセットの分類やその内容評価の再精査、さらには不況による不良債権の規模拡大と不十分とされる処理方法の見直しなど銀行経営環境をめぐる変化の厳しさがある。そして、これが、融資方針のあり方を制約すると同時に、ペイオフ制をはじめとする経営改革への新たな戦略との整合性や実行可能性を絶えず検討し実施するように要求している。

企業のフィナンシャル・マネジメントの国際化と並んで、銀行サイドも外国金融機関との提携などの組織間関係を多様に展開・強化している。これは、コーポレート・ファイナンスの動向にも少なからず影響することから、その意味でもメインバンク・システムの変容が観察されることになる。同時に、企業の国際財務戦略やその管理技術に向けて、多様なニーズに応じたさまざまなサービスや情報をいかに適切に提供しうるかが金融機関に一層求められることになる。

欧米金融企業にあっては、金融サービス・商品に関するR&D（研究・開発）や金融工学にもとづいて、事業会社や法人・団体に向けた新商品サービス・シリーズを販売している。これは、単に企業の財務部門のポートフォリオ戦略に活用されるだけでなく、経営計画や資金収支計画においてM&Aを

含む経営戦略の基礎的領域にまでも関係しうるほどの重要性を持つものである。

それは、安全性に加えて収益性志向も両立させようとする各種基金・団体や中小企業主など種々の資産運用主体や、プライベート・バンキングの取引対象である一部富裕家計などについても、程度の差こそあれ妥当するものである。

事業法人においては、今次不況での金融収益や有価証券などの金融資産保有に関する見直しが行なわれ、各種年金基金や投資信託基金とそれらの運用担当企業の行動様式の変化と併せて、様式の相互持合い関係が徐々に変化していくことが予想される。このことは、安定株主政策の変更に結びついて、コーポレート・ファイナンスとガバナンスのあり方をめぐる論議となっている。そして、(4)①に関する企業の存在理由や社会的責任から組織内部の管理スパンと責任・権限の範囲、各事業部など部分組織ないしその構成員の自己組織化と外部評価・モニタリングなどに及ぶところの企業経営とその行動に対する基本的な認識に再検討を迫ることになる<sup>12)</sup>。

参入に関する自由化の効果では、従来の金融機関や金融サービス生産企業に関わる合併・提携等の企業間関係の新たな展開や、非金融部門の企業による市場参入など産業組織をめぐる市場行動と市場構造面での変動可能性が著しく増大する。それは、既存もしくは新規参入の企業の市場競争力や財務体質、さらには経営戦略のパフォーマンスとその評価などに依存する。そして、市場シェアの変動や市場評価・格付けの動向と相俟って、事業計画の再検討やM&A、企業自身の経営再構築を含む再編成問題といった産業動態を絶えず惹起させる要因となる。

このような動きは、金融サービス商品の開発・販売についても直接に関係するところとなるから、企業や法人向けのみならず個人・家計向けにもさまざまな商品分野での競争効果が基本的に期待される。ただ、規模の経済や範囲の経済とも関係して、プライベート・バンキングにおけるものをはじめと

する商品シリーズにあっては、それらの利用による所得格差の拡大をもたらすことも考えられる<sup>13)</sup>。個別あるいは総合課税制度に関して、所得等の捕捉率向上など運営面も含む公正で効率的な租税制度改革が例えばいわゆるファースト・バンキング問題などの金融面での制度的対応と共に必要とされるゆえんである。

とりわけ、中間クラスの所得階層を中心に、さらに日本版401k等の導入企業の増加もあって、コンサルティング・ニーズに対するサービスの拡充提供や各種の投資信託関連の商品開発・販売も一層活発化することが予想される。家計の資産負債選択行動においては、選択肢の広がりとりリスク評価・態度に対して、生活設計上の制約条件を考慮しながら最適と判断する意思決定が行われるであろう。しかし、ここでも、多様な選択可能領域に照らして、家計の資産負債管理や収支計画に対して十分ディスクロージャーされた関連情報が反映されていることが、少なくともペイオフ制の導入・実施を機に、貯蓄主体としての家計に自己責任を求める際に不可欠な要件となるのである<sup>14)</sup>。

## Ⅳ フィナンシャル・リスクとマネジメント

### 1 フィナンシャル・リスクについて

ここでは、フィナンシャル・リスクとして、

- ① 信用リスク
- ② 市場リスク
- ③ 流動性リスク
- ④ 事務・内部管理リスク
- ⑤ システミック・リスク
- ⑥ 産業基盤（インフラ）リスク
- ⑦ 国・地域ないし政府（カントリー）リスク

などがあげられる。

先ず、①については、取引先企業等の債務不履行にもとづくもので、特に財務上の返済能力の低下もしくは欠如によって生じるケースが大半である。深刻な不況の継続における連鎖倒産など、必ずしも自らの事業不振にのみ帰属されるものばかりではない。その場合も含めて、基本的には融資や取引における審査能力と、収集から分析・蓄積に及ぶ情報管理のレベル・アップが対応すべきものといえる<sup>15)</sup>。ただ、有担保原則に限定しない場合には、企業評価基準に対して企業経営上のいかなる資源とその組み合わせや、信用評価などをどのように指標化して貸付信用リスク管理などに採用し活用するかが問われることになる。

有形及び無形固定資産については、財務分析上の対象項目として算定評価が可能であるとしても、人的資源としての従業員や役員に関する資質・能力や、固有ないし一般的な企業経営ノウハウおよび生産技術の水準とそれらに関する個人ないし組織としての総合的管理能力やその潜在的可能性などについては困難とする見方が有力であった。しかし、企業家精神などに対する何らかの数量化方法等の試みにより、改善の余地を見出す試みがなされてもよいものである。

次に②については、主として価格変動・金利変動・為替変動の各リスクが考えられ、いずれも市場における需給要因の変化に対応して減価・損失を生じうるものである。金利を資金取引における一種の価格とみなす立場もあるが、ここでは、価格を通常の例えば株式や債券そのものの資産価値を表すものとしてとらえ、金利については、例えば広義の利率のように、利子や利息を価格で除したものとして考える<sup>16)</sup>。これらのうち、外国為替市場での相場変動は、周知のように個人・家計部門が外貨預金をはじめとする国際商品の取引に参加する場合、あらかじめその変動による影響を理解しておくことが必要である。それゆえ、義務教育（小・中学校）においても、他のリスク・マネジメント領域のものと同様に、消費者教育メニューの一部分にファイナンス教育として組み込まれることが望ましいと考えられる。

③及び④は、企業経営に帰属するところのものであるが、わが国では特定の産業にも準用して産業間の属性比較を試みることも考えられる。③については、例えば流動性比較をはじめとする財務諸指標や、月次ないし四半期ベースの子実対比などによって、資金繰り等の資金収支動向を把握して対応行動に資することが可能である。

また、これをフィナンシャル・アベイラビリティ問題として、たとえば昨今のジャパン・プレミアムのように従前より高い不利な調整コストに直面するケースなども、基本的には企業の財務レベルに依存するものであり、③に包括して考えられる。

④では、狭義の事務規程に関する事務管理から、情報管理や企業内部の組織管理、経営倫理、環境対策を含む経営管理全般までが対象となる。特に、銀行などの勘定系と情報系にわたる情報システム面での管理リスクへの対応が進展している。IT化に適應するべく、コンピュータのソフト及びハード・ウェアについても、システム・リスクや維持・更新・防御などといった情報管理リスクとして大きくとらえ直すこともできる。昨今のメガバンクのケースで見られたように、各経済主体におけるIT化の進展下にあっては、それへの対応が次第に重要な地位を占めるようになってきているからである。

これとも部分的に関連する⑤については、金融業の業種・業態のみにとどまらず広く経済全体に影響を及ぼしかねないものである。それは、例えば銀行間取引をベースにした、破綻銀行から派生するところの信用機構をめぐるリスクにほかならならず、主として銀行など信用仲介・決済業務を担当または関与する金融機関や金融サービス生産企業間において発生する場合が殆どである。

これらのうち、コンピュータ・システムに関するリスクについては、代替的機構の拡充や企業内部の管理水準の向上が必要とされる。しかしながら、デフォルトにもとづく後者のケースでは、個別の企業や産業による自主対応が可能な範囲を超えることも予想されるから、予め整備されたルールやシス

テムにもとづいて行政等公共部門による速やかな措置が有効となろう<sup>17)</sup>。

しかるに、⑥と⑦も、個別主体から国内経済全体まで幅広く関係するところのものであり、行政とそのサービス提供のあり方自体もこの両者に関わるものといってよい。前者では、インフラストラクチャーに関連するリスクとして、例えば通信・情報、運輸・交通、エネルギー等の主として産業基盤とその社会資本形成における整備・拡充計画などで対応が行われてきた。後者では、たとえばカントリー・リスク問題としての70年代以降南米諸国が経験した累積債務問題や、政治・経済・社会面での困難な諸問題に伴う事業所立地や貿易取引、FDI などへのリスク全般が含まれる。

また、先進国においても、特定の都市・地域で産業構造変化や産業のライフ・サイクル動向、国際競争力の推移の変化などにより、かつての経済的繁栄から衰退へと所得成長等の経済指標に相対的低下傾向が反映することも少なくない<sup>18)</sup>。したがって、海外の国や地方における公共債や不動産などを保有する場合、資産内容とその価値評価について長期的視点からも当該リスクへの対応が織り込まれることが望ましい。

## 2 フィナンシャル・リスク・マネジメントへの視点

リスク・マネジメントについては、その基本的な対応行動として、

- ① リスク・アバーティング
- ② リスク・プリベンティング
- ③ リスク・ファイナンス
- ④ 企業会計処理

などを考えることができる。ここに、①は、リスクを回避する企業戦略や経営方針にもとづいた財務戦略であり、②は、今少しブレイク・ダウンしたところのもので、発生しうる個別のリスク・ファクターに向けて対応管理を施すものである。これは、リスクが実現した場合に、その拡大を防ぎダメージを最小限に食い止めようとすることも含まれる。

次に、③については、リスク・ファイナンスと混同されるケースも散見されるが全く異なるものである。リスクが発生した場合の貨幣ないし信用面での対応で、保険や再保険などの保障機能を有する金融サービス商品が代表例である。市場関連及び市場外部に関連するものとしては、例えば行政等の公的部門による財政的支援など緊急特別対策資金の制度的措置・行動が考えられる。また、メインバンク関係にあっても、その結びつきの強さや融資・取引の経緯に依存して、一種のリスク・ファイナンスとみなされるケースが考えられる。さらに、個別ないしグループとしてのリスク・シェアリングをねらいの一つとする企業集団ないし企業間関係の連結程度に応じて、同様のことがいえるであろう<sup>19)</sup>。

④は、財務に関係するところ以上に管理会計面での対応にこそ有効となるもので、予算と実績の対比・統制などについて、月次や四半期ベースでの計画・見込・決算における数値での比較分析を経営管理全般にフィード・バックさせて役立てようとするものである。ただ、オフ・バランス取引等に関する国際企業会計原則との整合的対応もあらかじめ若しくは並行して行われなければならない。

このような対応行動について、ファンド・マネジメントを考える際にも妥当とするところの具体的な項目をあげるとすれば、

- ① ポートフォリオ管理
- ② ALM
- ③ ヘッジング金融商品
- ④ リスク・ファイナンス関連商品
- ⑤ 引当金制度

などがある。

このうち、①は、伝統的なアプローチのものであり、基本的に金融のミクロ理論として従来から評価されてきた管理手法であるが、さらに新機能・商品に対する発展も期待されている。資金調達や債務に関する領域をも含めた

資産負債両面からの総合的財務分析・評価によるALM (Asset-Liability Management) は各ポジションの大きさや、構成別変動とその方向性など、資金や信用に関係する諸指標数値にもとづき経時的把握や経営管理へのサポートを可能にしている。この②は、③と同様に、増大するコンピュータ・システムの活用によって、迅速且つ正確な演算が可能になったことで飛躍的に発展・普及してきた。特に、③の金融デリバティブズに関する商品設計のところでリスク・リターン演算などに有効となっている。ただ、先物やオプション、スワップ関連のものでも、とりわけ中小企業・自営業者や個人・家計部門向けでは、販売時での商品特性に関わるアカウントビリティにも配慮することが不可欠となっている。

④における代表的なものは、前述の保険及び再保険商品であり、リスクが実現したときに契約条件にもとづいて保険金等の支給が行われる。一般的なリスクではなく、フィナンシャル・リスクに限定する場合には、リスクヘッジ機能を持つ商品として③に区分するものも考えられる。

企業会計上の対応としては、例えば貸倒れ等へ備えた引当金制度が存在する。企業取引における審査については、銀行をはじめとする金融機関はもとより、商社や一般事業会社にあっても、企業財務分析や経営分析とこれらに要する情報管理の質的向上をはかって行くことが重要となる。近年における流通部門の自由化や、製造工業部門での系列取引関係の国際的展開が進む中では、企業集団や系列グループといった‘組織’内部での取引様式から‘オープン組織’さらには‘市場’に基盤を置く一般的な取引様式への移行が観察されているが、金融部門においては今後さらに加速することが予想される。系列取引をはじめとして日本的経営そのものが変容しようとしている経済環境にあっては、‘市場’と‘組織’の双方に関する情報の多寡と質にわたる取扱いや管理のあり方が、財務上だけでなく企業経営全体のリスク・マネジメントの成果をも左右しかねないものとなっている。

## V 効率的財務行動に向けて

わが国の金融自由化と金融改革の進展により、価格・参入・業務・財務の各分野をめぐる金融機関から一般事業会社にいたる企業行動とその内容はいっそう多様化しつつある。実際、既に4つのメガ・バンクが誕生したり、金融持株会社方式による業種業態の枠を意識しないような複合的金融グループへの企業統合や再編成などの動きが他産業部門からも関心を呼んでいる。なかでも、金融行動とそこでのマネジメントについては、個人・家計部門をも含めた広範な経済主体に対してさまざまな直接ないし間接的市場効果が反映されるようになってきている。この傾向は、自由化ないしグローバリゼーションの進展と相俟って、内外市場での金融サービス生産の競争拡大において一層促進されることになる。

また、企業財務環境の変化の中にあっては、コーポレート・ガバナンスとの関わりから、わが国でも企業においては経営と所有問題なканずく株式所有関係の動向に関心が集まってきた。たとえばプローズ（1992）による‘84年調査では、米国商業銀行の保有する株式が1%で日本の普通銀行では21%、金融機関全体でも米国が27%、日本が43%となっており、家計部門では、米国が58%に対して、わが国は27%であった。このように、銀行および家計部門などの主体間で顕著な差異が認められる。機関投資家や企業、家計の金融収益志向や金利選好の高まりにも依存して、とりわけ90年代から株式保有や株主行動にいくばくかの構造変化の兆しがうかがえるようになった。1997年末では、たとえば法人企業部門では預貯金や有価証券の保有資産に占める株式の割合が、米国と日本でそれぞれ25%、14%であるのに対し、個人・家計部門では55%、7%という値を示している<sup>20)</sup>。

一方、高齢化社会への移行に伴って、今後わが国家計部門の貯蓄率推移など貯蓄行動がいかなる動きを示すのかにも関心が高まっている。また、仮に少子化現象の永続化が見込まれるならば、既に議論されているように将来に

いたる公・私的年金制度ないし社会保障制度のあり方に直結する問題となる。これは、経済環境に関する何らかの予測下での生活設計そして家計としての将来への資金計画を含む対応のあり方が大きく関係するが、少なくとも高齢者層の個人・家計がどのような生活信条や価値観・選好を有し、いかなるライフ・スタイルをどういう計画にまとめるのかに大きく依存する。

他方、わが国の代表的な機関投資家である生命保険会社の証券投資行動とその成果は、家計貯蓄行動にも関係しており、保障性と貯蓄性を組み合わせた商品シリーズの構成とも関連するものである<sup>21)</sup>。保有動機とそれに基づく生命保険会社の企業行動や経営効率レベル、経済環境条件を組み込んだ上での時系列に基づく株式・債券等の証券に関わる比較分析などに渡る研究は、コーポレート・ガバナンスに関連して今後いっそう興味深い領域となろう。

また、家計部門の貯蓄行動との関連についても、ファースト・ステップとしての小論から展開しうる方向にあるものと考えることができる。それは、米国で顕著なように、個人・家計部門の金利選好の高まりとリスク・マネジメントへの志向などにより、投資信託等の金融資産（金融商品サービス）に対するニーズが多様化しつつも増大傾向にあること、通信情報化の進展や各種ディスクロージャーの拡充が一般化してきたことなど、個人・家計部門のフィナンシャル・マネジメントに関する市場環境の変化が著しいことによるものである。

企業・家計・政府（公共）の各部門の金融行動や商品－市場をめぐる動きは、相互に関係し合いながら一層多様且つ広範囲に拡大して行くことが予想されるだけに、それぞれの主体におけるフィナンシャル・マネジメントについても、その技術水準やノウハウの向上が期待される場所である。そして、高齢化社会への移行に伴う年金制度のあり方や負担をめぐる議論に加えて、諸基金等のポートフォリオ管理と ALM におけるセグメンテーションと総合性の問題などについても今後の取組みが期待される課題といてよい。

## 注

- 1) 財務部門は、一般に経理（主計）・資金・財務の各業務に区分できる。また、需要調査・商品企画・販売管理を行うマーケティングや、法務・PR（パブリック・リレーションズ、広報）、資材・購買の各部門についても、それぞれの専門性に認識が高まっている。
- 2) これは、ウチダ（1997）でも指摘している。
- 3) 金融分野については、例えば内田（1995）など参照。
- 4) 構造変化に関する分析では、例えば山田・江見・溝口（1969）・森口・青木・佐和（1983）、通産省（1997）、OECD（1997）ほかがある。
- 5) 中山・村上・内田（1987）、知的財産研究所（1995）、高橋（2002）などが興味深い。
- 6) 包括的に扱ったものは少ないが、例えば貝塚・金本（1994）など参照。
- 7) ファイナンスとの関連では、例えばブローズ（1992）などがある。また、アジア地域では韓国や中国などについても流通面をはじめとする固有の非関税障壁問題が指摘されている。
- 8) 日本の経営や日本型産業政策（行政指導方式を含む）は、ある意味で組織や組織間における合意形成優先主義にもとづくものとみなすことができる。ほかに、倉澤・若杉・浅子（1995）など参照。
- 9) なお、公的資金の導入について、システムック・リスク・コストと考えることが可能であるとしても、所定のルールの透明性などへの批判が提起されたのは周知の通りである。
- 10) 企業連結については、宮澤（1988）に詳しい。
- 11) メインバンクの研究は少なくないが、例えば堀内（1988）やアオキ＝パトリック（1994）、シェアード（1998）などがある。
- 12) 社外役員や取締役会をめぐる機能・役割・責任など運用・規定を含む制度的見直しの必要性が指摘されている。ほかに、長谷川（1998）などがあり、コーポレート・ガバナンスについては小佐野（2001）で詳しく取り扱っている。
- 13) インカム・ゲイン及びキャピタル・ゲインのいずれについても関係しうる。また、個人・家計部門の貯蓄行動等に関しては例えば橋木・下野（1994）、高山・有田（1996）、日本家政学会（1997）、村本（1998）など参照。
- 14) もとより、家計向けコンサルティング事業主体の経営情報開示は、基本的に銀行等と同様に要求されるものである。
- 15) 格付機関による企業評価情報の分析・解釈を含む。

- 16) 価格については、もとより金融資産に限定されないから、土地や建物などの実物資産の市場価格変動の場合にも妥当する。
- 17) 企業間関係のさらなる国際化や多様化に伴って、システム管理におけるソフト及びハードの両面で機種・規格など内外の国別・企業別取扱い基準やリスク対応方法が、官・民両部門で整備・更新されることが指摘された。
- 18) 例えば移動を含む人口動態を用いる場合には、都市化から再都市化にいたる議論（山田（1980））や行政の広域化など特定都市・地域に関する詳しい時系列分析や史的考察も有効である。
- 19) 関連するリスクについては、理論面でエーリック＝ベッカー（1972）など、実務面で日本証券経済研究所（1988）などをはじめとして少なからぬ議論がある。また、ブルーム＝フレンド（1975）も関連して触れている。他に、保険との関係では、吉沢（2001）などが詳しく論じている。
- 20) 日本銀行『経済統計月報』1998年による。
- 21) これと関連して、生命保険文化研究所他（1990）、麻島（1991）、小藤（1991）、森棟・刈屋（1998）などがある。

#### 参 考 文 献

- Aoki, M. and H. Patrick (1994) *The Japanese Main Bank System – Its Relevance for Developing and Transforming Economies –*, Oxford U.P. 白鳥正喜監訳『日本のメインバンク・システム』東洋経済新報社、1996年
- Blume, M.E. and I. Friend (1975) The Asset Structure of Individual Portfolios and Some Implications for Utility Functions, *Journal of Finance*, vol.30, pp.585–603
- Ehrlick, I. and G.S. Becker (1972) Market Insurance, Self-Insurance, and Self-Protection, *Journal of Political Economy*, vol.80, 623–648
- Japan Securities Research Institute (1997) *Securities Market in Japan 1997*, Tokyo
- Kim, J.I. and L.J. Lau (1994) The Sources of Economic Growth of the East Asian Newly Industrialized Countries, *Journal of the Japanese and International Economies*, 8, pp.235–271
- Krugman, P. (1994) The Myth of Asia's Miracle, *Foreign Affairs* 736, pp.62–78
- OECD (1997) *OECD Economic Surveys : Japan 1996 – 1997*, OECD, Paris, 経済企画庁 監訳『日本の構造改革は成功するか』東洋経済新報社、1997年

- Prowse, S.D. (1992) The Structure of Corporate Ownership in Japan, *Journal of Finance*, vol.47, pp. 1121-1140
- Uchida, S. (1997) An Overview on Public Policy Management toward Economic Development Problems in Asian Countries, *The Annual Report of Economic Science* No.35, pp. 47-54
- 青木昌彦・金基・奥野正寛編 (1997) 『東アジアの経済発展と政府の役割』日本経済新聞社
- 麻島昭一 (1991) 『本邦生保資金運用史』日本経済評論社
- 岩村 充 (1995) 『銀行の経営革新』東洋経済新報社
- 内田 滋 (1995) 『規制緩和と銀行競争』千倉書房
- 小佐野広 (2001) 『コーポレート・ガバナンスの経済学』日本経済新聞社
- 貝塚啓明・金本良嗣 (1994) 『日本の財政システム』東京大学出版会
- 倉澤資成・若杉隆平・浅子和美編 (1995) 『構造変化と企業行動』日本評論社
- 小藤康夫 (1991) 『生命保険の発展と金融』白桃書房
- ポール・シェアード (1997) 『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社
- 生命保険文化研究所他 (1990) 『生命保険新実務講座・5・ファイナンス』有斐閣
- 高橋義郎 (2002) 『現代経営と知的財産権』創成社
- 高山憲之・有田富美子 (1996) 『貯蓄と資産形成』岩波書店
- 橋本俊詔・下野恵子 (1994) 『個人貯蓄とライフサイクル』日本経済新聞社
- 知的財産研究所 (1995) 『知的財産の潮流』信山出版社
- 通商産業省編 (1997) 『日本経済の構造改革』東洋経済新報社
- 中山信弘・村上政博・内田盛也 (1987) 『知的所有権』日刊工業新聞社
- 日本家政学会編 (1997) 『21世紀の生活経済と生活保障』建帛社
- 日本証券経済研究所 (1988) 『リスクマネジメント ハンドブック』第一法規出版
- 長谷川廣編 (1998) 『日本型経営システムの構造転換』中央大学出版部
- 堀内俊洋 (1988) 『メインバンク競争と貸出市場』東洋経済新報社
- 宮澤健一 (1988) 『制度と情報の経済学』有斐閣
- 村本 孜編 (1998) 『日本人の金融資産選択』東洋経済新報社
- 森口親司・青木昌彦・佐和隆光編 (1983) 『日本経済の構造分析』創文社
- 森棟公夫・刈屋武昭編 (1998) 『リスク管理と金融・証券投資戦略』東洋経済新報社
- 山田勇・江見康一・溝口敏行編 (1969) 『日本経済の構造変動と予測』春秋社
- 山田浩之 (1980) 『都市の経済分析』東洋経済新報社
- 吉澤卓哉 (2001) 『企業のリスク・ファイナンスと保険』千倉書房