

# 金融自由化と企業財務

キーワード：金融自由化，企業財務，規制緩和，国際化

大 林 守

## 〔要 旨〕

金融自由化は，日本だけの現象ではなく，世界的な潮流である。むしろ，日本は，この潮流に追い付くために努力しているのが現実である。

世界の金融市場は，大規模な変化のなかにある。約 30 年前にユーロ市場ができてから，金融に関わる「境界」の侵食が，通貨，金融商品，金融機関，金融機能など全ての領域に渡って進行してきた。

80 年代は，「国際化」というキーワードのもとに，金融自由化がさらに加速され，地球規模のポートフォリオ管理の時代となった。

企業財務の金融自由化への対応を一言でいえば，企業財務の金融機関化である。資金の調達と運用の両面の新しい機会が増大し，それまでは，金融機関にしか不可能であったことが，企業の財務部門で可能となってきたのである。これは，同時に，リスク負担の再分配につながっている。企業の財務部門は，選択の機会が増大と引き換えにリスク負担の増大に直面している。そして企業財務の巧拙がこれまでになく資金コストの格差に直結し，企業経営を左右する時代となってきたのである。

本稿を出発点として，新しく開発中の電力財務モデルによる定量的な分析に結びつきたい。

1. はじめに
2. 世界金融市場の動向
3. 金融自由化への内圧
4. 日米円・ドル委員会
5. 日本の金融市場の開放度
6. 企業財務の金融自由化への対応
7. 電力事業と金融自由化

## 1. はじめに

わが国の金融システムは，銀行を中心とした間接金融が大きな割合を占め，市場の調整機能も金利という価格ではなく，量的な調整によるものが多いとされてきた。

しかし国債の大量発行にともなう，国債市場の急発展や国際金融取引の増大などは，従来の金融システムの構造の矛盾を明らかにした。さらに，マクロ経済的な構造としての資本輸出国

化，貿易不均衡による政治的な圧力など，従来の金融システムは，内外からの圧力も受けてきた。

昭和 59 年の日米円ドル委員会報告をエポックとして，日本の金融の制度的な枠組にメスが入れられ，金融自由化の方向がはっきりしたの

---

本研究にあたって，蠟山昌一大阪大学教授，バンカーズトラスト銀行エコノミストの Dr. Chi Hung Leung 氏，シティバンク NA の副頭取 Kenneth A Grossberg 氏，そして当研究所伊藤成康氏とのディスカッションが有益であった。

である。企業財務も、このような金融システムの変化に対して適応を進めている。

金融自由化は企業財務に新しい機会を与えると同時にリスク負担の増大を迫るものであり、電力事業も例外ではない。

## 2. 世界金融市場の動向

金融自由化は、日本だけの現象ではなく、世界的な潮流である。むしろ日本は、この潮流に追いつくために努力しているというのが現実である。

世界の金融市場は、大規模な変化の中にある。約 30 年前にユーロ市場ができてから、金融に関わる「境界」の侵食が、通貨、金融商品、金融機関、金融機能など全ての領域に渡って進行してきた。

ユーロ市場とは、ユーロ通貨を取引する市場のことである。ユーロ通貨とは、ある通貨が国境を越えて、外国の銀行に預けられたものをいう。当初、ヨーロッパにおいて顕著だったことから、ユーロという接頭語がついているが、正確には発行国以外に存在する通貨をいう。

1950 年代の冷戦時代に、東側の銀行がアメリカの銀行に US ドルを預金することを避け、ヨーロッパの銀行に預けたのがはじまりであるとされている。その後、アメリカ国内の金融政策や規制を嫌ったアメリカの金融機関にも利用され発展してきた。特に、2度のオイルショックの際には、オイルダラーの還流に寄与したことから、国際金融市場の地位を確立した。

ユーロ市場は、その成立条件からいって、貨幣を発行することがない。同時に、中央銀行にあたるものも存在しないため、金融規制がないに等しい。

ユーロ市場動向の背後では、いくつかのマク

ロ経済的な要因が働いている。

第一に、アメリカをはじめとする財政赤字の拡大がある。2度のオイルショックは、供給サイドのショックによる、不況とインフレーションを世界にもたらした。この世界同時不況からの脱出は、レーガン政権による財政赤字の拡大により、可能となった。この財政赤字のファイナンスのため、国債の大量発行が必要となり、利率ないしは利息なしに大幅にディスカウントして売るゼロ・クーポン債や政府証券市場を利用した先物やオプション市場の発展が促進されたのである。

第二に、為替レートの変動相場制への移行がある。為替レートの変動による通貨リスクは、それをヘッジする金融商品に対する需要をもたらす。そのような需要に対して、通貨先物、通貨スワップ等<sup>1)</sup>が開発され普及することになった。

最後に、グローバルなポートフォリオ選好の変化が金融イノベーションをもたらしたことを忘れてはならない。世界の富は、オイルショックにより産油国へ、その後は日本へと移動してきた。OPEC 時代は彼らが好むユーロ市場やアメリカの短期銀行預金に運用され、そしていまは日本が好む資産（現在のところはアメリカの財務省証券）へとポートフォリオ選好はシフトしている。このような債権者や債務者の選好の違いも、金融自由化を加速する要因である。

80 年代は、「国際化」というキーワードのもとに、金融自由化がさらに加速され、地球規模のポートフォリオ管理の時代となった。

金融手段の深化は、セキュリティタイゼーション（証券化）を通じて、全ての市場参加者に金融コストの低減と流動性の確保を容易にした。セ

1) 通貨スワップ

為替リスクの回避を目的として2つの債券発行体間で異種通貨建て債務を交換すること。

キュリタイゼーションといっても、ユーロ市場においては、銀行貸出から債券や NIF<sup>2)</sup> や CP など<sup>3)</sup> の証券発行へと調達の形態が変化することを言う。一方、アメリカでは自動車ローン、住宅ローンそして学資ローンにいたるまで、金融機関や企業の資産を担保に債権や CP を発行することにより、資産の流動化を図るものを行うことが多い。いずれにしろ、最近の国際市場においては、このようなプロセスを経た貸付が過半数を占める状態である。

そして、それは特に、伝統的銀行貸し付けを減少させることにより成長してきた。つまり、間接金融から直接金融へというシフトが進行してきたのである。

金融商品のイノベーションは急速に進んでいる。その最も基礎となる性格は、投資家や資金需要家の直面するリスクを個別に分割して、価格、利子率、為替レート等のリスクの回避を可能とする点にある。例えば、ある負債を解剖してみると、債務者、金額、通貨、期間、そして金利という複数の項目がひとまとめになったものと考えられる。そして、それぞれの項目には特有のリスクが存在する。従来は、このような複数のリスクもひとまとめとして取り扱われてきた。しかし、このような項目を分解し、それぞれを交換可能とすれば、リスク回避の機会は増大する。この事実を、縦横に活用した良い例が金利スワップ取引<sup>4)</sup> である。

以前は、金融自由化を推進する力を持っているのは、ユーロ市場くらいなものと考えられていた。日本のみならず、多くの国々においても、金融に関しては規制でがんじがらめの状態か、市場集中が進んだ状態であった。しかし、底流では金融自由化を求める圧力は高まりつつあったのである。

金融自由化を求める圧力は、伝統的な銀行業務が需要家の要求に答えることができなくなったことによる後押しがあった。つまり、債務国問題と世界同時不況は、銀行の資金の貸付先の悪化に直結した。このため、銀行の収益構造は悪化し、貸出金利の上昇につながったのである。

この結果、大企業や政府などは、銀行以外のルートで資金調達した方が、安く資金が手に入る状態となった。同時に、この機会を利用して、銀行以外の金融機関は商品開発と販売を活発化した。このような状況で、銀行は収益の確保のための商品開発に乗り出さざるをえなくなり、それまでは利益を保証してくれた規制の多くが、逆に邪魔になり始めたのである。

また、日本やアメリカの銀行は、銀行業務と証券業務の兼営を禁止されているため、規制を逃れることの可能な国際ビジネスへの進出が盛んとなった。この国際化は、スワップ取引の開発と急成長により拍車がかかった。

金融自由化は、コンピュータやコミュニケーションといった分野の技術進歩に負うところが大きい。このような技術革新は、計算コストや通信コストを毎年著しいスピードで低減させている。これにより、世界規模の金融市場の統合や 24 時間取引が実現しているのである。

さらに、新金融商品は、コンピュータによる商品設計やリスクのモニタリングの可能性を前提に売買されている。今日の最適なリスク管理戦略は、国境と市場をまたにかけた複雑なも

2) NIF (ノートイシュアンスファシリティ)

ユーロノート等短期証券の発行と一定枠内で銀行が発行体に保証することで、実質的な長期調査となる。

3) CP (コマーシャルペーパー)

無記名式の無担保短期証券のかたちをとる短期調達運用手段。

4) 金利スワップ

発行体間の信用格差以上に金利格差がある場合、金利格差分を分配し、金利支払いを交換する。変動金利と固定金利の間の比較優位を利用するものが多い。

のであり、データ処理の能力とスピードが不可欠なのである。このような金融のイノベーションは、ユーロ市場で実現されているものが多い。

### 3. 金融自由化への内圧

日本の金融自由化を考えるためには、日本経済のマクロ的な構造を理解しておく必要がある。それは、日本のI～Sバランスからみた貯蓄超過であり、そして、その貯蓄の輸出、つまり資本輸出国としての日本の役割である。

日本経済の資本輸出国化は、1984年の経済白書により議論されたものがポピュラーである。この議論の基礎にあるのは、資本主義経済の発展と国際収支の発展パターンを分類する、国際収支の発展段階説である。

1981年度以降、日本経済の経常収支は黒字基調であった。そして1982年度から翌年度にかけて黒字が急激に拡大した。この時期、ドル高が進行したこと、そして日米の景気のスレ違いがあったことなどを加味しても、1983年度の黒字の拡大はすべてを説明できず、巨額の誤差を残した。このことから、経済白書は中長期的な要因が働いていることを議論したのである。

国際収支の発展段階は、次の6段階に分類できる。

- ① 未成熟債務国
- ② 成熟債務国
- ③ 債務取崩し国
- ④ 未成熟債権国
- ⑤ 成熟債権国
- ⑥ 債権取崩し国

この段階説は、一国の盛衰を説明する国家のライフサイクル説といえる。ボックス・ブリタニカ、ボックス・アメリカーナと呼ばれ、覇権

国家として君臨してきた国々にも当てはまるものである。この説によれば、日本は未成熟債権国家から成熟債権国家への過渡期にあるといえる。

それでは、輸出するほど資本を持った日本の、資金循環を観察してみよう。部門別に資金過不足の対名目GNP比率をみてみると、オイルショックを境に、公共部門の赤字が増大し、一方で法人企業部門の赤字額の低下がみられる。また、最近になってから、海外部門の赤字が急速に増加しているのが分かる。これらは、オイルショック以後の、財政赤字の定着、低成長下への企業の投資行動の適応、そして経常収支の黒字の定着と対応しているのである(図3.1)。

つまり、究極的な黒字主体である家計から赤字主体の法人企業へ流れていた資金が、家計から公共部門へと流れを変化させるとともに、海外へと漏出し始めたのである。この動きが一時的なものではなく構造的なものとなった事実が資本輸出国化であり、否応なしに金融の国際化を迫るものなのである。

国債の大量発行と金融の国際化は、二つのコクサイ化と呼ばれ、戦後の伝統的な金融制度の見直しに直結した。

投資が投資を呼ぶと言われた高度成長期に象徴されるように、戦後は企業の設備投資意欲が強く、かつ投資が生産の増大にうまく結び付いていた。金融機関は、家計貯蓄をスムーズに企業へと流れさせることを第一に設計し運営された。また、資本市場を育生する時間がなかったため、間接金融を中心とする統制色の強い競争制限的な金融構造が形成された。

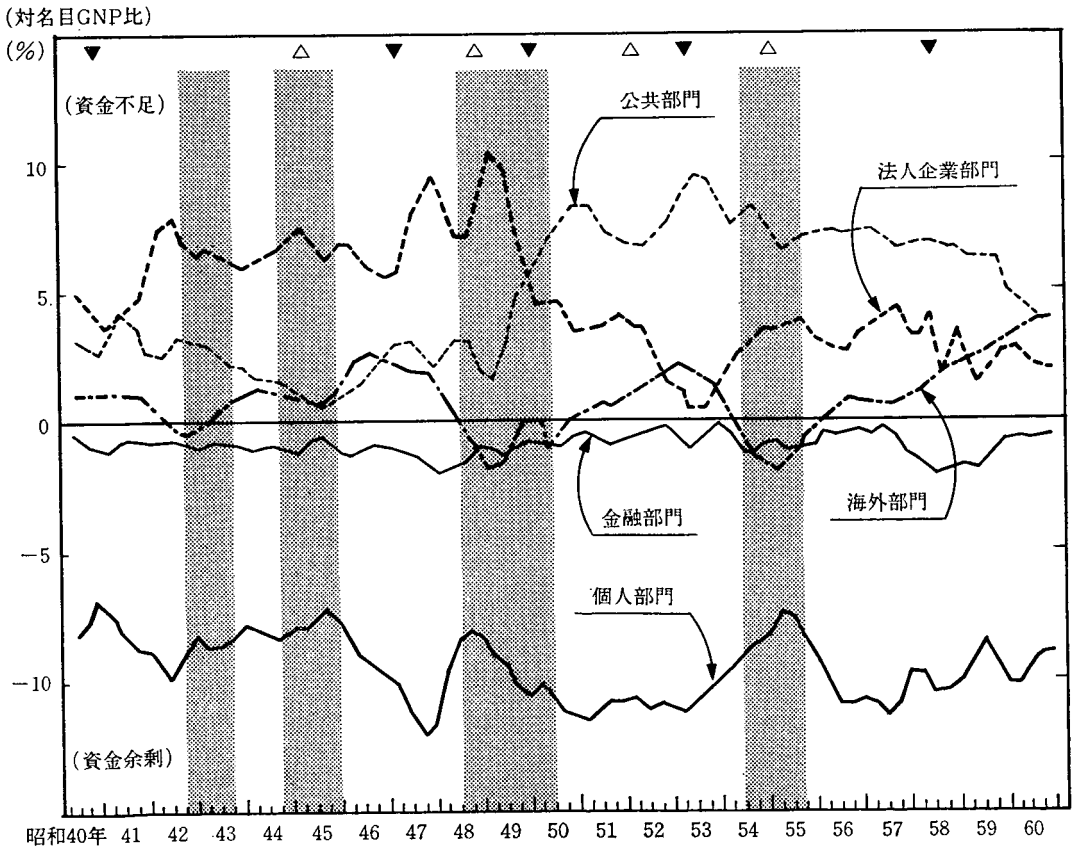
具体的には、三つのPの規制が金融構造を性格付けてきた。三つのPとは、

- ① Price 価格つまり金融の場合は金利の規制
- ② Product 業務分野、金融商品の規制
- ③ Place 店舗規制、参入規制

のことである。金利の規制はすべての金利を当局が決定するものであった。通常の場合、規制金利は市場の実勢により決定される市場金利と異なるため、規制金利の水準を維持する仕組みが必要となる。このため、国内では金融商品の開発を規制し、なおかつ国外の市場と関係を遮断した。つまり、海外との資本取引を禁止したのである。

金融商品の規制は、業務分野の規制でもある。代表的な業際規制は、長短分離、信託分離、銀行・証券の兼営禁止の三つである。長短分離とは、都市銀行は短期性の預金、長期信用銀行や信託銀行は長期性の預金しか集めてはならないという規制である。信託分離は信託銀行のみに信託業務を認めるものである。そして、銀行・証券の兼営規制は銀行に国債以外の証券業務を認めないものである。

店舗規制には、新規参入規制、店舗増設規制、また東京証券取引所の会員権の規制などを含める。



(注) 1. 季節調整済み、3期加重移動平均値(ウェイト1:2:1)。  
 2. シャドー部分は金融引締め期間(以下の図表同じ)。  
 3. △印は景気の山、▼印は景気の谷(経済企画庁調べ)。

出所:日銀月報,昭和61年6月。

図 3.1 部門別資金過不足の推移(対名目GNP比率)

このように、決められた業務分野で保護され、金利も決定された金融市場は、非効率的であるのが普通である。しかし、オイルショック前までは、このシステムは産業の育成に必要な長期の安定的な投資資金を家計から企業へと結び付けるといった目的においては成功していた。しかし、オイルショック以後の資金循環の変化には、対応することができずに様々な矛盾を露呈した。

日本経済はオイルショックの影響を受けたが、何とかこれを乗り切ることになった。その結果として、家計の金融資産の蓄積が継続して行われた。これに追従する形で、消費者信用が伸びたため、家計の資産・負債の両建て化が進んだ。このため、家計の資産・負債両面の管理が進み、流動性資産から貯蓄性資産へという金利選好や節税商品の活用など家計の金融行動の高度化がみられるようになった。また、人口の高齢化を背景にした、生命保険や年金の残高も急速な伸びを示している。

企業の金融行動も、「財テク」という言葉が示すように、高度化してきた。資金の調達サイドをみても、伝統的な間接金融手段である国内からの借入金が減少し、海外からの調達が増加していることが分かる。資産運用のサイドでは、現預金のなかで自由金利預金へのシフトがみられる。また、現預金対有価証券の運用でみると、有価証券へのシフトがみられる。さらに、規制金利対自由金利では、自由金利へのシフトが急激で、昭和58年には資産の半分以上が規制金利商品で運用されていたものが、昭和60年には資産の9割以上が自由金利商品で運用されるまでに至っている。

このように、間接金融の担い手で規制金利商品を販売している銀行にとっては、家計や企業

の財テク指向は顧客を失うことに結びついた。いわゆる「銀行離れ」が始まったのである。同時に、大量の国債発行がその引き受け手である都市銀行を中心とするシンジケート団のポジション悪化につながる形で、手に負えない状況となった。このため、国債の大量在庫をどうさばくか、そして銀行のポジションの悪化をどこから資金調達するかという問題が生まれたのである。そしてその活路は、結局のところ、客の逃げていった先である、自由金利市場に求めざるをえなかったのである。

このようにして、金融自由化に対する要求は、金融機関も含めて、内圧を高めていったのである。

#### 4. 日米円・ドル委員会

こうして脹らんできた、金融自由化というバブルに針をさしたのは、アメリカからの外圧である。この二度目の黒船は、それまで蓄まっていた圧力を放出させたのである。最近、ロンドンのシティーが思い切った自由化を行なったことを差して「ビッグ・バン」というが、日本の金融自由化のスケールと比べると比較にならないほど「スモール・バン」である。もちろん、シティーの自由の程度と東京の自由の程度を比べれば、シティーの方が自由である。しかし、自由化の始点と到達点の落差は日本の方が格段にある。

さて、その第二の黒船は、何回も航路を変えてきた。この始まりは、円安操作論に始まる。日本の経常収支の黒字が構造的になり始めた昭和57年ごろ流行した、「日本は円安誘導により、貿易を有利に行っている」という議論である。これは、この時点で、根拠のないものであることとして単発の議論であった。しかし、日

本との貿易バランスが改善しないことに対するアメリカのプラストレーションは、手をかえ品をかえ円安操作論のトーンを変化させて持ち出してきてきた。この、どちらかというとうい論理の議論も、政治的なテコの役割を果たし、レーガン訪日向けに、竹下=リーガン声明において、日米円・ドル委員会の設置という成果を生んだ。

こうして、昭和 59 年 5 月 30 日に日米円・ドル委員会報告書と大蔵省による金融自由化の「現状と展望」が発表され、日本の金融市場の自由化が決定的となったのである。円・ドル委員会の内容に、追加検討項目を付する形で「現状と展望」は書かれている。これは、黒船による門戸開放を逆手にとって、懸案の国内金融市場の自由化を図り、国内金融秩序の再構築をも目指すものといえよう。

表 4.1 金融自由化の進展状況

|                      |   |
|----------------------|---|
| I. 金融・資本市場の自由化       |   |
| 1. 大口定期預金金利規制の撤廃     | ○ |
| 2. 市場金利連動型預金の導入と規制緩和 | ○ |
| 3. CDの発行の弾力化         | ○ |
| 4. 小口預金金利の自由化        | × |
| 5. 円建BA市場の創設         | ◎ |
| 6. 短期国債市場の検討         | △ |
| 7. 外国為替の実需原則の撤廃      | ◎ |
| 8. 居住者の海外口座          | ◎ |
| 9. 円転規制の撤廃           | ◎ |
| 10. 円建対外貸付の自由化       | ◎ |
| 11. 外銀による国債ディーリング    | ◎ |
| 12. CP市場の開設          | ○ |
| 13. 起債市場の弾力化         | ○ |
| II. 外国金融機関のアクセス      |   |
| 1. 外国証券会社による東証会員券取得  | ◎ |
| 2. 外銀の信託銀行業務への参入     | ◎ |
| 3. 金融行政の透明性          | ○ |
| III. ユーロ円市場、円の国際化    |   |
| 1. ユーロ円債の発行と規制緩和     | ○ |
| 2. ユーロ円CDの規制緩和       | ○ |
| 3. ユーロ円貸付の自由化        | ◎ |
| 短期                   | ◎ |
| 中長期                  | ○ |

◎：完全実施，○：進展中，△：不完全，×：未着手。

出所：財政金融統計月報 416, 1986 年 12 月。

さて、この円・ドル委員会報告の後、何回かのフォローアップとアクションプログラムを経て、金融の自由化と国際化は大きく進展している。小口預金金利の自由化などの懸案事項はあるものの、スケジュールはこなされてきている(表 4.1)。

ユーロ円市場の育成による、円の国際化は、ユーロ円債、ユーロ円 CD、ユーロ円貸付などについて自由化措置が講じられてきている。

円の国際化のブースターとして、円の国際的取引の自由化を進める東京オフショア市場も発足した。

今後の課題としては、小口預金金利の自由化が大きな問題である。しかし、小口イコール弱者の意識の強い行政当局は、慎重なスケジュールを立てている。また、規制の枠外である、郵便貯金とのバランス問題の調整もとらなければならない。このため、小口預金金利の自由化は時間がかかりそうである。業界問題は、現実が先行して金融サービスの一元化が進んでいるため、早急に手を打つ必要がある。しかし、現在の時点では、大蔵省が委員会を組織し審議が行われているに留まっている。

さて、ここで金融自由化、あるいは金融規制緩和の理論的な整理をしておこう。金融自由化の始動が、どちらかというマクロ経済的な要因と、それにとまなう政治的な要因によるものであることは否定できない。しかし、規制の根拠となっていたものは、もともとミクロ経済的あるいは厚生経済学的なものである。

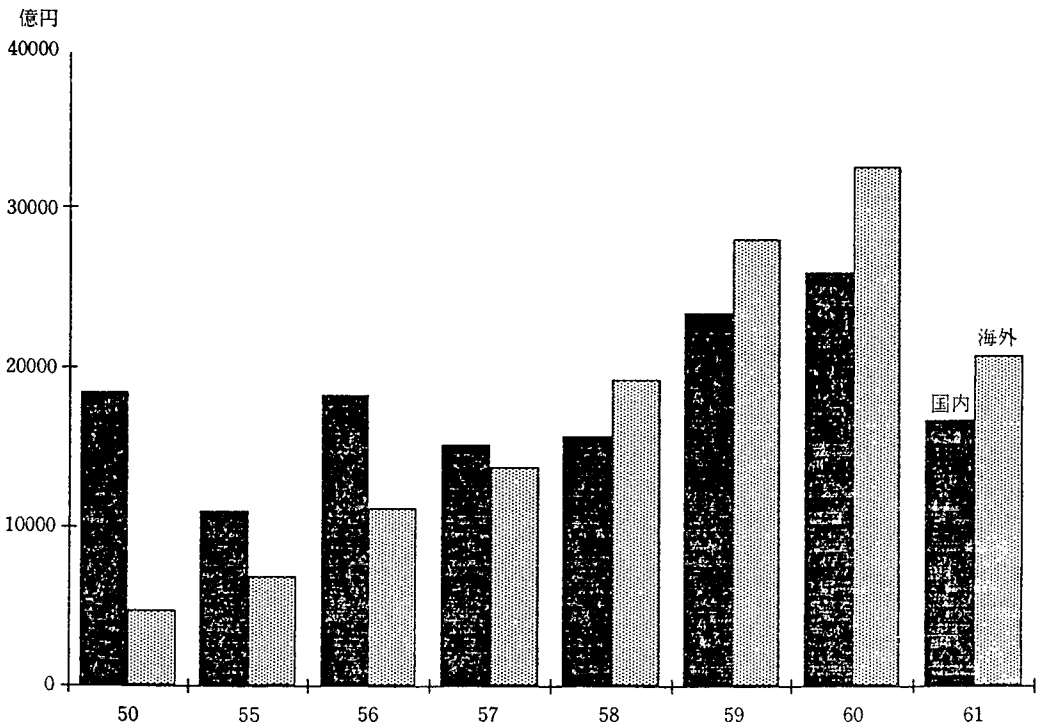
規制の根拠は、効率的かつ安定的な市場の実現に求められるとするのが妥当である。金融市場の規制を、特徴付けるのは、決済制度の信用秩序と関係してくる点にある。貨幣なり証券は、いわゆるペーパー・アセットであり、信用

がなくなれば、ただの紙切れとなる。特に、ハイ・パワー・マネーと直結した銀行は、預金の取り付けという、一斉引きだしのリスクを持っている。このリスクは、市場で解決できるものではなく、政府による規制が正当化される。個人の情報コストを考えると、信用不安がうわさされた銀行に関しての正しい情報を入手するよりも、預金を引き出すことの方が合理的である。また、ある銀行の倒産は、連鎖反応を起こし、信用秩序を乱す可能性も高い。したがって、なんらかの規制の必要性についての疑問はない。問題は、現行の規制が本来の機能を果たしているかどうかにある。

これまでの金融規制の性格は、競争制限的な色彩が強い。3Pに象徴される金融規制は、金利という価格による競争を制限するのではなく、

それを禁止し、金融新商品の開発や店舗の開設などの制限を行った。このような状況のもとで、業績を伸ばす競争を行うため、金融機関の競争とその結果は、いびつなものとなった。一等地に、高い地価を払って支店を営業し、個人預金というコストの安くない資金を集めてもペイする銀行の存在が正当化されたのである。

金利の自由化は、すでに大口預金は終了し、小口預金金利の自由化のカウントダウンの状態である。金利自由化を阻んできた理由は、市場破滅的な金利競争の可能性であった。しかし、他の資金運用手段が金融新商品として登場してくる時に、預金金利のみが規制されていることは、金利動向により資金のシフトが起こる可能性をつくることになり、本来の安定的な金融秩序という規制の目的からはずれる。逆に、預金



出所：財政金融統計月報 419, 1967年3月

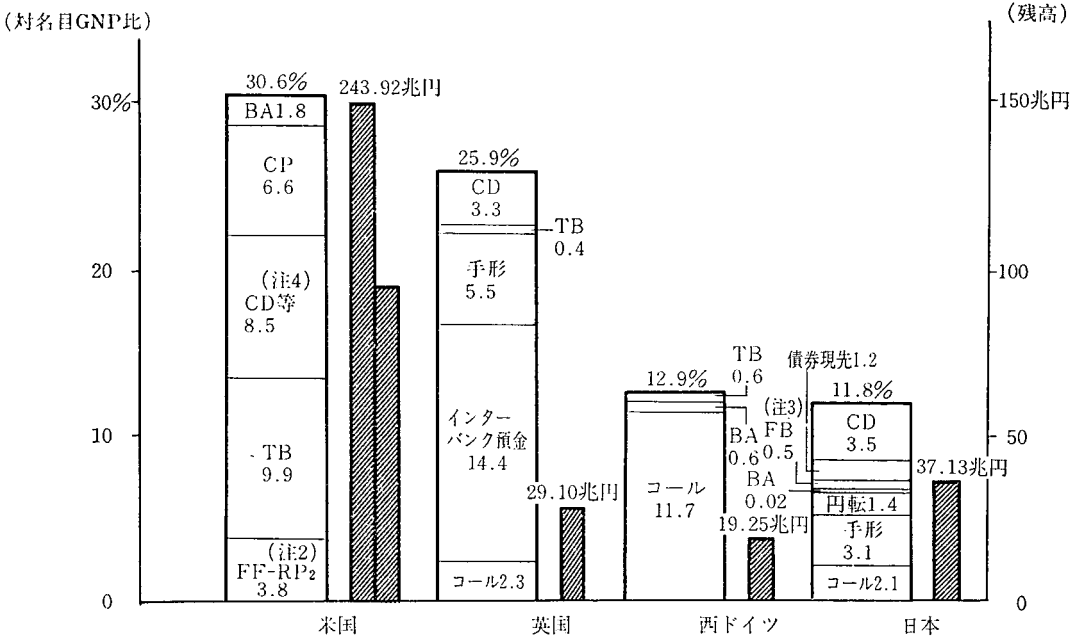
図 4.1 我が国企業の社債発行額の推移



金利の規制を有効にするためには、他の運用手段の規制を同じに行なう必要があり、資金の効率的な配分と矛盾する。

店舗規制や業務分野の規制は、金融業の生産構造において、規模の経済や範囲の経済があるかどうかに関わってくる。規模の経済があれば、大銀行が多数の支店をもつという市場集中をもたらす可能性がある。銀行業に関する実証研究では、規模の経済はないという結果があるが、コンピュータ導入を考慮すると規模の経済があるという結果もある。いずれにしろ、規模の経済がない場合は、規制に意味はないし、ある場合でも規模の経済的効果を活用する規制を考えることが独占禁止法の運用などにより可能である。

範囲の経済は、一つの業務を専門的に行なうのではなく、いくつかの業務を兼業することにより生産費を削減できることをいう。金融サービスにおいては、情報処理技術の発達などにより情報関連の経営資源には範囲の経済が存在するという実証結果がある。範囲の経済は、それをもたらすベネフィットコストの算定が複雑である。業務を増やすことにより、ビジネスリスクの相違が本業のリスクを増大させる可能性がある。また、本業と新業務とのあいだで、利害の対立をおこす「利害相反」の可能性もある。また、インサイダー・トレーディングのような、機密事項の悪用の可能性もでてくる。このように、範囲の経済性は様々な問題を提起する。基本的には、規模の経済と同様に、禁止す



(注) 1. 円換算は昭和 60 年 6 月末の為替相場を使用。  
 2. 統計上の制約から RP<sub>a</sub> (現先市場) と FF (コール市場) の合計として表示。  
 3. FBは市中売却された政府短期証券の 60 年 1 ~ 6 月中平残値を使用。  
 4. 統計上の制約から大口定期預金 (1 口 10 万ドル以上) を使用。

(資料) 日本銀行「調査月報」  
 出所：資本市場 1987.6 (No. 22)

図 4.2 主要国の短期金融市場 (昭和 60 年 6 月末)

べきは独占禁止法を適用し、経済的な効率性は追求するのがコンセンサスとなっている。

また、銀行による間接金融の優位と長短分離は、資本市場やオープン市場の発展を制限した。この結果、長期資本の調達のための社債起債市場や、短期のマナー・マーケットの未成熟という現実を生んだ。起債に関しては、1983年には海外が国内の起債を上回る状況となった(図 4.1)。また、国内の起債も、電力債がほとんどで、一般企業の起債は9割以上が海外という状況を呈した。短期金融市場の規模も、対名目 GNP 比でアメリカの3分の1、イギリスの半分以下という状況である(図 4.2)。

このような状況を生んだ原因の一つに、有担保原則がある。物的な担保を基準として、金利という価格ではなく、量的な資金配分をするシステムとなっていたのである。

これらの結果として、日本の金融システムは、長期的で暗黙的な契約関係によるものとなった。そこでは、コストとリターンを毎回きちんと計算し、取引を手じまうのではなく、相対の信頼関係で、長期的な総合的な取引を行なう。

あたかも、労働市場における終身雇用制と同

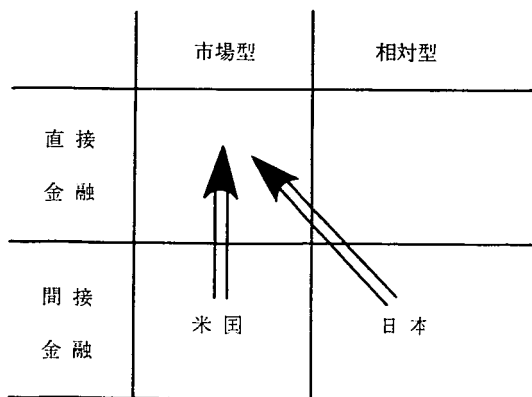


図 4.3 金融自由化のトレンド

様なものが金融システムにも成立していたのである。一方で、アメリカやユーロ市場における金融取引は、毎回採算をはじく、短期的な市場型システムが主流となった(図 4.3)。

日本の金融システムも、自由化・国際化のもとで、世界のスタンダードに接近していくものと考えられる。

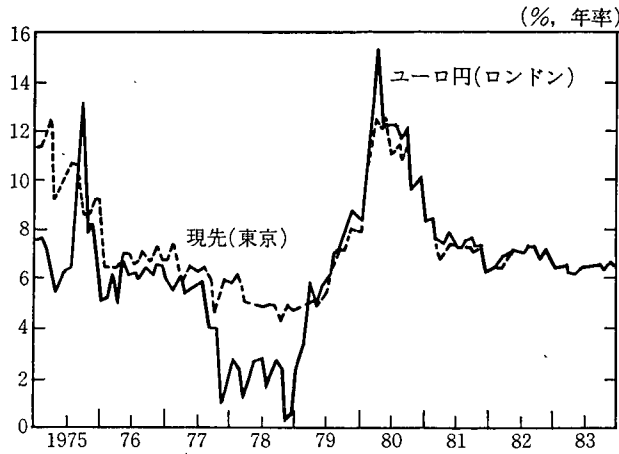
## 5. 日本の金融市場の開放度

日本の金融市場の開放度をみるには、内外の金利裁定関係をみる方法と資本移動をみる方法が考えられる。

金利裁定は、円という資産を運用する場合には、もし規制がなければ、日本国内で運用しようと、海外で運用しようと、収益率に差がない状態をいう。いま、国内の預金利率を  $i$  とし、ユーロ円預金金利を  $r$  とすると、 $i=r$  の状態をいう。もし  $i>r$  ならば、国内に預金をもっている投資家は、そのまま預金をもつ。一方、ユーロ円で運用している投資家は、ユーロ円を、日本国内の預金に振り向けようとする。このような動きが止まるのは、内外の利率が等しくなった時である。

図 5.1 は、ユーロ金金利と現先レート(国内の自由金利である。この図から、1978年までは、国内金利がユーロ円金利を上回っていた。この事実から、日本が資本流入規制を行っていたことが推測できる。もし、そうでないなら、資本流入により国内に円資金の超過供給が起こり国内金利が低下するか、ユーロ市場で超過需要が発生しユーロ円金利が上昇するなどの金利裁定が起こってしかるべきである。

日本は、1979年に非居住者の現先の取得を認めた。これにより、金利裁定が働くようになり、現先レートとユーロ円レートの金利差は、



出所; Economic Report of the President (1984)

図 5.1 円金利

表 5.1 日本の金融市場の開放度 ユーロ金利 (3カ月) マイナス現先金利

|     | 自由化前<br>1975年1～月1979年4月 | 自由化後<br>1979年5月～1983年1月 |
|-----|-------------------------|-------------------------|
| 平均値 | -1.84                   | 0.26                    |
| 分散  | 3.29                    | 0.22                    |

出所; Frankel (1984)

自由化前の平均マイナス 1.84 から 0.26 へと縮小した。また、分散も 3.29 から 0.22 へと縮小した。これは、現先市場が国際金融市場に統合されたことを意味する (表 5.1)。

一方、資本移動の面から、金融市場の統合度をみるには、フェルドシュタイン=ホリオカ (1980) のテスト (FH テスト) がある。FH テストは、国際資本移動の程度を、国内投資率と国内貯蓄率の関係を通して、把握しようとするものである。

いま、国内投資 ( $I$ ) と国内貯蓄 ( $S$ ) を国内総支出 GDP ( $Y$ ) により、国内投資率と国内貯蓄率を定義し、この関係を以下のように書く。

$$\frac{I}{Y} = \alpha + \beta \frac{S}{Y}$$

完全な資本移動と小国の仮定のもとでは、 $\beta$  はゼロでなければならない。また、小国の仮定をはずしても、完全な資本移動のもとで、 $\beta$  が大きな値をとることはまれであろう。

$\beta$  が 1 に近い数字をとることは、ある国の貯蓄がほとんどその国の投資に振り向けられることを意味する。完全な資本移動のもとでは、貯蓄の増加は、世界の貯蓄のプールにそそぎこまれ、当該国の投資機会とは直接の関係をもたないはずである。国民総貯蓄と国民総投資の恒等式は、国内貯蓄と国内投資が等しいことを保障するものではない。

例えば、日本の資本輸出国化が良い例である。国内投資を上回る国内貯蓄が長期に渡って存在する状態があるのである。

さて、フェルドシュタイン=ホリオカの推計では、1960～74 年の OECD 加盟国のデータを使用した時、 $\beta$  は 0.89 ( $t$  値=12.0) という結果をえた。また後に、国際資本移動が活発化した、1975～79 年を再推計した結果でも、 $\beta$  は 0.865 という高い数字を示した。これらから、国内投資と国内貯蓄の密接な関係を結論してい

る。一方、ターナー（1986）は、サンプルをより網羅的にし、1975年以後1その他はゼロのダミーを導入した結果、次ぎの結果をえた。

$$\frac{I}{Y} = 0.056 + 0.045D + 0.735\frac{S}{Y} - 0.152\frac{S}{Y} \cdot D$$

(7.0) (3.8) (23.7) (2.5)

$$\hat{R}^2 = 0.573 \quad \text{サンプル：1960～1983}$$

OECD 加盟国

この結果によれば、最近の傾向として、国内投資と貯蓄の関係の密接さは低下しており、世界金融市場の統合が深まりつつある。つまり、国内投資のファイナンスが、国内貯蓄に大きく依存するのではなく、世界の貯蓄のプールから行なわれるようになったことを示していると理解できる。

同様なテストを、もっとも国際金融市場に対して開かれた国であるイギリスのデータで行なうと、以下のような結果がえられた。

$$\frac{I}{Y} = 0.174 + 0.105\frac{S}{Y} \quad R^2 = 0.046$$

(14.5) (1.1)

サンプル：1960～1984

データ：OECD

この結果によれば、イギリスの国内貯蓄と国内投資の間には、ほとんど関係がなく、完全資本移動の仮定とうまく合致する。

日本のデータに、同様なテストを行なった結果が、以下の通りである。

$$\frac{I}{Y} = 0.154 + 0.807\frac{S}{Y} \quad R^2 = 0.778$$

(12.0) (6.5)

サンプル：1972～1985

データ：国民所得統計

この結果によると、日本においては国内投資と国内貯蓄の関係が密であり、世界金融市場と

の統合は、これからと言える。1975年以後1で他はゼロのダミーを導入すると、係数はマイナスとなり、世界金融市場への統合度が高まりつつある傾向を示しているが、統計的に有意ではない。また、ダミーを変化させたり、データをOECDベースの国民所得にかえても有意な結果はえられなかった。

$$\frac{I}{Y} = 0.186 + 0.683\frac{S}{Y} - 0.057\frac{S}{Y} \cdot D$$

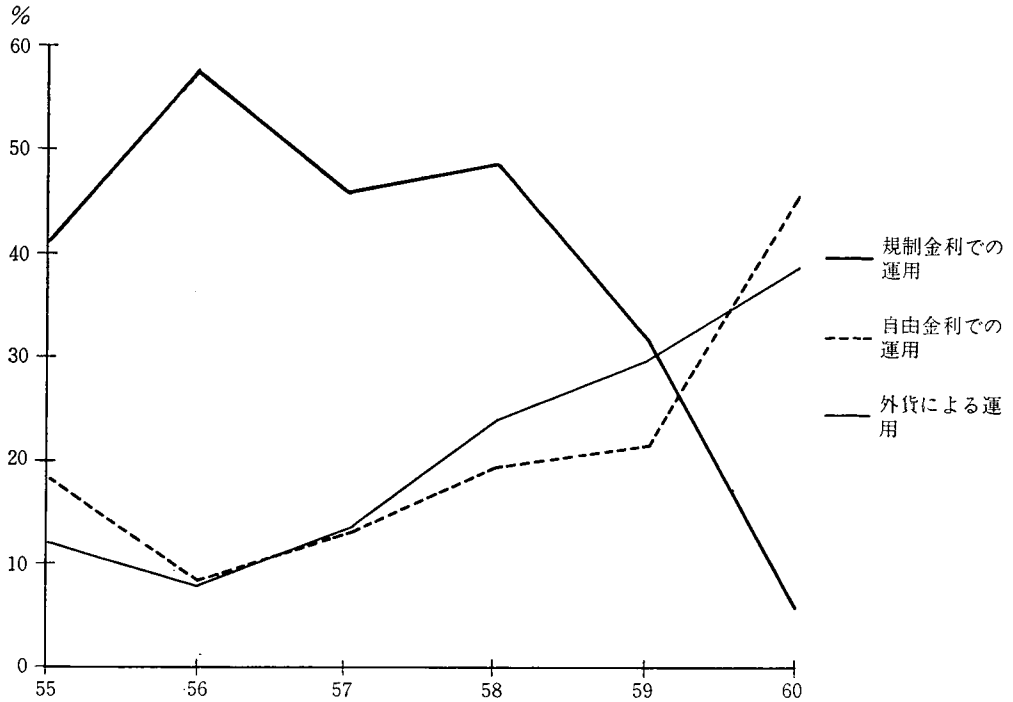
(14.2) (3.4) (0.8)

$$R^2 = 0.790$$

## 6. 企業財務の金融自由化への対応

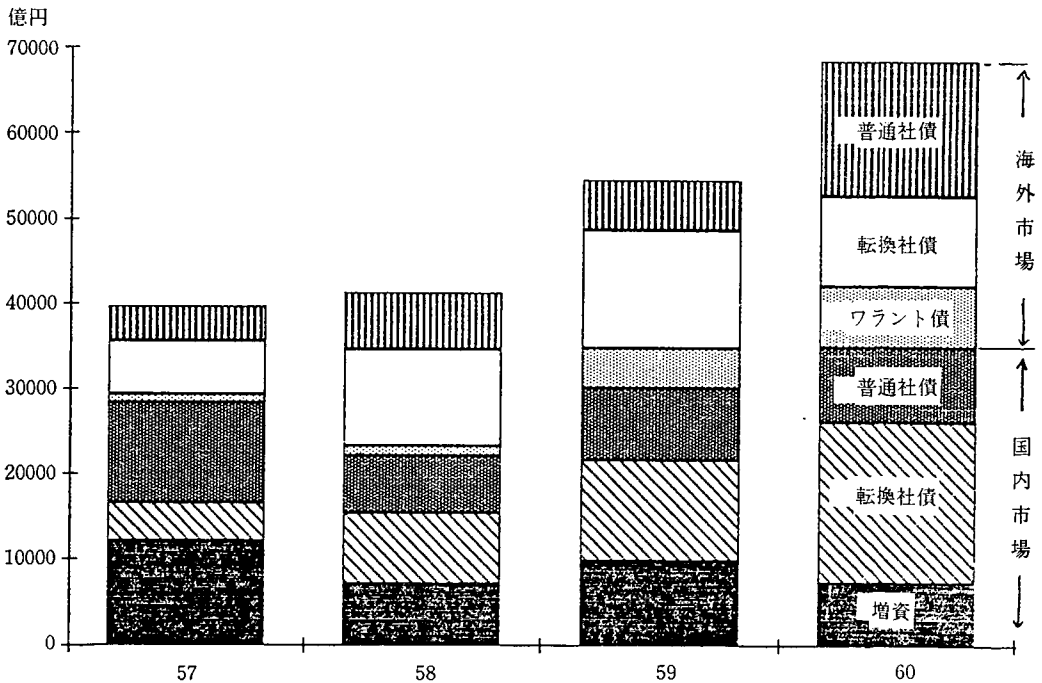
企業財務の金融自由化への対応を一言で言えば、企業財務の金融機関化である。資金の調達と運用の両面の新しい機会が増大し、それまでは金融機関にしか不可能であったことが企業の財務部門で可能となってきたのである。これは同時に、リスク負担の再分配につながっている。企業の財務部門は、選択の機会の増大と引き換えにリスク負担の増大に直面している。そして、企業財務の巧拙がこれまでになく資金コストの格差に直結し企業経営を左右する時代となってきたのである。

金融自由化が企業財務の運用面にもたらしたものは、自由金利商品ならびに外貨による運用などである。資産運用の増加額をみると、規制金利商品による運用から自由金利商品による運用に大きなシフトが生じている。また、海外取引の自由化により外債による運用が急激に増加している。もちろん、外債や外貨預金による運用は、内外金利差の動向に左右され、自由化されたからと言って、必ず増加するものではない。この時期の急増は、内外金利差の継続とアメリカの債券市場の堅調などの好条件が取引の



出所：日銀「調査月報」昭和60年6月

図 6.1 法人企業部門の資金運用の動向（残高増加額構成比）



出所：財政金融統計月報 419, 1987年3月

図 6.2 法人企業部門の内外証券市場を通ずる資金調達

自由化と重なったことによるものである（図 6.1）。

資金の調達面においては、外貨債の発行が盛んである（図 6.2）。これは、日本の起債市場と比較して、発行が無担保債であることや手続きが簡略であることが基本にある。さらに、デュアル・カレンシー債<sup>5)</sup>、ワラント債<sup>6)</sup>など多様な起債が可能であり、かつ、これらにより調達コストの引き下げが可能となることが理由としてあげられる。このような海外起債の増加による、国内起債市場の不振は国内起債制度の見直しにつながり、国内でも転換社債による起債は持ち直した。国内の資金調達手段のメニューは、金融自由化のスタートの遅れにより、まだ貧弱さが目立つ。CP（コマーシャル・ペーパー）の導入、新しい調達手段を増加していく必要が議論されている。また、自由金利による運用の逆側として、調達も基準金利にある数字を上乗せするというスプレッド貸出に移行してきている。このような状況の中で、いわゆるメイン・バンク制も侵食され始めている。

このような、資産と負債の両面における自由金利商品や外貨商品の増加は、バランスシートの両側の管理の必要性を、企業財務にせまるものである。金利の変動や為替レートの変動は、規制金利および金融鎖国時代とは比較にならない影響を企業の財務構造にあたえる可能性を持つ。このため、金融機関のリスク管理手法として開発された、ALM（資産負債・管理）手法の企業財務への適用が必要と考えられる。

企業財務が国際化していく中で、企業財務の制度や会計制度の国際化も問題となっている。海外で起債する場合に必要とされる企業の格付け制度は、日本企業の財務構造を世界的なスタンダードに合致させる誘因を持つとともに、日

本の起債市場における格付け制度を普及させ、世界的なスタンダードに合致させる必要を生じさせている。日本企業が海外で可能な財務行動は、基本的には外国企業が日本においても行うことが可能となるというレシプロシティ（相互主義）が重要な問題となっている。

資金の量が問題となった高度成長期と異なり、いまは「質」の問題が表面化している。特に、格付け制度の定着は、企業のパフォーマンスと資金コストが直結する可能性を高める。

企業は、それぞれの個別の製品市場では、自分の土俵の上で競争を行っている。一方、資本市場はよりグローバルな市場であり、オカネの共通のプールから、企業のみならず家計や政府などによる資金獲得競争が行なわれている。このような市場においては、格付け制度は企業の投資家に対する広報（インベスター・リレーション）の意味を持つことを認識しておく必要がある。

金融のイノベーションにより、資金調達や運用は、よりフレキシブルなものとなってきた。スワップなどの利用は、バランスシートの資産と負債の両面の操作を可能としている。この事実は、以前のように資金の調達時や運用時のコスト計算や利回り計算だけではなく、調達後ならびに運用後の効率的な資金のメンテナンスが重要となってきたことを意味する。それは、調達面においては、借入時や起債時だけではなく、日常的に低コストかつ低リスクの債務構成を実現するように努力する必要性を生んでいる。その例として債務構成の通貨別最適比率を

- 
- 5) デュアルカレンシー債  
払い込み及び期中利払いそして償還を異種通貨で表示し、事前に決めた為替レートで償還するもの。
- 6) ワラント債  
通常の債券に、他の債券を一定条件で購入できるワラントを付けて発行される債券。

表 6.1 外貨調達ポートフォリオの計算例  
(五通貨モデル)

|            | ケース1  | ケース2 | ケース3 |
|------------|-------|------|------|
| リスク(標準偏差)  | 0.0   | 3.0  | 12.4 |
| 平均利子       | 8.0   | 7.1  | 5.2  |
| ポートフォリオ構成比 |       |      |      |
| アメリカドル     | 0.0   | 6.9  | 20.0 |
| スイスフラン     | 0.0   | 0.4  | 20.0 |
| ドイツマルク     | 0.0   | 2.9  | 20.0 |
| イギリスポンド    | 0.0   | 14.4 | 20.0 |
| 日本円        | 100.0 | 75.4 | 20.0 |

(注) 単位はパーセント

ケース1は、モデルの前提条件である円での調達コストが8%でリスクなしを意味する。ケース2は、最適なポートフォリオ(最小コスト・最小リスク)の例である。均等に調達した場合は平均利子を下げることが可能となるがリスクが増加することがみられる。この数値例はスワップその他により債務構造が可変であることを前提に算出されている。筆者計算。

計算したのが表 6.1 である。

## 7. 電力事業と金融自由化

日本は、低成長、高齢化、円高、NICSの追い上げなどによる、構造転換をせまられている。このような状況において、電力事業は、①現在の需要の低迷、②将来需要と低成長予測、③低成長予測にともなう設備投資計画の見直し、④電力市場における競争、⑤代替エネルギーとの競争、⑥電力料金の見直し、⑦経営内容の格差の拡大などの問題に直面している。アメリカの電力事業は、多くの共通の問題を抱えてきた。そこで、アメリカの財務対応例をみると、①持株会社の設立、②金融子会社の設立、③多角化などによる経営刷新に努めてきている。

日本の場合は、独禁法により、持株会社は認められていない。しかし、アメリカをはじめ海外では認められていることから、レシプロンティー(相互主義)の面から日本でも実現する可能性がある。持株会社の利点は、本来の業務を

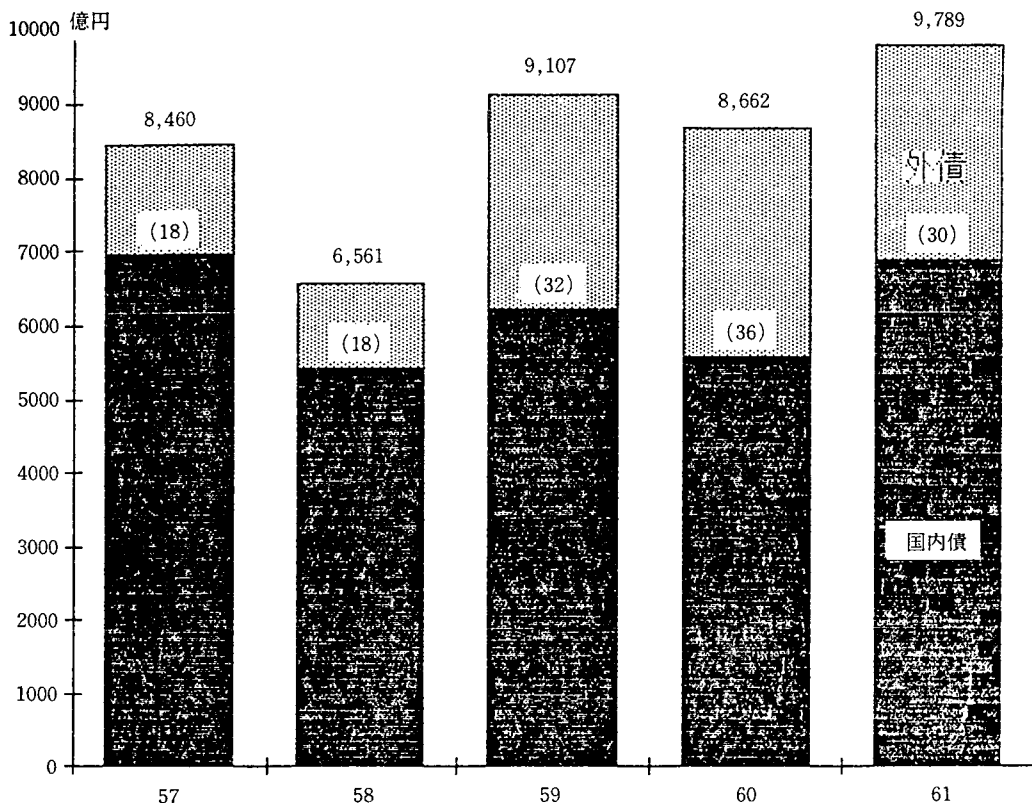
子会社化することにより、構造改革や多角化を行いやすくする点にある。

また、金融子会社は、親会社の財務機能をにたうことにより、従来の本社組織や機構の枠組み内では困難な金融自由化への対応を、機動的かつ有利な資金の調達や運用により可能にするものである。金融子会社は、日本の一般企業においても設立が急増している。NTTなどは民営化後、ロンドンとアムステルダムに海外金融子会社を設立している。

多角化は、すでに電気事業による通信事業への参入などが行われている。財務面では、電気事業の業務の公共性を前提に行われている数々の優遇措置が、今後多角化していった場合にどうなるのかという問題が重要である。例えば、社債は、一般企業より多額な発行ができる特別措置があり、資本金及び準備金の総額の六倍までは発行できることになっている。また、発行条件に関しても、電力事業は企業の財務比率などの格付けにとらわれず、最優遇措置を受け、一般事業債より低いコストで起債できる。多角化は、一般事業に参入する形をとることが多く、これらの優遇措置と多角化によるビジネス・チャンスのトレード・オフが生じかねない。

電力事業の外債発行は、現在でもドミナントなスイス・フラン債にはじまり、ドル債、ドイツ・マルク債、イギリス・ポンド債、ECU債、そしてユーロ円債という多種の債券を発行している。また、通貨スワップの利用など、為替リスクのカバーをとることもなされている(図7.1)。

最近の動向として、興味深いのは、CP(コマーシャル・ペーパー)市場開設の決定である。CPは、アメリカで発達した短期資金調達手段である。もちろん、電力事業も発行適格で



(注) ( ) は外債比率 (%)  
 資料：有価証券報告書  
 出所：エネルギー，1987年5月

図 7.1 9 電力の社債発行額の推移

ある。短期のマネー・マーケットは、日本において、発達のおくれている市場である。金融市場の発展段階でも、株式や債券、銀行、そしてマネー・マーケットの順であり、日本の金融市場の規模や構成の成熟化に寄与するものと考えられる。マネー・マーケットが、資本市場、銀行取引という伝統的な資金の調達運用手段に付け加わることにより、企業財務の自由度は増大するものと考えられる。

資金の調達面を考えると、優良企業の場合、短期資金の調達を銀行借入に頼る必要がなくなり、マネー・マーケットからの調達が有利となる。マネー・マーケットからの調達コストは、

銀行借入コストより安くなることが多い。また、市場規模が大きくなると、「優良企業が機関投資家等から無担保で短期の資金調達を行なうための手段」ではあるものの、その安定性は中長期の設備投資資金の調達が可能となるといわれている。

アメリカの電力会社の CP の利用は有名で、アメリカの電力会社にたいするサーベイ調査によると、CP 利用の重要度が高いのは、銀行借入の代替 (92%)、長期債務発行のつなぎ (95%) となっている。また、金利コストが有利でない場合でも、85% が資金のアベイラビリティを確保するために発行すること考えてい



表 7.1 CPの機能 (%)

|                | 重要 | 重要でない | 無回答 |
|----------------|----|-------|-----|
| 季節的な資金需要       | 28 | 69    | 3   |
| 銀行借入の代替資金      | 92 | 8     | 0   |
| 長期資金獲得までのつなぎ   | 95 | 4     | 1   |
| 長期利率が下落するまでつなぎ | 29 | 67    | 4   |

短期利率とCP発行のコストが同じ時 (複数回答)

|                 | パーセント |
|-----------------|-------|
| CPを発行する         |       |
| 安定的な資金を獲得するため   | 85    |
| 投資家との関係継続のため    | 40    |
| CPを発行しない        |       |
| 銀行との関係を悪化させないため | 5     |
| 銀行借入のほうがフレキシブル  | 6     |

資料: Hennawi & Elsaid (1982).

る (表 7.1)。

このような市場のメニューが拡大していくなかで、金融機関の利用形態も変化していかざるをえない。電力事業や優良企業が、マネー・マーケットに参加し、財務革新を行なっていくため、金融機関は自ずからの機能の革新を生き残りのため行なわざるをえない。しかし、金融サービスという業態が存在するからには、一般企業と一線を画した高度なサービスを供給し、企業財務もそれを需要することになるであろう。

以上をまとめると、金融自由化は、資金需要者と供給者に、新しい機会を開放するとともに、リスクも増加させた。従来の金融の主流であった間接金融のみにない手であった銀行の役割は縮小し、直接金融の役割が増加した。この結果、金融機関の同質化という現象が起きている。ニューヨーク連銀のコリガン総裁によると、将来の金融構造は、金融サービスとその他の一般企業という機能分化だけが残るとしている。これは、銀行、証券、保険といった金融業態別の区別は意味がなくなるという展望を示したものである。また、同時にこれは金融サービ

スという機能に関しては、独自性を確認し、金融自由化の限界を示したものである。

金融市場における資金のプールには、電力事業向けという特別なものはなく、政府、法人企業、家計のすべてがグローバルな市場で競争していることを忘れてはならない。金融自由化により、開かれた機会を効率的に活用することにより、リスクを管理しつつ、資金コストの最小化や資金の効率的な運用を行うことが電力財務に求められているのである。

参考文献

- [1] Economic Report of The President, 1984.
- [2] M. Feldsteih & C. Horioka, "Domestic Saving and International Capital Flows", *Economic Journal* 90, 1980.
- [3] J. A. Frankel, "The Yen-Dollar Agreement-Liberalizing Japanese Capital Market," Institute for International Economics, 1984.
- [4] Mohamed S El Hennawi & Hussein H Elsaid, "The Use of Commercial Paper by Public Utilities: Results of a Survey," *Public Utilities Fortnightly*, Feb. 18, 1982.
- [5] 岩田規久男・堀内昭義, 「日本における銀行規制」, 経済学論集, 東京大学, 1985, 51~1号。
- [6] 粕谷宗久, 「Economies of Scope の理論と銀行業への適用」, 金融研究, 5~3, 昭和 61 年 7 月。
- [7] Colin Lawrence and Robert P Shay, "Technological Innovation, and the Monetary Economy," Ballinger, 1986.
- [8] 日銀, 「昭和 61 年資金循環勘定」。
- [9] 日銀, 「調査月報」, 各号。
- [10] 大蔵省, 「財政金融統計月報」, 各号。
- [11] 館龍一郎・蠟山昌一, 「日本の金融 [1] 新しい見方」, 東京大学出版会, 1986。
- [12] フィリップ P ターナー, 「貯蓄, 投資及び経常収支」, 金融研究, 日本銀行金融研究所, 5~3, 1986。
- [13] キンザイ, 「週刊金融財政事情」, 各号。

(おおばやし まもる)  
経済部  
経営研究室