

Ⅱ. 報告論文

金融リストラクチャリングと産業組織の革新

南部 鶴彦
(学習院大学)

1. 分析の視角
2. 制度学派と制度の遺産
3. ディレギュレーション
4. 産業セクターのリストラクチャリング：M & A
5. 金融サービスへの影響
6. おわりに

1. 分析の視角

本論文では金融のリストラクチャリングという現象を二つの視点から分析してみることにした。その第1は、アメリカにおけるディレギュレーションの潮流の中で、1930年代の制度学派経済学の遺産とも言えるべき規制制度が50年という時の経過とともに、その内実を失いつつあり、これがもっとも広い意味での金融サービス産業で顕著となっているという側面である。第2は、19世紀末から20世紀初頭へかけての merger movement から100年を経て、アメリカ資本主義の中核をなしてきた製造業の構造的変革というリストラクチャリングとの関連から見た金融のリストラクチャリングである。この二つの視点から金融サービスの産業組織をとらえることによって、一方では制度的フレーム・ワークの変更あるいはインフラストラクチャーに及ぶ歴史的な流れ、および実物セクターにおけるそれ自身の

革新と金融セクターとの対応が明らかとなるであろう。本論文は当初アメリカを念頭におきながら議論を進める。それはわが国の銀行・証券・保険などの規制制度がアメリカ型のそれを取り入れており、ヨーロッパと比較しても著しい差異があること（南波1988）、そして技術的な側面ではいわゆる情報革新という要因が両国で共通に強く働いているというからである。ここでは主たる論点が実物セクターと金融セクターとのかかわりにあるため、金融セクター固有のリストラクチャリングの問題は捨象されていることを予めお断りしておきたい。

2. 制度学派と制度の遺産

1930年代に拡大・強化されたアメリカの規制委員会制度は、金融・証券の分野だけでなく、公共的サービスと呼ばれるような各分野に及ぶ広汎なものであった。それはもっとも端的に「公益事業」(public utilities) という

概念で要約されている。30年代における規制の強化は勿論、直接的には1929年の大恐慌以降の、自由主義経済システムに対する人々の懐疑ないし不信が一つの大きな原因をなしている。しかしより基本的な経済制度の理念において重要なのは、「制度学派」と呼ばれた経済学の影響であろう。制度学派のパラダイムは最近、ウィリアムソンなどによって復権がはかられているが (Williamson 1975)、1970年代のディレギュレーションの潮流と対比するには、より根源的にジョン・R・コモنزに代表される “Institutional Economics” に立ち戻ってみることが有用である。¹⁾ なぜならそこでは、古典派 (新古典派) 経済学のパラダイムとの対決が主要なテーマをなしており、ディレギュレーションは新古典派が旧制度学派的発想を、制度的に否定し去ろうとするものとも見られるからである。

コモنزの産業組織に対する視角は、古典派的な摩擦のない一般均衡型の競争均衡を拒否して、市場取引にはつねに摩擦が存在し、市場システムを利用するための費用として市場取引費用の概念を重視するところにある。それは、新古典派における市場で遭遇する取引上の困難は新しい市場を創出することによって解決できるという発想法とまさに対極にあるものと言えよう。したがって制度学派のアプローチでは、一般均衡的複数市場の “arbitrage” でなく、部分均衡的な個別市場における最適な資源配分への問題が集約されざるをえない。

換言すれば、「市場のしきり」を陽表的に意識して、個別市場での市場取引費用をいかに最小化するかが、政策的な発想の原点とな

る。金融サービスの分野についてこれをあてはめれば、銀行と証券という二分野に明確なしきりを引いて、行政による規制を加えるというのが自然な発想法である。すなわち、制度学派的に言えば、このような規制には二つの契機がある。その一つは純粋な競争にまかせた場合の市場の不安定性である。金融市場では予想や期待というファクターがとりわけ重要で、市場参加者の連鎖的反応は、ときとしてカストロフィーにつながる危険がある。これを市場的に吸収するようなメカニズムが存在しないと判断するときには、より高次の立場から市場へ介入する権限が想定されねばならない。これを規制当局の強制権と見るのが制度学派の発想にほかならない。いま一つはコモنزが主張している “power” という概念であり、ウィリアムソンはこれを “opportunism” と表現しているが、市場取引においては取引主体は可能であればつねに自らに有利となるような機会を最大限に利用するという傾向である。取引や交渉の過程で、自らには有利となるが他者には損害を与えるような情報でも、それを利用することが禁止されていない限り、当事者はこれを最大限に活用する。しかしこのようなことが繰り返し行われれば、市場取引自体に対する社会的信認は失われ、コモنزの言う市場制度の “futility” は傷つけられてしまう。したがってここにも、取引関連者の利益相反が起らないようなしくみを導入することが必要となる。

1933年のグラス・スティーガル法、1933年の証券取引法、1934年の証券取引所法などは結局のところ、以上で述べたような市場の不

1) コモンズについては南部 (1982、第15章) 参照。

安定性を規制という手段によって除去するとともに、銀行と証券との間にしきりを明確にして、利益相反を未然に防止し、市場での機会主義を不可能とすることから市場の永続性を保証しようとしたものにほかならない。制度学派的には、これが市場取引費用を最小化する手段なのである。

3. ディレギュレーション

このような形での政府の市場介入の正当化は、金融セクターに限られるものではない。たとえば全米の州際取引を規制してきた ICC (Interstate Commerce Commission) は、30年代に FCC (連邦通信委員会、Federal Communications Commission) や CAB (民間航空委員会、Civil Aeronautics Board) を分化させ、これらは電気通信産業や国内航空サービスの市場について、参入・料金・利潤率などについて広汎な規制を行うシステムに発展した。また電力やガスのネットワークは、FPC (連邦動力委員会、Federal Power Commission)、の規制下に置かれてきたのである。

制度学派の経済学自体は戦後のパラダイム変換——新古典派の圧倒的優位の流れの中で産業組織の研究にある程度の名残を残すのみとなってしまった。勿論ウィリアムソン型の市場取引コスト経済学は存在するが、それもコモنزのように、一般均衡的変換モデルを排除するという形のものではない。しかし規制という制度的枠組は、1970年代に入ってそのコスト・ベネフィットが真剣に討議され、連邦政府という名の中央政府の正当性について論議がなされる（これはアメリカの歴史から見れば循環的性格のものであるが）に至るまで、40年以上の権威を保ってきたのである。ディレギュレーションの問題提起は、

規制システムは果して市場メカニズムよりもすぐれた市場成果を達成しうるかということである。すなわち、資源の効率的配分においてまた所得の公正な分配において、規制制度は競争にまさる成果をあげてきたのか問い直される。また規制がなければ市場の安定性は保障されえないといえることができるのか改めて問い直されている訳である。

金融サービス産業についてこのような問いに直接的に答えることは現時点では容易ではないであろう。しかし金融業は本来金融仲介機関として、実物セクターからの派生的需要によって成立している。そこでもし実物セクターにおいて構造的な革新があるとしたら、金融セクターはこれに旧規制システムのもとで有効に対処しうるかという問題を考えることは、規制の社会的機能を分析する上で有効であろう。実際、アメリカ製造業では1980年以降第4の波と呼ばれる mergers & acquisitions movement が継続しており、ここでのリストラクチャリングが産業組織上の課題となりつつある。そして金融リストラクチャリングは、それ自体として金融固有の再編成という意味を持つだけでなく、実物セクターのリストラクチャリングと対応するものと見ることができる。このような観点から、製造業での mergers & acquisitions (以下では M & A と略す) を通じて金融のリストラクチャリングを次に分析してみよう。

4. 産業セクターのリストラクチャリング：M & A

アメリカ製造業の産業組織を決定している一つの要因は各産業でリーダーシップを握っている大企業（メガコープ）の存在であるが、これらが決定的な重要性を持つに至ったの

は、既に約100年近くを経過しようとしている19世紀末から20世紀初頭にかけてのことである。歴史上は第1次の merger movement と呼ばれている企業合併の波は、1887年から1904年頃をピークとしている。この時期には、内実は別として現在まで名をとどめているメガコープが続々と誕生した。たとえばスタンダード・オイル、US スチール、ジェネラル・エレクトリック (GE)、デュポン、ジェネラル・モータース (GM)、インターナショナル・ビジネス・マシン (IBM) などがあげられる。これらの企業は第2次の合併の波(1916～29年頃)、第3次のコングロマリット合併の波(1965～72年頃)などの影響を受けながらも、自らの産業分野で寡占的構造の中核をなしてきた。その過程では勿論、反トラスト法の改正や運用の強化などによって行動の自由は束縛を受けてきた。しかしアメリカを代表する産業では第1次合併期に独占的地位を築いた企業の重要性は多くの場合、さほど減殺されることはなかったのである。

ところが1980年代以降においては、第4次の企業合併の波とも呼ばれるべき、M & A の大きなうねりが押し寄せてきている。そしてこのようなM & A は第3次のコングロマリット型合併とは本質的に異なるものと見なされている。それは次のような特徴が今回のM & A では次第に明らかとなってきたからである。

- ① M & A という手段を通じて大企業が本業とも言うべき伝統的な活動分野のリストラクチャリングを行っていること。そのためには、本業以外の副次的部門と見なされるものは、たとえそれが黒字で

あっても積極的に部分売却 (sell-off) するという戦略がとられていること。

- ② M & A のターゲット企業については、株主の視点から見た経営管理組織の非効率性が本格的に問題とされていること。しばしば今回の merger は経営支配権の市場 (market for corporate control) における正当な競争と見なされている。すなわち株主の利益を極大化していないような経営層が、より効率的な経営資源の投入によって駆逐されるプロセスとして見るという立場がかなりの支持を集めているのである。²⁾

- ③ M & A が再び活発となった理由の一つはレーガン政権ではより弾力的な合併の規制が行われ、これが大企業側での積極的な事業態勢の見直しのきっかけとなったこと。レーガン政権は反トラスト法の運用において伝統的な即違法 (per se illegal) の原理に修正を加えるとともに、合併ガイドラインを明示して合併規制の不確実性を減少させる努力を行った。そして国際競争力の回復という見地からも、生産性向上のための合併には弾力的な見方を示した。

以上のようなM & A の特徴は、歴史的に眺望すればアメリカの製造業が100年の時の経過の後に、自ら主体的なリストラクチャリングを開始したとみることができる。勿論このようなリストラクチャリングは取組んで成功を収めるか否かはかなりの時間が必要とされるのは言うまでもない。しかし上に指摘したように、アメリカ型経営管理組織の根幹に触れる経営の効率性が問題とされ、本業の重視

2) 代表的なものとして、Jensen (1988) 参照。

という戦略が改めて強調されていることは大きな変化と言わなければならない。

さて産業セクターにおけるこのようなリストラクチャリングの動向は次のようなルートで直接的に金融セクターへ影響を与える。

5. 金融サービスへの影響

M & Aは言うまでもなく企業自体の売買市場を前提とするが、企業の部分売却や取得の活発化は当然資金需要を増大させる。このときM & Aにともなう資金需要は一般的な貸借とは異なる特徴を持っている。M & Aの成否は基本的に売手と買手の合意に基づくが、売買の対象が企業あるいは企業の一部であることから、売買成立の可否は経営最上層部の意思決定やタイミングに大きく左右される。したがって資金の供給もこれに見合うものでなければならない。換言すれば画一的な質の資金需要はないのである。このような分野を伝統的に担当してきたのは投資銀行であるが、ここでは新しいニーズに対応しえた銀行とそれ以外の間に市場シェアの変動が起こっている。それと同時に資金を投資銀行に供給する立場にある商業銀行も、その供給態勢の再検討とともに、M & Aビジネス自体にも大きな関心を持っているのである。

換言すれば実物セクターでリストラクチャリングを行おうとする企業に対して、規制制度のもとに置かれてきた金融サービスのセクターは従来のシステムのままではニーズに応じることができないということが顕在化した。これが金融リストラクチャリングの一つの大きな契機をなすものである。

勿論金融リストラクチャリングは、機関投資家の影響力の増大が直接的な契機としてあげられる。しかしこのような機関投資家は同時に、実物セクターにある企業の成果にも強大な影響力を持ち、それがこのセクターでのリストラクチャリングという形をとらせる一因となっている。したがって機関化現象と呼ばれるものは実物と金融の両セクターにおけるリストラクチャリングにまたがる要因となっていると言える。³⁾

さて金融ニーズの変動に対応した新サービスの出現は、金融リストラクチャリングを通じてサービスの unbundling を要請していると言われる。これは旧来の金融サービスにおけるパッケージ・サービスの変質を意味しているが、規制産業共通のタームで表現すれば、サービス間の内部相互補助の廃止と方向を同じくしている。一般に規制産業では、伝統的に供給を担当してきた諸分野の一つで技術革新やニーズの変容があると、そこには代替的サービスが(たとえ規制があっても)出現し、それが市場を奪うということになるのが一般的である。もしこの分野が将来性が高く成長が望めるとすれば既存の規制システムのもとでパッケージ・サービスを行っている企業はそれだけ不利な立場に置かれる可能性がある。そこで規制下にある企業は自ら内部相互補助を廃止し、サービスごとの分離を志向することが多い。金融での unbundling もまたこのような規制産業一般の変化と同質的なものと考えられよう。そして金融サービス業では実物セクターのリストラクチャリングが本格的になればなるほど、この方面への資源再

3) 以上のような変化は投資銀行と大手企業との顧客関係において、投資銀行のランクの激しい変動などに明瞭に示されている。首藤(1987、第7章)を参照。

配分のために、サービス内容の分解を行ってゆくのは自然であると考えられる。

さて以上の分析はアメリカのケースをとりあげてきたが、わが国の金融リストラクチャリングは以下のような側面から並行的に論ずることができよう。

(1) 政府規制のあり方

わが国の金融セクターの規制はアメリカの規制システムと本質的に類似する点が多く、このような規制は市場メカニズムと比べて果して合理的かという面から検討がなされて然るべきである。すなわちディレギュレーションの原点に立ち帰って、現在の金融セクターの市場のしきりが必要か、安定性という点から競争メカニズムは規制に劣るかなどが分析される必要がある。アメリカでの金融リストラクチャリングの直接的な契機が情報革新、新サービスへのニーズの出現そして機関化という現象にあるとすれば、これはわが国にもそのままあてはまる事態と言うべきであろう。

(2) 産業セクターのリストラクチャリング

アメリカが第1次合併期以降100年目のリストラクチャリングをM & Aという形で行っているのに対して、わが国の産業組織は戦後40年というヴァンテージでしかない。しかし産業として直面している状況には日米の差異はないから、わが国でもリストラクチャリングが必要とされることに変わりはない。とは言え、日本がアメリカ型のM & Aを通じて産業組織を急激に変化させるという必要性は当面ないと思われる。それは日本企業では経営内部において自己革新をとげうるような機動性が残されていると思われるからである。

しかし若干長期的な視点に立つと、日本でもかなりドラスティックな変化が必要とされるように思われる。それは第1に、重化学工業に傾斜してきたわが国の産業がより付加価値型の生産へと転換してゆく上では、旧部門の部分売却が必要となるからである。これは終身雇用制など伝統的なシステムと相反するところもあるが、産業によってはこれを行わざるをえない。

第2には、日本の経営層の老齢化と対応して、新旧の交替が何ら外的圧力なしにスムーズに行いうるかという問題があるからである。数十年にわたる日本産業の成功は incumbent としての経営層を強力なものとする。わが国にはアメリカで問題とされるような非効率的経営の問題はないとしても、老齢化という形での経営ヒエラルキーの陳腐化は避けられない。したがってここにはM & Aのような外的圧力が経営の革新によって要請される時代が到来するかもしれない。

(3) 金融ニーズの変化

規制制度の変化と産業セクターでのリストラクチャリングがわが国でもアメリカと並行して起りつつあるとすれば、金融セクターへのニーズも当然大きな変革をとげることになる。それに対応した金融リストラクチャリングが社会的に必要とされることは明らかである。ただしわが国では銀行が実質的には企業合併の仲介的役割を果たしたり、安定株主として証券市場での企業の地位を保障するというような慣行が存在した。したがってアメリカのように産業セクターのリストラクチャリングと直接対応するような金融リストラクチャリングを考えることは当面難しいかもしれない。しかし現在進行しつつある事態は、

Ⅱ. 報 告 論 文

企業の銀行離れであり他方では銀行側での債権の切り売りである。規制制度のもとにおける一種の内部相互補助に近いメインバンク制もその内実が問われ始めている。さほど遠くない将来を見通すような形で、わが国でも金融リストラクチャリングは実質的に進行していると思われる。

6. おわりに

情報技術の革新は個別企業の経営組織にとどまらず、社会共通資本のネットワークを質的に変化させる過程にある。金融リストラクチャリングはその一環として、金融業の内部から金融システムがいかに変質するかを考察することは重要である。しかし金融サービス本来の性格からして、実物セクターでの構造

的变化がなければそれは限定的な性格しか持たないであろう。

現在我々が直面するのは実物セクターでもメガコープが自己革新をとげようとする過程にあり、金融へのニーズが変化するとともに、ときには企業自体が金融へ参入しようとするような「しきり」の動揺現象である。わが国ではアメリカに比べて産業組織が若いという点であまりに激しい転変を経験してはいない、とは言え先進諸国ではどこでも旧体制型経営は変革を求められている。金融リストラクチャリングは金融業内部の観点のみならず、このような実物セクターのリストラクチャリングとどのように関連するかを明確にする必要があろう。

以 上

【参考文献】

首藤 恵、『日本の証券業』、東洋経済新報社、1987年

南部鶴彦、『産業組織と公共政策の理論』、日本経済新聞社、1982年

南波駿太郎、「金融リストラクチャリングを巡る論点」、『金融研究』第7巻第3号、1988年10月

Jensen, Michael C., "Takeovers: Their Causes and Consequences", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, No. 1, Winter 1988.

Williamson, Oliver E., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, Free Press, 1975.