

IV. 金融研究所提出論文

金融リストラクチャリングを巡る論点*

南 波 駿太郎

（日本銀行金融研究所）

1. はじめに
2. 金融リストラクチャリングの背景と動向
3. 金融リストラクチャリングの検討の視点
4. 金融リストラクチャリングの具体的論点
5. 結びに代えて

1. はじめに

米国では昨年来金融制度改革に関する議論が活発に行われており、Glass-Steagall 法廃止法案も現在議会で審議中である。わが国では昨年末、金融制度調査会・制度問題研究会から「専門金融機関制度のあり方について」と題する報告書が発表され、いわゆる制度問題が本格的に議論され始めた。こうした制度面の大きな動きは、単に日米のように金融業務の分業体制を厳しく採っている国にとどまらず、西ドイツ、フランス等のユニバーサル・バンキングの国でも程度の差はあれ、みられる現象である。すなわち、現在世界的規模で旧来の金融制度を抜本的に改革しようとする動き——「金融リストラクチャリング」

(financial restructuring) の動きが生じている。

「金融リストラクチャリング」という言葉が米欧で使われるようになったのはごく最近のことであり、金融の専門家の間でもその意味・内容に関して明確かつ普遍的な共通認識があるわけではないように窺われる。そもそも「リストラクチャリング」という言葉自体、近年漸く市民権を得た用語¹⁾であって、人によって受止め方に差異があるようである。

しかし、この言葉が「自由化」とか「規制緩和 (de-regulation)」といった言葉と並んで、あるいはそれに代って用いられるようになったことについては、それなりの理由があるように思われる。つまり、近年の金融の実態ないしはそれを取り巻く環境の変化が大きく、

* 本論文の内容は全て個人的見解であり、日本銀行ないしは金融研究所の見解ではない。

1) 「restructuring」という言葉は、1984年頃米国の金融専門紙が北米の大企業を対象とした企業行動に関するアンケート調査に用いて以来、便利な言葉として一般にも広く利用されるようになったといわれている。その意味するところは、一般に企業の事業内容の変更や事業部門の統廃合といったミクロベースでの事業構成の再構築、あるいは他企業の吸収・合併や他産業との業務分野の調整といったマクロベースでの業界再編の動きと捉えられているようである。

これに対応したより総合的な対応と新たな仕組みが必要になっているとの認識がその背景となっているように思われる。その意味で、「リストラクチャリング」は単なる「自由化」や「規制緩和」ではなく、また単にこれに対するアンチテーゼ (re-regulation) でもない、いわばより総合的な再構築を指し示す言葉であるといえよう。

今回の金融研究会では、現在の最もトピクな現象として、この金融リストラクチャリングの問題を取り上げることにした。これはわが国のいわゆる垣根問題を直接的に議論し、例えば銀行・証券の制度論議に直接判断を下そう、といったことを企図したものではない。むしろ、金融リストラクチャリングに当って考慮すべき多くの原理的な問題を取り上げ、議論することに、その狙いがある。例えば、新しいシステムの下では、マネーの供給はどういった金融機関が行うべきか、金融制度が安定的にワークするめのリスク遮断の工夫はどういったかたちが最も望ましいか、市場は集中的なものと分散的なものではどちらが効率的かつ安全であるか等、検討すべき原理的な問題は極めて多岐に亘る。

このため、今回は金融論のほか、理論経済学、金融史、産業組織論、法学の各専門の先生方にお集まり頂き、多方面からこの問題に検討を加えて頂くこととした。本論文はそのためのたたき台であり、金融リストラクチャリング等用語の定義、検討の範囲等議論の前提条件と、この問題に対する私共の問題意識を述べ、活発な議論の導入となることを企図したものである。(なお、検討対象は極めて広範に亘るため、今回は金融リストラクチャリングと金融政策の関係についてはあまり深く立ち入らないこととしたい。)

2. 金融リストラクチャリングの背景と動向

1.で述べたとおり、金融リストラクチャリングは、金融の実態ないしはそれを巡る環境が大きく変化したことに伴って生じた事柄である。従って、リストラクチャリングを考えるに当っては、まずこの辺りの背景・動向を探っておく必要がある。

(1) 金融リストラクチャリングの背景

リストラクチャリングの背景としては、次のような点が挙げられよう。

第1に、情報の技術革新である。コンピュータや情報伝達技術の飛躍的進歩により、従来では不可能であったような金融サービスが技術的に可能となり、その情報コストが大幅に低下したため、金融機関は複雑な計算を伴うような新商品の開発や世界各地の市場へのアプローチが可能となり、それらを利用したサービスを投資家に提供するようになった。

第2に、機関化現象 (institutionalization) である。最近、生保、年金、投信といった機関投資家の量的拡大は著しいが、こうした機関投資家は、①運用資産の量的拡大、② portfolio manager, trader, analyst 等の専門家の養成、③資本資産評価モデル (CAPM) や裁定評価理論 (APT) 等の投資技術の開発を通じ、新しい業務分野を生成した。

第3に、新しいサービスに対するニーズの増大である (“Theory of the Demand for Characteristics”, BIS 1986; De Boissieu 1987)。例えば、金利、相場の volatility が高まることにより、価格変動リスク転嫁のニーズが高まった。また、累積債務国問題や金融自由化に伴う金融機関の経営不安から、

信用リスク転嫁のニーズが高まった。

こうした技術的・経済的条件の変化により、次のような現象が生じ、これに伴って新しい金融分野ないしサービスの提供方法が生成され、これが金融リストラクチャリングを促す背景となった。

A. 金融の証券化 (securitization)

これによって金融取引の形態がこれまでの「相対取引」(貸出取引、預金取引がその典型)から不特定多数の取引者による競り合いを通じて価格その他の取引条件が市場で決定される「市場取引」(株式・債券市場取引、為替取引がその典型)に移行した。そうした金融仲介取引形態の変化に応じて、金融機関の行動や金融市場も変わらざるを得ない。例えば、銀行・証券会社は海外支店・現法といったかたちでユーロ市場や米国市場での取引を拡大してきているが、そこでの資金調達面での証券形態への移行(従来のシンジケートローンに代るFRN、変動利付債>、NIF<短期証券ファシリティ>の増大)や既存資産の債券形態での流動化(アセット・バックト証券、ローン・パーティシペーションの急増)の流れを映じて、実質的には海外においては銀行・証券業務を兼営するようになってきている。

B. 金融のグローバル化 (globalization)

これによって、外国の金融市場にアクセスしたり、24時間の裁定取引を行うといった新しい業務分野が形成された。こうした状況の下では、グローバルな観点から金融リストラクチャリングを行う必要性が出てくる。なぜなら、投資家は各国間の市場やシステムを自由に選択できるため、ある国の規制が他国の規制より厳しいと、当然の

ことながら取引当事者は取引を他国で行おうとして逃げていってしまうため(金融の空洞化現象)、自国の金融制度の魅力アップの観点からの制度改革が必要となるからである。また、金融グローバル化の下では、金融市場の開放が相対的に進んでいる国から相対的に遅れている国に対して、市場開放等の金融制度改革を求める外圧も強まるからである。特に日本や米国のような規制の厳しい国では、この点の影響は大きい。

C. 金融サービスの分解 (unbundling)

これまで金融機関は種々の金融サービスをパッケージで提供してきた。例えば、銀行は情報生産機能と資産変換機能を軸に、①ポートフォリオ管理サービス、②決済サービス、③リスク・シェアリング・サービス、④モニタリング・サービスの4つをパッケージで提供してきた(Fama 1980; Eisenbeis 1987)。しかし、最近の米国におけるノンバンク・バンクの出現にもみられるように、一部の業務に特化した銀行が現われるようになったし、情報生産機能と資産変換機能を分離して提供できるとの考えも強まっている。また、リスク・シェアリング・サービスにおいても、金融取引に伴う危険負担のみを切り離して市場で取引すること(risk-unbundling, BIS 1986)が盛行しており、フューチャー、オプション、スワップ取引等はその典型であるといっ

D. 組織の統合化 (consolidation)

業務の分解の一方で、組織をなるべく統合しようとの動きもみられる。この大きな要因は、コンピュータやコミュニケーション・システムを使用した金融業務は多大な費用がかかるため、費用の補完性(cost

complementarities) が認められる業務はなるべくコストを共用しようとのインセンティブが金融機関に働くためである。すなわち、情報技術のコスト面から、結合生産のメリットを享受すべく、組織を簡略化、統合化しようというわけである。もちろん、一方で、金融機関は業務を運営するに当たってはなるべく業務を多角化した方が、例えばある業務で得られた情報やノウ・ハウを他の業務にも活かし易い（ソフト面での利点）とか、関連業務を同時に処理できるため業務を効率的かつ迅速に遂行できる（ハード面での利点）といったメリットはある（Baumol, et al. 1982）。現にわが国でも、都銀等は、近年こうした economies of scope（多角化の経済性）のメリットを享受していることが検証されている（粕谷 1986）。従って、実際問題としては、業務内容・範囲は広げつつも、業務を運営する組織はできるだけ統合化して、経営のスリム化を志向しているといえよう。

以上のような点を背景として、従来の業務分野における競争条件が変化したり、新しい業務分野が出現するというかたちで金融リストラクチャリングが進められているわけである。

(2) 金融リストラクチャリングの動向

前述のとおり、金融リストラクチャリングは日本、米国の2国に限られたものではなく、世界で共通に生じている現象である。この点、最近のニューヨーク連銀レポート（Cumming and Sweet 1987-88）が先進国（G-10諸国）について分析を行っているので、その主な内容をわが国の現状を混じえつつ要約的に紹介しよう。

① 金融業と非金融業の分離はほとんどの国で維持されている。非金融業が金融業を支配する形態はあまりみられず、逆に金融業が非金融業を支配しているのも西ドイツ等ごく一部である。

——わが国では、非金融業が金融業の株式を保有することに何ら法的制約がない一方、銀行が株式保有を行う場合には当該企業発行株式の5%以内に限定されている（独禁法第9条）。米国では非金融業の金融業への参入が問題化しているが、わが国では決済業務等ごく一部を除いてこれまでのところあまり問題となっていない。その背景は、わが国では商業が銀行業務に参入するのに便利な持株会社の設立が認められていないことや、わが国には米国と異なり州際業務規制のような地理的規制がないため、ノンバンク・バンクを設立してこの規制を回避するといったインセンティブが商業部門に働かないためである。しかし、わが国でも早晚同様の問題が重要になってくる可能性がある。

② 金融業内部の分業体制については大きく「ユニバーサル・システム」（universal system）の国（西ドイツ、フランス、イタリア、オランダ、スイス）と、「混合システム」（blended system）の国（ベルギー、スウェーデン、カナダ、英国、日本、米国）の2つに分けることができ、金融リストラクチャリングの議論は「混合システム」の国でより活発に行われている。

③ 規制により厳しい分業体制が採られているのは、今日では米国と日本だけである。以前、規制や慣行により分業主義を採っていたカナダ、英国、ベルギー、スウェーデ

IV. 金融研究所提出論文

第1表 銀行が行いうる業務の範囲

(□：可能、▨：子会社経由で可能、■：禁止)

国 名 業 務 名	ユニバーサル・システム					混 合 シ ス テ ム					
	西 ド イ ツ	フ ラ ン ス	ス イ ス	オ ラ ン ダ	イ タ リ ア	英 国	カ ナ ダ	ス ウ ェ ー デン	ベ ル ギ ー	日 本	米 国
保 險 引 受	▨	▨	▨	■	■	■	■	■	■	■	■
不 動 産 投 資	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
リ ス	■	■	■	■	▨	■	▨	▨	■	■	■
株 式 投 資	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
株 式 売 買	■	■	■	■	■	■	▨	■	■	■	■
株 式 引 受	■	■	■	■	■	■	▨	■	■	■	■
社 債 売 買	■	■	■	■	■	■	▨	■	■	■	■
社 債 引 受	■	■	■	■	■	■	▨	■	■	■	■
社 債 投 資	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
国 債 売 買	■	■	■	■	■	▨	■	■	■	■	■
国 債 引 受	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
国 債 投 資	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
金 融 商 品 売 買	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
非 金 融 商 品 売 買	■	■	■	■	■	■	▨	■	■	■	■
外 為 取 引	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
投 資 顧 問	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
消 費 者 信 用	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
商 業 貸 付	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
個 人 預 金	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
企 業 預 金	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■

(出典) NY連銀資料

ンでは、金融業務の統合化がかなり進んでいる（第1表参照）。

——わが国は、①銀行・証券の分離、②長・短金融の分離、③銀行・信託の分離、という極めてはっきりとした分業体制を採っており、②や③のない米国よりも規制は広範である。一方、①については、わが国では銀行の株式投資が認められているが、米国では全面的に禁じられている（但し、規制は連銀加盟銀行のみ。非加盟の州法銀行の中には、州法により株式保有を制限的に認められているケースが少なくない）など、米国の方が厳しい面もある。

④ 各国の金融の統合化には、①金融機関が直接認められている業務の範囲を拡大する、②固有業務に規制を残したままで異種機関同士の所有関係を強める、の2つの方法がある。②はさらに、持株会社を通じる方式と子会社・関連会社を通じる方式に分けられる。ユニバーサル・バンキングの国では主として①の方法により、また混合システムの国の多くでは子会社・関連会社を通じた②の方法により、金融の統合化が図られている。こうした中で米国は持株会社を通じる②の方法を選択しつつあるほか、カナダも関連会社方式に加えて持株会社方式の導入も検討中（第2表参照）。

第2表 G-10諸国における金融業務の統合形態

	銀行の固有 業務の拡張 ¹⁾	銀行のノンバンク 子会社 ²⁾	共通の 持株会社 ³⁾	銀行業と証券業の 統合の程度 ⁴⁾
ユニバーサル・システム				
フランス	○			高い
西ドイツ	○			高い
イタリア	○			高い
オランダ	○			高い
スイス	○			高い
混合システム				
ベルギー		○		高い
カナダ		○		高い ⁵⁾
日本		○		低い
スウェーデン		○		高い ⁵⁾
英国		○		高い ⁵⁾
米国			○	低い

(注)1) 1つのユニバーサル・バンク本体ですべての銀行・証券業務を提供。

2) 銀行がノンバンク金融子会社を100%所有しているのが典型。

3) 1つの持株会社が銀行とノンバンク金融会社の両方かなりの支配力を及ぼしているのが典型。

4) 銀行固有業務の拡大または関連会社形態による。

5) 最近の規制緩和により、銀行業と証券業の統合が進展。

(出典) 「NY 連銀四季報」1987～88年冬季号

IV. 金融研究所提出論文

各種金融機関の業務の範囲

(参考)

○：可能、×：不可能、△：関連会社を通じて可能
*：可能ながら実際には行っていないもの、**：制限のあるもの

	預金	貸出		政府債		社債		株式		外貨	フューチャ オプション	商品	保険	リース	投資	不動産
	付保	企業向	消費者向	投資	引受	投資	引受	投資	引受	売買	売買	売買	引受		顧問	投資
日 本	銀行 中小企業金融機関 証券保険	○ ○ × ×	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ○	× × ○ ×	× × ○ ×	○ ○ ○ ○	× × ○ ×	○ ○ × ×	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ×	× × × ○	× × × ×	○ × ○ ×	× × × ○
米 国	銀行 貯蓄金融機関 証券保険	○ ○ × ×	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ×	× × ○ ×	× × ○ ×	○ ○ ○ ○	× × ○ ×	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ○	× × ○ ×	× × ○ ○	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ○	× ○ ○ ○
カ ナ ダ	銀行 貯蓄金融機関 証券保険	○ ○ × ×	○ ○ × ○	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ △	△ × ○ △	△ × ○ △	○ ○ ○ ○	△ × ○ △	△ × ○ △	○ × ○ ○*	× × ○ ×	× × × ○	△ × × ×	× × ○ ○	× ○ × ○
英 国	銀行 住宅金融組合 証券保険	○ ○ ○ ×	○ ** ○ ○	○ ○ ○ ○	× × × ×	△ × ○ *	△ × ○ *	○ × ○ ○	△ × ○ *	△ × ○ ×	○ × ○ *	* × ○ *	× × × ○	○ ** ○ *	○ × ○ ○	* ○ * ○
フ ラ ン ス	銀行 貯蓄金融機関 証券保険	○ ○ ○ ×	○ ** ○ ○	○ ○ ○ ×	○ ○ ○ ×	○ ○ ○ ×	○ ○ ○ ×	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ×	○ ○ ○ ×	○ × × ×	× × × ×	× × ○ ○	○ × ×	○ ○ ○ ○	* * ○ ○
西 ド イ ツ	銀行 貯蓄金融機関 証券保険	○ ○ ○ ×	○ ○ ○ ○	○ ○ ○ ×	○ * ○ ×	* ○ × ×	* ○ × ×	○ × × ×	○ * ○ ×	○ × ○ ×	○ × ○ ○	○ ○ ×	× × ○ ○	○ ○ ×	○ ○ ○ ○	* * ○ ○

(注) 日本、西ドイツの「商品売買」は金に関する扱いのみを表示。
(出所) NY 連銀資料より作成

——わが国では、金融制度調査会・制度問題研究会が関連会社を通じる金融統合を示唆している。

- ⑤ 銀行と関連会社の関係については、多くの国ではかなり緩く考えられており、むしろ銀行の資金が関連会社に自由に流れ込むメリットさえ強調されている。一方、現在米国で提案されている改革案（後述）は厳しいタイプのものであり、銀行は関連証券会社に対し資産を買取ること、負債を引き受けることが禁止され、また、関連会社の顧客に対し資金を貸し付けることによって関連会社を間接的にサポートすること等も制限される。
- ⑥ 先進国のほとんどの国では、銀行によるノンバンク業務をペイメント・システムや中央銀行の lender of last resort 機能から、明示的な制度として切り離す工夫をしているが、これは銀行破綻の例が極めて少ないという事情によるものである。こうした中であって、米国ではこの点に最も多くの努力が払われている。
- ⑦ ほとんどの国（西ドイツと日本は部分的）で連結ベースの監督制度を導入している。監督当局が分化している国（英国、カナダ、米国）では、業務ごとに監督を分担する「機能的監督制度」（functional supervision）の考え方が導入されつつある。

3. 金融リストラクチャリングの検討の視点

金融リストラクチャリングを検討していく上で最も重要なことは、その視点をどう据えるかということである。検討の視点としては、少なくとも④検討の対象範囲はどうあるべきか、⑤検討の視座としてはどういった点が重

要か、⑥あるべき論を展開する上での判断基準は何か、といったことが挙げられよう。以下、これらについて述べる。

(1) 検討の対象範囲

金融リストラクチャリングのあるべき姿を検討する場合、検討の対象をどうするかという問題がある。こうした議論を行う場合は、とにかく垣根問題、つまり金融機関の国内的な業務分野の問題に議論が集中することが多い。しかし、これでは範囲が狭すぎると思われる。なぜなら、金融リストラクチャリングは単に金融機関の金融取引に止まらず、これに伴う決済のあり方、取引の場たる市場のあり方、これらを監視する監督制度のあり方、さらには金融制度を取り巻く法制度、会計制度、経営制度等の基礎的制度の形成に深く係わる問題だからである。これらは相互に絡み合っており、他の論点に触れることなくこの一部を議論してみても、それは単なる「制度の調整」に止まり、リストラクチャリングを展望することにはなるまい。

このように、金融制度全体を眺め、整合性のあるリストラクチャリングを図ることが必要であろう。そこで、本論文では金融リストラクチャリングを①決済制度面のリストラクチャリング、②業務分野面のリストラクチャリング、③金融市場面のリストラクチャリング、④基礎的制度の形成、の4つに分けて検討することにしよう。

(2) 検討の視座

検討に当り銘すべきことは、視野が狭くならないように、ということであろう。この点、上記(1)の問題とも関連するが、制度論議にあってはとにかく近視眼的かつ業態内部の利害

調整に陥り易い弊害がある。

こうしたことを踏まえて言えば、まず第1に歴史的な視座が是非とも必要である。わが国の金融の歴史のみをとってみても、次のような幾つかの節目を経て現在のような金融制度が構築されたと思われる。

- ① 江戸時代の藩札を中心とする地方分権的貨幣制から、国立銀行制度等による中央集権的貨幣制への移行。
- ② 自由銀行時代（国立銀行の乱立、国立銀行券の乱発）から、中央銀行設立への動き。
- ③ 金融恐慌の頻発と金本位制度の失敗に基づく管理通貨制度の確立。
- ④ 戦時金融と戦後の高度成長における資金供給制度の効率化。

こうした点を踏まえて、例えば明治期の近代的銀行制度がどのように確立されていったかという過程を振り返ることにより、ノンバンクや非金融機関が金融業務を行うことの意味合い、メリット・デメリットを検討することができよう。また、歴史的な視座を持つことにより、金融リストラクチャリングによって将来的に十分機能しうる制度を構築することが可能となろう。

第2に必要な観点は国際的視座である。すなわち、その国の金融制度が世界的に通用し、海外から批判や変更圧力を受けたりせず、しかも外国人にもよく理解できるかたちとなっているかどうかという点である。

以前のように各国間の金融の牽連性がさほど強くなかった時代には、各国の金融制度は独立に設計・運営されていた。しかし、金融の国際化（internationalization）やグローバル化（globalization）の進展とともに、金融機関の活動範囲が複数国間にまたがったり、金融市場が国境を越えて一体化したりするよ

うになると、各国の金融の独立性が低下し、それに伴って制度面でさまざまな対応が必要となる。

その1つが「制度の競争」という現象である。つまり、金融のグローバル化の下では、金融機関も企業も利用する金融市場や決済制度等を各国から自由に選択できるため、逆に各国がどれだけシステム面・法制面・税制面等で他国と比べて有利な制度を提供できるかが、自国の金融制度の国際的な空洞化を防ぐためには重要になってきている。

また、一方では、わが国は今や世界最大の債権国として、効率的で安定性の高い金融制度を国際的公共財として諸外国に供給する役目も担っている。

(3) あるべき姿の判断基準

あるべき姿の判断基準としては、産業組織論的見方に依拠し、効率性、公平性、安定性の観点から検討することが適当である。

第1の金融制度の効率性（efficiency）とは、金融取引が効率的に行われているかということであり、そこでは金融取引が全体として低コストで、しかも安全かつ迅速に行われるかどうかという点が重要な要素となる。

例えば、教科書的な例としては、金利が自由化されている場合と規制されている場合を比較すると、前者の場合は取引主体の選択範囲は広いし、また恣意的な信用割当の可能性が低くなると考えられるため、全体として自由金利の方が規制金利の場合に比べて効率性の面では勝っているといえるだろう。

また、金融業務の自由化や国際化によって市場への参入規制が撤廃されたり、技術進歩による取引コストの低下等により、これまで参入を阻まれてきた潜在的な借り手や貸し手

が市場へアクセスできるようになり、それによって自らの効用を高めることができるようになれば、社会全体の効用も増大するという意味で、金融取引の効率性は高まるということができよう。

第2に、金融制度の評価基準としては、公平性 (equality) の観点も重要である。

例えば、業務規制の自由化や国際化に伴う参入制限の撤廃は、独占的、寡占的利潤発生之余地を少なくするという意味では、公平性を高めると考えられる。また、公平性の観点から金融制度を評価する際に、利益相反 (conflict of interests) の問題を無視することはできないであろう。

第3に、金融リストラクチャリングの発展という大きな変革の時代にあっては、単に金融制度が効率的で公平であるだけでなく、金融制度が国民から信認を受け、安定的 (stable) であるかどうかという点も重要である。安定性 (stability) が失われれば、効率性と公平性も一挙にくつがえるからである。

そうした金融制度の安定性が持つ意味については、必ずしも一致した考え方が確立されているようには思われないが、ほぼ共通しているのは、金融機関の連鎖的な破綻や金融市場の閉鎖に遂行されているということであろう。

そうした意味で金融制度の安定性に最も大きな影響を及ぼすと思われるのが、金融取引全体を最終的に完了させる役割を担っているが故に、その外部効果 (external effect) が大きい決済制度の崩壊である。例えば、金融機関や金融市場が破綻した場合には、別の金融機関や金融市場を利用することによって金融取引を代替することは比較的容易である

が、決済制度が機能を停止した場合には、極めて大きな社会的コストが発生する。つまり、金融制度の安定性を最低限必要な線で抑えたとすれば、決済制度がネットワークとして安全かつ円滑に機能することが必要であるといえよう。

4. 金融リストラクチャリングの具体的論点

(1) 決済制度のリストラクチャリング

決済制度のリストラクチャリングを、①マネー供給方式の変化への対応、②ペーパー・レス化への対応、③セーフティーネットのあり方、の3点について考えてみよう。

イ、マネー供給方式の変化への対応

中央銀行は従来から銀行券を決済手段として供給してきたが、民間金融機関が小切手にはじまり、クレジットカード、給与振込、自動引落しなどの便利な決済手段を供給するにつれて、銀行券の重要性は相対的に低下してきている。しかしながら、決済手段が民間に移行するということは、とりもなおさず個々の決済における「決済完了性 (finality)」の喪失という問題を伴っている。

このことは、民間の決済システムにおける後述のようなシステム・リスクの問題に典型的に現われている。すなわち、民間の決済システムは、手形交換や内国為替制度等にみられるように、債権者が資金を受け取ったとしても、その決済 (payment) はそれで完了せず、インターバンクの決済 (settlement) を必ず必要とする。この場合、インターバンクの決済は多角集中決済によって行われるため、参加行のひとつが支払不能に陥ると、その影響が直ちに参加行

Ⅳ. 金融研究所提出論文

第3表 日本、米国における決済額等の推移

米 国	Fedwire (1)	CHIPS (2)	合 計 (3)=(1)+(2)	名目 GNP (4)	(3)/(4)
	兆ドル	兆ドル	兆ドル	兆ドル	倍
1970年	7.2	0.5	7.7	1.02	7.5
80	53.6	37.1	90.7	2.73	33.2
85	115.0	78.4	193.4	4.01	48.2
86	130.0	106.6	236.6	4.24	55.8
日 本	手形交換高 (1)	内為取扱高 (2)	合 計 (3)=(1)+(2)	名目 GNP (4)	(3)/(4)
	兆円	兆円	兆円	兆円	倍
1970年	318.9	30.4	349.3	70.7	4.9
80	1,425.1	318.2	1,743.3	240.1	7.3
85	2,693.0	674.2	3,367.2	316.1	10.6
86	2,882.4	799.4	3,681.8	331.3	11.1

全体に及ぶ。エレクトロニクス化により決済額が激増（第3表参照）するに伴い、この問題も重要性を増している。

決済完了性のある銀行券に代って、民間の多角集中決済の仕組みが重要性を増してきたのは、それが圧倒的に効率の良い仕組みだったからである。大口取引の場合、銀行券よりも小切手を利用した方がユーザーは便利であろうし、しかもこれを1枚ごとに取り立てるのではなく、集中して決済した方が効率的であることは誰の目にも明らかだった。ところが、小切手ではなく電子信号（EFT）が使われるようになると、1件ごとの個別決済の不便さは薄れ、従って、多角集中決済の優位性は相対的に後退することとなる。もはや深刻化するリスクを無視してまで民間の多角集中決済への依存を一層高めていくべき理由は乏しくなっている。

効率性（便利さ）と安全性（決済完了性）を同時に入手し得るような、いわば「便利

なエレクトロニック銀行券」に対する社会的ニーズは明らかに存在しており、中央銀行はこれに対して的確に 대응していく必要があるだろう。なお、こうした中央銀行サービスに対しては、民間銀行サービスとの関係が問題とされることがある。銀行券については、歴史的に中央銀行が発行し、民間銀行がこれを配分するというかたちで協調体制をとってきた。便利なエレクトロニック銀行券は従来の紙ベースの銀行券に代るものであるから、同様の協調体制が保たれるべきであり、新たな状況の下での補完関係を模索していかなければならないだろう。

ロ、ペーパーレス化の対応

金融の証券化が進む一方で、有価証券取引（発行、売買、貸借等）の決済をどのように行うかが大きな問題となってきた。各国とも有価証券のペーパーレス化を行うことにより決済の効率化を図ろうとしている。ただ、有価証券のペーパーレス化には、いくつかの種類がある。

第1のタイプは不動化 (immobilization) である。つまり、一旦券面を発行するものの、これは受寄機関 (custodian) の金庫にしまっておき、権利の移転等は帳簿上の振替で済ませようとするものである。この方式はドイツの Kassenverein による株券等の振替決済制度に始まると言われ、わが国で構築中の株券振替決済システムもその例である。

第2のタイプは、はじめから券面をなくしてしまおうとするものである (dematerialization)。このタイプはさらに2つに分かれる。つまり、券面発行の請求があればこれに応じるタイプと、一切券面を発行しないタイプ (pure book entry transfer system) である。前者に、例えば、わが国の登録国債・登録社債がある。しかし、1980年代に入って、後者のタイプを目指す動きも各国で顕現化しつつある。例えば、

- ① フランスでは、1984年から有価証券全について券面の廃止を漸次実施、88年5月以降これが実現されている。
- ② 英国では、1986年11月に CGO (Central Gilts Office) システムと呼ばれるペーパーレス国債取引システムが稼働を始めた。
- ③ 米国では、ペーパーレス化のために1978年に UCC (統一商事法典) の第8編が改正され、これに伴い1983年に一部企業で CP の pure book entry system が導入された。また、1986年5月、国債についても pure book entry system に移行した。
- ④ デンマークでは、1988年4月以降株式について登録発行が義務化され、券面が

完全に廃止された。

こうした動きを支えているのが、コンピュータ・ネットワーク技術である。新しい技術は、有価証券の発行、移転、管理等の手段として、刻々その優位性を拡大しつつあるだけでなく、証券決済システムにおける国際競争を激化させ、これが各国に法制面を含めた対応を急がせている。例えば、Euro-clear や CEDEL といった証券決済システムは、世界中どこからでもアクセスできる。わが国においても、3大金融市場の一つとして、また世界最大の債権国として、こうした流れを十分に認識し、適切に対応していく必要がある。

ハ、セーフティー・ネットのあり方

米国では、金融リストラクチャリングの過程でセーフティー・ネットのあり方、とりわけ預金保険制度に検討が加えられつつある。わが国でもこの点についての議論が行われても良いであろう。その場合、すでに米国で指摘されているように、預金保険制度をやみくもに充実させることには次のような問題がある。

第1に、各金融機関が拠出額を増大させ預金保険制度の量的拡大を図ることは、個々の金融機関にとっては、とりもなおさず自己資本の充実が不十分となることにほかならない。自己資本比率が高水準であるのであればともかく、その引上げが喫緊の課題とされている点からは、どちらを優先させるべきかは明らかであろう。

第2に、預金保険制度の量的ならびに質的充実、金融機関、預金者等のモラルハザードを招来し易いことである。過度の預金保険制度は、金融機関の資産の健全性を吟味しようとする預金者のインセンティ

ブ、予期せぬ預金引出しに対応できるように自己の資産・負債の質を維持しようとする金融機関自身のインセンティブを共に鈍らせる。

そもそも保険制度は、自己に責任のない不慮の事故に対して保険金が支払われるべきものであろう。ハイリスク・ハイリターン投資を行う金融機関ならびにそうした行動を許す預金者に対し、十分な保険金を支払うべきかについては疑問なしとしない。

金融面の不慮の事故とは、システム・リスクがその典型であろう。システム・リスクとは、決済サービスに伴う銀行間の与信・受信関係を介して、1銀行の支払不能がその銀行とは直接係わりのない他のシステム参加行に連鎖的に波及していくリスクのことである。決済システムがひとつの公共財であるならば、システム・リスクのような外部不経済については、預金保険のような民間拠出の基金ではなく、公共機関である中央銀行の lender of last resort 機能により波及を防止することも考えられよう。

以上のような事後的セーフティー・ネットのあり方を検討する前に、事前的に決済システムそのものに内在するリスクを極力削減する工夫を施すことが一層重要であろう。そうしたものとしては、①delivery against payment 原則の確立、②obligation netting の採用、③各種の cap の設定、等金融機関相互のリスク削減努力が挙げられる。

第1の delivery against payment とは、取引の対象となる財・サービス、金融商品等の受渡しと資金の受渡しを同時に、少なくとも同じ日に行うというものである。も

ちろん、商品の受渡しと資金の受渡しをどのようなタイミングで行うかは一般論としては取引当事者の自由であろうが、世界の主要なマネー・マーケット、外為市場、資本市場等の大口取引においては、delivery against payment が主流となりつつある。これに対してわが国では、商品の受渡しと資金の受渡しが必ずしも一致していない。リスク削減の見地からは、ラグ期間が短ければ短いほど良いわけで、わが国でも上記のような方式を是非とも目指すべきであろう。

第2の obligation netting とは、同一の取引当事者間でオーバー・ラップして生じている債権・債務関係をネットアウトし、ネットの新しい債権・債務に置き換えてしまう（更改、novation）ものである。これにより、万一取引当事者の一方が倒産しても、残った当事者はネットの額についてだけ管理しておけば良いということになる。もちろん、何でもネットアウトしてしまっただけ良いということではなく、法的にみて問題が少なく、ネットアウト効果の大きいものから行うということになろう。因みに、ロンドン、ニューヨークでは既に外為取引等について、銀行間で契約を結び obligation netting が行われているが、現在東京でもこれを導入すべく検討が行われている（日本銀行金融研究所1987a）。

第3の cap とは、システム参加行の送金額等に限度を設ける方法であり、それには bilateral credit limit（相対与信限度）と sender net debit cap（支払人ネット負債限度）の2種類がある。前者の相対与信限度とは、システム参加行間で予め相対でネット与信限度額を設定しておき、これを超え

額の送金はできないようにする方法であり、これにより1行が決済不能となったとしても、他の参加行の貸倒れリスクをそれぞれの与信限度額まで制限できる。後者の支払人ネット負債限度は、送金に伴って生ずる参加各行のネット・ネット・ポジションを各行の自己資本の一定割合以内に抑える方法であり、これにより仕向行が無制限に債務を負うことを抑え、仮に仕向行の決済不能が生じて、他のシステム参加行への影響を限定することができる。

(2) 業務分野のリストラクチャリング

今後業務分野のリストラクチャリングを進めていくに当たっては、(1)でみてきた決済制度のリストラクチャリングを踏まえた上で、①マネー・決済サービスの供給は誰が行うべきか、②業務兼営に伴うリスク波及を遮断するためには、経営形態上どのような工夫を行うべきか、③業務多様化に伴う組織面からのメリット(多角化の経済性等)・デメリット(利益相反問題等)をどう評価するか、という点が重要であろう。

イ、マネー・決済サービスの供給者のあり方

これまではマネー・決済サービスは銀行が行うものと考えられてきた。しかし、近年、証券会社等のノンバンク(非預金取扱金融機関)、VAN業者や流通業者等の非金融機関がマネー・決済サービス分野に参入してきている。こうした動きが決済制度の不安定性をもたらすことになるのかどうか検討してみよう。ここでは、マネー類似の商品の典型として、a) 投信を利用した決済サービス、b) プリペイド・カードの決済機能、の2つを取り上げることにする。

a) 投信を利用した決済サービス

わが国では米国のCMA (Cash Management Account) にならい、昭和59年4月に「資金総合口座」が開催された。これは預金口座に一定額の歩留り措置を講じた上で、この額を超える部分について投信(中国ファンド)の購入、解約金の口座振込みを行うものである。これに対しては、「投信のような元本保証のない資産が決済機能を持つことは不適当」との主張がみられるが、以下3つの理由からそうは言いにくいように思われる。

第1に、CMAのようなサービスは、仕組みとして、従来顧客が自分で行っていたことを証券会社が代行しているに過ぎないとみなしうることである。この場合、元本割れのリスクは、もともと投信保有者が自ら負っていたものであって、証券会社がサービスを代行したことによって新たに背負い込むわけではない。

第2に、元本保証のない資産による決済サービスは、既に従来から行われていることである。例えば、対外取引においては外貨が決済手段として用いられるが、為替相場の変動にさらされているという点で、これには元本保証がない。すなわち、外貨決済の場合は、通常の邦貨を売却して代り金(外貨)を外貨口座に振り込んで決済を行うが、この仕組みは基本的にCMA(投信の売却、預金口座への振込み)と同様である。

第3に、技術進歩に伴って、支払指図から引落しまでの時間は次第に短縮化の方向にあることである。以前は、投信を売却するまでにかかなりの時間がかかり、投信の元本保証がない限り、実際に資金決済される段階ではその額を満たさない

IV. 金融研究所提出論文

可能性もあった。しかし、エレクトロニクス化により、これらに要する時間は大幅に短縮され、端末を用いた EFT の場合にはこれを瞬時に行うことも可能となってきた。今後決済時間の短縮とともに、決済手段の元本が毀損されるリスクは小さくなる筋合にある。むしろ、こうした方向はあらゆる決済手段が実現すべき課題として推進してゆくべきであろう。

こうした原理的な問題を離れても、中国ファンドと預金のどちらが決済手段として優れているかは、一概にいけない。中国ファンドは一定割合を中期国債等の安全資産に運用することが義務付けられているが、これは「決済手段は他の負債とは分離し、例えばフェデラル・ファンドや3か月未満の政府証券等の保有資産に全て運用されるべきである」との Tobin 教授の「預金化通貨」(deposited currency, Tobin 1987) の主張²⁾にも相通じるものである。

この点、預金を何に運用するかは、銀行の自由に任されている。一方、銀行には自己資本比率規制、考査等の事前のセーフティー・ネットのほか、預金保険制度、lender of last resort 等の事後的セーフティ・ネットがかぶせられているが、証券会社にはこうしたものはない。ただ、銀行には、セーフティ・ネットがあるだけにモラル・ハザードに陥り易い面もある。

結局、何が決済手段として適当かにつ

いては、銀行のビヘイビアによる面が大きい。極めて優良な銀行の預金は投信よりも優れているかもしれないが、逆に不良資産を抱えた銀行、モラル・ハザードに陥っている銀行の預金は投信よりも明らかに劣る。この問題は最終的に顧客の選択に任されるべきもといえよう。

b) プリペイド・カードの決済機能

プリペイド・カードは、昭和58年頃から非金融機関である NTT のテレホンカードや JR のオレンジカードとして発行され始め、その発行量はこの2つのカードだけで62年末で既に417百万枚(但し、62年4月以降の JR カードは東日本 JR 分のみを合算)に達している。61年には、プリペイド・カードを専門に発行する会社も設立された。

プリペイド・カードは、その名が示すとおり、先に資金を払い込み、後に商品・サービスの購入を行う仕組みのカードである。こうした決済方法は既に定期券等でとられており、記名式であったり、商品・サービスの購入範囲が限定されていたり、カード自体が売買対象となるようなことがなければ、それほど問題がないといえよう。しかし、こうした制限を逸脱すると、このカードは銀行券に極めて近いものとなり、検討すべき問題もいろいろと生じてくる。ここでは、銀行券に近い理念的なカードを想定して問題点を検討してみよう。

このカードの原理的な仕組みは、①
カード発行企業が供託金を法務局に払い

2) Tobin の従来の論文 (1986) では、決済手段は準備預金に100%裏付けられた預金であるべきとしていたが、最近では上記のとおり、保証物件に裏打ちされた預金を主張している。

込んでカードを発行する（供託金は発行額の5割）、②消費者が現金を払い込みカードを入手する、③消費者が商品・サービスをカードを使用して購入する、といった極めて簡単なものである。このようにみると、プリペイド・カードのメカニズムは、近代的銀行制度確立前夜の決済の仕組みに極めて似ていることに気がつく。

まず、プリペイド・カードは藩札に類似している。江戸時代中期以降、諸藩はこぞって藩札を発行した。当時各藩は、①他国から持ち込んだ正貨（金、銀、銭）は藩に集中させ、代わりに藩札を手交し、②藩内の商品・サービス購入には藩札を使用させた。末期には、正貨への再交換をしにくくするため、交換所をわざわざへんぴな場所へ設けたり、藩の財政責任者は火事が発生すると藩札が消失するため、これをよろこんだという話すら伝わっている。プリペイド・カードは今やコレクションの対象ともなり、かなりの部分が退蔵されて、理屈上は発行者の財政を潤していることになるが、この点も発想としてはあながち藩札に似ていないこともない。

一方、カード発行企業は、わが国に中央銀行ができる前の明治初期の国立銀行に類似している。当時の国立銀行は自ら銀行券を発行し、これを貸し付けることによって収益を挙げていた。この銀行券は、資本金の6割の金額の政府紙幣を大蔵省に納入し、その代わりに交付される公債証書を再び大蔵省に預入し、これを抵当として預入公債と同額の銀行券の下付を受ける。そして、この銀行券に自分

の銀行名等を記して流通させる、というものであった。

従って、プリペイド・カードが決済システムの安定性を損うことがないかどうか等を検討する場合には、歴史の教訓に照らして考えることが適切であろう。そうすることによって、次の問題点が明らかとなる。

第1に、プリペイド・カードにはリスクが伴っているということである。現金を払い込んで入手したのだから安全であると考えるのは錯覚に過ぎない。プリペイド・カードによる決済には、カードの保有者が現金を払い込んだにもかかわらず、カードの発行企業から商品・サービスの提供を受けられないかもしれないというリスクが常に伴っている。たとえ供託金が積まれていても、それはカード発行額の半分に過ぎない。しかも、通常は有価証券で積まれるため、カード自体は元本保証されているにも拘らず、運用は常に市場の価格変動リスクにさらされている。こうしたリスクを防ぐには、供託金の率をカード発行額の100%とし、しかもこれを中央銀行のベースマネーにより積むことが望ましい。要するに、100%準備を持つカードであれば、リスクの上からは全く問題ないといえよう。

第2に、こうした私的銀行券は、放っておくと増発され易く、マネーサプライ・コントロールの上からは問題が少なくないということである。乱発の方法としては、カードにプレミアムを付ける等の方法が考えられよう。因みに、藩札の場合は、発行者自らがこれを大量に使用するという方法で乱発が行われた。また、

明治初期には銀行券発行の担保金率の緩和が行われ、この結果、国立銀行の乱立（ピーク時153行）と銀行券の乱発を招き、国立銀行券の銷却を一つの目的として設立された日本銀行は、これをすべて回収し終えるまでに実に18年を要しているのである。

第3に、プリペイド・カードが退蔵されると、仮に何らかのきっかけでこれが一度に商品・サービスの購入に向かうと、カード発行会社の財政負担、商品の在庫管理面の困難さが著しく高まるということである。これは一種の取付けであろう。これに伴う流動性リスクについては、銀行の場合安全性を保つための種々の工夫が採られているが、プリペイド・カードには流動性不足への対処は必ずしも万全でないように窺われる。

以上、プリペイド・カードに関する問題点を列挙したが、こういうものが発生すること自体、国民にニーズがあることを意味している。こうしたニーズに応えつつ、決済の安全性を損わない工夫を行うことこそ重要であろう。

ロ、業務兼営に伴うリスク遮断の問題

金融機関が多く金融業務を兼営するようになると、ある企業の経営蹉跌が他のものに波及していくという問題がある。特に銀行が証券業務等を兼営する場合は、次のような点で一層問題は深刻化すると思われる。第1に、他の業務のリスクが銀行業に及び、銀行が主たる担い手となっている決済システムが危うくなる。第2に、他の業務が預金保険制度に free ride することが可能になり、銀行が他の業務を兼営していない場合に比べて、他の業務におけるリス

クテイクな行動を誘引し易い。第3に、組織が巨大化する結果、預金保険制度の有無等に関わりなく、事実上これを倒産させることが不可能となる（too big to fail）。こうしたことから、金融リストラクチャリングに当り、米国等では銀行が他業を兼営する場合、あるいは他業が銀行業を兼営する場合は、両業務の間に何らかのリスク波及を遮断するような工夫を設けようとしているのが実情である。

上述のように、業務兼営の方式として各国で採られている方式は、①固有業務の範囲を広げ、ユニバーサル・バンク化させる、②銀行に関連会社を保有させ、他業は関連会社において行わせる（他業に銀行子会社を保有させることも可能）、③一つの持株会社の下に銀行子会社、非銀行子会社を設立させる（実質的に銀行が支配力を持つことも、非銀行企業が支配力を持つことも可能）、等である。そして、最近金融リストラクチャリングを図りつつある国の多くは②の形態、米国は③の形態を採ろうとしていることも既に述べた。要するに、各国では法人格を分離（insulation）させておくことがリスク遮断には最も効果があると考えられている。例えば、米国では、銀行持株会社はこれまで主として州内支店設置・州際銀行業務を禁じた地理的規制や業際規制を回避する手段として、あるいは金利規制、株式保有制限、課税等の回避・軽減の手段として活用されてきた（Jessee and Seelig 1977）。しかし、最近ではリスク遮断機能を持たせる一つの有力な方法として、これを積極的に活用することが考えられているのである。

第1に、BHC（銀行持株会社）ないしは

関連会社に対する出資・貸付のかたちで他業を行うことによるリスクの遮断である。特に、BHC 形態の場合、非銀行子会社の経営が悪化したり、破綻したりすると、BHC 本体は受取配当、利息の減少、出資金や貸付金の回収不能といったかたちでリスクが BHC に波及するが、同傘下の銀行（非銀行子会社の兄弟銀行）には少なくとも直接には波及しない。もちろん、通常は BHC の自己資本によってリスクがカバーされるであろうが、傘下非銀行子会社の経営悪化の程度が大きく、その損失がカバーできない場合には、BHC 倒産にも拘らず銀行子会社が生き延びるケースさえあり、これはユニバーサル・バンク形態にはないリスク遮断機能といえる。

第 2 に、破綻した他社の債権者からの波及リスクの遮断である。通常、破綻企業の株主には有限責任の原則が適用されるが、BHC や関連会社形態の場合にも破綻子会社の債権者の権利が BHC や親会社である銀行には及ばないといえるかどうかが問題となる。この点は、一般的には、「法人格否認の法理」が BHC 形態に適用されるかどうかという観点から議論される。ここで「法人格否認の法理」(piercing corporate veil) とは、ある会社の法人としての資格を否認し、背後にある実態に即してその者の責任を問おうとする英米法上の法理である。純粹理論としては、法人格否認は BHC や関連会社形態にも適用されるようであるが、現実には、例えば米国では、BHC 子会社の法人格が否認された判例は見当たらない。これは、破綻企業の債権者よりも銀行の健全性の保護を優先する司法判断が働くためと解されている (Posner

1976)。

もっとも、BHC や関連会社形態も、①「同一性の誤認」(confused identities, 銀行の債権者が銀行と破綻関連会社を同一視してしまう現象)がある場合や、②経営悪化や破綻に直面した関連会社を救済するために銀行資源を投入してしまうような場合は、十分にリスクを遮断できるとはいえないといわれている。

米国では近年、いくつかの金融リストラクチャリング案が提出されているが、これらは FDIC 案を除けばいずれも持株会社のリスク遮断機能を活用することにより、銀行に対して、証券会社に代表される非銀行金融会社との系列関係を認めようとする点で共通している。これらは「関連会社リスク」(affiliation risk)をいかに削減するかという点から、次の 2 つのアプローチに大別できる (第 4 表参照)。

第 1 は、関連会社リスク発現の具体的なルートを想定し、それらに 1 つ 1 つ対策を講じていこうとする「ピースミール・アプローチ」である。第 2 は、制度的変更を抜本的に行い、決済機能そのものを関連会社リスクから守ろうとする「コンプリヘンシブ・アプローチ」である。

現実問題として、どういった案が最も適切かは慎重に考察する必要があるが、米国における議論の過程で、経営形態等のほか、リスク遮断を補完する措置 (supplemental insulation provisions) として種々のものが検討されているのは注目に値する。その主なものは次のとおりである。

① Anti-Fraud 規定……銀行の子会社に自己の債務は預金保険の適用外であることの開示義務。

第4表 米国における最近の金融リストラクチャリング案の概要

私案名 概要	Piecemealアプローチ		Comprehensiveアプローチ	
	プロクシママイヤー・ガーニー ¹⁾ 法案 (1987年11月)	FDIC ²⁾ 案 (1987年8月)	ヘラー ³⁾ 案 (1987年3月)	コリガン ⁴⁾ 案 (1987年1月)
構想名および根拠	「1987年金融近代化法案」	「銀行業の再構築」	「ダブル・アンブレラ構想」	「金融市場構造の長期的展望」
業態兼営形態	持株会社の子会社	銀行本体の子会社 持株会社の子会社	持株会社の子会社	持株会社の子会社
一般事業会社による銀行保有	不可能	可能	可能	不可能
銀行の兼営する非銀行業務	銀行業に密接に関連する金融業務および証券業務	制限なし	制限なし	証券・保険業等の金融サービスに限定
リスク遮断策	○ 銀行の系列証券会社等に対する貸出禁止 ○ 兄弟証券会社から市場価格以外での証券買取りの禁止 ○ 証券子会社の債務が関連銀行の保証付きでないこと等のデイスクリュージャー ○ 銀行・証券会社の役員兼任の禁止	○ 内部者取引規制の強化 ——銀行に対する融資規制と同種の規制を系列会社にもまで適用 ○ 検査強化 ——銀行を含む関連会社すべてに対する立入検査データの徴求	○ 2つのプロテクト条項(ダブルアンブレラ)の設置 ① 金融持株会社のネット資産が正の内は銀行は倒産できない (back stop 規定) ② 緊急時の救済の流れを一般事業会社→金融持株会社→銀行の方向に限定 (逆方向は認めない) ○ 銀行の系列会社に対する融資規制	○ 金融機関を銀行持株会社、金融持株会社、商業・金融複合体の3業態に区分し、各業態ごとに①提供可能な決済業務、②享受可能な連銀サービスは決定。 ——商業・金融複合体の決済業務提供、支払システムの利用が禁止されている点がポイント ○ 一般事業法人と銀行の系列関係の禁止がより基本的な方策
	○ 銀行持株会社を通じて銀行・証券業務の兼営を認めるが、双方の取引規制は行なう。	○ 銀行の兼営規制は、①現行法見直しにより、銀行と関係会社の取引規制を強化、②GS法の見直しにより、銀行本体および銀行持株会社の子会社にあらゆる証券業務の兼営を認める、という2段階方式で緩和・撤廃。	○ 持株会社形態を通じて、銀行が証券業を含めあらゆる金融サービスを兼営できることとし、一般事業会社の銀行保有も認める。	○ 銀行に預金化現金 (FF、TB 等の安全資産のみに運用先が限定されている非付保預金)の提供を義務付け。 ○ 投資銀行の負債を非付保預金に限定。
その他の特徴点				

- (注)1) William Proxmire (上院銀行委員会委員長)、Jake Garn (上院議員)
2) Federal Deposit Insurance Corporation (連邦預金保険公社)
3) H. Robert Heller (連邦準備制度理事會理事)
4) E. Gerald Corrigan (ニューヨーク連銀総裁)
5) James Tobin (イェール大学教授)

- ② Stand Alone 規定……銀行の子会社に対する債務保証の禁止。
- ③ Arm's Length 規定……銀行と子会社との取引を通常の契約ベースのものとして行わせる。
- ④ Bear Down 規定……銀行の自己資本比率が基準以下になった場合、親会社はその基準を回復するまで資本投入を行うが、それができなければ銀行を放棄させる。
- ⑤ Back Stop 規定……親会社のネット資産が正のうちは銀行は倒産できない。
- ⑥ Daylight Overdraft 規制……銀行の子会社に対する daylight overdraft を一定額に制限する。

ハ、業務多様化に伴うメリット・デメリット——economies of scope と conflict of interests

金融機関が業務多様化を進める1つの大きな理由は、「多角化の経済性 (economies of scope)」の享受、つまり経営多角化から生ずる収益増大と費用の軽減にあるとされている。すなわち、金融業務の中で、例えば銀行業務と証券業務等の間には利用できる共通の情報やノウハウが多く、もし両業務を兼営することができるとすれば、そうした情報やノウハウ等を共通の基盤として、安価かつ効率的にサービスの供給ができるというわけである。特に最近では、金融業務を遂行する上で重要な役割を果たす情報やノウハウの蓄積・分析がコンピュータと情報通信技術の著しい発展に支えられて極めて効率的に進められるようになってきているだけに、そうした複合生産的なメリットは大きくなりつつあるといえよう(現に、内外のいくつかの実証分析結果に

よると、いずれも銀行業に economies of scope が存在することが裏付けられている)。

ただ、economies of scope はどのような金融機関でも、またどのような業務間でも働くというわけではない。例えば、銀行業務と証券業務の間では economies of scope が働き易いが、ホールセール業務とリテール業務の間では働きにくいといわれている (Murray and White 1983)。また、仮に economies of scope が存在するとしても、実際に業務多角化を行うのが適切であるかどうかは、業務を多角化した時の収益率の上昇が、従来と同様の業務構成の下で業務規模を拡大し、いわゆる「規模の経済性」(economies of scale) による収益率の上昇よりも高い場合に限られるであろう。

加えて、economies of scope の享受を図るに当たっては、例えば業務の組合せが広範化し、百貨店的な金融業者が登場した場合に、極めて豊富な資金量を擁し市場での金利決定に高い影響力を持つようになるなど、いわゆる「集中・独占の弊害」を招かないよう留意すべきである。この場合、表面的には独占形態ではあっても、新規参入の可能性さえ確保されていれば、競争的な市場とほぼ同等のパフォーマンスが得られる (Contestable Market の理論、Baumol, et al. 1982) ということも考慮されるべきであろう。

しかし、こうした業務多角化を進めていく場合に何よりも注意しなければならないのが、「利益相反 (conflict of interests)」の問題を引起さないかどうかという点である。利益相反とは、金融取引において複数の利益が存在し、しかもそれらが対立し

ている状態を指し、金融機関はこうした状況の下で、各取引主体間の利益を公平に扱う義務があるが、それにも拘らずある主体の利益の犠牲において自己ないし他の主体の利益増進を図る場合に、利益相反問題が発生するといえよう。

金融機関は取引の仲介者として利害の相対立する顧客を多く抱えているだけでなく、顧客等には到底知り得ないような貴重な内部情報 (insider information) を擁しているが故に、利益相反問題を引き起こし易く、しかも金融リストラクチャリングを展開していく過程で業務範囲の多様化を図り、業務間の結合生産性が高まるとすれば、利益相反問題の発生可能性は高まるとみて差支えないであろう。

こうした利益相反問題は、わが国ではこれまで少なくとも表面的にはそれほど多く発生していないが、仮にそれらが頻繁に発生するような状況になれば、金融取引の市場メカニズムに基づく価格形成が損われたり、モラル・ハザードが発生することにより金融機関の経営が不安定化したり、さらには金融機関に対する人々の信認が失われるなど、金融制度全体がかなり動揺する惧れがある。

従って、利益相反問題の発生を回避するために、例えば、①異業務部門間の情報・物理的分離策としての「Chinese Wall (万里の長城)」ないし組織的遮断策としての「Fire Wall (防火壁)」の構築、②金融機関と顧客との間の情報の非対称性 (asymmetric information) を軽減するための「ディスクロージャー」の充実、③業界自主規制団体や公的当局等による「モニタリング」体制の強化ならびに「自己規律の

涵養、等の措置を総合的に実施していくことが肝要であろう。

(3) 市場のリストラクチャリング

金融市場のリストラクチャリングを考える上で1つの重要な示唆を与えてくれたのが昨年10月の株価大暴落 (Crash) とその後相次いで出された暴落の原因分析ならびにそれを教訓として金融市場のあり方を論じている米国の「Brady 報告」等の各種レポート (第5表参照) である。これらから明らかになった市場のリストラクチャリングに関するいくつかの論点の中で重要な点は、①現・先一体化論に象徴される「市場一体化仮説」をどう考えるか、②取引所取引、取引所外取引の機能・役割分担についてどう考え、取引集中に伴う独占の弊害にどう対処するか、③市場のインフラストラクチャーやセーフティ・ネットをどのように整備すれば、より高い取引パフォーマンスが得られるか、という点である。

イ、市場一体化仮説の妥当性

昨年秋のCrashをもたらしした要因を探る上で、「市場一体化仮説 (one market hypothesis)」がBrady報告により指摘されている。これは、簡単にいえば、本来の現物取引、先物取引、オプション取引の3市場は、取引間の金利裁定等を通じて一定のベーススをはさんで互いに結びついているはずであり、表面的には取引そのものは別の場所で行われていても、各取引は実態上は1つの市場で行われているのと同じことであるとする考え方である。

そして、この考え方に基づけば、昨年秋のCrashは、これらの現物・先物両市場間のリンクが有効に機能しなくなったため発生したということになる。つまり、まず

第5表 Crash についての米国の主要な報告書等の概要

	Brady ¹⁾ 報告 (1988年1月)	GAO ²⁾ 報告 (1988年2月)	SEC ³⁾ 報告 (1988年2月)	CFTC ⁴⁾ 報告 (1988年1月)	FRB 議長証言 ⁵⁾ (1988年2月)
Crash の 原因・背景	○ 予想を上回る貿易赤字と増税法案が引き金 ○ ポートフォリオ・インシュアランス (PI) や投信の売りが殺到 ○ DOT (取引自動執行システム)、スベチャリスト制の不備などが混乱を増幅 ○ 決済システム、クレジット・システムに対する不安の高まり	○ 貿易赤字と増税法案が「投機のバブル」を破裂させた ○ PI や投信の売りが殺到 ○ 各取引所間の連絡システムの不備	○ 投資家の相場観の変化 (経済ファンダメンタルズとの比較でみた相場上がり過ぎ感の強まり等) ○ PI を含む機関投資家の売り圧力が最大の要因 ○ DOT システムの能力不足、スベチャリスト制の混乱、証拠金の不均衡などが問題を加速	○ 経済ファンダメンタルズに対する投資家の見方が変化したことが主因 ○ 「カスケード理論」 (現物下げ→ヘッジ先物売り→先物買い→現物売りの輪取り→現物下げ) は、ごく短期のテクニカルな値動きしか説明できず、今次局面では当てはまらない	○ 急落前の異常な株価高は早晩調整不可避なものであった ○ 大手機関投資家が、米国経済の先行き不透明感の強まりや Crash に先立つ株価の下落を背景に、相次いで市場から手を引こうとしたこと
対 策 提 言	○ 市場・金融システム全体に対する単一機関による整合的な規制 ○ 監督機関は FRB が最適との見方 ○ 現物・先物・オプション市場等における清算機関の統一 ○ 現物・先物・オプション市場間で整合性のとれた証拠金制度の導入 ○ 値幅制限、建玉制限等の取引停止措置 (サーキット・ブレーカー) の導入 ○ 連絡・モニタリングのための情報システムの整備	○ 緊急性を要する対応としては、 ① DOT システムなどの改善、 ② 市場間対応策の明確化、 ○ 中期的な対応としては、現物・先物、オプションは一体との概念に沿った監督体制の整備が必要。その場合、FRB の参加とリーダーシップの発揮が不可欠 (FRB による流動性供給の重要性は crash 時に実証済み) ○ 長期的には、個人投資家の保護、証拠金制度やマーケット・メーカー制等の構造的な問題について、改善の要	○ SEC の権限強化 ——株式関係の先物取引の監督権限を SEC に集中 ○ DOT の拡充、スベチャリストの資本増強等による市場機能の強化、向上 ○ 各市場にまたがる統一的な清算・信用・決済システムの構築 ○ ショート・セールに関する規制の見直し (実態に則したものに改善) ○ ローカルズを除く市場参加者に対する証拠金率の引上げ	○ 相場乱高下時の緩衝措置として、一定の証拠金の上乗せをルール化 ○ CFTC の取引モニタリング能力の強化、ならびに各監督当局 (SEC、FRB 等) との間の市場監視協力体制の強化 ○ フロントランニング (先物業者が顧客注文の執行よりも自己勘定での売買を優先させること) 監視システムの確立	○ 値幅制限は有効な場合もあるが、逆に運用如何では価格乱高下を招く恐れがある ○ アド・ホックな市場閉鎖は、ルーマーによる市場混乱を生じがちなため、極力回避すべき ○ FRB への包括的監督権限の賦与は、預金受入機関に限定しているセーフティー・ネットが証券会社にも適用されるとの思惑を生じる危険性があり反対。CFTC、SEC、FRB 等の共同監督体制がベター ○ 決済システムの改善については、現行システムの改善、専門機関の創設も含めて、今後の検討課題
そ の 他	○ 「市場一体化仮説」 (現物・先物・オプション取引は一体のもの) に基づく市場改革案を提言	○ GAO は会計面だけでなく、あらゆる面を調査対象とする議会の調査機関的存在	○ 値幅制限や建玉制限の導入については反対	○ 先物市場のクレジット・システムについては、大枠現行どおりで差支えない	○ Crash 時に、FRB は流動性の供給、銀行・証券会社の監視・指導面で種々の措置を実施

- (注) 1) Nicholas F. Brady (大統領特別調査委員会委員長)
 2) U. S. General Accounting Office (米国会計検査院)
 3) U. S. Securities and Exchange Commission (証券取引委員会)
 4) U. S. Commodity Futures Trading Commission (商品先物取引委員会)
 5) Alan Greenspan の上院銀行委員会での証言

IV. 金融研究所提出論文

現物価格の下落がヘッジのための先物売りを誘発し、次に現物・先物売りが起こった。通常はこの時点で先物買いが入るのであるが、今回は相場の先行き不安材料があまりに強かったため、投機筋（ローカルズ）も先物買いに回らず、従って現物・先物両市場とも一方的に相場が下落したというわけである（これは「カスケード理論」と呼ばれている）。

また、現物・先物市場間のリンクが有効に機能しなくなった原因として、①現物市場（ニューヨークのNYSE）と先物市場（主としてシカゴのCME）の証拠金やクリアリング・システムの違いがあること、②ポートフォリオ・インシュアランス取引を行っていた者（先物業者）の多くが現物市場には直接参加できなかったこと、③銀行が現物・先物オプション市場のそれぞれの清算機関に別々に信用供与することをためらったこと、等を挙げている。

これに対しては、現物・先物取引の本質は異なり（すなわち、現物取引は所有・支配が可能な物を取得または譲渡することを目的とし、自然発生的でバリエーションが大きいのに対し、先物取引は反対売買による現物決済を通じて金銭の授受を行うことを目的とし、人工的でバリエーションが小さい）、また上記のような現・先裁定メカニズムが有効に機能するのは主として短期的な局面に限られているため、現・先両取引がすべての局面において実態的に一体であるとは言い難いとの見方もある。

因みに、米国で出された各種レポートのこの理論に対する評価と考え方は概ね次のとおりである。

① Brady 報告…… 3 市場（現物・先物・

オプション）は「one market」との認識に基づき、中立的な立場から各市場にまたがる総合的措置を提唱。

② GAO 報告…… 3 市場を「linked markets」と認識し、既存の規制機関相互間の協力強化と緊急事態への対応策の必要性を主張。

③ SEC 報告…… 3 市場を「a linked market」と認識し、SEC による一元管理と現物市場の機能拡充を提唱。

④ CFTC 報告……one market 理論を否定し、既存の規制機関相互間の協調を基本とする小幅改善を提唱。

いずれの見方がより現実に近いかは、今後の理論的研究、実証分析等に待つとして、実際問題としては先物・オプション取引は現物取引の派生的商品（derivatives）、あるいは先物市場は現物市場のシャドー・マーケット（shadow market）であることに間違いはないであろう。つまり、両者の牽連性はかなり強いということができよう。従って、例えば市場に対する規制・監督のあり方を検討するに当たっては、現物・先物両市場の関連性にも十分注意する必要がある。ただ、このことと、すべての商品について現物、先物、オプションを総合取引所で取引する、あるいは少なくともある商品については現物、先物、オプションを単一取引所で取引する、ということとは別物である。なぜならば、この点を検討するに当たっては、安全性のみならず効率性の観点も極めて重要であり、むしろ取引所が多数存在する方が競争的市場が維持されるとする考え方もあるからである。そもそも取引所という制度が金融取引においてどの程度重要であるかは吟味する必要がある、

以下においてこの問題を考察しよう。

ロ、取引所取引、取引所外取引のあり方

最近、金融取引の形態として「取引所外取引 (off-exchange transaction)」が利用されるケースが多くなってきている。

例えば、近年のように経済的・社会的な変動が激しく、しかも金融のグローバル化が進展し、24時間取引が行われるような状況の下では、現物の取引所がクローズしている時にも通貨・金利等の変動に対するヘッジ・ニーズが存在する。しかし、現在の「取引所取引」(on-exchange transaction)形式の先物・オプション取引等ではこうしたニーズに応えることはできない。このため、いつでも、どこでも、誰とでも自由に行えるフレキシビリティの高い取引所外取引形態のオプション・スワップ取引等の取引が急拡大しているというわけである。

こうした取引所外取引の特徴を取引所取引と比較しながら指摘すると、①取引所のように取引の行われる一定の場所を必要としない、②取引所取引のような競争売買ではなく、売手と買手の相対売買方式がとられる、③同一銘柄の売買が同時に複数行われた場合に、それぞれの売買価格が同一である必然性はない、④取引の対象を予め特定して商品化しておく必要がない、などの点が重要であろう。

ところで、こうした取引所外取引のあり方に関しては、主として規制・監督の観点(法規制的観点を含む)から、①取引所取引を取引所外取引とどう区別し、また既存の規制体系(市場集中義務、賭博罪の適用等)との整合性をどのように保つか、②1つの取引所に取引が集中した場合の独占の弊害や取引所間の競争、取引所取引と取引

所外取引との役割・機能分担についてどのように考えるか、という問題が重要となろう。現に、昨年秋のCrash後の米国の各種レポートでも、これらの点に焦点を当てた分析が行われている。

わが国でも現在金融先物取引の開始をきっかけとして、これらの点について徐々に検討が進められているようであるが、これらの中では特に独占の弊害の回避が重要な課題となろう。

すなわち、金融取引が1つの市場、1つの取引所に集中すると、①価格(金利)が硬直的となり、市場メカニズムが有効に機能しなくなる、②資源配分上の公平性が阻害され、一部の参加者の効用が不当に高められたり、あるいは低められたりする可能性がある、③市場支配力が参加者の「内部組織的非効率(X-inefficiency)」を隠蔽するかたちで取引のコスト・パフォーマンスを低めることになる、などの弊害が起り得る。

市場全体の信用秩序を維持し、こうした弊害を顕現化させないためにも、取引を強制的に1つの取引所等に集中させることには慎重な検討が必要であろう。

ハ、市場のインフラストラクチャー、セーフティ・ネットの整備

昨年秋のCrashを加速させた1つの大きな要因が、決済システム、サーキット・ブレーカー(Circuit Breaker Mechanism<取引安全弁>)によるセーフティー・ネット、取引モニタリング・システム等の市場のインフラストラクチャーの未整備にあったことについては、各種レポートが共通に指摘しているところである。

これらのレポートを踏まえて、市場のイ

ンフラストラクチャーやセーフティー・ネットのあるべき姿を考えるとすれば、①まず決済システムについては、市場ごとに異なる決済機関や決済メカニズムを統一し、市場参加者がリスク・エクスポージャーを総合的に把握・管理できるようにするのが望ましい。また、②取引証拠金については、各市場参加者が価格変動リスク対応機能に加えてレバレッジ効果をも考慮に入れた取引担保機能を確保するためにも、各市場間で整合的・統合的な証拠金制度（例えば、クロス・マージン方式等）が必要であろう。さらに、③値幅制限、建玉制限や取引停止措置等のサーキット・ブレーカーを設置しておき、異常事態が発生した時にその影響がストレートに市場のインフラストラクチャーや市場参加者に及ばないようにすることも重要であろう。

そのほか、システム運用やプログラム売買のための DOT (Designated Order Turnaround<取引自動執行システム>) が今後さらに発達していくとすれば、それらの安全性をいかに確保するかも重要な課題となろう。また、「プライマリー・ディーラー制」³⁾や「スペシャリスト制」⁴⁾のような取引システムが市場の効率性、安全性にとって本当に有益なものかについての研究も必要となろう。

(4) 法的側面、会計的側面、経営的側面等における対応

これまで述べてきたような決済制度、業務分野、市場のリストラクチャリングに合わせて、法的側面、会計的側面、経営的側面等における対応も必要となつてこよう。例えば、法的側面について考えてみると、次のようなことがいえよう。

第1に、必ずしも法制度のみに関わる問題ではないが、金融がこれだけ国際化してくると、あらゆる金融取引において法的にも国際的観点が必要となつてくるということである。例えば、ユーロ預金は電話やテレックス等で簡便に行えるところから、国際間にまたがる取引であるにも拘らず、契約の準拠法を定めないことが多い。1985年の米国のリビア資産凍結に伴い、バンカース・トラストとリビア銀行の間に生じた預金払戻し請求に関するロンドンでの係争事件は、まさしくこの準拠法に関する契約が欠如していたために生じた事件であった。国際化の時代にあつては、一国の強行法規を他国にも及ぼす、いわゆる法の「域外適用」(Extraterritorial Application) が行われ易い（例えば、1980年の米国のイラン資産凍結事件）。国際化の時代においては、まず何よりも取引当事者が国際的に通用するだけの法的対応を行っていくことが必要であろう。

3) 「プライマリー・ディーラー制」とは、NY 連銀との直接取引を、資金力、取引実績、スタッフの資質など一定の要件を満たした政府証券ディーラーに限るシステムのこと。プライマリー・ディーラーに対しては、入札に際して証拠金の積立を免除されるなどの特典がある反面、日々の営業報告などが義務付けられている。

4) 「スペシャリスト制」は、NY 証券取引所特有のマーケット・メーカー制で、スペシャリストとは、取引所内でブローカーからの注文を取り次ぐ B.B. (ブローカーズ・ブローカー) であると同時に、自己取引をも行う者で、市場に売り注文しか出されていない時でも自己取引で買い向かわなければならないなど、公正かつ秩序ある市場の維持を義務付けられている。

第2に、法制について再検討すべき局面も出てこよう。その場合、当面の必要性に応じて、特別法を積み重ねていくといった対応ではなく、法制度の基本に戻った理論的立場からの検討が肝要であり、国際的にも通用するバンキング・プラクティスの確立のため、民商法等私法の原則にまで立戻った議論が不可欠であろう。特にわが国では、民法・商法等の基本法は大陸法系である一方、国際的な金融取引の場においては、英米法が広範に採用されているといった問題もあり、両者の整合性も含めた検討も必要になる可能性があるのではないか。

5. 結びに代えて

以上、現状における金融リストラクチャリングの動向、背景をみた上で、検討の範囲、視野、評価基準を提示し、今後それらに応じて金融リストラクチャリングを進めていくとすればどういった点に留意すれば良いかについて述べてきた。特に、金融リストラクチャリング動向全体に大きな影響を及ぼすとみられる決済制度、業務分野、金融市場、法制度等の基礎的制度は具体的にどのように再構築していくのが望ましいかについて、さまざまな視点から検討してきた。

重要なことは、今後リストラクチャリングを進めるに当たって、目先の利害得失に捉われて拙速な結論に陥ったり、業務分野調整等が各業態間の既得権益の give and take に終ることのないよう、広い視野から長期的展望に立って1つ1つ着実に進めていくことであろう。

以 上

Ⅳ. 金融研究所提出論文

【参考文献】

- 伊藤元重・松井彰彦、「組織的取引の経済分析——日本の取引形態の一側面」、Discussion Paper 88-J-1、日本産業経済研究施設、1988年1月
- 太田 勉、「金融自由化進展下での信用秩序維持の諸問題」、『金融研究』第3巻第1号、1984年4月
- 粕谷宗久、「Economies of Scope の理論と銀行業への適用」、『金融研究』第5巻第3号、1986年7月
- 片木 進、「専門・分業体制の特色とその歴史的役割」、『金融ジャーナル』、1988年3月号
- 鎌田沢一郎、「銀行持株会社のリスク遮断機能について」、研究資料(63)研2-4、日本銀行金融研究所、1988年2月12日
- 神田秀樹・小林秀之、『法と経済学入門』、弘文堂、1986年
- ・金子栄作ほか、『不動産の証券化』、東洋経済新報社、1988年
- 金融制度調査会・制度問題研究会、「専門金融機関制度のあり方について」、金融財政事情研究会、1987年12月
- 黒田 巖、「金融革新と金融システムの安定性」(昭和62年度金融学会報告概要)、1987年6月
- 、「金融ネットワークに伴う諸問題」(昭和62年度法とコンピューター学会報告概要)、1988年1月
- 小谷雅貴、「金融業務に係る利益相反問題の検討(上)(下)」、『商事法務』No.1136・1137、1988年2月15・25日
- 鈴木淑夫、「日本における Financial Reform の発展と今後の課題」、『金融研究』第6巻第3号、1987年10月 a
- 、『世界の中の日本経済と金融』、東洋経済新報社、1987年11月 b
- 館龍一郎・蠟山昌一、編、『日本の金融 [I] 新しい見方』、東京大学出版会、1987年
- 、『金融再編成の視点』、東洋経済新報社、1987年10月
- 霧見誠良、「日本における預金市場の形成」、『経済志林』第54巻第1号、法政大学、1986年7月
- 、「日本における小切手流通の展開とその限界——手形交換所と公的振替制」、『経済志林』第54巻第3・4号、法政大学、1987年3月
- 南部鶴彦、『産業組織と公共政策の理論』、日本経済新聞社、1986年7月
- 、『テレコム・エコノミクス』、日本経済新聞社、1986年2月
- 日本銀行金融研究所、「金融研究会——金融革新と金融システムの変化」、『金融研究』第3巻第3号、1984年10月
- 、「金融研究会——銀行経営と信用秩序の維持」、『金融研究』第4巻第2号、1985年5月
- 、『＜新版＞わが国の金融制度』、日本信用調査、1986年
- 、「金融研究会——決済システムの変革と中央銀行の役割」、『金融研究』第5巻第4号、1986年12月
- 、「オブリゲーション・ネットティングの法律問題について」、『金融研究』第6巻第1号、1987年2月 a
- 、「金融研究会——金融のグローバル化と制度的対応」、『金融研究』第6巻第4号、1987年12月 b
- 堀内昭義、『日本の金融——政策金融メカニズムの実証分析』、東洋経済新報社、1980年
- 吉田 暁、「ペイメント・システムの発展と今後の課題」、『金融ジャーナル』、1987年10月
- 、「ペイメント・システムのリスクと銀行の本質」、『武蔵大学論集』35巻6号、1988年3月
- Bank for International Settlements, *Recent Innovations in International Banking*, 1986.
- Bank of England, "The Regulation of the Wholesale Markets in Sterling, Foreign Exchange and Bullion", July 1987.
- Baumol, William J., Panzer, John C. and Wilig, Robert D., *Contestable Markets and the Theory of Industry Structure*, Harcourt Brace Jovanovich, 1982.
- Brady, Nicholas F., "The Presidential Task Force on Market Mechanism", January 8, 1988.
- Corrigan, E. Gerald, "Are Banks Special?", *Annual Report*, FRB of Minneapolis, 1982.
- , "Financial Market Structure: A Longer View", *Annual Report*, FRB of New York, 1987.
- Cumming, C. M. and Sweet, L. M., "Financial Structure of the G-10 Countries: How Does the United States Compare?", *Quarterly Review*, FRB of New York, Winter 1987/1988.

- De Boissieu, Christian. "Lessons from the French Experience as Compared with Some Other OECD Countries", in M. De Cecco, ed., *Changing Money*, Basil Blackwell, 1987.
- Edwards, Franklin R., *Issues in Financial Regulation*, McGraw-Hill, 1979.
- Eisenbeis, Robert A., "Eroding Market Imperfections: Implications for Financial Intermediaries, the Payments System, and Regulatory Reform", *Restructuring the Financial System*, FRB of Kansas City, 1987.
- Fama, Eugene F., "Banking in the Theory of Finance", *Journal of Monetary Economics*, January 1980.
- Federal Deposit Insurance Corporation, "Mandate for Change: Restructuring the Banking Industry", a staff study, preliminary draft, August 18, 1987.
- FRB of Kansas City, *Restructuring the Financial System*, proceedings of the symposium sponsored by the FRB of Kansas City, August 20-22, 1987.
- Greenspan, Alan, "Federal Reserve Response to the October Crisis", testimony by A. Greenspan before the Committee on Banking, Housing & Urban Affairs, U. S. Senate, February 2, 1988.
- Heller, H. Robert, "Double Umbrella for the Banking System", address before 17th Annual Conference on Banking, Bank and Financial Analysis Association, March 26, 1987.
- Jessee, Michael A. and Seelig, Steven A., *Bank Holding Companies and the Public Interest*, Lexington Books, 1977.
- Kaufman, George G., "The Federal Safety Net: Not for Banks Only", *Economic Perspectives*, FRB of Chicago, November-December, 1987.
- Lawrence, Colin and Shay, Robert P., *Technological Innovation, Regulation, and the Monetary Economy*, Ballinger Publishing Company, 1986.
- Levich, Richard, "Economic Consequences of Innovations in International Financial Markets", paper presented to the symposium of the MOF-NBER, September 1987.
- Litan, Robert E., *What Should Banks Do?*, Brookings Institution, 1987.
- Marquard, Jeffrey C., "Financial Market Supervision: Some Conceptual Issues", BIS Economic Papers No. 19, May 1987.
- Murray, John D. and White, Robert W., "Economies of Scale and Economies of Scope in Multi-Product Financial Institutions: A Study of British Columbia Credit Unions", *Journal of Finance* 38, June 1983.
- Pecchioli, R. M., *Prudential Supervision in Banking: Trends in Banking Structure and Regulation in OECD Countries*, OECD, 1987.
- Posner, Richard A., *Economic Analysis of Law*, Third Edition, Little Brown and Company, Law Book Division, 1986.
- Saunders, Anthony and White, Lawrence J., *Technology and the Regulation of Financial Markets*, Lexington Books, 1986.
- Seidman L. William, "Safe and Sound Banking Behind the Wall", *Challenge*, Vol. 30, No. 5, November-December 1987.
- Silber, W. M. L., "The Process of Financial Innovation", *American Economic Review* 73-2, May 1983.
- Suzuki, Yoshio, "Implications for Monetary Policy; Monetary Policy in Japan Under Financial Liberalization and Internationalization", *FAIR FACT SERIES, Japan's Financial Markets*, Vol. 40, 1987.
- Tobin, James, "Financial Innovation and Deregulation in Perspective", *Financial Innovation and Monetary Policy: Asia and the West*, University of Tokyo Press, 1986.
- "The Case for Preserving Regulatory Distinctions", *Restructuring the Financial System*, FRB of Kansas City, 1987.
- UNCITRAL, "Electronic Funds Transfer", A/CN. 9/278 and Annex, April 1986.
- U. S. Commodity Futures Trading Commission, "Final Report on Stock Index Futures and Cash Market Activity During October 1987 to the U. S. Commodity Futures Trading Commission", January 1988.

IV. 金融研究所提出論文

U. S. General Accounting Office. "Financial Markets: Preliminary Observations on the October 1987 Crash", report to Congressional Requesters, January 1988.

U. S. Securities and Exchange Commission, "The October 1987 Market Break", February 1988.

Wall, Larry D., "Nonbank Activities and Risk", *Economic Review* 71, FRB of Atlanta, October 1986.