

代田純編著

『金融危機と証券市場の再生』

(同文館出版, 平成22年3月)

小林 襄 治

裕・駒澤大学非常勤講師)

本書の構成

本書は、代田純氏を代表とする研究グループの研究成果をまとめたものである。まず、本書の構成と執筆者・肩書きを示しておけば、以下のとおりである。

第1章 世界金融危機の構図 (代田純・駒澤大学教授)

第2章 金融危機と日本の株式市場 (代田純)

第3章 金融危機と企業買収 (前田昌孝・日本経済新聞社ヴェリタス編集委員)

第4章 金融危機とコーポレート・ガバナンス (岩波文孝・駒澤大学教授)

第5章 金融危機と企業金融 (代田純/森谷智子・嘉悦大学専任講師)

第6章 金融危機と時価会計 (藤井康行・住友信託銀行年金研究センター制度研究部長)

第7章 金融危機と証券化・金融工学 (広田真人・前首都大学客員教授)

第8章 金融危機と財政政策 (浅羽隆史・白鷗大学教授)

第9章 金融危機と国債流通市場 (勝田佳

第10章 金融危機と地域金融機関 (代田純)

第11章 金融危機と所得格差問題 (代田純)

この構成に示されるように、本書は2008年秋のリーマン・ショック後の世界金融危機について分析し、その構図を明らかにした上で金融危機が日本の証券市場や財政へどのような影響を及ぼしているかを検討し、証券市場再生の道を探ろうとするものである。各章のタイトルに金融危機がつけられて煩わしいが、この点とはともかく、各章のタイトルに示されるように、多面的な角度ないし側面から分析していることが特徴である。この点はメリットでもあるが、論点が拡散するデメリットでもある。編者の章編成の意図は分からないが、評者流に整理すれば、各章は以下のようにまとめられる。まず、世界金融危機の原因を分析した第1章とそれに関連するガバナンス (第4章)、時価会計 (第5章)、証券化・金融工学 (第7章) の問題である。これに、「はしがき」に述べられた、代田個人の見解であるが、10点ほどの政策提言が独自の視点を形成している。そして次が、主に外国人投資家の動向を中心に日本の株式市場と国債市場の動向を見た第2章と第9章である。さらに、企業買収の動向から日本の株式市場の特

質を見た第3章、金融危機との関係で企業金融と地域金融機関の動向を見た第5章、第10章である。最後に、財政政策に関わる第8章と第11章である。このように分類したうえで、各章の主張を聞きつつ、評者のコメント（*以下の部分）を加えておこう。

世界金融危機の構図：第1章は、まず、証券化商品の拡大とその実態（サブプライムローンの加工）を示し、これらにモノライン保険会社、SIV、ヘッジファンドなどのシャドウバンキングが深くかかわっていたことを明らかにする。SIVは連結決算の対象から外れ、ヘッジファンドは規制対象外であった。そして、米系銀行と対比しつつ欧州系銀行の高レバレッジを示し、UBSやドイツ銀行を例に伝統的な預金・貸出を核とする銀行から、資産・負債両サイドでトレーディング勘定やデリバティブの割合を高めてファンド化し、アメリカに収益基盤を置く多国籍化した銀行の実態を示す。欧州系銀行は利鞘が低く、ROAも相対的に低いので、ROEを高めるにはレバレッジを高くする必要があった。BIS自己資本比率規制は、トレーディング勘定資産のリスクウェイトが低いので、高レバレッジの制約とならなかった。今回の金融危機の背景は、世界的低金利であり、円キャリー・トレードは急増し、欧米ではマネーストックの伸びは大きかった。

*代田による世界金融危機の分析の特徴は、欧州の銀行の高レバレッジとファンド化、欧米におけるマネーストックの増加を指摘・強調したことである。これらの点に異議はないが、レバレッジが相対的にはそれほど高くないシティなどアメリカの商業銀行も破綻し、やや高い大投資銀行3社（ベア・スターンズ、リーマン、

メリル）も破綻した。欧州の一部の銀行の特性を浮き彫りにしたことは代田の功績であるが、住宅・不動産バブルを助長・煽動した証券化商品とシャドウバンキング、これらを推進した大手銀行等、また許容・放置した規制当局・金融政策の責任がそれぞれ問われねばならない。代田もこれらを示唆しているが、短いスペースで分かりやすく「構図」を描こうとしたために、欧州の一部銀行の動向がクローズアップされすぎた感がある。

*「構図」にかかわるが、リーマン・ショック後に大金融機関の連鎖的破綻、あるいはインターバンク市場の機能麻痺が明らかになり、金融恐慌（パニック）的様相を呈したことと、その後の深刻な世界的景気後退は分けてみるべき事柄であろう。高レバレッジでホールセール市場でのファンディングに、あるいはABCPなど「証券化商品」市場の「流動性」に依拠していた大手金融機関が連鎖的に破綻するのは、市場の性格からして「当然」である。このような危機は過去のバブル崩壊や金融危機と比べて新しい性格と言え、かかるシステムック・リスクに対処できなかったこと、あるいは金融政策・行政が金融システムの安定を十分に考慮してこなかったことが、今回の危機への反省として金融規制改革の重要課題となっている。これは当然であるが、バブルの崩壊を必然とすれば、崩壊後に深刻な不況が訪れるのは、多くの経済主体が過大な負債を抱えてバランスシート調整を必要とする限り、不可避なことである。

*米英西におけるバブルの反面は新興国や資源国の成長・発展であり、いわゆるグローバル・インバランスの拡大であった。このような世界経済の構造変化について、スペースに制約のある「構図」に期待するのは無理かもしれな

いが、何か書いてほしいところである。さらに、米英西では金融危機に至る過程で経常収支赤字が急増していたが、新興国の過剰貯蓄説や為替レート調整論によって赤字は「正当化」されていた。金融政策が資産価格の高騰にいかに対処できるかをめぐっては、いぜんから議論があるが、金融システムの安定の観点からは経常収支赤字の拡大を含めて、金融政策の在り方も問われるべきであろう。

コーポレート・ガバナンス：規制改革の一環として報酬規制が問題になっている。銀行経営者ないし幹部の高額報酬が、とくに公的資金の注入で救済された銀行の場合に問題にされる。この点はともかく、役員報酬やストック・オプションを最終的に決めるのは「株主総会」であり、またリスク管理の在り方を含む銀行の経営をチェックするのは「取締役」の責任である。とすれば、報酬問題やリスク管理の在り方はコーポレート・ガバナンスのあり方と密接に結びついている。第4章は、コーポレート・ガバナンス論の一般的役割を展望するとともに、その類型（アメリカ型、ドイツ型、日本型）を示し、トップ・マネジメントへの監視機能としての社外取締役の役割を重視する。そしてアメリカ企業におけるコーポレート・ガバナンスの変化を、株式市場の構造変化、機関投資家の台頭と機関投資家の行動様式の変化に注目して明らかにする。株主行動主義に基づいて、機関投資家は「株主価値の増大を目的とし、経営者のインセンティブ報酬を経営者報酬に組み込み」、「株主と経営者の利益を一致させ」た。この結果が、CEO報酬総額の増大とストック・オプション比率の高まりであった。

*以上のようなアメリカ企業の実態を簡潔に

伝えているのが第4章のメリットである。しかし、「株主価値の極大化を追求に特化した」ガバナンスはリーマンのように「事業の存続自体が不可能になる現象」を生んだ。この問題を執筆者の岩波はどのように考えるのか。予想される範囲の当然の結果とみなすのか。「株主価値の極大化」という正しい目的を追求したが、何らかの理由で失敗したのか。「株主価値の極大化」にそもそも問題があるのか。これらを検討すべきであろう。株主価値とその極大化の定義、とくにレバレッジやリスクとの関係、企業の持続的存続可能性、企業価値の測定時点・期間の問題にまったく触れられていない。トップ・マネジメントへの社外取締役による監視機能を重視する指摘と、ストック・オプション制度等を通じて株主利益の極大化とトップ・マネジメントの利益を一致させたとする議論も矛盾する。最後に、機関投資家は投資運用に第一義的な関心を持たざるを得ないが、SRIも積極的に展開し、「広範な経済的・社会的所有への意識転換が求められる」とお説教しているが、唐突で無内容である。

時価会計：今回の金融危機に際して、時価会計が銀行の保有証券の時価評価による減損処理を迫り、自己資本を毀損させ、金融危機を深化させたとして、時価会計の見直しを迫る声が高まった。だが、本当に時価会計が金融危機と結びつくのであろうか。第6章は、まず、日本の財務諸表（貸借対照表と損益計算書）とIFRSs（国際会計基準）を対比する。ここで問題となるのが純資産の変動の表示方法である。純資産の変動要因には、当期純利益以外に、株主との資本取引（増資等）と、保有資産の時価変動などが含まれる。日本基準では、これらは

「株主資本等変動計算書」に示される。貸借対照表には増資等が反映され、損益計算書には、売買目的保有や著しい時価下落の場合の減損処理を除いて、保有証券等の時価変動が反映されない。これに対して、国際会計基準は、資本（純資産）の変動要因を包括利益計算書と持分変動計算書に分けて表示する。包括利益計算書に当期純利益のほかにOCI（その他の包括利益）として保有資産の時価変動が示される。持分変動計算書には株主との資本取引（増資等）が示される。このように、保有証券等の時価変動を、国際会計基準では純利益に隣接した地位で表示するが、日本基準では純資産を直接に増減するものとして資本取引との並びで扱っている。

会計基準は伝統的に取得原価方式であったが、しばらく前から時価会計方式に大きく舵が切れ、日本でも1990年代半ばの会計ビッグバン改革を踏まえ、国際会計基準や米国会計基準に近づける変更が行われ、さらに、国際会計基準の改定作業が進行中である。そして第3節で国際会計基準の広がり状況を、アメリカや日本の対応を含めて紹介している。

第4節「金融危機と時価会計の見直し」が主題である。まず、「時価評価」について、日本基準（時価）と国際会計基準（公正価値）を対比して説明し、基本的に同じ意味であることを明らかにする。次に、問題になっている「時価会計の景気循環増幅効果」について、国際会計基準審議会議長の議論を紹介して、欧州（金融規制）当局の好況期に貸倒引当金を増やす案は会計を歪めるものであり、むしろ好況期に利益の一部を積み立てる「景気循環準備金」に賛意を表す。そして、2008年に取られ「時価基準の緩和」ともいわれた緊急避難措置（保有目的変

更の容認）に関連して、保有目的で異なる金融商品の評価方法を説明する。緊急措置には批判的である。このような経緯を経て、2009年7月に国際会計審議会が出した保有目的に代えて金融商品の特性にしたがって（基本的には国債・社債等の貸付金の特徴をもつものと、株式などそれ以外）測定区分と評価方法（前者は償却原価、後者は公正価値）を決める案を紹介する。この案に対して、日本においては株式売却益や配当が純利益に計上されなくなるとして批判がある。執筆者は受取配当については純利益に表示が妥当としつつも、益出しや保有株式の時価変動が純利益に表示されるのは当期の事業活動の世界の把握にとってはノイズに過ぎないとして、草案に好意的である。

最後に、現在改定作業が進められている会計基準の改定は、金融危機以前から進められてきたテーマであり、金融危機は時価会計を後退させるどころか、進化を加速させている、と結んでいる。

* 藤井の議論は、時価会計の流れを簡潔に説明し、日本基準と国際基準の純資産変動の表示方法の相違を説明し、さらに金融危機に絡めて議論になる金融商品の区分と測定（評価方法）の問題を分かりやすく紹介していることである。専門外の評者が個々の論点に立ちいることはできないが、全体として藤井の主張は適切と思われる。そもそも企業活動の成果・状態を正確に伝えるための会計が、金融危機や景気変動に直接に影響するものであってはならない。表示方法の相違はあっても、国際的に比較可能なものでなければならない点もいうまでもない。藤井の指摘は、さまざまな誤解や無知を払拭する上で、多大な貢献をしたと思われる。

証券化・金融工学：第7章「金融危機と証券化・金融工学」は今回の金融危機に主要な役割を演じた「証券化」について解説し、証券化商品を含むクレジットリスクの評価にかかわる金融工学の問題点を究明したものである。第2節と第3節では、デリバティブと証券化について、それぞれの本質と、スワップ、CDO、CDSとシンセティックCDOについて解説される。第4節「金融革新技術のサブプライムショックのとの係わりでは」で、サブプライムショック（ローンの延滞率上昇、RMBSやCDOの格下げ・値下がり、ファンドの損失、SIVの危機・ABCPの行き詰まり、大手金融機関の破綻）の過程が、1ページ以内のスペースに簡潔に説明されている。

議論の核心は第3節4「クレジットリスクの計算」にある。クレジットリスクの定量的計測に使われるモデルには、「構造型」、「経験型」、「誘導型」があるが、これらは元来企業のデフォルト確率推計のために使われたモデルである。株価も企業財務データも存在しない証券化商品の場合、とくに多重に再証券化されたCMO・CDO商品の場合、「誘導型」しか使えない。誘導型はデフォルトを確率現象と捉えるものであり、金融工学の活躍する領域である。また格付け会社のクレジットリスク評価も、「誘導型」に依拠していた。しかし、最大の問題は、「デフォルトが対象資産の内在的価値の変動と無関係に、単なる“偶然”によって生じた確率現象と認識することが合理的であるか否か」と問い、このような判断は承服できないとして、クレジットリスク・モデルの担い手である金融工学の役割を断罪する。

上記の点は、さらに第5節「結びに代えて」と補論「金融工学とは何か」で補足されてい

る。ポートフォリオ・インシュランス、金利スワップ、CDOやCDS等のプライシング、これらはいずれもリスクだけ分離して売買する金融技術としての広義のオプションがらみである。これらの共通項は、原資産のブラウン運動を仮定することから始まっている。「金融工学」の世界では「株価がブラウン運動に従う」と仮定されるが、これは分析対象の分析からの抽出でなく、分析する側の便宜に基づく仮定にすぎない。サブプライムローンの破綻は、いつ破綻するかは予測は不能であるが、この仕組みが不動産価格の上昇に依存した仕掛けである以上、どこかで破綻することは“必然”であり、決して“確率現象”でない、と主張される。「リスクを切り離して売買するメリット」を強調する金融工学擁護論もあるが、融資審査が甘くなるとの批判もあり、リスク分離・移転が社会全体として合理的とするロジックには落とし穴がある。さらに、ストレステスト（資産査定）は確率的処理の限界を示すもの、と指摘する。

*住宅ローンの証券化の例は数値例を含む図表があり、分かりやすいが、CDS等にも具体例があれば、もっと分かりやすいように思われる。サブプライム・ショックの説明も一般読者にはもう少し詳しい説明の方が分かりやすいかもしれない。

*金融工学の門外漢がコメントするので、的外れになるかもしれないが、金融工学がデフォルトを対象資産の内在的価値と無関係に偶然に生じる確率事象・現象とみなすものなら、それは経済とも金融とも無縁な存在であり、広田の金融工学の断罪に賛意を表したい。だが、「確率事象」や「確率現象」の意味が評者には分かりにくい。広田の書いているとおり、住宅ローン証券化商品の作成はパススルーから始まり、

優先劣後構造を取り入れた CMO に代わり、RMBS と呼ばれるようになった。プールしたローンの CF の分配を優先劣後構造に分ける(シニア、メザニン、エクイティ)に当たっては、延滞率やデフォルト率、早期償還率、さらには金利変動等に何らかの確率を仮定することになる。これらは一般的には過去のデータからの類推となろうが、サブプライム・ローンが拡大したのは最近であるから、信頼できる過去のデータがあったとは評者には思えない。しかも、融資審査が厳格でないとしたら、もともとデータの信頼性も乏しい。広田の言うとおり、サブプライム・ローンの破綻はもともと必然的であった。とすれば、金融工学云々、「確率事象」というより、証券化商品のかなりないし一部が、恣意的な「でたらめ」な仮定による「確率」に基づく「デフォルト率」等にしがった優先劣位構造で作成されたということではなかろうか。あるいは単純に、デフォルトの確率の高い商品を低い商品に見せかけていたということではなかろうか。このような商品でも、バブルの環境では販売できたのである。

* 加えて、SIV では保有債権の多くが ABCP でファイナンスされる構造である。住宅ローンには早期償還があり、実際の満期の測定は難しいが、いずれにせよ CP という短期商品で長期の住宅ローンをファイナンスする構造である。この構図自身が何らかのショックによって流動性リスクにさらされ易い構造である。広田の指摘通り、もともと証券化商品の流動性は商品の性格からして期待できないのであり、無理があったということではなかろうか。あるいは、証券化によって、リスクの分散・移転がはかられたといわれるが、ここでのリスクは信用リスクであり、流動性リスクないし期間の

ミスマッチの構造まで解消されているとは言えないのである。

外国人投資家と株式市場：第2章では、まず、日本の株式市場での外国人投資家動向を歴史的に回顧しつつ、とくに売買シェアが急増して50%を超すに至る2005年から2008年の時期を中心に、地域別外国人売買状況を明らかにする。これをとおして、2005年には米系の投資が中心であったが、2006~7年はイギリスからを中心とする欧州系に移行したことが明らかになる。この背景を探りつつ、第3節では、BRICs を中心とする原油消費の増大とヘッジファンドによる原油高の先導を明らかにし、産油国資金がイギリスへ流入し、この資金が日本へ向かった可能性を示唆する。そして、SWF (政府系ファンド) の台頭を確認しつつ。第4節ではサウジSAMAとノルウェー公的年金の資金運用の実態を紹介する。

* データに基づいて日本の株式市場における外国人投資家の動向を分析し、そのシェアの増大を確認し、同時に地域分析から投資主体の変化を示唆し、SWF の台頭とその一部の実態を紹介したことが本章の貢献である。しかし、日本の株式市場という枠組みからの分析なので、世界の投資家がどのように日本をみているのかは必ずしも明らかでない。BRICS 等の新興国の台頭は同時に新興国株式市場の躍進でもあり、日本の株式市場の世界に占める地位は大きく低下している。アメリカや欧州と比べても日本の地位が上昇しているとは言えない。各国の株式市場はいずれもグローバル化の過程で外国人のプレゼンスを高めている。無いものねだりかもしれないが、日本市場の相対的分析も必要であろう。また、株式市場の再生とこのような

外国人投資家の活躍はどのような関係にあるのであろうか。何らかの示唆がほしい。

外国人投資家と国債流通市場：第9章は、国債流通市場における外国人投資家の動向を見たものである。指摘されているとおり、株式市場に比べて国債市場では外国人の保有シェアや売買シェアは低く、諸外国と比べて外国人保有比率は極端に低い。この背景として日本における公的金融部門（郵貯と日銀）の大きさ、BIS規制の影響等が指摘されていた。本章では、日本証券業協会のデータをもとに2007年～2009年の国債流通市場における外国人売買代金やシェアを分析し、加えて株式売買の動向とも対比する。国際機関投資家は、商品別構成や通貨建て構成を重視し、ベンチマーク基準で資産運用を行う。したがって、ポートフォリオにおける円建て（株式と国債）比率が占めるウェイトを重視することとなり、実際にも時に国債買い越し、株式売り越しなどの投資行動が取られることを実証する。さらに、国債売上の年限別構成の分析から、外国人投資家のみが2004年から2009年にかけて長期の国債売買を減らし、短期の国債売買を増加させていることを発見する。この要因について、為替要因と利回り要因を想定して回帰分析を行う。この実証分析によれば、ドル安円高の局面において政府短期証券で運用する行動は外国人投資家のみに見られ、政府短期証券利回りと外国人投資家の買い越し・売り越し額との間に高い相関関係は見られない。最後に国債売買回転率を検証し、政府短期証券を除くと、銀行（ディーラー部門を含む）について外国人投資家が高いことを明らかにし、その要因としてヘッジファンドを含めて債券裁定取引（先物を利用した国債や金利の割安

買い・割高売り、キャリー・トレードなど）を示唆し、近年の日本の国債先物・オプション市場における外国人投資家のシェア急増に注目する。

*本章の特徴は丹念な分析により、外国人投資家の売買行動を分析し、円建て資産配分の重要性（株売り・国債買い）、円高局面での短期証券買い、各種裁定取引の存在を実証したことである。ただ、裁定取引は日本人投資家でも可能なはずである。これはまだ外国人投資家の方が熟練しているということであろうか。あるいは、日本の投資家の能力がまだ低いからなのであろうか。なお、政府短期証券の売り越し・買い越しの計算に際して、償還は売りに入らないので、この点を考慮する必要はないのだろうか。

企業買収と投資ファンド：第3章「金融危機と企業買収」は、まず近年における投資ファンドが関与する企業買収・合併の増大（M&Aの市場化）を捉える。そして、投資銀行の役割の増大（収益機会の増大、財務アドバイザー役、資金調達）と非戦略的買収（事業上の相乗効果というより、買収後に企業価値を高めて他社に売却を意図）の意義を確認する。第3節では、米系投資ファンド、スティール・パートナーズに焦点をあて、日本での活動実績（明星食品、ブルドック・ソース、株式保有比率の変化、大量保有報告書の分析）を紹介し、金融危機で出資者の解約要求が強まり、退出を余儀なくされた事情を説明する。第4節「内向きになる日本企業」では、まず敵対的な投資ファンド（アクティビスト系）と友好的投資ファンド（パイアウトファンド）といった一般的（経済産業省研究会の）区別を紹介し、両者とも目的は同じと

コメントする。そしてMBOでは買収価格を安くできることなどを指摘しつつ、バイアウトを単純に善玉とする見解を批判する。そして、M&Aの市場化に対して、日本では株式の持ち合い（安定株主工作）を強める動きや買収防衛策（信託型の新株予約権の発行や事前警告型）を導入する企業が増えている状況を説明する。

このような現状紹介を踏まえて、第5節「まとめに代えて」で前田は以下のような主張を展開する。投資ファンドは、アクティビストであれバイアウトであれ、日本の企業社会に受け入れられず、活動が縮小した。日本企業の閉鎖性や少数株主の利益を軽視する姿勢が浮き彫りになる事件が続いている。日本側は投資ファンドを排除することを主眼としているが、「企業価値を高め、株価を上げて売って出て行ってもらえば良い」という発想が重要である。投資ファンドが活躍できない、あるいはダイナミックなM&Aが起きにくい株式市場では、成長力に注目して中長期保有する投資家が減り、経済の長期低迷をもたらす。

*前田のメリットは、投資ファンドの果たす役割を具体例に即して説明し、日本の企業社会の閉鎖的体質を糾弾していることである。投資ファンドといっても実際には多様な存在であろうが、前田の指摘によれば、「対象先企業の同業他社の戦略的買収者に高く売ることを期待して、市場で株価が安く放置されていると思われる企業を発掘する」(p.48)存在である。とすれば、なぜ戦略的買収者は直接に買収しないのだろうか。経済構造や産業構造の転換の時期には企業の再編成・再構築（リストラクチャリング）は不可欠であり、そのためにはM&Aに否定的な企業社会の閉鎖的体質を変える必要はある。しかも、M&Aは不要部門の整理を含

めて相乗効果がない限り、経済全体では意味がない。とすれば、M&Aは本質的に戦略的買収として存在するのであり、企業経営の特別なノウハウを持たない投資ファンドに期待できるとは思えない。戦略的M&Aが活発化する時期には、投資ファンドがそれを先取りすべく形成され、一定の影響力を行使できるとしても、本質的には寄生的存在にすぎないのでなかろうか。株式市場の再生のために投資ファンドの活躍に期待するようだが、話は逆で、市場が活性化すれば、あるいはM&Aが活発になれば、投資ファンドも活躍するようになる、ということではなかろうか。

企業金融の新傾向：第5章は金融危機前後の日本の企業金融の動向を見たものである。とくに危機後のCP発行の減少と、銀行貸出の大企業向け増加と中小企業向け減少などの特徴を指摘する。同時に、金融危機に対応した日銀の社債・CPオペ、日本政策投資銀行のCP購入・低利融資・出資など政策金融の展開、社債・株式発行市場の動向を示す。そして、中小企業と市場型金融のタイトルで、貸し渋り対策として以前から進められてきた行政主導型CDOや中小企業の私募債発行の現況を解説する。

*代田／森谷による企業金融の動向の解説は、政策金融や行政主導型CDO、信用保証協会介入の私募債など、変貌しつつある企業金融の実態を伝えていることがメリットである。この視点は、はしがきで代田が強調している「セイフティ・ネットとして政策金融機関は維持されるべき」という政策提言と結びついている。だが、本論で示されているように行政主導型CDOではデフォルト率が非常に高いし、信用保証協会の代位弁財額も高まっている。中小企

業金融が厳しい状況にあるとしても、安易にセイフティ・ネットを張ることは問題の先送りや私的債務の公的債務への転嫁（税負担化）に過ぎない。モラルハザード対策や金融規律の在り方の議論も同時に展開すべきであろう。

地域金融機関と地方債：第10章は、まず地方債残高の増加傾向と引受先シェアを分析し、政府系資金の比率低下、市中銀行・公募など民間シェアの上昇を確認し、同時に、外資系金融機関の仕組み債を利用した地方自治体市場への参入を指摘する。ついで、地方財政逼迫の状況を分析し、地方債への依存の高まりを指摘する。このような背景で、地域金融機関（主に地方銀行と第二地銀）の地方公共団体向け貸出の増加、保有有価証券に占める地方債の比率の上昇等を確認する。地域金融機関は恒常的に貸出難にあり、預証率が高いが、2008年度決算を見ると、債券関係の損失が大きく、一部の地方銀行ではアメリカの証券化商品に投資して損失を出している。地方財政の逼迫のなかで地方公共団体からの地域金融機関への期待は強まっているが、金融危機を契機に多くの地域金融機関は証券関係の損失を計上し、一部には再編・合併の動きもみられる。

* 地方財政と地域金融機関の抱える問題を的確に捉えたのがこの代田論文である。資金はあるが、優良な貸出・投資先がないのが地域金融機関である。地域経済の再生を含めて新しいビジネスモデルの模索が始まっているようだが、時間がかかろう。むしろ地域金融機関には、地方政府からの「政治的」要請と収益確保の誘惑から、「危険な」投資にのめり込むリスクが強まっている、と見ておこう。

財政政策：第8章は金融危機後の主要国の緊急経済対策の規模・内容を概観し、とくに日本に焦点を当て、2009年の「経済危機対策」にはられる問題（当面の産業保護や従来型公共事業等）を指摘する。そして、各国での政府債務残高の増大に財政の持続可能性の懸念を表明する。そして出口戦略の重要性を指摘するが、出口戦略が景気刺激効果を減殺する可能性もあり、その難しさも指摘する。「景気状況を無視して財政再建を実施することは百害あって一利なし、一方では財政を無視することも許されない」のである。

* 金融危機後の経済対策を概観した情報を提供し、日本財政の危機的状況を伝えてくれる点がメリットである。しかし、八方ふさがりの現状を脱出するには、全く新たな発想が必要なのでなかろうか。無いものねだりだが、今後ユニークな視点を期待したい。

所得格差の拡大と税制：第11章は、金融危機と関係はないが、所得税統計からジニ係数を算出し、その推移から税制の所得再分配機能の低下を実証する。そして、申告所得税における合計所得額に占める分離長期譲渡所得、株式等の譲渡所得の構成の推移を分析し（1999～2007年）、とくに2005年以降における株式譲渡所得の比率上昇（1～2%前後から5%へ）を検出する。この背景として証券税制の改正を指摘し、2005年には高額所得層で実効税率が低下したことが、所得階層が高いほど実効税率が低くなったことを示す。そして、最高所得階層では株式譲渡等所得の占める割合が多いことを示し、最後に所得階層別の実効税率（2006、07年）の分析から、「1億円を超すと税率」が低下していることを発見し、これを「累進税率」

に代えて「累退税率」と名付ける。

* 所得税統計を分析しつつ、所得格差の拡大や高額所得層の実効税率の低下を実証し、所得1億円以上での所得税累進税率の導入、証券優遇税制への所得制限導入の政策提言につなげている。分かりやすい分析であり、もっともな主張と思われる。

政策提言に関して：金融危機に関連して、代田は「はしがき」で、①貸出債権の証券化に際しては一定比率を貸出金融機関が保持すること、②格付け機関の格付け手数料の「プール制」、③CDS等の取引所取引化とトレーディング目的売買の規制、④SIVなどの連結対象化、⑤ヘッジファンドの登録制、⑥トレーディング勘定のリスクウェイトの引き上げ、⑦CEOや頭取への権限集中防止と任期制、リスク管理部門の強化、⑨金融商品の評価基準の明確化、を提言している。

* 本書全体における金融危機の分析では、ファンド化した高レバレッジの銀行のリスク、金融工学の限界、時価会計の役割などの指摘は貴重である。評者とは考えは異なるが、コーポレート・ガバナンスや投資ファンドの役割についての考察も重要である。提言では②については内容が分からないので留保するが、他はもっともな主張であり、主要先進国やバーゼル銀行委員会等の金融規制改革でもこのような方向性を確認できる。アメリカでも金融規制改革法は7月に成立した。バーゼル銀行監督委員会の新規制（バーゼルⅢ）もまもなく詳細が明らかにされよう。とはいえ、これらがどのように具体的に運用され、金融危機防止に効果を発揮するかは未知数である。とりわけ、システムック・リスク対策、金融システムの安定、規制の国際的整合性が強調されるが、この間に多くの非伝

統的政策手段を使って金融機関の救済・システムの安定をはかってきた金融政策の在り方の再検討も必要となろう。だがこの点はともかく、これらの規制は基本的に金融機関や金融システムの破綻を防止するためのものである。この間の、とくに英米における規制改革の重要なテーマの一つが破綻処理制度の在り方であり、「大き〔複雑、絡み、重要〕すぎてつぶせない」問題への対処である。「遺言状」とか「葬儀計画」とも言われるが、金融機関や市場の破綻や危機を防止することだけが規制の目的ではない。ダメな金融機関、暴走する金融機関を「うまく」破綻させることも重要な課題である。代田は触れていないが、評者は規制改革におけるこの側面も注目しておきたい。

* 日本の現状分析では、外国人投資家の株式市場と国債市場での役割を実証した論文は貴重な情報提供である。また中小企業金融や地域金融機関における新たな傾向や問題点の指摘、財政や税制の課題の指摘は納得のいくものである。日本市場の課題についての提言は、⑧セーフティネットとしての政策金融機関の存続と⑩所得1億円以上の累進税率引上げ、である。評者は政策金融機関の存在を全面否定する積りはないが、これらは独自の政策目的にそった融資機関であり、セーフティネットの名の下に救済機関化する危険は避けるべきである。実際、財政の再建が叫ばれているが、非常に安い金利で借りられることが、再建を遅らしているかもしれない。行政主導型CDOは成功とはいえないし、東京都の新銀行の失敗も明らかである。地方公共団体は地方債消化先として地域金融機関に期待している。しかし、この期待にそのまま応えることは、共倒れの道かもしれない。なお、所得税制の改革の主張（⑩）には敬意を表

し、賛成したい。

*最後に、日本市場について多くの分析をしながら、提言は政策金融機関の存続と累進税率引上げを除いて何もなかった。ではタイトルの「証券市場の再生」とは何であろうか。多くの論文から貴重な情報はいただいたが、「再生」

の定義を分らないし、再生への道も、「投資ファンドの活性化」の主張を除けば、不明である。日本の証券市場の課題が見えなくなっているのかもしれない。

(当研究所客員研究員)