

し、大蔵省への従属イメージを払拭するという課題も背負い込んだのである。

3度目の公定歩合引き上げに関して、「インフレが独裁政権のように猛威を振るわないよう、先手を打とうとする日銀の意欲を評価したい」との声が一般的であった³²⁴⁾。また、産業界からは、「インフレの芽をつむためには仕方ない」と割り切る声が多かった。景気動向は堅調であり、翌1990年2月の日銀短観でも、業況良好感はいくぶん低下したものの、引き続き高水準を維持し、内需の着実な増加から収益、売上は好調と報告された。設備投資計画も大方の業種で増額を予定していた³²⁵⁾。しかし、「かげりが見えてきた家電、半導体、やっと不況のトンネルから抜け出したばかりの造船、さらに堅調な流通業界からさえ、3度の利上げが景気に水を差すのではないか、との不安」も表明された³²⁶⁾。

株価は、1989年12月末、東京証券取引所の大納会で3万8,915.87円の史上最高値に達した。しかし、1990年1月に入ってすぐ、崩落が始まったのである。

第5章 株価・地価の急騰と企業行動

本章では、1980年代後半における、株価・地価上昇と関わる企業、銀行、証券会社の経営行動を中心に記述する。特に、企業の財テク活動の活発化、銀行による不動産関連融資の拡大、証券市場に対する人為的操作など、株価・地価が経済のファンダメンタルズを超えて上昇した要因と思われる事実に注目する。また、こうした動きの前提となった金融自由化、資本市場の自由化と金融・資本市場の発展について最初に詳述する。

第1節 金融・資本市場の発展

(1) 短期金融市場の発展

1970年代後半頃から、日本経済の資金の流れが構造的に変化した。図表5-1に見るように、1970年代初頭までは、個人の貯蓄が法人企業の投資をファイナンスするのが資金循環構造の中核であった。1970年代半ば以降、法人企業の設備投資鈍化とともに資金不足が縮小し、政府の資金不足が顕著となる。1980年代に入るとさらに海外への資金の流れが増加傾向を示し始めた。このような構造が1986-87年まで続いた後、再び企業の設備投資が活発化し初め、1988年以降、高度成長期に見られた個人の貯蓄超過、法人企業の投資超過との構造が再現する。

1970年代後半からの資金循環構造の変化は、金融市場のあり方にも大きく影響した。それまで、短期金融市場は、銀行間の資金過不足を調整することが主な

324) 『朝日新聞』1989年12月26日「社説」。

325) 「『企業短期経済観測調査』(2年2月)の結果について」日本銀行『調査月報』1990年3月。

326) 『朝日新聞』1989年12月26日。

図表 5-1 資金過不足対 GDP 比

年度	金融機関	中央政府	公団・地方公共団体	法人企業	個人	海外
1970	0.82%	1.54%	-2.33%	-6.60%	7.70%	-1.12%
1971	0.80%	0.84%	-2.91%	-5.71%	9.56%	-2.58%
1972	1.71%	0.80%	-3.24%	-8.73%	11.42%	-1.95%
1973	1.21%	1.79%	-3.99%	-8.06%	8.08%	0.97%
1974	1.05%	-0.14%	-4.66%	-6.64%	9.93%	0.47%
1975	0.66%	-2.87%	-5.00%	-4.08%	11.33%	-0.03%
1976	0.83%	-3.22%	-3.79%	-3.64%	10.62%	-0.79%
1977	0.48%	-4.21%	-3.28%	-2.29%	11.15%	-1.86%
1978	0.49%	-4.91%	-3.67%	-0.97%	10.23%	-1.16%
1979	1.13%	-4.27%	-3.32%	-3.23%	8.25%	1.44%
1980	1.25%	-3.61%	-3.60%	-3.33%	8.64%	0.65%
1981	0.02%	-3.91%	-3.30%	-3.12%	10.84%	-0.53%
1982	0.75%	-3.76%	-3.02%	-3.40%	10.28%	-0.84%
1983	1.19%	-3.92%	-2.76%	-3.02%	10.52%	-2.00%
1984	0.39%	-3.03%	-2.58%	-1.77%	9.94%	-2.96%
1985	-0.38%	-1.92%	-2.15%	-1.20%	9.38%	-3.73%
1986	-0.61%	-2.26%	-1.73%	-0.58%	9.61%	-4.44%
1987	-0.60%	-0.73%	-0.29%	-3.21%	8.12%	-3.29%
1988	-0.48%	0.26%	0.28%	-4.06%	6.61%	-2.61%
1989	-1.57%	0.12%	0.18%	-6.84%	9.99%	-1.88%
1990	-0.15%	1.06%	-0.14%	-8.49%	8.79%	-1.08%

出所) 日本銀行「資金循環勘定」、経済企画庁「国民経済計算年報」1968年SNA。

役割であった。中心となったのは、インターバンクのコール市場であった。しかし、法人企業の資金需要の減少と短期余裕資金の増大、政府からの資金需要の増大を受けて、短期金融のオープン市場が大きく拡大することになった。

1970年代には、法人企業は従来の銀行預金だけでなく、証券会社などを通じ、自発的に発展した債券現先市場での余資の運用を活発化させた。また、1970年代末には、国債発行の増加を受けて、大量の国債を引き受ける都市銀行の強い要望により、CD（譲渡性預金）が創設された。CDはまた、現先市場の拡大に脅威を感じた銀行にとって、法人企業の余資運用先を新たに開拓する意味も持っていた。また満期の近くなった国債と定期預金との競合が予想されたことなどから、金利自由度の高い預金による資金調達が必要と考えられた。

CD、債券現先市場などにより、企業の短期資金の運用先が整備されたが、調達手段の整備はこれに遅れた。この間、1980年代に入ってユーロ市場でユーロCPの発行が始まると、日本企業の中にも海外子会社が海外でCPを発行して短期資金を調達する動きが活発化した。これを受けて、国内でもCP発行要望が高まり、1981年5月の銀行法改正時には、「国際化の進展に鑑み、金融商品の多様化を図る観点から、コマーシャル・ペーパー等についても前向きに法制面、実務面の検討を進めること」との付帯決議がなされた。その後、通産省の産業構造審議会資金部会や大蔵省の証券取引審議会で国内CP導入について積極的な検討をするべきだとの答申が出された。大蔵省では、証券・銀行両局が中心となり、有

識者を交えた CP 懇談会で検討を進め、1987年5月20日の証券取引審議会及び金融制度調査会で CP 市場の具体案の基本的了承を得た。

具体案では、現行法制の枠内で最大限の工夫をして市場を創設することとし、CPの法的性格は機動的、弾力的な発行を行うことを重視して約束手形として構成することとした。CPを社債とした場合、発行のつど取締役会の決議を得る必要があり、また、法定発行限度額、証券取引法上のディスクロージャーが必要であるため機動性に欠けると考えられたためである。発行は、一定の基準を満たした優良企業とされ、1ヵ月以上6ヵ月以内、付利は割引方式、額面1億円以上、金融機関を通じて発行、販売するものとされた。発行適格基準は、当初かなり厳しく、日本国内の資本市場で発行する無担保無保証の社債について、①格付け機関のAAAの格付けを得ている企業、②格付け機関のAAの格付けを得ている企業であって資産3,000億円以上のもの、③純資産及び当座資産がそれぞれ2,000億円以上の企業、ただし流動比率、当座比率がそれぞれ100%以上、80%以上の企業に限る、④一般担保付き社債発行企業で上場しているもの、とされた。この基準で当初想定されていたのは、①～③に該当する企業は40社程度、④に該当するのは電力会社等11社であった。取り扱いは金融機関（銀行、相互銀行、信用金庫、信金連合会、商工中金、農林中金）に加え、証券会社にも認められた。こうして、1987年11月20日に国内CPの発行が解禁された³²⁷⁾。

大蔵省銀行局は、国内CP市場創設の意義について、①企業に機動的、弾力的な短期資金調達手段を提供することにより、企業の資金調達の効率化が図られること、②投資家にとっても魅力ある短期の運用対象が提供されること、③わが国の短期金融市場の一層の整備・拡充に資すること、の3点を挙げている。

政府の資金繰りを円滑化するための制度の創設も相次いだ。1970年代後半に大量発行された国債が、1985年から償還期を迎えることになった。1986年1月時点において償還額は、1986年度13兆4,300億円、1990年度21兆1,400億円と見込まれ、また、これらの国債発行は、2月、5月、8月、11月の特定月発行のものが多く、円滑な借り換え・償還が課題となっていた³²⁸⁾。これに加え、国債が流通市場で短期的に売買されることも多く、信用度の高い短期金融資産へのニーズが高まっていた。

そこで、大蔵省で期間1年未満の短期国債の発行が検討され、1985年6月、国債整理基金特別会計法改正により、短期国債の発行、年度を超えた借換債の前倒し発行などが認められた。これを受けて、1986年2月、大蔵省は割引短期国債(TB)を初めて発行した。従来の国庫の資金繰り債である、大蔵省証券、食糧証券、外国為替資金証券などの政府短期証券(FB)とは異なり、TBの日銀引き受けは認められず、銀行・証券会社など国債引き受けシ団のメンバーへの公募入札方式で発行された。当初、6ヵ月物のみ、最低取引単位1億円での発行で

327) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和63年版』pp.41-44.

328) 森田達郎・原信編[1996]pp.292-314.

図表 5-2 短期金融市場の規模

(億円)

	インターバンク市場		オープン市場			
	コール市場	手形市場	CD 市場	CP 市場	TB 市場	債券現先市場
1982	44,935	54,128	43,420			43,035
1983	44,555	67,634	56,645			42,878
1984	50,372	79,977	84,611			35,618
1985	51,104	146,558	96,572		10,236	46,419
1986	102,262	135,444	99,263		20,226	71,169
1987	160,379	131,064	108,328	16,982	20,007	69,223
1988	156,742	180,364	159,729	92,859	24,014	73,502
1989	244,858	207,613	210,860	130,659	55,028	63,040
1990	239,866	170,603	188,598	157,627	82,115	66,114

出所) 日本銀行『経済統計年報』, 年末残高, TBのみ年度末残高。

あったが、最低取引単位は、5,000万円(1987年8月)、1,000万円(1990年4月)に引き下げられ、1989年9月からは3ヵ月物の発行も始まった。

以上のように、オープン市場を中心に急速に発展した結果、1980年代後半、短期金融市場の規模は大きく拡大した(図表5-2)。特に注目すべきは、1980年代前半から成長したCD市場がさらに拡大したこと、CP市場が創設後日の浅い内に大きく拡大した点である。このことは、優良法人企業が金融取引を活発化させる1つの契機となった。

(2) 金融自由化の進展

1980年代前半に続き、1985年以降も金融自由化が段階的に進められた。この時期に特に進んだのは預金金利の自由化である。図表5-3に見るように、1985年以降、市場金利連動型預金の導入と大口定期預金の金利自由化から始まり、これが次第に小口にも波及していった。この結果、定期預金のうち自由金利定期預金及び市場金利連動型預金の合計残高は1989年末時点で19兆2,504億円と全定期預金残高の38.5%にまで達した³²⁹⁾。

1980年代半ばの、大蔵省の金融自由化についての基本的考え方は以下のようなものであった。まず、経済全般の環境変化に伴い、国債の大量発行、内外資金交流の活発化を受けて、企業・家計において金利選好が高まり、資金調達・運用も多様化、さらに技術革新による金融の機械化の進展により、日本の金融自由化が促されていると認識された。その上で、以下のように記述されている³³⁰⁾。
 「(イ) 金融の自由化は、わが国金融の一層の効率化に資するとともに、資源の適正配分をもたらすものであり、国民経済的観点から基本的に望ましいものである。また、金融機関を利用する企業・家計等にとっても、資金の運用・調達が円滑になるなど、その利便の増大がもたらされることとなる。さらに、経済・金融の国

329) 日本銀行『経済統計年報』1990年版。

330) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和60年版』pp.16-17。

図表 5-3 預金金利自由化の進捗状況

	大口 (1,000 万円以上)		小口 (1,000 万円未満)
	自由金利定期	MMC (市場金利連動型預金)	MMC
1985 年		3 月 導入 5,000 万円以上, 1 ヶ月～6 ヶ月	
	10 月 導入 10 億円以上, 3 ヶ月～2 年		
1986 年	4 月 5 億円以上	4 月 1 ヶ月～1 年	
	9 月 3 億円以上	9 月 3,000 万円以上	
1987 年	4 月 1 億円以上	4 月 2,000 万円以上, 1 ヶ月～2 年	
	10 月 1 ヶ月～2 年	10 月 1,000 万円	
1988 年	4 月 5,000 万円以上		
	11 月 3,000 万円以上		
1989 年	4 月 2,000 万円以上		6 月 導入 300 万円以上 6 ヶ月・1 年
	10 月 1,000 万円以上	10 月 廃止 (自由金利定期 に事実上吸収)	10 月 3 ヶ月・2 年・3 年

出所) 大蔵省『銀行局金融年報』。

際化等を背景に、引き続き金融の自由化が不可避免的に進展していくとみられるなかで、金利規制等従来の制度への固執を続けるとすれば、規制金利商品から自由金利商品への資金シフトを招き、かえって円滑な金融を阻害したり、海外市場での資金の調達・運用が増大し、国内市場の縮小や衰退をもたらすおそれがある。(ロ)このような観点から、大蔵省としては、これまで諸般の自由化・弾力的措置を逐次講じてきたところであり、今後とも、金融の自由化に対しては前向きかつ主体的に対応していく考えである。(ハ)他方、自由化の急激な進展は、一国の経済秩序の基本である信用秩序に混乱をきたし、金融機関の公共性の十分な発揮を困難にさせ、ひいては、国民経済全体に悪影響を及ぼすおそれもある。また、金融の自由化に伴う競争の激化から、中小企業金融、地域金融、農林漁業金融等の円滑な疎通が阻害される懸念もある。したがって、金融の自由化は、わが国の金融制度・金融慣行等の有する長い歴史と伝統あるいは日本の土壌を踏まえつつ漸進的に対応していくことが必要である。

すなわち、段階的に金融の自由化を進めるとしているものの、競争の激化への懸念が非常に強く表れている。また、金利の自由化については触れているものの、都・地銀、信託銀、長信銀、信用金庫などの業態間の垣根を外すような意図は見られず、また金融・証券を含んだユニバーサル・バンクといった発想はない。

大蔵省では、金融制度調査会などでの検討を踏まえ、短期・大口の定期預金から自由化を進めた。短期・大口から進める理由は次のようなものであった。すなわち、金利が規制されている伝統的な預金市場の外部で、CD、現先取引、海外CD及びCPの国内販売、日銀による政府短期証券(FB)の市中売却など、短期・大口の資金市場が自由金利市場として拡大している。そこでこうした短期金融市場と直接の競合代替関係にある短期・大口預金について金利規制を続けることは

適当でなく、金利自由化を進めるのが自然であるとの考え方である³³¹⁾。逆にいえば、国際競争や証券市場との競合にさらされてやむを得なくなった部分に関しては自由化し、それ以外の規制は温存するとのスタンスであったといつてよいであろう。

こうした考え方に基づいて、1985年3月、市場金利連動型預金(MMC)が導入された。当初の預け入れ単位は5,000万円以上であった。これは、CDが自由金利商品であるのに対してMMCは完全な自由金利商品ではなく、市場金利に連動して金利が設定される中間的性格のものであり、CDより小さい金額で始めるのが適当と考えられたためである。CDは、1984年1月以来、発行単位3億円以上、期間3ヵ月以上となっていたが、1985年3月に1億円以上・1ヵ月以上へと弾力化されたことから、MMCの下限額がその半額の5,000万円以上に定められた。また、期間は1ヵ月以上6ヵ月以下であり、これはCDの条件と合わせられた。金利については、大蔵大臣告示によって、「金融機関の発行する譲渡性預金の平均年利率(日本銀行が当該市場金利連動型預金又は市場金利連動型貯金の預入される日の属する週の前の週に公表するもの)から0.75%を控除した率」が上限とされ、その範囲内で金融機関が自由かつ自主的に設定することとされた。これは、前述の大蔵省の漸進的に金融自由化を進めていくとの考え方を受けたもので、一挙に完全に自由化することは適当でないと考えられたためである。

1985年6月には、金融制度調査会で「金融自由化の進展とその環境整備に関する答申」がまとめられた。「答申」の基本的考え方は、前述の大蔵省の考え方とほぼ同じであるが、大口預金金利の自由化の促進は、自由金利市場の急速な拡大等に伴い、「喫緊の課題」とされた。また、小口預金金利の自由化についても検討を進めるべきだとしたが、「小口預金の特性、自由化が金融機関経営や円滑な資金融通に及ぼす影響、金融政策の有効性確保、民間預金金利と郵便貯金金利との関係等について十分配慮していくことが必要である」とされた。制度問題について、預金金利の自由化とともに期間についての弾力的な考え方も含めた自由化が必要となるため、いずれ「長短分離の問題」をも検討していくことが必要であるとされた³³²⁾。

1985年9月11日には、6月の金融制度調査会答申、7月の政府の「アクション・プログラム」を受けて、10月から大口定期預金金利を自由化する措置が発表された。具体的には、10億円以上の定期預金について、臨時金利調整法の対象外とされたのである。10億円以上とされたのは、CD、現先、コール、手形など短期金融市場商品の実際の取引単位を考慮した結果であると説明された³³³⁾。その後、1986年9月に、3億円以上に引き下げられた。このほか、「アクション・プログラム」を受けて、1985年10月には、CDの発行枠が銀行自己資本の100%から150%に拡大され、翌1986年4月にはさらに200%へと拡大される

331) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和60年版』pp.23-25.

332) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和60年版』pp.20-21.

とともに、最長発行期間が6ヵ月から1年間へと延長された。その後、発行枠は1987年4月に300%まで拡大され、同年10月には撤廃された。MMCについても発行条件の弾力化が進められ、最低発行単位が引き下げられるとともに、受け入れ限度について当初の銀行自己資本の75%から段階的に引き上げられ1986年9月に250%、1987年4月に300%まで拡大され、同年10月以降発行枠が撤廃された。

この間、銀行・証券相互の垣根を低め、相互の業務を拡大させる措置も若干ではあるが実施された。1984年から銀行に対する公共債のディーリング業務が認可されたが、当初は期近公共債に限定されていた。1985年6月にこの制限がなくなり、銀行による公共債のフル・ディーリングが可能となった。また、ディーリング認可金融機関数も増加した。さらに、1985年10月に発足した債券先物市場への銀行の参加、1987年6月に発足した大阪証券取引所の株式先物取引への銀行の参加、株式の信用取引の取り扱いの銀行への認可などが実施された。

証券会社に対しても、1985年6月からCDの流通取り扱いが、1986年4月から円建てBAの流通取り扱いが認められた。また、1985年6月には、公共債を担保とする極度方式による貸し付けが証券会社に認められた。それまで証券会社には、国債取り扱い業務に関する銀行とのイコールフットイングを確保するとの見地から、保護預かり公共債を担保とする貸し付け業務が認められていたが、証書貸付または手形貸付契約によるものとされていた。極度方式の導入により、顧客は当初、極度設定の審査を受ければその後の1本1本の借入については審査を受ける必要がなくなり、簡便化された。なお、これと同時に、銀行はそれまで自粛していた公共債を担保とする総合口座及び極度方式による貸し付けを実施した。この「国債総合口座」により、顧客は国債等を担保とした当座貸越取引などが利用可能となった。

1987年には、金融自由化に向けた動きが一層進展した。それまで大蔵省は、「漸進的」な自由化を強調してきたが、6月4日、日本の金融に対する内外からのニーズに応えるとして、可能な限りの自由化の具体的スケジュールを盛り込んだ「金融・資本市場の自由化、国際化に対する当面の展望」を発表した。概要は、以下の資料の通りである。

333) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和61年版』p.22。1985年には、このほか、6月1日に円建てBA市場が創設された。BA手形は、貿易取引の裏付けのある信用力の高い手形である。短期金融市場の整備拡充、円の国際化の観点から、円建て貿易金融を行った内外の金融機関が、原則として円建てBA市場からリファイナンスする仕組みとすることが適当であるとして、円建てBA市場が創設された。しかし、この市場は、手続きの煩雑さなどから、その後大きく発展することなく、1989年には自然消滅した。大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和60年版』pp.26-28。

(資料) 大蔵省「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」 1987年6月4日

我が国は、金融・資本市場の自由化・国際化は国民経済の発展に寄与するものであるとの考えに基づき、金融・資本市場の各分野にわたって逐次そのための措置を講じてきたところである。その具体的内容は、金利の自由化、短期金融市場や資本市場の整備・拡充等のほか、外国金融機関の我が国市場へのアクセス拡大やユーロ円市場の発展のための諸措置等であり、この結果、我が国金融・資本市場の自由化・国際化は近年着実に進展している。

また、最近においては、我が国経済が世界経済の中にあつてますます重要度を増し諸外国からはそれに見合った役割の向上を求められている。同時に、金融・資本市場は世界的にますます一体化している。こうした状況に対し、我が国としては、諸外国との協調関係の強化に一層配慮するとともに、我が国金融・資本市場を世界の金融・資本市場のなかで中核的な役割を担い得るものとしていく必要があると考えられる。また、国民の金融に対するニーズは、従来にも増して多様化・高度化しており、金融機関はこうした国民のニーズに積極的に応えていくことが期待されている。こうした我が国金融の対外的な責務や国民の金融に対するニーズの高まりに鑑みると、我が国金融・資本市場がより高度かつ効率的で、国民にも諸外国に対しても充分な貢献を果たし得るよう一層の自由化・国際化を図っていくことが必要であると考えられる。

大蔵省としては、以上のような観点に立って、今後次のような措置を順次講じていくこととする。

1. 預金金利自由化の一層の推進 (略)
2. 短期金融市場の拡充等
 - (1) コマーシャル・ペーパー (CP) 市場の創設 (略)
 - (2) TB (短期国債) 及び FB (政府短期証券) の商品性の改善 (略)
 - (3) インターバンク市場の整備・拡充 (略)
3. 先物市場の整備・拡充 (略)
4. 資本市場の整備
 - (1) 社債発行市場の活性化 (略)
 - (2) デイスクロージャー制度の改善 (略)
 - (3) 証券流通市場の一層の整備 (略)
5. 金融機関の業務の自由化・弾力化
 - (1) 住宅ローン債権の流動化の促進 (略)
 - (2) 居住者向け中長期ユーロ円貸付の自由化 (略)
 - (3) 金融エレクトロニクス化への対応 (略)
6. 金融監督の国際協調と銀行の自己資本比率の充実 (略)
7. 金融機関の業務分野に関する問題の検討 (略)
8. 外国金融機関のアクセス改善
 - (1) 東京証券取引所における会員定数の拡大 (略)
 - (2) 国債発行市場へのアクセス拡大 (略)
 - (3) 外国証券業者の対日進出 (略)
 - (4) 投資顧問会社の投資一任業務に係る認可 (略)

この方針に基づいて、前述のCP市場の創設や株価指数先物市場創設などが実施された。また、金融先物市場の整備についての本格的な検討が開始され、1988年1月12日、大蔵省は「金融先物取引等の制度の整備について」との方針を発表した。主な内容は、有価証券以外の金融商品に係る先物取引（オプションを含む）については、金融先物取引所の創設、海外市場への取り次ぎを含めた受託業の規制、投資家の保護のため、新たに金融先物取引法を制定する、有価証券に係る先物取引については、証券取引所への上場、海外市場への取り次ぎ、投資家の保護などのため証券取引法の改正を行うなどであった。この基本方針に基づき、1988年5月25日、金融先物取引法及び証券取引法の一部を改正する法律が成立し、同月31日に公布された³³⁴⁾。これを受けて、1989年4月に東京金融先物取引所が設立され、同年6月に金融先物取引が開始された。

預金金利の自由化の一層の推進をめざし、小口MMCの導入についての検討も進められた。その際に問題となったのは、個人預貯金の約3割のシェアを占めている郵便貯金との関係である。小口預金に関しては、以前から民間銀行預金と郵便局の定額貯金との競合が問題となっていた。定額貯金は、10年間固定金利である一方、流動性を併せ持つ商品で、特に高金利時にはきわめて人気が高く、民間銀行預金にとっては脅威となっていた。大蔵省は定額貯金の抜本的見直しを求めたのに対し、郵政省側は定額貯金のMMC化を主張するなど折衝は足かけ3年にわたる長期間を要した。1988年夏以降、民間銀行はマル優制度の廃止後の規制金利預金の不振を受けて小口MMC導入に積極性を示した。一方、郵政省も1980年に大量預け入れされた定額貯金の満期を1990年に控え、新商品の開発への関心が高まった。これを受けて、大蔵省、郵政省、民間金融機関が歩み寄る形で、1988年12月、小口MMC導入に向けての合意が成立した。合意内容は、①それまで民間銀行預金と郵便貯金が異なる条件の下で、異なる商品で競争し、さまざまな問題を生じさせてきたことを踏まえ、小口MMCについては銀行・郵便局とも共通の商品性を持たせること、②郵便局の定額貯金については、その肥大化を防止する観点から、高金利時に、3年小口MMC金利のおおむね8割を上回らないとの金利キャップをつけることなどを骨子としたものであった³³⁵⁾。

これを受けて、1989年6月、小口MMCが導入された。最低預け入れ単位は300万円、上限金利は、期間が長いものほど高金利とし、以下の上限が定められた。

- 3ヵ月物 CD 利率-1.75% (単利)
- 6ヵ月物 CD 利率-1.25% (単利)
- 1年物 CD 利率-0.75% (単利)
- 2年物 CD 利率-0.5% (単利)
- 3年物 長期国債表面利率-0.7% (半年複利)

334) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和63年版』pp. 18-19.

335) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 平成元年版』pp. 12-16.

なお、2年物以下の小口MMCの利率は、CD金利高騰時に金利が上昇しすぎないように、3年物小口MMCの利率を上回らないようにするとキャップがかけられた。過去のデータから、小口MMCと規制金利商品との金利差は平均して0.2-0.3%程度であり、比較的の小口預金が多い信用金庫において300-1,000万円の預金の総預金中のシェアは15%程度であったので、中小金融機関における小口MMCの導入は大きなコストアップ要因とはならないと見込まれた。

小口MMCが導入された1989年には、自由金利の大口定期預金の下限額がさらに引き下げられた。10月には1,000万円以上とされ、大口定期預金の金利自由化は完成したのである。1989年12月末時点残高において、規制金利一般定期預金は44.5兆円（全国銀行定期預金残高合計に占める割合は16.3%）、自由金利定期預金151.0兆円（同55.2%）、MMC11.2兆円（4.1%）、小口MMC19.3兆円（7.1%）、期日指定定期預金等47.4兆円（17.3%）となり、自由金利ないし市場金利連動型預金が大半を占めるに至った。

以上のように、民間銀行の資金調達に預金、CDを合わせ、その多くが市場金利による調達となったことから、貸出金利の設定方式についても見直しがなされた。従来は、短期プライムレートは公定歩合に連動する方式であったが、1989年1月以降、民間銀行は、市場金利による資金調達を含めた資金コストに基づいて決める方式（新短期プライムレート）に移行しはじめた。1989年1月時点の旧短期プライムレートは3.375%で公定歩合、規制金利の変更時に変更する慣行であったが、1月23日以降、4.25%とし、各行が自主的判断のもとに順次変更するものとされた。大蔵省調査では、1989年6月末時点で、都銀・長信銀・信託銀行のすべてと地銀の97%、第二地銀（旧相互銀行）の84%が新短期プライムレートを実施していた³³⁶⁾。これにより、銀行貸出にあたって市場金利がより迅速に反映されることが期待された。

（3）資本市場の自由化

1980年代前半、資本取引の自由化が進んだ海外において、企業が証券発行によって資金を調達する動きが活発化した（図表5-4）。こうした動きは、事業債、転換社債、ワラント債などについて顕著であり、1984年度には事業債の海外発行が国内発行を上回るに至った。さらに1985年度には、株式発行を含めた資本市場からの資金調達全体で、海外が国内を上回った。海外優位の原因として指摘されたのは、金利、手数料、スワップの活用などの面で資金調達コストが安くなることのほか、1980年代半ばには国内市場における社債発行の仕組みが発行企業や投資家のニーズに十分応えていないことである。海外市場に対抗するためにも、国内社債市場の活性化が急務となった³³⁷⁾。

1984年の日米円・ドル委員会を受けてユーロ円債の適債基準が緩和されたの

336) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 平成元年版』pp.18-19.

337) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和61年版』pp.8-16.

図表 5-4 資本市場における企業の資金調達推移

年度	国内					海外					合計額に 占める海 外の割合		
	株式		転換社債等		事業債	合計	株式		転換社債等			事業債	合計
	うち時価 発行増資		うちワラ ント債						うちワラ ント債				
1980	11,601	9,063	965		9,935	22,501	1,077	5,149		1,680	7,906	26.0%	
1981	17,932	12,799	5,460	200	12,690	36,082	2,874	10,691	443	491	14,056	28.0%	
1982	10,154	7,759	6,465	470	10,475	25,274	626	6,933	658	6,812	14,371	36.2%	
1983	8,495	5,569	8,780	170	6,830	24,105	778	15,145	3,231	4,039	19,962	45.3%	
1984	8,148	7,047	16,145	30	7,200	31,493	494	16,606	4,335	11,345	28,445	47.5%	
1985	6,513	4,375	16,405	550	9,435	32,353	107	18,142	8,662	14,393	32,642	50.2%	
1986	6,315	4,741	35,720	1,040	9,800	51,835	6	24,784	19,932	16,392	41,182	44.3%	
1987	20,839	14,946	50,550		9,150	80,539	390	45,157	34,390	8,240	53,787	40.0%	
1988	45,638	34,668	69,945		7,490	123,073	165	60,486	49,821	8,426	69,077	35.9%	
1989	75,600	62,571	85,545	9,150	7,290	168,435	3,364	100,087	82,698	11,200	114,651	40.5%	

注) 事業債には NTT 債を含み、銀行債を含まない。
出所) 『大蔵省証券局年報』, 単位・億円。

に追随し、国内無担保債の基準も緩和された。これを受けて、1985年1月、初めて完全無担保普通社債（TDK、期間6年、発行額100億円）が発行された。同時に国内転換社債の適債基準も緩和されるとともに、クーポンレート決定方式の弾力化も実施された（図表5-5）。

1985年になると、7月の政府のアクション・プログラムを受けて、無担保社債発行の適債基準がさらに緩和された。このときには従来の財務基準が緩和されるとともに、財務基準を満たさなくても一定の要件を満たせば発行適格企業となる特例が導入され、適格企業は従来の10数社から約60社へと一気に増加した。また、アクション・プログラムの「事業債の年限の多様化」に沿って、1985年8月には、日本で初めて期間15年の事業債が中部電力によって発行された。無担保転換社債についても、1985年7月の適債基準緩和で、発行適格企業数は従来の約100社から約170社へと増加した。このほか、1985年10月に国内無担保ワラント債、居住者ユーロ円ワラント債の適債基準も緩和され、さらに事業債の満期一括償還制度が導入された。これらの結果、1985-86年にかけて内外の転換社債発行及び海外でのワラント債発行が急増した（図表5-4参照）。

このような転換社債等を通じた時価ファイナンスの隆盛について、大蔵省証券局は次のように分析している。第1に、国内での転換社債の基準レートが低下し、発行条件が一段と弾力化されたことで低金利発行が可能となったこと。第2に、転換社債の完全無担保適債基準の緩和等発行市場の整備が進んだこと。第3に、株価が堅調であったことや転換社債の流通市場の急拡大により、投資魅力が高く、消化環境が良好であったこと。第4に、企業業績の低迷や先行き不透明感の中で、発行企業は直ちに配当負担の増加する時価発行公募増資よりも転換や行使により徐々に株数が増加する転換社債やワラント債を選好したこと。第5に、1985年11月に分離型ワラント債の国内発行及び1986年1月に外国市場で発行された分離型ワラント債の国内持ち込みが解禁されたこと。第6に、ワラント債は普通社

図表 5-5

無担保普通社債適債基準 (1985年10月)

1. 原則

純資産額(億円)	自己資本比率 (%)	純資産倍率 (倍)	使用総資本事業利益率 (%)	インタレスト・カバレッジ・レシオ (倍)	1株配当
3,000 以上	30 以上	3 以上	8 以上	3 以上	直近5期連続6円以上
1,100 以上	40 以上	4 以上	10 以上	4 以上	同上

注) 自己資本比率は必須, その他は3/4クリアー.

2. 特例

純資産額2,000億円以上の企業で, 次の条件のいずれかを充足するものについては, 無担保普通社債の発行を認める.

(1) 企業担保普通社債の発行適格企業

(2) 次の3要件を充足する商社

- ①最近5年間に配当であり, かつ, 直近3年間に連続して10%以上の配当を行っていること
- ②下記3要素のうち2要素を充足すること (但し自己資本比率, 流動比率は必須)
 - ・自己資本比率3% かつ流動比率100%
 - ・純資産倍率1.5倍
 - ・使用総資本事業利益率5%
- ③自己資本比率を除く他の4要素をすべて充足し, 自己資本比率の基準値の90%の水準を充足しているもの.

無担保転換社債適債基準 (1985年7月)

1. 原則

純資産額(億円)	自己資本比率 (%)	純資産倍率 (倍)	使用総資本事業利益率 (%)	インタレスト・カバレッジ・レシオ (倍)	1株配当
1,500 以上	15 以上	1.5 倍以上	6 以上	1.2 以上	5期連続有配かつ直近3期連続5円以上
1,100 以上	20 以上	2 倍以上	7 以上	1.5 以上	同上
550 以上	40 以上	4 倍以上	10 以上	4 以上	直近5期連続6円以上
330 以上	50 以上	5 倍以上	12 以上	5 以上	同上

注) 第1/2行は純資産・配当必須, その他2/4充足. 第3/4行は純資産・自己資本比率必須, その他3/4充足.

2. 特例

(1) 純資産1,100億円以上で企業担保普通社債の発行実績のある企業

(2) 次の要件を満たす商社

純資産額(億円)	自己資本比率 (%)	純資産倍率 (倍)	使用総資本事業利益率 (%)	流動比率	1株配当
1,500 以上	3.0 以上	1.5 倍以上	5 以上	100% 以上	5期連続有配かつ直近3期連続5円以上
1,100 以上	3.2 以上	2 倍以上	5 以上	105% 以上	

注) 純資産・自己資本比率・流動比率・配当必須, その他2/3充足.

債に比して低利で発行でき, また外国発行の場合は社債部分をスワップすることでさらなる低利調達が可能となったこと. 第7に, 株式の先高期待を映し, ワラント証券に対する投資人気が旺盛であったこと, などである³³⁸⁾.

転換社債の基準レートは, 1984年11月に4.0%であったが, 1986年5月に

3.0%を切り、1987年6月には2.2%にまで低下した。このことが、国内市場での資金調達を急速に拡大させる大きな要因となった。一方、この間、海外では、ドル建てワラント債の最低クーポンレートが1985年度の4.0%から1986年度には2.375%にまで低下した³³⁹⁾。これにより、海外ではワラント債発行が主流を占めることになった。

国内転換社債の発行が急速に活発化する中で、1986年12月12日、大蔵省の証券取引審議会は、さらなる資本市場の自由化を進めることを主な内容とする「社債発行市場のあり方について」との報告書をまとめた。報告書では、「我が国企業による国内市場での社債発行、特に普通社債の発行の低迷が続いており、反面、海外市場での起債が盛んとなっている。これには、内外金利差など種々の要因が指摘されるが、我が国社債市場における制度・慣行がこのような国内での社債発行の制約となっている面も大きい」と評価、適債基準は緩和されてきたが、「転換社債に係る無担保適格企業数は今なお全上場会社の1割程度にとどまっております、また、普通社債の無担保適格企業数も極めて限られたものである」として、さらなる基準緩和のほか、格付け制度の充実、起債の仕組みの見直し、CP市場の創設などが求められた。

証券取引審議会報告書を受けて、1987年2月、さらに無担保適債基準が緩和された。緩和の内容は、次の通りである。まず、無担保普通社債については、純資産基準を550億円以上に引き下げ、550-1,100億円企業については、自己資本比率50%以上、純資産倍率5倍以上、使用総資本事業利益率12%以上、インタレスト・カバレッジ・レシオ5倍以上、1株配当は直近5期連続6円以上とされた（自己資本比率必須、その他は3/4充足）。さらに、新たに格付け基準が設けられ、AA格以上の企業、またはA格以上でかつ純資産額550億円以上の企業は数値基準の充足状況いかににかかわらず適格と認められることになった。また、特例の適用範囲が2,000億円から1,500億円に引き下げられた。これにより適格企業数は、約60社から160-180社程度へ増加した。次に、無担保転換社債については、純資産基準を200億円以上に引き下げるとともに330億円以上の企業についての数値基準が緩和された。また、格付け基準が導入され、A格以上の企業、またはBBB格以上で純資産額550億円以上の企業については、数値基準の充足状況いかに関わらず適格とされた。これにより、適格企業数は約180社から310-330社へと増加した。なお、格付け基準の判断にあたっては、フィッチ、日本公社債研究所、日本格付研究所、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、日本インベスターズ・サービス、スタンダード・アンド・プアーズの6社が利用されることになった³⁴⁰⁾。

1987年4月には、前述の審議会報告書を受けて、新たな起債方式が導入され

338) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和61年版』pp.16-18.

339) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和62年版』pp.13-14.

340) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和62年版』pp.54-56.

図表 5-6 投資信託残存元本額の推移（億円）

年末	株式投資信託		公社債投資信託
	単位型	追加型	
1985	84,501	15,813	92,457
1986	155,062	22,569	125,615
1987	287,564	26,563	123,397
1988	340,581	37,095	136,955
1989	338,007	75,328	129,520

出所) 証券投資信託協会調。

た。それまでは月末一括起債、発行条件の協同提示方式が行われてきたが、プロポーザル方式が順次導入されることになった。プロポーザル方式とは、発行会社の起債希望を受けて、証券会社がそれぞれ発行条件等を提示し、その他の事情も勘案して決定された主幹事が幹事団を代表あるいは単独で、発行会社と発行条件を協議、その下で引受シ団を招聘・組成する方法である。これにより、主幹事が条件決定・シ団組成に強い権限を持つ一方、全額引き受け、募集期間中の市場形成の責任を負うことになる。一気に全面導入すると市場が混乱することが懸念されたため、1987年5月、野村証券を主幹事としたNTT債から適用された。その後10月から順次拡大され、1988年4月には全銘柄に拡大された³⁴¹⁾。

1988年11月にも無担保の普通社債及び転換社債適債基準のさらなる緩和が実施された。無担保普通社債については、格付け基準について、A格かつ純資産額330億円以上（従来550億円以上）にまで緩和され、適格企業数が約300社に増加した。無担保転換社債については、BBB格かつ純資産額330億円以上に緩和され、適格企業数は約500社に増加した³⁴²⁾。

普通社債については、以上のように段階的に適債基準が緩和されたものの、前表に示されるように発行高は停滞した。企業は、より低コストで発行できる転換社債やワラント債を選好したのである。株価が上昇し、安定株主構造が維持される限り、普通社債よりも転換社債やワラント債の方が有利であった。株価上昇に伴って、国内転換社債の平均クーポン・レートは、1986年度の2.24%から1987年度1.86%、1988年度1.85%、1989年度1.73%と推移した³⁴³⁾。投資信託においても、株式投信が急増する一方で、公社債投信は停滞した（図表5-6）。株式市場の活況を背景に、エキティブ・ファイナンスが主流となったのである。

341) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和62年版』pp.57-58、大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和63年版』p.64。このほか、1987年6月には、公募債を発行できない企業の資金調達手段の拡

充を図るため、大型私募債市場が創設された。

342) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 平成元年版』pp.57-59。

343) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 平成2年版』p.12。

(4) 金融の国際化と BIS 規制の導入

1980年代以降進んだ金融の国際化に伴い、国境をまたいだ金融機関の活動が目立ち始めた。既に1974年に、西独のヘルシュタット銀行と米国のフランクリン・ナショナル銀行が国際業務を起因として破綻し、多国籍銀行をいかに監督するかが大きな課題となった。これを受けて、1974年末、G10中央銀行総裁会議が、G10諸国の中央銀行と銀行監督当局による協議の場「銀行業の規制と監督実務に関する委員会」を設けることを決定した。同委員会は、バーゼルの国際決済銀行(BIS)本部で定期的に会合を持つこととしたので、以後、「バーゼル銀行監督委員会」との名称が付けられた。1980年代に入って、金融の国際化が加速すると、自己資本比率を規制して、金融危機を予防することを求める動きが出てきた。特に1982年の中南米の債務危機の後、米国が自己資本比率規制の国際統一を求めたのを受けて、1984年からバーゼル委員会で銀行の自己資本比率についての検討が開始された。しかし、以後2年間、各国の主張の隔たりが大きく、議論は進展しなかった。

1986年秋になって、米FRBボルカー議長と英イングランド銀行リーベンバートン総裁との間で統一基準に向けた共同作業を行うことが合意され、翌1987年1月に米英共同提案が発表された³⁴⁴⁾。主な内容は以下の通りである³⁴⁵⁾。銀行の自己資本比率規制の方法として、オフ・バランス取引をも規制対象としたリスク・アセット・レイシオのスキームを採用、①リスク・アセット・レイシオの分子となるべき1次資本の定義、②各資産項目に対するリスク・ウェイトの割り当て、③オフ・バランス項目の規制対象への取り込み法を定めた。1次資本の概念は、「経常的なロスを埋めて、銀行がゴーイング・コンサーンとして営業を継続していくことを可能とするもの」としてとらえられるとされ、①無制限に算入することが可能なもの(普通株式、留保利益、連結子会社の少数株主持分)、②一定の範囲内において参入可能なもの(①の合計額から無形資産を控除した残額の50%を限度として参入可能、具体的には永久優先株式ないし償還期間が25年以上の長期優先株式、一定の劣後債務等)、③控除項目(無形固定資産、非連結の子会社・関連会社に対する投資、他の銀行の資本調達手段に係る保有分)によって算出される。オン・バランス資産項目については、通常の銀行の資産の大部分を構成する一般の貸出債権に対するリスク・ウェイトを100%、現金に対するリスク・ウェイトを0%とし、国債など両者の間に位置するものについては、10%、25%、50%のリスク・ウェイトを掛けた上で合計する。また、オフ・バランス資産項目については、額面価値に一定の変換係数(保証など100%、商業L/C50%等)を乗じてオン・バランス項目に変換し、これに債務者等を考慮して適用されるリスク・ウェイトを乗じた上で合計するものとされた。以上により、算出された自己資本(分子)をオン・バランス及びオフ・バランス資産の合計(リ

344) 永見野良三[2005]pp. 27-48.

345) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和62年版』pp. 40-43.

スク・アセットの合計として算出される。分母)で除すことによって自己資本比率を算出する。具体的な基準は示されなかったが、米国の上位50行中最低が6.1%、最高が11.2%、平均8.2%であるとの言及がなされた。

日本においては、戦後長期にわたって、大蔵省の行政指導による経営諸比率規制がなされてきた。自己資本比率については、1954年12月の銀行局長通達で、広義の自己資本／預金の期末残高が10%以上となるよう規制されてきた。その後、1982年4月には分母にCDの期末残高が加えられたが、都市銀行の自己資本比率は1970年代以降、低下を続けていた。

1985年6月の金融制度調査会答申「金融の自由化とその環境整備」において、次のような指摘がなされた。「金融機関の規模の拡大がそれに伴うリスクに見合った収益の増大に直結しない可能性が高まっている。特に、今後、預金金利の自由化等により規制の緩和・撤廃が一層促進され、金融機関の資金調達コストが上昇し、また、金利変動リスクが高まると予想されることにかんがみれば、資産・負債の規模の拡大は、当該金融機関のリスク負担能力と均衡のとれた形で行うことが必要である。この場合、金融機関がこの点に配慮すべきことは当然であるが、自由化の進展に対応し、これを確保するため行政面でも適切な自己資本比率指導を行うことが重要であるとの認識が国際的にも高まっている。(中略) 現行の自己資本比率に係る指導基準をみると、金融機関の実態と格段にかけ離れており、金融機関の健全性確保のために有効に機能してこなかったのが実情である。この点にかんがみ、自己資本比率については、金融機関の実態を十分踏まえた新たな基準を設定し、金融機関に対して適切な指導を行っていく必要がある」。

これを受けて、大蔵省は新たな自己資本比率基準を定め、1986年5月23日に新たな通達を発した。内容は、以下の資料に示された通りであり、1990年度を目標に下記的方式で計算した自己資本比率4%達成(海外支店を有する銀行については6%)を求めるものであった。

(資料) 大蔵省「経営諸比率の見直し」 1986年5月23日

1. 基本的考え方

- (1) 金融の自由化の進展に対応して、金融機関の自己責任により健全性を確保するため、自らのチェック・ポイントを設定する。
- (2) 金融機関の自主性を最大限に尊重し、規制・指導は必要最小限とする。
- (3) 金融機関間の競争を直接制限することなく「量」から「質」への転換を促す。
- (4) 国際的な銀行監督の動向にも配慮する。
- (5) 各業態の特殊性を考慮しつつ、できるだけ一律の取扱いとする。

2. 自己資本の充実

(1) 「自己資本比率(本則)」

$$\frac{\text{自己資本(債権償却特別勘定を除き、税効果額等を含む.)}}{\text{総資産(平残)(支払承諾のうちリスクの小さいものを除く.)}} \geq 4\% \text{程度}$$

・金融自由化の進展に伴う諸リスクの増大に対応して、資産面に損失が生じた場合に損失を補

填するための最終的な負担能力を示す指標として、総資産を分母（現行基準は、預金を分母）とし、自己資本及び総資産の内訳について所要の見直しを行う。

・目標値は、諸般の事情を総合的に勘案して4%程度（現行基準は10%）とし、目標年度を（昭和）65年度とする。

(2) 海外支店を有する金融機関の補則

$$\frac{\text{本則の自己資本} + \text{有価証券含み益の70\%}}{\text{本則の総資産}} \geq 6\% \text{程度}$$

・国際業務は国内業務に比しリスクが大きいこと等から、海外支店を有する金融機関についてはより高い自己資本比率を設定し、その場合には、有価証券の含み益を自己資本に算入することとする。

・目標値は、6%程度とし、（昭和）62年度から適用する。有価証券の含み益の自己資本への算入率は、過去の株価の変動状況等を勘案して70%とする。（以下略）

1987年1月に銀行の自己資本比率に関する米英共同提案が出された時点において、共同提案の基準によれば、日本の都銀は平均で3%程度にしかならなかったという³⁴⁶⁾。英米の共同提案の中には、日本の大蔵省通達より緩やかな部分もあった（国債、短期銀行預金、外国国債などの資産への算入）が、有価証券含み益が全く考慮されていない点で、日本側にとっては非常に厳しかった。このため、日本にとって、米英共同提案はきわめて受け入れ困難であったが、何らかの国際統一基準が必要であるとの認識には達していた。

大蔵省は、「世界の3大金融センターの一員であるわが国としても、世界の金融市場の信用秩序維持の責任の一端を果たすとともに、わが国の銀行の実態を適正に反映した統一規制を実現すべく、自己資本比率規制の国際的統一の作業に積極的に参画していく必要がある」としつつ、「一国の金融システムは、その国の独自の経済発展の長い歴史のなかから時間をかけて形成され、それぞれの金融システムには特有のものがあ、また、銀行の財務体質等の実態にも固有のものがあるという側面があることも事実であろう」と述べている³⁴⁷⁾。

1985年前後において、邦銀の海外でのパフォーマンスが急速に拡大し、1986年末には、世界の国際銀行資産に占める邦銀のシェアは32.8%と算出され、2位の米銀17.6%に大きな差をつけてトップとなっていた。また、1986年6月末時点で、米国の国内貸出市場に占める邦銀のシェアが8.4%に上り、ロンドンのユーロ預金市場における邦銀のシェアは1/3程度となっていた。このことから、日本国内の一部では、自己資本比率規制は、自己資本比率の低い「邦銀たたき」が目的であるとの見方が生まれた。

1987年後半から、日本は欧米との本格的協議を開始した。日本側は有価証券含み益を自己資本に参入することを強く主張した。しかし、日本の株高は異常で

346) 永見野良三[2005]p. 37.

347) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和62年版』p. 42.

あるとの認識から、欧米は反対していた。その後、金融危機への懸念から国際統一基準の設定に非常に熱心であった米国は、日本が受け入れられる方式に歩み寄り、有価証券含み益を50%算入することで合意した。その後、日米英の協議が行われ、1987年9月、英国の主張を入れて有価証券含み益45%算入で合意に達した。その後、BISのクック委員会での検討が本格化し、1988年6月27-28日に自己資本比率の国際的統一に関する基本的枠組みについての最終的な合意に達し、7月11日にBIS総裁会議で承認され、15日に合意の詳細が公表された³⁴⁸⁾。

それまでの大蔵省の自己資本比率規制が、自己資本/総資産で算出されてきたのに対し、新たなBIS自己資本比率規制では、自己資本=自己資本/リスク・アセットで算出する点において、1987年1月の米英合意を踏まえたものであった。自己資本は、基本的項目(Tier 1)と補完的項目(Tier 2)に分かれる。Tier 1は、株式(非累積配当型永久優先株式を含む)及び準備金で無制限に自己資本に参入できる。Tier 2は、非公表準備金、有価証券含み益、一般引当金または一般貸倒引当金、永久債、期限付劣後債等とされ、Tier 1と同額まで自己資本に参入できるものとされた。このうち有価証券含み益は45%を算入することが可能であり、また期限付劣後債はTier 1の50%を限度として算入可能とされた。また、自己資本からの控除に関して、①他の銀行の資本調達手段(株式等)の保有は自己資本から控除しないが、各国の監督当局の裁量により控除できるものとされ、また銀行間の意図的な資本調達手段の持ち合いにより、自己資本を人為的に膨らませることは認めないとされた。②営業権相当額は、Tier 1から控除する。③銀行業務・金融業務を含む子会社で、国内制度上連結となっているものへの出資額は自己資本の総額から控除するものとされた。

分母のリスク・アセットについて、オン・バランス項目については、民間部門向け債券やOECD以外の中央政府向け債券等は100%、抵当権付き住宅ローンは50%、OECDの銀行向け債券等は20%、現金・国債等は0%とのリスク・ウェイトで合計されるものとした。また、オフ・バランス項目については、信用リスク相当額に換算した上でリスク・ウェイトで合計されるものとした。

自己資本比率の最低基準は8%とされ、1992年末(日本は年度の関係上1993年3月末)までに達成すべきものとされた。以後BIS規制の自己資本比率8%が国際業務を行う銀行の目標となったのである。経過期間については次のように定められた。1987年以降の初期段階については公式の基準比率は設けないが、1987年末時点での自己資本比率水準を一時的にでも下回ってはならない。1987年以降3年間のスタート時点において自己資本比率を算定するに際しては、自己資本のTier 1については、そのうち最大限25%まではTier 2を充当することによって割増計算ができるものとする。1990年末時点で7.25%の中間項目基準を設ける。1990年末から1992年末までの間は、自己資本のTier 2の充当によるTier 1の割増の割合は、最大限10%にまで減少する、などである。

348) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和63年版』pp.34-38.

図表 5-7 BIS 基準自己資本比率（最終ベース）の推移

業 態	適用数	1988年3月	1988年9月	1989年3月	1989年9月	1990年3月
都市銀行	13	7.17%	7.44%	7.97%	8.06%	8.14%
長信銀	3	6.92%	7.90%	8.00%	8.35%	7.84%
信託銀行	7	8.04%	9.20%	11.05%	11.28%	10.86%
地銀	56	9.43%	9.27%	9.61%	9.79%	8.76%
第二地銀	13	6.94%	7.11%	8.00%	8.22%	8.23%

出所) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 平成2年版』p.47.

図表 5-8 銀行のエクイティ・ファイナンスによる資金調達（億円）

	85	86	87	88	89
株式	2,632	2,027	14,402	27,696	33,331
転換社債	1,841	1,544	11,115	18,883	9,415
合計	4,473	3,571	25,517	46,579	42,746

出所) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 平成2年版』p.47.

BIS 規制合意を受けて、1988年12月22日、大蔵省は自己資本比率規制の国内適用の通達を發した。BIS 規制を満たすべく、日本の各銀行は自己資本の充実に向けて動き始めた。以下の表に見るように、1987年から銀行は転換社債、増資によるエクイティ・ファイナンスを積極化させ、自己資本比率が着実に上昇した（図表5-7、図表5-8）。1990年3月末には、対象となる銀行のうち大部分の銀行が最終ベースで8%を超えるに至った。もっとも、株価上昇過程の含み益で Tier 2 が上昇した部分も多く、1990年に入ってからからの株価下落過程で自己資本比率の低下に見舞われることになった。

第2節 銀行業と証券業の動向

(1) 1980年代後半の銀行経営

以下では、1980年代後半の銀行経営の特徴について検討する。

この間、日本の銀行の資産規模は大きく拡大した。1984年末の都市銀行の総資産額は170兆1,858億円であったが、1989年末には328兆3,105億円と1.93倍に達した。1979年末から1984年末の5年間で1.39倍であったのに比してみても大きな成長であった。一方、地方銀行の総資産額は、1984年末から1989年末の間に、99兆209億円から164兆5,161億円へと1.66倍に、第二地方銀行（相互銀行）の総資産額は41兆3,046億円から62兆6,603億円へと1.52倍に、長期信用銀行の総資産額は、39兆1,606億円から69兆8,412億円へと1.78倍に、信託銀行の銀行勘定の総資産額23兆9,872億円から51兆1,134億円へと2.13倍に、信託勘定の総資産額は72兆1,882億円から190兆3,165億円へと2.6倍となった。とりわけ信託銀行の伸びが顕著であり、都市銀行がこれに次ぐ。地方銀行と中小企業向け金融機関は伸び悩み傾向にあった。

次に、銀行の資産構成について見ると、貸出金の比重が1984-86年に高まった

図表 5-9 普通銀行の資金コストと運用利回り

年度	資金運用利回り			資金調達コスト			総資金利鞘	経常利益額(億円)
	貸出金	有価証券		預金債券等利回り	経費率			
1981	9.61%	8.58%	7.66%	9.47%	7.38%	1.77%	0.14%	11,142
1982	8.68%	7.86%	7.71%	8.32%	6.43%	1.67%	0.36%	14,227
1983	7.79%	7.35%	7.57%	7.44%	5.78%	1.59%	0.35%	16,802
1984	7.98%	7.21%	7.60%	7.77%	6.19%	1.45%	0.21%	17,243
1985	7.04%	6.68%	7.09%	6.95%	5.42%	1.43%	0.09%	17,325
1986	6.02%	5.68%	6.59%	5.77%	4.42%	1.33%	0.25%	22,994
1987	5.75%	5.18%	6.19%	5.44%	4.09%	1.20%	0.31%	28,844
1988	6.13%	5.38%	5.87%	5.76%	4.30%	1.10%	0.37%	35,834

出所) 全国銀行協会連合会調。

図表 5-10 銀行の資産構成 (年末残高の総資産に対する比率)

全国銀行勘定					
	現金預け金	コールローン	商品有価証券	有価証券	貸出金
1981	6.85%	2.30%	0.00%	17.39%	60.51%
1982	6.71%	2.99%	0.00%	16.74%	61.55%
1983	7.10%	3.47%	0.00%	16.41%	62.22%
1984	7.23%	2.87%	0.27%	15.81%	63.33%
1985	6.88%	3.48%	0.74%	15.36%	63.04%
1986	6.36%	3.90%	0.80%	15.92%	63.54%
1987	7.26%	3.23%	0.65%	16.00%	63.42%
1988	6.56%	2.70%	0.54%	16.72%	63.15%
1989	5.91%	2.62%	0.69%	16.64%	60.70%
1990	6.51%	2.35%	0.64%	17.02%	60.55%
都市銀行勘定					
	現金預け金	コールローン	商品有価証券	有価証券	貸出金
1981	8.16%	2.73%	0.00%	13.30%	60.04%
1982	7.94%	3.42%	0.00%	12.50%	61.38%
1983	8.50%	3.98%	0.00%	12.31%	61.94%
1984	8.67%	2.94%	0.25%	11.83%	63.54%
1985	7.98%	3.75%	0.75%	11.39%	63.65%
1986	7.80%	4.28%	0.69%	11.89%	64.06%
1987	8.53%	3.45%	0.57%	12.36%	63.97%
1988	9.25%	3.13%	0.54%	13.17%	62.88%
1989	8.98%	2.87%	0.66%	13.49%	59.55%
1990	8.45%	2.13%	0.65%	13.64%	59.66%

出所) 日本銀行『経済統計年報』。

後減少に転じ、保有有価証券及びディーリング業務に伴う商品有価証券がこれと逆の動きを示した(図表 5-9, 図表 5-10)。有価証券の中では、株式の伸びが大きいのが目立つ。なお、この間の銀行の資金調達において、預金が太宗を占める点にかわりはない。1985年から1987年の金利低下過程において、銀行の預金・債券等利回りコストが低下し、資金運用利回りも低下したものの、総資金利鞘が回復した。これに伴って、経常利益が大きく増加したのである。ただし、従来型

図表 5-11 期限別貸出残高の割合

年度末	全国銀行			
	3ヵ月以内	3ヵ月～1年	1年超	期限の定めなし
1981	27.0%	30.0%	41.1%	1.9%
1982	26.2%	32.4%	39.3%	2.1%
1983	25.1%	33.0%	39.1%	2.8%
1984	22.5%	33.8%	39.9%	3.8%
1985	21.2%	33.8%	39.0%	6.0%
1986	18.7%	32.6%	41.6%	7.1%
1987	17.7%	28.9%	44.7%	8.7%
1988	16.8%	25.5%	48.0%	9.7%
1989	12.6%	23.9%	52.7%	10.8%
1990	11.7%	19.3%	56.4%	12.6%
年度末	都市銀行			
	3ヵ月以内	3ヵ月～1年	1年超	期限の定めなし
1981	29.2%	33.7%	34.7%	2.4%
1982	28.8%	36.1%	32.5%	2.6%
1983	26.7%	37.7%	32.1%	3.4%
1984	22.6%	38.4%	34.6%	4.4%
1985	21.5%	38.8%	32.7%	7.0%
1986	17.6%	37.2%	37.4%	7.9%
1987	16.1%	32.8%	41.9%	9.2%
1988	14.7%	27.6%	47.5%	10.2%
1989	9.9%	26.3%	52.9%	10.9%
1990	9.2%	19.6%	57.2%	14.0%

出所) 日本銀行『経済統計年報』。

の預金の比重が年々低下し、とりわけ都市銀行では譲渡性預金による調達が増加した。定期預金においても金利自由化の進展に伴って自由金利商品が増加したから、銀行の資金調達は、短期金利変動の影響を受けやすくなったといわれる³⁴⁹⁾。

貸出金の構成をより詳細に見ると、1986年度以降、都市銀行の「1年超」及び「期限の定めなし」の貸出残高が顕著に増加しており、急速に貸出の長期化が進んだ(図表5-11)。このことにより、長期信用銀行との競合関係が強まった。業種別では、不動産向け貸出が急増し、同時に増加したサービス業、個人向け貸出の中にはかなりの土地融資が含まれていた(図表5-12)。また、個人向けでは都市銀行による住宅信用の拡大が著しく、住専との競合が激化した(図表5-13)。

このほか、地価上昇を受けて、個人向け、使途自由の不動産担保ローンが新たに商品化された。先駆けとなったのが1987年10月の富士銀行の「住活ローン」である。翌年には、第一勧銀、三菱、三井、住友などがこれに追随した。主なローンの内容は、証書貸し付けの場合で適用金利が住宅ローン(変動型)と同じ年5.7%と低利であり、融資限度額が最高1-3億円まで可能で、自宅を担保とし、

349) 齊藤美彦[2006]pp.116-118.

図表 5-12

全国銀行銀行勘定業種別貸出残高

	1984 年末	1989 年末
中小企業	44.8%	57.2%
製造業	27.4%	16.7%
建設業	5.6%	5.4%
卸・小売業・飲食店	23.1%	17.8%
金融・保険業	7.1%	10.3%
不動産業	6.9%	11.5%
サービス業	9.7%	14.4%
個人	9.4%	15.2%

全国銀行信託勘定業種別貸出残高

	1984 年末	1989 年末
中小企業	26.1%	43.4%
製造業	19.4%	7.6%
建設業	2.6%	2.9%
卸・小売業・飲食店	8.3%	5.4%
金融・保険業	9.9%	21.8%
不動産業	13.5%	20.0%
サービス業	8.2%	13.3%
個人	13.3%	12.9%

出所) 日本銀行『経済統計年報』.

図表 5-13 住宅信用供与状況 (割賦返済方式分)

(億円)

年末残高	都市銀行	地方銀行	住宅金融専門会社	住宅金融公庫
1984	74,267	61,682	49,966	194,857
1985	82,463	62,205	50,431	212,156
1986	100,505	64,228	55,280	230,345
1987	133,519	71,829	65,678	254,498
1988	166,217	77,416	72,939	288,482
1989	209,808	82,804	93,150	323,187

出所) 日本銀行『経済統計年報』.

融資枠内で繰り返し利用可能というものであった³⁵⁰⁾。住宅ローンとして住宅建設資金に利用した後、生活資金などにも活用でき、地価上昇の激しい地域に不動産を所有する住民の消費活動を刺激する要因となった。

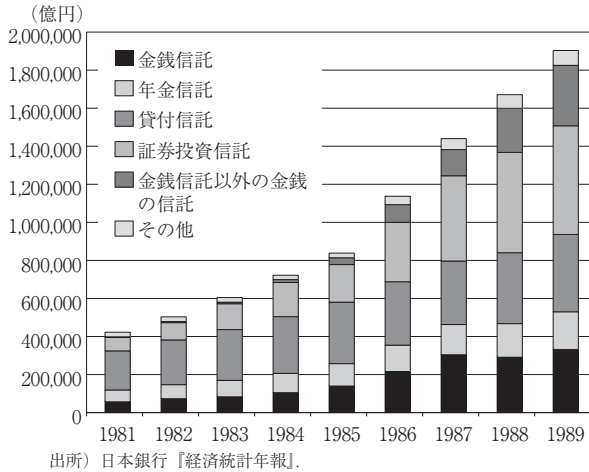
信託銀行の業種別貸出においても、不動産など土地関連融資が顕著であった(図表 5-12)。また、資産のうち貸出金の比重が停滞し、有価証券保有が急速に拡大した。1984 年末の貸出金の総資産に占める比重が 29.1% だったのに対し、1989 年末に 15.5% に低下した。一方、保有有価証券は、この間 27.4% から 31.9% に増加、このほか証券投資信託有価証券などの比重も高まった。負債構成では、貸付信託が伸び悩む一方で、証券投資信託とファンドトラストを含む「金銭信託以外の金銭の信託」が急速に伸びた(図表 5-14)。信託を通じて、大量の資金が証券市場に流入したのである。

企業規模別では、大企業がエクイティ・ファイナンスに傾斜したのを受けて、都市銀行は新たな運用先開拓を本格化させ、中小企業向け貸出を伸ばした(図表 5-12)。このため、中小企業金融をめぐる、都市銀行と地銀、第二地銀(相互銀行)などとの間の競合関係が強まった³⁵¹⁾。1987 年 2 月には、大阪府内で都市銀行が中小企業への融資攻勢を一段と強めている事実が報じられた。これによれ

350) 『日本経済新聞』1988 年 11 月 7 日。

351) 『日本経済新聞』1987 年 2 月 17 日。

図表 5-14 信託銀行の負債構成



図表 5-15 銀行の受入利息の構成

年度	貸出金利息	有価証券利息 配当金	その他受入利息			
			コールローン利息	買入手形利息	その他	
1980	64.4%	11.2%	24.4%	3.6%	0.0%	20.8%
1985	60.7%	12.0%	27.3%	4.0%	0.0%	23.3%
1986	59.8%	13.6%	26.6%	4.2%	0.0%	22.4%
1987	56.8%	13.4%	29.8%	4.0%	0.0%	25.9%
1988	54.4%	11.8%	33.8%	3.9%	0.0%	29.9%

出所) 全国銀行協会連合会『全国銀行財務諸表分析』.

ば、住友、大和の地元勢に加え、第一勧銀、富士など東京系都銀も高い伸びを示しており、「地域金融機関はキメ細かいサービスで対抗する構え」だったという。

銀行の収益構造においては、1970年代後半から貸出金利息の比重が低下しつつあったが、1980年代後半にもそれは続いた（図表 5-15）。これにかわって増加したのが「その他受入利息」のうちの「その他」部分である。その多くは、特定金銭信託またはファントラ利用の急増によると見られている³⁵²⁾。

これ以前の1970年代末から、都市銀行では迅速な融資等の意思決定を目指し、機能別組織から顧客別組織への改組が進んだ。先行したのは、安宅産業処理で収益を大きく減少させた住友銀行である。それまで、預金を業務部が、貸金を審査部が、外国為替を外国部が扱うなど機能別に編成されていたが、住友銀行の新組織では、営業総本部（主要大企業との多角的取引）、業務総本部（営業総本部所管先を除く国内大企業、中小企業、個人）、国際総本部（国際業務全般）とマーケット別に3つのライン総本部が設置され、顧客志向が明確化された。審査部門も各ライン総本部内に置かれ、総本部長（副頭取、専務クラス）には大口融資規

352) 齊藤美彦[2006]pp. 129-131.

制限度額まで無制限の与信権限が与えられた。また、トップマネジメントに関して、それまでは合議制に基づき担当役員の権限は限定されていたが、総本部長の専決事項が大幅に拡大されて意思決定が迅速化された。同時に、総本部長は各部門の収益に対して責任を負うこととなった³⁵³⁾。

住友銀行が組織改革後、急速に収益を改善したことなどから、ほとんどの都市銀行がこれに追随して顧客別組織を導入した³⁵⁴⁾。この組織改革に関しては、審査部門がライン内に取り込まれたことが注目される。これにより、融資の実行が迅速化したと見られるが、1990年代以降のバブル崩壊過程では、審査機能が十分発揮できずに安易な融資が助長されたとして、審査部門を再び独立させる動きが相次いだ。

1980年代半ば以降、製造業大企業向け貸出が鈍化したことで、融資先をめぐる銀行間の競争も激化した。さらに、1986年の住友銀行による平和相互銀行の合併は、東京圏での都市銀行間の競争を激化させる1つの契機となった。この合併の経緯については、現時点でもまだ解明されていない部分が多い。平和相互銀行の経営陣が株式を取り戻すために、きわめて不明瞭な形で金屏風購入資金を不正融資したとする問題などが1986年初めに明るみに出て、経営が悪化していた同銀行の再建が行き詰まった。この間、東京圏への大々的な進出を狙っていた住友銀行が平和相互銀行の獲得に動き、1986年2月21日、両行の間で合併覚書が締結された。10月1日に合併が実行され、住友銀行はそれまでの261店舗に加え、首都圏に数多く立地する旧平和相互銀行の101店舗を吸収した³⁵⁵⁾。

低金利政策が浸透した1986年頃からの融資競争激化により、1987年3月末の都市銀行13行の貸出残高(145.2兆円)が預金残高(144.2兆円)を上回った。これについて、日銀は、「不動産や株式などの投資資金需要が拡大している」と見ていた。また、銀行間競争に関して、次のように報じられている。「都銀間の競争で目立ったのは、富士銀行と、昨年10月に平和相互銀行を合併した住友銀行の2位争いで、当時FS戦争と呼ばれた。他の上位行から「富士、住友の競争のあおりを受けて貸出金利を下げざるをえない」といった声が出たほどだ。市場金利に利ザヤを上乗せして貸し出すスプレッド融資は、CD(譲渡性預金)金利プラス利ザヤ0.5%が標準的な金利だが、その利ザヤを0.125%とか0.0625%に圧縮する取引も出ている。商品開発では各行とも個人向けローンの強化にしのぎをけずった。不動産を担保にする大型ローン、増改築へのリフォームローンなど一行が発売すると他行が追随する商品も多い。貸し出し競争の主戦場は、大企業向けのマーケットから、中堅・中小企業、個人向けのマーケットに移りつつある」。また、都銀上位行の融資担当者は「再開発でビルが建てば、立ち退く地主の節税対策でアパートローンが出るし、不動産業者への融資もある。これまで相

353) 住友銀行史編纂委員会[1985]pp.73-90, pp.408-416.

354) 東京三菱銀行企画部銀行史編纂チーム[1999]pp.26-28, 第一勧業銀行調査部[1992]pp.239-242.

富士銀行企画部120年史編纂室[2002]pp.27-29などを参照.

355) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 昭和62年版』p.157.

互銀行や信用金庫の顧客だった中小事業者向けに「どんどん貸すつもりだ」と語っていた³⁵⁶⁾。

都市銀行の首都圏での出店競争も激化した。特に、「住友銀行は旧平和相互銀行の非効率店舗の配置転換などにより、向こう3-4年間で一般店、小型店合わせて約50店を出店する見込みで、収益性の高い首都圏の拠点が中心。富士銀行も中小金融機関の店舗買収などでほぼ同数の出店を首都圏で計画。都銀全体では、一般店、小型店の内示の5割強が都心5区（千代田、中央、港、新宿、渋谷）に集中して」いたという³⁵⁷⁾。

1989年半ばには、住友銀行の首都圏での中小企業向け融資攻勢の凄まじさが、パチンコ店への融資を事例に報じられている。それまで、都銀上位行は、「パチンコ店などサービス業や不動産業などへの融資にどちらかといえば慎重に対応してきた。これに対し住友は、地価高騰で担保物件の価値が高まるの見込んで、この分野への融資を早めに積極化した」という。住友銀行は利鞘の大きな中小企業向け融資比率を急速に高め（1989年3月末で73.0%と三和73.2%に次いで第2位、1988年3月末に比して5.8%の上昇幅は都銀トップ）、収益性を向上させた。都銀上位行は、住友の中小企業取引拡大について、「旧平和相互の取引先を引き継いだのが大きな理由」と見ており、特に金利上昇過程では、「リテール（小口金融）の拡大に直結する店舗の数が多いほど有利に働く」（三井銀行幹部）との見方が示され、都銀上位行はどこも「住友に追いつかなければ」（富士銀行幹部）という危機感を強めていた。住友と旧平和相互の合併まで、首都圏のリテールで圧倒的に強かった第一勧銀幹部も「もうそんなことは昔の話。首都圏の店舗を2-3割増やしたい」と語っていた³⁵⁸⁾。

1980年代後半には、金融自由化や大企業の銀行離れなどを受けて、預金・貸付拡大による利鞘稼ぎがそのまま収益に結びつく状況ではなくなっていた。銀行は、不動産融資を拡大させるため、土地所有者に対してその利用計画を提案して融資を行う「提案方式」を積極化させた。高度成長末期から信託銀行などがこうした方式に積極的であったが、都市銀行は1980年代半ばから始めたといわれる。都心部での地価上昇に伴い、不動産担保貸出を膨らませることが可能となったことで、他の都市銀行も、続々と「提案方式」を展開していった。相続税対策として銀行の計画提案と融資を受けてマンションを建設するなどの動きが相次ぎ、銀行は行員に対して宅建、社会保険労務士、税理士などの資格をとって提案力を高めることを奨励した³⁵⁹⁾。

第3章で述べた東京湾臨海部開発など大規模民活プロジェクトも銀行にとっては魅力的な融資対象であった。これに関しては、東京系の銀行が先行した。東京テレポート構想が表面化した1985年4月には、早くも13号地の開発を目指し、

356) 『日本経済新聞』1987年4月24日。

357) 『日本経済新聞』1987年7月5日。

358) 『日本経済新聞』1989年6月1日。

359) NHK 企業社会プロジェクト[1991]pp. 30-44。

日本興業銀行、新日鐵、東京海上を幹事とする企業72社が東京レポート研究会を設立し、テレポートの研究を開始した。1987年10月から年末にかけて、富士銀行、丸紅を幹事とする芙蓉グループ30社が東京レポート推進協議会を、第一勧銀、伊藤忠を幹事とするグループ88社が東京ヒューマニア研究会を結成した。また有明地区開発のため、長銀・伊藤忠を幹事とする12社が有明ウォーターフロント・アソシエイツを、安田信託銀行・丸紅を幹事とする12社が有明地区開発研究会を設立した。

中小企業向け融資で先行した住友銀行は、民活プロジェクトに乗り遅れたが、1988年1月、民活を担当する業務渉外部を設置、さらに4月に同部内に「民活プロジェクト推進室」を設置し、中長期的な大規模プロジェクトに計画段階から参加することを狙い、猛烈な巻き返しを図った。その際、「短期的な利益にとらわれずに、長期、大規模なプロジェクトに取り組む」として、利益優先で動かないよう収支勘定を設けていなかったという。報道によれば、住銀の立ち上がりは遅く、「東京レポート研究会」に相乗りできたのがようやく1987年秋であった。住友銀行は、関西新空港建設プロジェクトや本四架橋など地元関西の大規模プロジェクトにも乗り遅れていたため、1988年頃から劣勢の挽回を図った³⁶⁰⁾。

都市銀行が不動産関連融資を中心に融資残高を伸ばしたのを受けて、1987年頃からそれまで消極的だった日本長期信用銀行（長銀）は、遅ればせながら不動産関連融資への傾斜を深めた。長銀は、第1次石油危機の後、大規模住宅団地や全国各地の工業団地プロジェクトを手がけて失敗したが、1980年代後半のブームは、首都圏のオフィスビル関連需要が中心であり、金融・情報・サービスなどのオフィス需要は長期的に底堅いと予測した。また、不動産融資は収益性が高く、ディベロッパーは開発利益が大きいことから、銀行の要請に応じて低利の預金を大量に置くことが多く、土地取引の仲介を銀行のグループ不動産会社に紹介して高い手数料をとることもできると見込まれた。さらに、東京が主戦場であれば、他の都市銀行などとある程度肩を並べて競争できるとの認識を持った。これにより、長銀の融資本部は不動産融資を解禁、不動産業向け融資残高は1984年度末の8,817億円から1989年度末には1兆7,755億円へと倍増した³⁶¹⁾。以後、長銀は、有力中堅企業と目されたEIEインターナショナル・グループに対し、海外リゾート開発向けなどの巨額融資にのめり込んでいった³⁶²⁾。

都市銀行は、不動産関連の融資競争が激化する中で、不正に手を染める場合もあった。後に判明したことだが、1991年9月に逮捕された富士銀行元渉外課長は、1987年9月富士銀行赤坂支店で初めて不正融資を行った。その後1991年5月までに、合計24のノンバンクから延べ7,000億円を不正に引き出し、27の企業と7人の個人に融資を行った。その手法は、銀行の紹介でノンバンクから取引先企業（主に不動産関連会社）に融資させ、企業は融資を受けた資金を銀行に協

360) 『日本経済新聞』1988年4月12日、8月1日。

361) 鈴木恒男[2009]pp. 19-22.

362) 日経ビジネス編[2000].

力預金として預け、銀行はノンバンクに対して預金証書と質権設定承諾書を発行する取引がベースとなっていた。当時、銀行に対しては不動産関連融資抑制指導が行われていたが、ノンバンクは自由に貸出を増やすことができたため、ノンバンク融資が利用された。融資を受けた企業は、銀行への協力預金だけでは逆ざやとなり損失となるが、銀行から不動産取引やゴルフ場会員権売買に関する事実上の仲介サービスを受けることができたため、結果的には大きな収益を実現することができたという。富士銀行元渉外課長は、質権設定承諾書などを偽造した上、協力預金を不正に引き出し、融資を拡大させていった³⁶³⁾。いわゆる地上げなどで土地開発が活況を呈していたこと、銀行に取引先のさまざまな情報が集中し、仲介サービスなどを提供できる立場にあったこと、銀行間競争が激化したことなどが事件の背景にあり、銀行内のチェック体制が不十分だったことで不正が見逃された。東海銀行や協和埼玉銀行などでも、上記のような協力預金を利用した不正融資が行われたことが後に発覚しており、富士銀行の事件は個人の不正行為のみに帰せられる例外的な事件ではなかった。

前述のように、地価上昇を助長しているとして、地価抑制の面から銀行の不動産融資への批判がなされることはあったが、不動産融資の拡大が銀行経営上のリスクと認識されるまでには時間がかかった。1987年12月、格付け会社のムーディーズ社が住友信託銀行と三井信託銀行の格下げを発表したが、その際、金融システムの変化を理由として挙げたのに加え、不動産融資の拡大についても若干のリスク懸念が表明された³⁶⁴⁾。しかし、その後1990年2月まで、邦銀の不動産融資の拡大を理由とした格下げは実施されなかった。地価・株価下落局面になるまで、不動産融資はほとんどリスクとして考慮されなかったのである³⁶⁵⁾。

都市銀行間の競争が激化する中で、1989年8月29日、三井銀行と太陽神戸銀行が合併に合意し、9月19日に合併契約調印、翌年2月に正式の認可申請が行われ、1990年4月1日、両行が合併して太陽神戸三井銀行が誕生した。合併の理由については、次の4点があげられた。①取引基盤の補完性－両行がリテール、ホールセール両分野で培ってきた豊富な経験と特色を活かして、多様化する社会のニーズに素早く的確に対応することが可能となる。②店舗網の補完性、拡充・強化－店舗配置において国内最大のネットワークと海外の広範囲な拠点網を生かし、より多面的な情報の提供と顧客利便の向上が可能となる。③人材の配置、育成の成果。④機械化投資等の効率化³⁶⁶⁾。三井、太陽神戸両行は、資金量が都銀トップの第一勧銀の半分程度、経常利益でも都銀トップの住友の半分以下と都銀の中では中位行であり、上位行との差が拡大しつつあり、中位行の中でも中部圏に強い基盤を持つ東海銀行に資金量で引き離される傾向にあった。金融制度改革論議において、銀行と証券の垣根をなくしユニバーサル・バンクを目指す動きが

363) NHK 企業社会プロジェクト[1991]pp.12-74.

364) 『日本経済新聞』1987年12月18日。

365) 岡崎哲二・星岳雄[2002]。

366) 大蔵省銀行局『銀行局金融年報 平成2年版』pp.137-139。

進む中で、三井銀行は、ユニバーサル・バンクを目指した新長期経営計画で、「どんな戦略を立てようとしても、規模の面で上位行に対抗できなかった」という。ユニバーサルバンクを目指すためには、国内のリテール部門で高い収益を上げ、証券や国際部門など新規部門を育てていかなければならないが、国内の店舗数や人員で劣る中位行では、リテールでも新規部門でも対抗できないジレンマ状況に陥っていた。一方の太陽神戸銀行は国際部門の立ち後れが目立った。こうした背景をもとに、1973年の神戸銀行と太陽銀行以来久々の都市銀行どうしの合併が実現したのである³⁶⁷⁾。

(2) 1980年代後半の証券業経営

株価上昇及び株式売買の活性化とともに、証券会社の経営も活況を呈した。1985年以降、受託手数料を中心に受入手数料が急増し、1980年代後半は、毎年度、1980年代前半の3倍程度の水準で推移した(図表5-16)。また、企業の転換社債発行、増資に伴う引き受け・売り出し手数料も1985年9月期決算の4,047億円から1990年3月期決算の1兆642億円へと2.5倍に増大した。この間、証券会社数はほとんど変わらなかったが、NTT株売り出しなどに伴う証券ブームを受け、1987-89年にかけて店舗数が急増した(図表5-17)。これらの結果、証券会社の営業収支はきわめて好調であり、1986-87年にかけて当期利益が急上昇した。

証券会社の株式受託手数料は、1949年以後、証券取引法に基づく各証券取引所の受託契約準則によって定められ、規制されてきた。1977年4月に改訂された後、売買単位が大型化したことに伴って、大口投資家から手数料の割高感に対する不満が高まってきた。1977年改訂では、1億円を超える金額につき0.55%と定められたが、事業法人、金融機関、外国投資家などによる1億円超の売買が増えつつあった。また、外国と比較すると小口の手数料は相対的に低いが、大口の手数料率が割高となり、機関投資家を中心に引き下げを求める声が強まった。これを受けて、1985年4月、各証券取引所が1億円超の取引について手数料引き下げを決定した。新たな手数料率は、1-3億円0.45%、3-5億円0.35%、5-10億円0.3%、10億円超0.25%となった³⁶⁸⁾。

大口取引の手数料率低下は、銀行、事業法人などによる株式売買を活発化させる一因となった。図表5-18に見るように、東証第1部で株式取引では、個人のシェアが大きく低下し、銀行、投資信託、事業法人が大きく伸びた。証券会社も法人営業を強化した。大手4社のうち山一証券では、1980年代後半において、営業部門別収入で法人本部の収入の伸びが突出していたという。1985年9月期から1990年3月期までの間、山一証券の全国の支店を傘下に置く営業本部の収入は1,540億円から2,952億円へと1.9倍の増加であった(ただし支店でも法人

367) 『日経金融新聞』1989年8月30日。

368) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 昭和60年版』pp. 35-36。

図表 5-16 証券会社の決算状況

(億円)

	1984年9月	1985年9月	1986年9月	1987年9月	1988年9月	1989年3月	1990年3月
受入手数料	15227	19404	30552	41102	38430	22190	45085
うち受託手数料	10802	13991	23840	31157	27436	16591	31143
有価証券売買益	2086	3462	4533	4549	2277	2627	3365
経常損益	5612	8631	15783	21969	16812	11639	21675
当期損益	2469	3429	6350	10172	8249	4856	10039
営業収支	1739	2968	8867	14221	11049	7066	13392

注) 営業収支は、受入手数料－一般管理費。証券取引法改正により1989年から3月決算。
出所) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 平成2年版』。

図表 5-17 証券会社数と店舗数

年末	会社数	店舗数
1981	243	2103
1982	242	2114
1983	239	2149
1984	228	2207
1985	224	2301
1986	221	2421
1987	220	2573
1988	220	2757
1989	220	2943

出所) 大蔵省証券局『大蔵省証券局年報 平成2年版』。

図表 5-18 東証第1部・投資部門別株式売買高(買い構成比)

株数ベース	個人	生損保	銀行	投資信託	事業法人
1984	41.3%	1.0%	4.8%	3.8%	7.7%
1985	36.6%	0.8%	8.7%	4.4%	7.3%
1986	30.4%	0.6%	12.4%	4.6%	10.0%
1987	27.1%	0.5%	15.7%	4.9%	10.9%
1988	25.5%	0.6%	17.4%	5.8%	12.3%
1989	25.5%	1.0%	18.8%	9.1%	10.7%
金額ベース	個人	生損保	銀行	投資信託	事業法人
1984	42.2%	1.0%	5.4%	5.0%	7.7%
1985	36.5%	0.8%	9.0%	5.2%	7.4%
1986	29.4%	0.7%	14.0%	5.7%	9.9%
1987	27.0%	0.8%	17.8%	6.2%	10.7%
1988	24.0%	0.8%	18.5%	7.0%	12.1%
1989	23.8%	1.0%	19.8%	9.3%	10.9%

出所) 東京証券取引所調べ。

営業は行われた)のに対して、法人本部の収入は534億円から1,822億円と3.4倍に拡大した³⁶⁹⁾。

法人営業拡大の過程で、証券会社は不透明な取引や損失隠しにまで手を染めていった。山一証券では、1985年頃から営業特金の獲得が重要なテーマとして強

調された³⁷⁰⁾。1986年9月の全国部店長会議で、社長は「他社と競い合っていくためには、株式預かり資産の拡大が不可欠である。すなわち、どれだけ一任勘定を支配下においているかが勝負の決め手になる」との方針を示し、営業特金、海外の一任勘定、1987年からスタートする投資顧問の一任運用勘定の獲得に一段と力を入れることを指示した。

株価がさらに上昇した1987年初め、山一証券は「事業会社の余裕資金は無尽蔵に近い」との認識から、法人営業のプロカー機能の重要性を強調した。後述するように、このころ、事業会社は財テクのため、金融子会社を利用するなどして、金融機関などからの借入資金を利用した運用に乗り出していた。このため、資金調達コストを上回る利回りが求められ、競ってこれに応じようとした。証券会社間の競争に加え、信託銀行のファンドトラストとの競争も激化した。そこで、山一証券事業法人本部内では、「顧客企業に対し一任取引で一定期間の運用資金に対する利回りの保証をすることを約した勧誘（にぎり）で資金導入を図るケースが増した」という。「にぎり」において約束した利回りが決算期の運用期限までに達成されない場合は、他の顧客企業を相手方とする損益調整売買（株式等の高値売却による益出し・翌朝買い戻しによる損失の繰り延べ）や新発転換社債の配分などによる利益の捻出が行われた。こうした方法は、当初は担当者レベルで行われていたが、次第に規模が拡大し、組織的に「にぎり」が行われるようになったという。

1987年10月のブラック・マンデーで株価が下落した際には、損益調整売買などによって損失の先送りがなされた。その後、1988年8月、山一証券では、営業担当者レベルでの顧客企業間の損益貸借が禁止された。しかし、「にぎり」による大口顧客資金の獲得はむしろ奨励され、損益調整売買の必要があるときには事業法人本部長の了解を得るものとされた。「にぎり」ファンドの導入にあたっては、事業法人本部長の了解を得た上で、営業担当者にライン部長が同行して顧客企業と「にぎり」のレートを決め、その後本部長が顧客企業を訪問するケースが一般化するなど、損失補てん契約は会社の方針として推進されたのである。

証券会社による特定銘柄の大量推奨販売なども行われ、株式ブームがあおられた。第3章で触れたように、1985-86年頃から東京臨海部開発が内需拡大の目玉として脚光を浴び、臨海部に土地を保有する企業の株価が急上昇をしたが、このような土地含み資産を持つ銘柄が証券会社によって発掘され、推奨販売された。このうち、石川島播磨重工（IHI）の株価が1986年に突如値を上げ始めたが、同社の本業の業績は大きく低迷していた。1986年度は売上が減少し、営業利益は141億円の赤字、当期利益も213億円の赤字に陥っていた。1986年春の『会社四季報』には、「(昭和)60年度は後半の円高から収益激減。受注も7,700億円前後と前期以下へ後退、採算も悪化。4円配当微妙か。(昭和)61年度は円高がフ

369) 山一証券株式会社社史編纂委員会[1998]pp. 326-328.

370) 以下、山一証券株式会社社史編纂委員会[1998]pp. 420-424.

ルに響く。資材の海外調達急拡大方針だが赤字転落。特別益で配当維持か」と記されている³⁷¹⁾。1987年春の『会社四季報』では、「(昭和)61年度は造船不況に円高が追い打ち。採算急悪化。受注も6,000億円台に(2割減)。有証売却益800億円以上。(昭和)61年末7,000人合理化実現。(昭和)61年度で底入れだが黒字転換は(昭和)63年度。復配は(昭和)64年度」と若干好転の兆しが指摘されたが、株価が急騰する要因は本業には全く見あたらなかった³⁷²⁾。

野村証券は、IHIが豊洲に持つ工場敷地38万平方メートルに目を付け、その含み資産を2兆6,600億円と試算したという。野村は、IHIなど臨海部含み資産銘柄を「ウォーターフロント」株と名付け、社内向け冊子などで強力に推奨した。このような魅力的なキャッチフレーズをつけて推奨する手法は、シナリオ商法と呼ばれた。IHI株取引に占める野村証券のシェアが高まり、1986年中に株価が急騰した。ブラックマンデー後一時停滞するが、1988年以降再び上昇し始め、1986年前半に200円前後だったのが1989年12月には1,600円にまで達したのである。野村証券の社内には、当初、「土地含み資産」を株価上昇期待に織り込むとの認識に対して疑問の声もあったという。しかし、臨海部開発計画が本格化し、その規模が政策的に大幅に拡大されたことなどから、土地含み資産を織り込む動きが、株式市場に瞬く間に広がっていったのである³⁷³⁾。

1989年後半に注目を集めたのは東急電鉄株である。1989年6月に1,580円程度だったのが、11月には3,000円前後に達した。1989年10月時点で次のように報道されている。「市場の物色意欲の強さは東急の動きが象徴している。前場の寄り付きに1,000万株にのぼる成り行き注文が入り買い気配で始まった後、1987年6月の上場来高値を一気に超える2,160円で寄り付いた。数度の板寄せを交えながら大引けは190円高、2,270円の高値引けだ。売買高5,888万株は、もちろん東証1部のトップ。過去のデータをさかのぼってみると、一銘柄の売買高が5,000万株を超えたのは8月1日以来のこと。この間にソニーのような超値がさ株が1,200万株もの商いをしたこともあるが、いわゆる内需株での集中物色がいかに久しくなかったか、はっきりする」³⁷⁴⁾。同時期、証券業界トップの野村証券が東急電鉄株を推奨し、他の証券会社もこれに追随した。IHIの時と同じく、野村はシナリオ商法を展開し、社内誌で「アメニティ」とのキャッチフレーズで、ソニー、三井不動産などとともに東急電鉄を推奨銘柄としていた。「膨大な含み資産、300社を超える強力なグループ力、東京・渋谷の再開発の本格始動」などが推奨の理由であった³⁷⁵⁾。

株価下落後の1991年末、野村証券による大量推奨販売が意図的な株価押し上げだったのではないかとの疑惑が報じられた。報道によれば、野村証券は、「同

371) 『会社四季報 61年2集 春』東洋経済新報社 p. 575.

372) 『会社四季報 61年2集 春』東洋経済新報社 p. 588.

373) 以上、NHK企業社会プロジェクト[1991]pp. 166-172.

374) 『日経金融新聞』1989年10月20日.

375) NHK企業社会プロジェクト[1991]pp. 172-176.

株が急騰した1989年10月中に1日の東急株の店内シェアが5割を超えた営業店が延べ100カ店を超えたほか、短期間に売買を繰り返す反復売買を120強の顧客口座で実施し、顧客の注文を勝手に変え」という。特に、1989年10月19日には、野村の本店営業部の東急株シェアが9割を超え、24日には東京の荻窪、池袋の両支店で、31日には秋田支店で89%にのぼったという。大蔵省は調査の結果、野村による東急株の大量推奨販売が、「過度な投資勧誘」を禁ずる証券取引法第54条に違反すると認定した。野村証券社長は、「東急株が人気化するなかで、大量の売買注文を受託、執行したのは事実」と述べ、結果的に過度の投資勧誘になっていたことを認めた。また、多数の顧客が短期売買を実施、なかには手数料稼ぎを目的としたような反復売買があったことについて、「顧客の資金の性格から見て（反復売買は）行き過ぎだった」と認めた。これにより、野村証券は、支店・営業所などの87カ所を対象に株式売買業務を1ヵ月間停止するなどのきわめて厳しいペナルティを科された³⁷⁶⁾。しかし、疑惑的となっていた株価の意図的なつり上げについては十分に解明されなかった。

なお、1989年11月末、大和証券が1975-80年にかけて事業会社20-30社との株式取引で累計100億円強の損失を抱えたため損失を補てんし、これを有価証券売買会社の協力を得て簿外処理していたことを明らかにした。問題となったのはかなり昔の出来事であったものの、バブル絶頂期において、証券会社による不透明な取引が明るみに出たのである。このことは、証券会社に対する批判的な世論が高まっていく最初の契機となった³⁷⁷⁾。

以上のように、1989年末までの株価上昇には、損失補てん契約や過度な大量推奨販売など証券取引上のルールを大きく逸脱した証券会社の営業姿勢も色濃く反映していた。その背後には、金余りの下で有利な運用先を求める法人企業の財テク・ブームがあった。

第3節 企業の財テク

(1) 資金需給の動向

本章第1節の初めに述べたように、高度成長期以後、資金循環の構造が変化し、法人企業の資金不足の比重が相対的に低下しつつあった。設備投資が停滞した1985-86年度の円高不況期にはこの傾向が強まり、必要な資金を減価償却、内部留保・引当金、増資で調達して、余裕資金を借入金返済に回す動きが広く見られた(図表5-19)。1987年になると設備投資が次第に活発化し始めるとともに、有価証券などへの投融資が急増した。投融資のうちには、企業の経営戦略上必要な株式持ち合いや関連企業などへの融資もあるが、短期的な収益率を求めるいわゆる財テク投資も少なくなかったものと見られる。特に1988-89年にかけて、企業

376) 『日本経済新聞』1991年8月23日、10月7日、10月9日。

377) 『日本経済新聞』1989年11月17日。

図表 5-19 企業の資金需要と調達

年度	全産業				製造業				非製造業			
	投融資／設備投資	自己資金／資金調達	増資／資金調達	社債／資金調達	投融資／設備投資	自己資金／資金調達	増資／資金調達	社債／資金調達	投融資／設備投資	自己資金／資金調達	増資／資金調達	社債／資金調達
1981	13.7%	48.6%	12.2%	7.3%	16.4%	58.8%	14.7%	3.7%	10.9%	35.4%	8.9%	12.0%
1982	20.1%	70.8%	11.6%	9.7%	26.5%	86.9%	15.0%	8.7%	13.4%	53.2%	7.9%	10.8%
1983	13.1%	71.7%	9.0%	8.4%	14.5%	81.3%	11.3%	11.7%	11.8%	59.1%	6.1%	4.0%
1984	20.8%	59.8%	7.4%	10.0%	25.0%	71.5%	9.3%	11.4%	15.6%	45.6%	5.1%	8.3%
1985	23.9%	136.4%	19.4%	20.1%	18.0%	128.2%	15.6%	19.8%	31.9%	151.6%	26.4%	20.7%
1986	19.9%	113.8%	18.9%	28.5%	8.6%	161.5%	25.5%	40.4%	92.0%	80.5%	14.2%	20.2%
1987	33.1%	58.6%	14.9%	16.0%	29.9%	80.2%	23.7%	13.2%	36.4%	38.7%	6.8%	18.4%
1988	41.6%	53.2%	16.4%	12.2%	42.9%	72.6%	20.8%	18.1%	40.2%	37.2%	12.8%	7.3%
1989	46.4%	46.3%	15.2%	19.5%	47.4%	62.4%	23.6%	29.4%	45.5%	33.8%	8.7%	11.7%

出所) 日本銀行『主要企業の経営分析』。

の投融資の設備投資に対する割合は図表 5-19 に見るように急上昇した。この間、資金調達に占める自己資金の比率は低下しつつあるから、借入、社債、CP などによって外部資金を調達しながら、金融資産で運用したことが示唆される³⁷⁸⁾。数ある大企業が、エクイティ・ファイナンスによる調達金利と投資信託や CD など運用金利との利鞘を狙った財テク投資を積極化させ、両建てでバランスシートを膨らませていった。これらにより、資産市場に膨大な資金が流入、株価・地価の上昇へとつながっていった。

(2) 特金とファントラ

1986 年頃から、企業の資金運用先として人気を集めたのが、特金やファントラなどであった。特金やファントラは株式などハイリスクの運用が主であったが、金利自由化に伴って大口定期預金での運用も人気を集めていった。円高不況で本業が不振であったことも背景に、企業は、転換社債、ワラント債などにより、資本市場から低利で資金調達し、特金、ファントラ、大口定期などで資金を運用するいわゆる「財テク」を強化していった。

大企業では、1986 年 5 月に松下電器産業が東京財務部を設立し、資金の効率運用を強化し始めた。1986 年 11 月期末には金融資産残高は 1 兆 1,074 億円にのぼり、1986 年度前期の金融収支の黒字額は本業の営業利益を上回った。トヨタ自動車も、1 兆円を超える手元流動性を確保し、「トヨタ銀行」と呼ばれるほどで、1987 年 12 月中間期の金融収支が 576 億円の黒字を確保した。

金融収支を重視する動きは大企業ではきわめて一般的であり、「資金運用は当社の本業になりつつある」(大阪商船三井船舶)、「全米で 2 億ドル近くに達する所要資金の効率を改善させる」(日立製作所)などの動きが報じられた。1986 年度には上場企業 1,654 社(金融機関、決算期変更会社を除く 3 月期決算企業のみ)

378) 宮崎義一[1992]pp. 133-137.

の3割強にあたる522社が金融収支の黒字を確保し、黒字額ランキングでは、トヨタ自動車、日立製作所、日本石油などの巨大メーカーに加え、住友商事、阪和興業などの商社も海外現地法人からの配当増や特金・ファントラを中心とした資金運用益で大きく順位をあげた³⁷⁹⁾。製造業は金融収支額の黒字を拡大ないし赤字を縮小させることで、円高不況に伴う営業利益の減少を補うことができたのである。このことは、「円高不況」からの早期回復に貢献したものと見られる。

調達面では、1987年に入ってドル建てワラント債の海外発行が急増した。ワラント債発行の際、株高を受けて表面利率を低く設定でき、償還時までの為替予約を組むことで事実上マイナス金利を実現することが可能であった。報道によれば、1987年4月、千代田火災海上保険、京浜急行電鉄がユーロ市場で発行したワラント（新株引受権付き＝WB）社債の表面利率は2.0%だった。しかし、両社は発行と同時に現物相場に比べ約15%円高・ドル安に為替予約を組み、社債償還時の為替差益が利子負担額を上回ることになったという。同時期には、「今、起債しなければ株主に対する背任行為」と冗談めかして言う財務担当者もいたという³⁸⁰⁾。

大企業だけでなく、中堅企業もこうした動きを強め、1987年3月期売上高214億円、経常利益10億円のイーグル工業もヨーロッパで「マイナス金利で調達できた」事実が報じられている。財テク手法も多彩となり、通貨、金利スワップを利用したり、デットアサンプション（債務譲渡）により既に発行した債券の利息支払いを軽減するなどの手法も使われた。海外で金融子会社を設立する動きも活発化した。1988年の日経新聞の全国上場企業を対象とした調査では、金融子会社を持つ企業は154社にのぼり、そのうち63社が1987年中に設立されたものであった。また33社が海外子会社であり、そのうち、特に為替管理が緩く、税制の優遇措置を受けられるオランダに設置されたものが目立った。1987年にはトヨタ自動車、日産自動車、日本電気、鹿島建設などによって、16の金融子会社がオランダに設立された³⁸¹⁾。

日経新聞による主要企業110社を対象にした資金運用調査によると、1987年3月末の特金、ファントラ残高は1986年末に比してそれぞれ30.1%、24.7%増加するなど、この時期にはハイリスク・ハイリターン型の運用が目立った。1987年4月の1ヵ月だけで、特金、ファントラ残高は、中規模の地方銀行一行分の資金量2.8兆円増え、株式・債券市場の活況を刺激した。特金などの運用に助言等を行う投資顧問会社の発達とその競争の激化も、高利回りを求める運用競争に拍車をかけた。1987年6月に、主要投資顧問会社に運用一任業務が認可されたことなどから、投資顧問会社が「パフォーマンス向上をねらって、一部の銘柄を集中的に買い上げたりすることもあるようだ」と報じられている³⁸²⁾。

379) 『日本経済新聞』1987年4月17日、6月6日、『日経金融新聞』1988年4月4日。

380) 『日経金融新聞』1988年4月4日。

381) 『日経金融新聞』1988年4月4日。

(3) タテホ化学の財テク失敗

以上のような企業の財テクブームは、必ずしも一直線に拡大したわけではなかった。兵庫県に本社を置く、タテホ化学工業（電気ヒーターの絶縁材料、鉄鋼用転炉の耐火原料などに使用される電融マグネシアのトップメーカー）は、当時、財テク企業として知られていた。1987年3月末の総資産393億円、1986年度売上高57億円、経常利益26.5億円、営業利益2億円弱であったが、鉄鋼不況や円高による輸出不振を補うため、債券先物取引を中心とする資金運用を積極的に行った。資金運用の中心は3%の委託証拠金で売買できる債券先物であり、1987年8月には運用額が1,000億円に達した。しかし、債券相場の下落などから9月初め、200億円近い売買損失を出したことが明らかとなり、損失額は1987年3月末の自己資本169億円を上回って、債務超過となった。社内では、資金運用の限度額など社内ルールを作っておらず、財務担当役員に一任されており、チェック体制が不十分であったという³⁸³⁾。

タテホ化学による財テクの失敗は、大きな衝撃を与え、「財テク時代に警鐘を鳴らす」出来事として報じられた。また、タテホの損失が公表される直前、取引先の阪神相和銀行やタテホの役員がタテホ株を売却したことなどから、後にインサイダー取引疑惑が浮上した³⁸⁴⁾。タテホ事件を契機に、企業内及び証券取引におけるチェック体制の不十分性が露呈したのである。

(4) CP 調達－大口定期運用

1987年中頃から、企業の財テクにも変化の兆しが見え始めた。株高が限界に達するとの懸念から、1987年7月には、投資信託、特金、ファントラなど機関投資家の財テク資金が、コール市場や大口定期預金に大量に流入しつつあることが報じられている。大口定期預金金利は金融機関同士の激しい預金獲得競争の影響で高くなりがちであり、ほとんどの金利が3%台に低下した中であって、大口定期の実勢レートはほぼ一貫して4%に高止まっていた。このため、運用者である企業なども、「すでに危険水域に入っている株や債券より、安全で金利もそこそこの大口定期の方が良い」（大手電機メーカー）と判断した³⁸⁵⁾。さらに、タテホ・ショックとそれに続く前述のブラック・マンデーを受けて、10月以降、特金、ファントラなどハイリスクに向かっていた資金が、安全性の高い大口定期預金に回り始めた。

前述したように、1987年11月にCP市場が創設されたが、当初は、企業は本来の事業に必要な短期資金の調達よりも財テク資金の調達のためにCPを発行す

382) 『日本経済新聞』1987年7月1日。このほか、1986年11月から、生命保険会社が変額保険をスタートさせ、高率の運用利回りを確保するため、株式・転換社債など高リスク商品での運用を増やした。

383) 『日本経済新聞』1987年9月3日。

384) 『日経産業新聞』1987年9月8日、『日本経済新聞』1987年10月2日-4日。

385) 『日本経済新聞』1987年7月1日。

図表 5-20 CP の発行動向と CD 金利

	CP 発行残高 (億円)	CP 発行レート (%)	CD 平均利率 (%)
1987 年11月	10935	3.750-4.277	4.419
1988 年3月	13940	3.689-4.189	4.404
6月	21766	3.183-4.230	4.322
9月	24495	4.440-5.276	4.950
12月	36035	4.049-4.719	4.494
1989 年3月	41760	4.386-5.003	4.693
6月	43157	5.045-5.592	5.308
9月	43443	5.269-5.833	5.629
12月	50420	6.428-7.105	6.722

出所) 9 CP については大蔵省証券局『大蔵省証券局年報』。レートは3ヵ月以上4ヵ月未満。

CD については、日本銀行『経済統計年報』。利率は60-90 日未満。

る傾向が強かった。図表 5-20 に見るように、1987 年 11 月から、1988 年半ばにかけて、CP 発行レートの方が、自由金利の CD 利率よりも低い状況が続いた。CP の発行は、一部の優良企業に限られたことなどから、投資家からの人気も高く、低金利で資金調達できたのである。優良企業は、CP で調達した資金を大口定期預金や CD などオープンオープンの短期金融市場で運用することで利鞘を獲得することができた。1988 年秋には、「現在 CP を発行している企業のうちで、実需にあてているところはほとんどない。大口定期預金に回して利ザヤを得ている」と報じられている³⁸⁶⁾。

CP による資金調達は、1988-89 年にかけて膨れあがっていった (図表 5-20)。一方、自由金利預金の残高は、1987 年 3 月末の 16.7 兆円から、1988 年 3 月末 44.1 兆円、1989 年 3 月末 74.4 兆円、1990 年 3 月末 139.8 兆円へと急増していった³⁸⁷⁾。

松下電器では、1987 年 9 月から、「ファンドトラストはうまく回れば 7-8% はとれるが、元本割れが怖い。しかも、確実に 7-8% とれるわけではない」として、ファントラの積み増しを中止し、3ヵ月物で 5.3-5.4% が可能な大口定期重視へシフトした。松下では、主に転換社債で調達した資金を大口定期で運用していた。

1988 年秋、三洋電機は、「CP は運用のための資金調達手段」、「うちの場合、CP 発行レートと大口定期のレートの差が一時は 0.2% にまで縮小したが、最近はまだ 0.4% 程度にまで広がっている。CP を発行して、大口定期で運用するメリットが出てきた」と明確に述べていた。日本石油も、CP で調達した資金を大口定期で運用しており、1988 年 8 月 31 日に初めて 820 億円の CP を発行 (発行レート平均 4.6%)、大口定期レート 5.1-5.2% であったため、0.5% の利鞘を抜くことができた。それまで、日本石油は 1986-87 年の 2 年間で合計 2,600 億円弱を起債し、運用に向けてきたが、ブラックマンデー前後の株価低迷で転換社債の株式転換やワラント債の権利行使が進まず社債発行枠がタイトになったため、これに変わる調達方法として CP を利用したという³⁸⁸⁾。

386) 『日経金融新聞』1988 年 10 月 9 日。

387) 日本銀行『経済統計年報』による。全国銀行の値。

一時、財テク企業として有名になったヤクルトや阪和興業も1988年に入って特金の解約を進めた。ヤクルトは1988年3月末には特金中心に700億円の残高があった運用資金を9月末に600億円に減額、さらに11月には翌年3月までに500億円に減らす予定と報じられた。1989年に入ってもこうした動きは続き、「銀行側は3ヵ月物の大口定期預金で年率5%の利回りを提示してくれます。無理して特金やファントラで運用することもないでしょう」（大日本印刷）、「昨年6月に発行したユーロドルワラント債で得た資金474億円と、それまで債券現先で運用していた940億円を、すべて大口定期預金に回した」（富士写真フィルム）などの動きが報じられた³⁸⁹⁾。

(5) 財テクの基盤

ブラック・マンデーまで「特金の運用利回りは10%を軽く超えていた」（日立プラント建設）という。しかし、1988年以降株式市場の停滞で利回りが急低下し、リスクが大きい割にリターンが少ない状態が続き、また本業の利益が回復したことで、ファントラ解約の動きが目立った。余裕資金の大半は大口定期預金などにシフトしたが、「安全性重視」と言えば聞こえがいいが、資本市場から大量に調達した資金が行き場を失ってさまよっているのが実情だ」とも評された³⁹⁰⁾。

しかし、1989年に入って、株価上昇が持続すると、再び、特金、ファントラが増加し始め、1989年10月末には、残高が初の40兆円台に達した。特に商社や生命保険会社の動きが活発で、「増資や転換社債、ワラント債（新株引受権付き社債）などの発行で資金を調達した事業会社が、余裕資金の運用手段として利用を増やしているほか、大手証券4社系を中心に投資顧問各社が年金運用業務参入を見越して実績づくりを急いでいることが背景。金利や為替動向などの外部環境が不透明にもかかわらず、堅調な動きを続ける最近の株式相場を支える要因ともなっている」と報じられた³⁹¹⁾。

同時期には、「有力企業の間で特定金銭信託（特金）やファンド・トラスト（指定金外信託）などを利用した株式運用を手控える動きも広がっている。松下電器産業が9月末にファントラを約370億円解約したのをはじめ、国際電信電話（KDD）や大阪商船三井船舶などが特金を大幅に圧縮する。景気拡大に伴い設備増強など本業への投資意欲が高まっているうえ、特金などの運用成績が低下してきているのが背景にある。こうした有力企業の相次ぐ“株式離れ”は株式相場に

388) 『日経金融新聞』1988年9月20日。

389) 以上、『日経金融新聞』1988年11月18日、1989年1月7日。

390) 『日経金融新聞』1988年11月18日。1989年4月の消費税導入も企業の特金にマイナスの影響を与えた。有価証券売買については売却額の5%が非課税売上高とみなされることになっており、これを含めた非課税売上高が全売上高の5%を超えると経理処理が煩雑となった。簡便な経理処理も選択できるが、その場合は納税額が増え、運用利回りが低下することとなる。特に、証券会社が取り扱ういわゆる営業特金は売買が煩雑であり非課税売上高が膨らむため、これを嫌った日立、KDDなどの企業が特金の圧縮に動いた。『日経金融新聞』1989年4月11日、『日本経済新聞』1989年6月29日。

391) 『日本経済新聞』1989年11月20日。

も影響を与えそうだ」との動きも報じられている³⁹²⁾。特金運用利回りが「かつての2桁利回りから年率5-8%前後に低下」(大手証券会社)したことが大きな要因であり、他方で短期金融市場では6%台の運用利回りがほとんどリスクなしに実現できた。以上のように、特金、ファントラ、CD、大口定期預金は、事業会社の財テクの対象とし、激しく競合しながら膨らんでいったのである。

以上のように、1980年代後半のCP市場の急拡大は、大口定期預金金利との利鞘かせぎを狙った、企業の安全重視の財テク需要に大きく依存していた。CP発行残高とともにレートが上昇すると、決算・賞与資金や運転資金を調達する企業のCP発行意欲はますます減少し、財テク目的が中心となった。銀行にとってもCPの引き受けは投資家に転売することでバランスシート上のリスクアセットを膨らませることなしに金利、手数料を獲得する手段として、BIS規制への対応の点から重要性を増すと予想されたが、1988年半ば時点では、CP引き受けについて、「BIS規制への対応を考えて従来の大企業融資をCPに振り替えていく動きは表面化していない」、「当面のメリットは新規の取引先拡大や手数料収入など」との認識にとどまっていた。

このような構造の背景にあったのは、短期プライム・レート(短プラ)が自由金利のCDなどと連動せず、公定歩合にリンクする慣行である。短期プライムレート(信用度の特に高い手形の割引及び貸付金利)は、1986年3月31日以降4.5%、5月19日以降4.125%、11月25日以降3.75%、1987年3月16日以降3.375%と推移し、前述のように1989年1月23日に新短期プライムレート4.25%に変わるまで³⁹³⁾、CP発行レートをかなり下回っていた。このため、企業の実需のための資金需要は主に銀行から低金利の短期借入で調達した。一方、投資家は金利の低いインターバンク市場を避け、オープン市場での運用を選好した³⁹⁴⁾。限られた優良企業のみが発行できるCPは、当初、供給が限られたためオープン市場で人気を集めた。このため、優良大企業は短プラ借入で実需に伴う資金を調達し、調達コストは短プラより高いものの自由に運用しうる資金を低金利のCPで調達し、高利の大口定期などで運用したのである。一方、大口定期預金は急速に金利自由化が進み、銀行間競争の激しさから高止まる傾向にあった。以上より、金融・資本取引の自由化が、必ずしも全体の整合性が考慮されることなく、段階的に実行されたことで、このような利鞘が発生したものと考えることができる。

企業の財テクは、「円高不況」期には本業の減益を補い、経営基盤の安定化に貢献した。しかし、その後の財テクは、株価上昇に伴う低コストでのエクイティ・ファイナンスや段階的な規制緩和ラグに伴う利鞘の発生などきわめて不安定な基盤の上に展開された。しかも、一定の条件を満たした優良企業が資本市場から調達する資金は、銀行借入資金に比べて、その運用に関して十分なチェック

392) 『日本経済新聞』1989年11月2日。

393) 日本銀行『経済統計年報』。

394) 『日経金融新聞』1988年8月18日。

を受けにくいものであった。こうした資金が法人企業を通じて大量に株式市場に流入したことも、1989年末まで持続した株価上昇の大きな要因であった。その際には、CDや大口定期預金と対抗する必要もあって、証券会社が損失補てんを約束して大口顧客資金を獲得しようとする動きも横行した。また、高金利のCDが法人企業の資金運用先として人気を集めた結果、銀行の資金調達力も増大した。そうした資金が相対的にハイリスク・ハイリターンの中小企業や不動産関連融資へと流れていったのである。

(6) 新金融調節方式と市場金利

1988年11月、日銀は、インターバンク市場を自由化・拡充するとともに、新金融調節方式を導入した。コール、手形レートの気配値を廃止して自由度を高めるとともに、1ヵ月未満の手形買い換えを煩雑に実施することで、それまで硬直的であったインターバンク金利がオープン市場の金利に近づいていくことを期待した。これにより市場実勢金利が成立するのを受けて、日銀は短期市場金利追従型の公定歩合操作に移行することとした(新金融調節方式)³⁹⁵⁾。

この新金融調節方式の導入により、地銀・相銀、投資信託などが無担保コールなどインターバンク市場との裁定でCPなどの運用を行うようになり、オープン、インターバンク市場金利の連動性が強まった。インターバンク金利がオープン金利にさや寄せして上昇した結果、オープン市場からインターバンク市場への資金還流が急速に進んだ。これを受けて、CP現先レートが上昇し、11月下旬にはCD現先レートを上回った³⁹⁶⁾。

1989年半ばになると、CP発行レートが急騰する一方、大口定期の金利上昇が小幅にとどまったことなどから、財テク目的のCP発行が減少した³⁹⁷⁾。金利先高感もあり、CP発行額の停滞は3月から10月まで続いた。

しかし、年末に近づくと、また新たな動きが出てきた。1989年11月には、CP発行額4兆9,643億円と過去最高に達し、翌月はそれをさらに上回る5兆190億円となったのである³⁹⁸⁾。とりわけ発行額を増やしたのは、住友商事、伊藤忠商事、三菱商事、日本石油などであった。これについて、次のように報じられている。企業は、「CP発行で調達した資金をほとんどそっくり、大口定期預金で運用、確実に利ザヤを抜いてきた」が、「金利上昇によりピーク時で0.3-0.4%に達していた利ザヤは0.1%前後まで縮小している。それでもなお、利ザヤはかせげる」。CPの発行量を増やしたのは「昨年並みの資金運用益を確保するには、発行額を3、4倍に増やす必要が出てきた」(住友商事)ためだった。なおCPではないが、東芝も1989年11月に、国内転換社債とユーロドル建てのワラント債で4,200億円の資金を調達し、大半を大口定期預金で運用した。東芝の財務担当

395) 『日本経済新聞』1988年10月22日、10月28日。

396) 『日本経済新聞』1988年11月10日、11月16日、11月23日。

397) 『日本経済新聞』1989年6月14日。

398) 日本銀行『経済統計年報』。

者は、「わが社もようやく財テク企業と同じ土俵に登ることができた」と誇っていた。もはや、「財テクが企業経営の中に準本業として組み込まれ」たのである³⁹⁹⁾。

企業の間で短期的な金融収益を求める財テクが隆盛した背景として、金融緩和や金融・資本自由化があったことは間違いないであろう。しかし、企業がその長期的な成長を実現するための実体的な投資先を十分に見つけ出せなかったことの反面でもあろう。国際収支不均衡の解消や内需拡大政策の実施による経済構造の転換が叫ばれる中で、日本の産業発展の具体的な将来像は全く不透明だったのである。内需拡大政策が自己目的化したことの帰結であるように思われる。

第4節 投機的行動への批判

(1) 美術品騰貴

企業の余資は、絵画購入などにも向けられた。1987年3月30日には、ゴッホの「ひまわり」がロンドンでの競売において、絵画取引の史上最高値、約53億円で落札された。落札したのは、日本の安田火災海上保険であった。報道によれば、「ひまわり」が完成した1889年1月が同社の創業(1888年10月)と同じころであることから、1989年10月に迎える「100周年記念事業の1つ」として購入されたという⁴⁰⁰⁾。

安田火災の「ひまわり」購入に対して、大蔵省銀行局長が同社社長を呼び、「健全経営が求められる保険会社が美術品相場の過熱をあおるような高値買収を行ったことは好ましくない」として、「嚴重注意を行い、今後、自粛するよう」に伝えた。同社長は了承し、「高額的美術品を購入するのは今回限りとする」と答えたという。その後、世界的に美術品価格が高騰し、1987年11月にはゴッホの「アイリス」が66億円でニューヨークで落札された⁴⁰¹⁾。

日本企業が海外の美術品を買いあさる動きはその後も収まらず、1989年には、ルノアール(5億4,000万円)、モジリアニ(11億3,000万円)、デ・クーニング(29億円)、ピカソ(75億円)などを落札した⁴⁰²⁾。購入された絵画は、企業などの美術館に展示され、一般公開されたものもあるが、投機的に購入されたものも少なくない。

絵画市場への投機マネーの流入に伴い、絵画高騰が生じたとして、1989年4月には「悲鳴をあげる全国の美術館」との新聞記事が掲載されている⁴⁰³⁾。記事によれば、「作品を収集しようにも全体的に値段が高くなりすぎて、わずかな購入予算では手が出なくなってきた」。また、「海外の名品を集めて企画展を開く際

399) 『日本経済新聞』1989年12月22日。

400) 『朝日新聞』1987年4月9日。

401) 『朝日新聞』1987年4月10日、11月22日。

402) 『朝日新聞』1989年12月20日。

403) 『朝日新聞』1989年4月8日夕刊。

にも、「日本は金持ち」と思われたのか、持ち主から法外な貸出料を要求されるケースが出始めた。さらに、1回の展覧会で払う掛け捨て保険金もハネ上がったという。ヨーロッパ絵画だけでなく、日本人画家の絵画にも高値が付き始め、美術館の少ない予算ではほとんど購入できない事態となった。記事によれば、購入の9割は法人企業であったという。こうした企業行動は、ジャパン・マネーの席卷と海外から怖れられ、国内でも非常識な投機行動として次第に批判が強まっていった。

(2) 経営内部の規律

地価・株価上昇過程で、すべての企業が投機的な行動を積極化させたわけではない。銀行の中にも、サウンド・バンキングの原則に忠実に行動した静岡銀行のような事例もあった。

1980年代半ば、多くの上位地方銀行は預金・貸出両建てでの量的拡大を推進していた。静岡銀行でも、「昭和50年後半から都地銀の一部で貸出競争の様相を呈している、ノンバンク・不動産・建設業等に対する融資に如何に取り組むか」が経営上の重要課題となった。高収益を確保しつつも地銀の中で預金量順位が低下しつつあった静岡銀行は、1980年代半ばに東京支店に対してその原因を調査させた。その結果、拡大を続ける地銀上位行の融資対象業種は、ほとんどがノンバンク・不動産（ゴルフ場を含む）であり、企業規模別では都銀、商社などから融資を受けている中堅企業以上で、貸出ロットも大きく、貸出適用金利は最低水準周辺であった。酒井頭取（当時）によれば、静岡銀行がそれまで「回避してきた業種に対する融資が大部分で、中味の薄いものによる膨張であることがわかり、静岡銀行では受け入れがたい融資であったという。

1980年代後半、静岡銀行は独自の堅実路線を歩んだが、上記の調査後も東京地区の支店長から他行のような拡大路線をとるべきだとの意見が再び強まってきた。これを受けて再度調査した結果、拡大路線をとる地銀上位行が「利鞘の縮小傾向を量の拡大でカバーする。薄口銭でかまわない、貸出しに対する信用リスクは有担保であり、あまり深刻に考えていない」との実体が判明したという。これを受けて、常務会に諮った結果、「量の拡大はリスクのみならず資金の下方硬直を招来し、有事の際、地域代表としての役割が果たせなくなる虞れがある」との認識から、従来の路線を踏襲することを全会一致で決定した。ただし、東京地区支店の現場とのギャップを埋めるため、ノンバンク融資の一律規制を緩め、冠企業（旧財閥系－主に銀行系、日本代表クラス企業系冠企業－東芝、日立等）系列のノンバンクに限って融資を認めることにしたという⁴⁰⁴⁾。しかし、基本的には、静岡銀行に歴史的に受け継がれてきた「地方銀行に徹すること」、「自己資本を充実させること」、「経費率の低い銀行を志向すること」を基本にサウンド・バンキングを目指し、「常識に合わないものはとらない」との姿勢を保ち、1989年には

404) 酒井次吉郎[2004]pp. 170-177.

東京地区支店に対し、景気過熱への懸念からノンバンク融資回収命令が下された⁴⁰⁵⁾。

結果的には、静岡銀行は1990年代以降、資産価格暴落に伴う損失がきわめて小さく、高収益を保つことができ、後にその経営が高く評価された。しかし、酒井頭取は、バブル期を回想して、後に次のように語っている。「愚かな頭取がいたために、静岡銀行を更に大きく発展させ飛躍させるチャンスがあったにもかかわらず、判断ミスを犯してそのチャンスを失った。実は、そんなことになるかもしれない不安で、夜も眠れぬ日が何日も続いたのも事実である」、「東京地区の役員や営業担当役員からは、静岡銀行のオファーする金額は他行に比べ、ゼロが1つか2つ足りないという声を聞き、営業の現場にいる行員のことを思い胸を痛めたのも一再ではなかった」⁴⁰⁶⁾。

このほか、社長解任によって財テクからの早期撤退をようやく実現したという食品スーパーの経営に関する証言もある⁴⁰⁷⁾。こうした事例に見られるように、企業経営者が財テクや投機から身を引くことは容易なことではなかった。むしろ、短期的な期待収益を考えれば、高収益の財テクを強化しないことの説明が必要であり、株主に利害関係者を説得するためには、相当の覚悟を必要としたのである。

(3) リクルート事件

株価上昇に伴う利益が、不透明な形で政界に流れることもあった。その象徴的な例が「リクルート事件」であった。最初に発覚したのは、1988年6月である。事件の概要は、リクルートの不動産子会社リクルート・コスモスの未公開株の譲渡を利用した贈収賄疑惑である。単純な金品の授受でなく、未公開株の値上がり益が贈収賄の手段と想定された点で、従来にない新しい事件であり、贈収賄として立件できるかどうか微妙な問題をはらんでいた。

発端は、朝日新聞がスクープした6月18日の記事である⁴⁰⁸⁾。川崎市が計画したかわさきテクノピア地区に、リクルート（本社・東京都中央区銀座、江副浩正会長）の進出が決まった時期に、川崎市の企業誘致の責任者だった助役が、リクルート側から関連会社の株式を店頭登録前の1984年12月に譲り受け、株価が急

405) 日原行隆[2002]pp. 5-8.

406) 酒井次吉郎[2004]pp. 216-217.

407) 食品スーパー・ライフコーポレーション創業者・清水信次は1982年の大阪証券取引所2部への上場を機に社長を譲り、会長として経営の第一線から退いたが、新社長がその後銀行から多額の借金をして株式投資にのめり込んでいる事実を知る。新社長は忠告する清水に対し、「今はもう、コンニャクや豆腐や大根打って、1円2円の利益を争っている時代やない。魚や肉みたいなもの切って売って、お客さんに細かい注文つけられ、小言いわれて、そんなことやとったんでは、もう今の世の中はやっていけん」と告げ、さらなる財テクにのめり込んでいったという。清水は弁護士に相談した上で、1988年3月15日、定例役員会で社長解任と自らの社長就任の特別決議案を動議として提出した。僅差で動議が可決され、清水が社長に復帰した。以後、保有が膨らんでいた株式を売却し、その売却益によって借入金返済、ライフの本業であるスーパーマーケット経営を強化したという。清水信次[2001]pp. 169-178.

408) 『朝日新聞』1988年6月18日。

上昇した登録直後の1986年末に売却、多額の利益を手にしていたとの内容であった。さらに、株購入資金も、リクルートの金融子会社ファーストファイナンスから「融資を受けていた模様」と報じられた。かわさきテクノピア地区の用地は、JR川崎駅前の1等地で、住宅・都市整備公団が所有していたが、1985年4月、公募せずにリクルートに随意契約で売ったものであった。売却の1ヵ月後、川崎市がこの地域を「特定街区」に決定したため、リクルートは1988年3月、地上20階建てのリクルート川崎テクノピアビルを建てることができた。

リクルート・コスモス未公開株疑惑は、その後、異様な拡がりを見せた。6月下旬には、未公開株を譲り受けて、公開翌日に一斉に売却したとして、自民党の有力代議士の名前が報じられ、7月初旬には、中曽根前首相、安倍晋太郎自民党幹事長、宮澤喜一副総理・蔵相の名前まで挙げられるに至った⁴⁰⁹⁾。さらに、竹下首相の元秘書青木伊平がリクルート・コスモス未公開株1万2,000株を購入し、公開直後に約5,300万円で売却したことが明らかとなった。こうした中央政界への未公開株譲渡は、それ自体違法性が立証されたわけではないが、政府首脳が株価上昇により「濡れ手で粟」で利益を得たことに対する国民の反感は強まった。しかも、1984年当時の所得税法によれば、株式を年間50回かつ20万株以上売却したとき、あるいは、1銘柄を20万株以上売却したときに限って課税されることになっていた。リクルート・コスモス株に限っていえば1人あたり1回で数万株程度の売却であったため、多額の利益を上げても、税金はかからないことになっていた。当時、消費税導入が国家的課題となっていたさなかであり、株式売却益に対する課税が不十分であるとの認識が強まり、不公平感が蔓延した。

その後、しばらくリクルート関連の動きは沈静化したが、1988年9月になって、リクルート・コスモスの社長室長が、リクルート・コスモス未公開株の調査をしていた社会民主連合の代議士に対し、現金500万円を贈賄しようとした事件が発覚し、その現場がテレビ映像で公開された。これにより、リクルート・コスモス未公開株譲渡に関しても疑惑が深まることになった。その後、譲渡先が元労働省事務次官、NTT会長、前文部省事務次官、与野党代議士など非常に広範にわたることが明らかとなった。

10月19日、東京地検特捜部によるリクルートへの強制捜査が始まり、消費税法案が審議されていた国会では、「リクルート疑惑追及」一色へと化した。12月に入って宮澤蔵相が辞任、12月末に発足した竹下改造内閣の閣僚の中からもリクルートからの政治献金などを受けていた者がいることが判明し、発足直後に2人の閣僚が辞任した。1989年3月になると、NTT会長、元労働省事務次官が逮捕され、竹下内閣の支持率は急落した。竹下首相は、4月11日の衆議院予算委員会で、リクルート社及び関連会社から1985年から3年間の間に受け取った政治献金は1億5,100万円に上ることを自ら詳細にわたって説明した。しかし、その後、支持率はさらに低下し、22日には、竹下首相の国会での報告には含まれ

409)『朝日新聞』1988年6月25日、6月30日、7月6日。

図表 5-21 1989年7月23日 参議院選挙結果

	政党／無所属	改選	非改選	合計
与党		36	73	109
	自由民主党	36	73	109
野党他		90	53	143
	日本社会党	46	22	68
	連合の会	11	0	11
	公明党	10	11	21
	日本共産党	5	9	14
	民社党	3	5	8
	税金党	2	1	3
	第二院クラブ	1	1	2
	スポーツ平和党	1	0	1
	サラリーマン新党	0	1	1
	沖縄社会大衆党	1	0	1
	無所属	10	3	13
合計		126	126	252

出所) 大蔵証券局『大蔵省証券局年報 平成2年版』。

ていなかった新たな事実(秘書・青木伊平名義でのリクルート社から5,000万円借り入れ)が報じられた。4月25日、竹下首相は辞任を表明、翌朝、秘書の青木伊平が自殺した。新聞の社説には、「汚いことは秘書がかぶり、政治家は建前だけのきれいごとで済ます、といったいびつな構造は、近代政治とは無縁のものである」と書かれた⁴¹⁰⁾。一般市民の間では、疑惑が十分に解明されていないとの感覚が広がった。

なお、この間、中曽根内閣時にいったん廃案となった売上げ税法案が、零細中小商業への非課税とするなどの調整が行われ、消費税法案として国会に提出され、1988年12月末に3%の消費税導入を柱とする税制改革6法が成立した。

自民党ではポスト竹下と目されていた宮澤喜一、安倍晋太郎、渡辺美智雄らがすべてリクルートと関連があったことが明らかとなったため、後継総裁選びが難航した。6月2日に宇野宗佑が首相に指名されたが、私的なスキャンダルが発覚した。7月23日に行われた参議院選挙では、主に4月に実施された消費税の導入とリクルート事件が主な争点となった。選挙の結果、社会党が大きく議席を伸ばし、自民党が歴史的な大敗北を喫した(図表5-21)。この結果、非改選議員と合わせても与野党が逆転した。宇野首相は辞任を表明し、8月10日、海部俊樹内閣が発足した。

この時期、東欧では民主化に向けた動きが活発化し、1989年11月9日にはベルリンの壁が崩壊した。東西冷戦が最終局面に達し、日本における自民党=与党、社会党=野党第一党という55年体制を取り巻く国際政治環境が激変しつつあった。長期的には、国際政治環境の変化は、国内政治体制再編の契機となったもの

410) 『朝日新聞』1989年4月27日。

と考えられる。しかし、1989年時点で、東西冷戦終結後の日本の政治体制がどのような形をとるのか、全く不明瞭であった。1989年7月の参議院選は、自民党が政治を主導し、批判勢力の支持が社会党に集約されるという55年体制の構造をほとんどそのまま維持するものであった。以後、1990年代の政界再編はきわめて複雑な過程をたどることになった。

第6章 円高を背景とした企業の海外進出

本章では、1980年代後半の円高を受けて活発化した日本企業の海外進出について記述する。まず、製造業がASEAN等に進出し、新たなアジア内分業ネットワークが築かれつつあったことに注目する。また、日本企業の海外企業に対する買収や海外不動産投機などについて触れ、これに関連して生じた投資摩擦についても述べる。

第1節 円高と海外投資

(1) 海外直接投資の動向

1980年代後半、日本の保有する海外資産は急速なスピードで増加した(図表6-1、図表6-2)。このうち証券投資は、1984-86年の増加率が高いが、1986年以後、海外直接投資の増加が顕著となった。この結果、民間部門の直接投資残高は1984年末から1989年末の5年間で、5.3倍へと達した。

投資先を地域別に見ると、景気最盛期の1989年には北米向け投資が大きい(図表6-3)。これに欧州向けが続ぎ、アジアでは香港、シンガポール、タイ、マ

図表6-1 日本の対外直接投資届出実績

