

# リスク革命：リスクのない社会からリスク社会へ

黒 沢 義 孝

## 1. はじめに

企業が倒産したり、個人の貯蓄が失われたりする信用リスクは、1930年代以降約60年間にわたって銀行システムのなかに閉じ込められてきた。企業は国の産業政策に沿った経営をし、個人は貯蓄を銀行預金として置いておけば債務不履行によって失うリスクはないという「リスクのない社会」が形成されていた。しかし、1996年の日本版ビッグ・バンによって、銀行の護送船団が解消され、信用リスクを吸収するシステムが崩壊したため、企業も個人も信用リスクに曝される「リスク社会」を迎えることになった。この「リスク社会」では、企業は自らの生存を競争によって確保しなければならないから、企業の本来的な所有者である株主のために利益の最大化を図ると同時に、リスク対策として自ら財務の健全性も保たなければならない。預金者は金利の低い銀行預金以外の貯蓄手段を利用することができるようになったが、個人資産が失われるリスクにも曝される。「リスクのない社会」では個々のリスクを銀行システムが吸収する代償として、企業倒産による社会的コストを軽減するというメリットがあった。「リスク社会」では、銀行システムがリスクを負担する必要がなくなったが、個人や企業が直接リスクを負担しなければならないようになった。リスクの負担者が「銀行システム」から「企業・個人」へ、「集団」から「個」へと移転したという意味において「リスク革命」といえる。本稿では「リスク

のない社会」の静的構造、「リスク社会」のダイナミズム、日本の特性の変容のあり方等についての分析を試みた。

## 2. 「リスクのない社会」の構造

### 2.1 銀行システムへのリスク封じ込め

信用リスク（クレジット・リスク）とは、企業や金融機関が約束通り債務を返済しないリスクであり、社債のデフォルト、貸出債権の回収不能、預金の支払い不能などのリスクである。信用リスクをそれぞれの企業や貯蓄者に負担させない「リスクのない社会」の仕組みは比較的単純である。この仕組みは、1930年代の銀行倒産・企業倒産からの蘇生と戦時統制の必要性から生まれ、第二次大戦後の「投資が貯蓄を上回る状況」の下における高度経済成長期にその成果を発揮した。貯蓄が投資を上回るようになった1970年代末からの安定成長期になっても、この仕組みから恩恵を受ける企業や銀行などの既得権益に阻まれ仕組みは維持されたが、米国などいわゆる外圧の力によって1990年代中頃に崩壊した。仕組みの要は企業と銀行と国との相互の関係にある。個々の企業は特定の銀行とメインバンク関係を結び、メインバンクは最も多くの資金を融資することに加えて、企業が資金的なトラブルに陥り経営的な問題に直面したときには倒産を回避するために資金的・人的支援を与える。メインバンクが企業から受けるリターンは、その企業およびグループ企業の営業活動に伴う資金の独占的引き受け、および

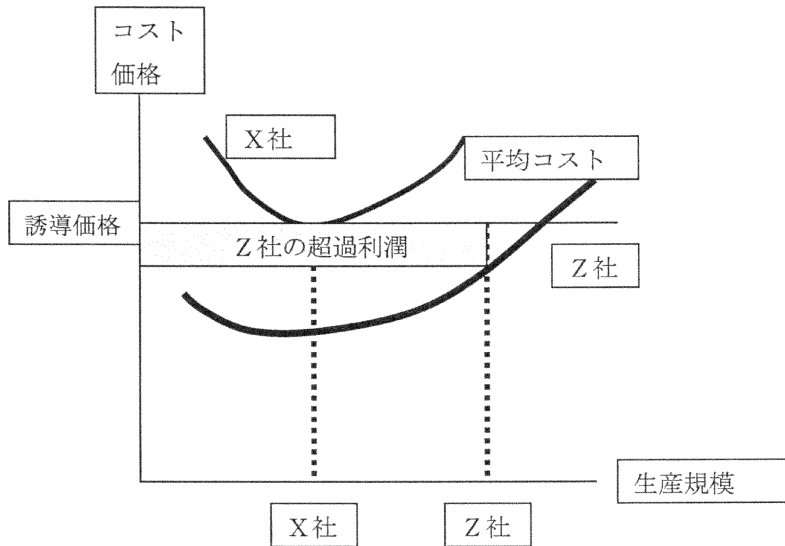
従業員給与支払いの包括的取り扱いなど顧客の安定的・非競争の確保にあった。国は銀行が引き受けた企業リスクのラストリゾート（最終的引き受け者）になる代償として、行政官は退官後、監督者として銀行に職を確保する。国はまた、銀行が引き受ける企業のリスクを最小限にするため企業競争をミニマムにするための政策を実施し、その政策遂行の監督者として企業にも人的ポストを確保する。メインバンク関係により銀行は企業の信用リスクを全面的に負担することになるので、できる限り企業倒産の可能性を低く保つことが必要である。この企業倒産の可能性を包括的に低く保つための施策が産業政策であった。通商産業省（現、経済産業省）が主管した産業政策は、主要産業について業種ごとに需給計画を作成し、過度の競争による企業倒産を避けるために供給を調整した。予期した以上の需要拡大がない限り企業の新規参入は認めず、輪番投資ルールなどによって設備投資の順番を決めて供給過多にならないように配慮した。それでも企業が倒産を免れない場合はメインバンクが中心になってその企業を救済する。救済のための最も一般的な方法は「債権放棄」と呼ばれるやり方で、企業が経営を行っていきける程度まで銀行が貸し出し債権を放棄して、企業は身軽になって再スタートする。個々の銀行が引き受けた企業のリスクは、最も厳格な産業政策のひとつである「護送船団」と呼ばれる受け皿を通じて国に移転される。すなわち、企業の倒産リスク（信用リスク）をすべて銀行組織に吸収し、個々の企業や、資金の出し手である預金者・投資家に信用リスクを負担させない仕組みである。企業の信用リスクを顕在化させないために、産業政策のなかで最も貢献した部分は企業間の競争回避である。石炭、鉄鋼、石油、石油化学、繊維、造船、海運、建設など多くの業種にわたって需給計画が策定され、原則として新規参入は制限された。鉄鋼や石油化学などの装置産業においては工場新設による供給力増加が大きいので、製品価格を下落させるような過当競争を避けるために行政と業界

の協調のもとに輪番投資が行われた。産業政策に参加する企業には開発銀行や輸出入銀行の長期低利資金が提供されたが、開銀の海運融資に見られたように政府金融機関融資の条件として向こう数年間の積み保証をとらせるなど信用リスクの軽減策が要求された。競争回避政策が最も厳格に適用されたのは銀行産業であり、預金金利、貸出金利、金融新商品など競争手段となるものは適確に管理された。

## 2.2 平均コストによる企業競争

信用リスクが銀行組織に吸収され、個々の企業がリスク負担をしない仕組みができたため、企業競争は平均コストを基準にして行われるようになった。「リスクのない社会」が競争回避の社会であるというのは、「価格」や「利益率」についての競争をしないという意味で、「生存」や「何かのインセンティブ」を求める競争はどのような経済体制の下でも行われる。市場経済は競争的であるという意味は「価格」や「利益率」について競争するということである。EUの経済理念である「社会的市場経済」では、反社会的な事柄については政府が規制を加えるが、「価格」については市場競争が行われる。一方、「社会主義、あるいは共産主義計画経済」では「価格」や「利益率」についての競争を認めない。「リスクのない社会」では、それぞれの産業は新規参入が認められず既存企業による寡占的競争になる。ある産業Tを想定すると、倒産を回避することが政策目的になっているので、T産業のすべての企業（通常6～8社程度）が生き残らなければならないので、生産性が最も低い企業（X社）の平均コストが販売価格になる。X社は生産規模を拡大することによって規模の利益が働き（エコノミー・オブ・スケール）、適正生産規模を超えると平均コストは上昇するので、X社の生産規模はX社の平均コストの最も低い点に決められる。ただし、この平均コストには適正な配当（高度成長期は払い込資本金に対して概ね10%）、およびミニマムの役員

図 1. 平均コスト基準による競争



報酬・賞与が含まれている。販売価格は市場で決定されるので、確実にX社の平均コストに合致する保証はないが、行政（MITI）が需要供給計画を策定するプロセスで、業界の協調姿勢を得ながら「価格」がX社の平均コストに近づくように誘導される。特に、鉄鋼、海運、石油精製等々、最終消費財でない製品（中間製品・卸売製品）については、平均コストを販売価格に反映させることは比較的容易である。販売価格が生産性の最も低いX社の平均コストにセットされると、生産性の最も高いZ社は大きな利幅が確保されるのでX社よりも生産規模を大きくすることによって利益の絶対額を増やすことができる。T産業のその他の企業はX社とZ社の中間に位置し、生産性が高い企業ほど（平均コストが低いほど）生産規模を大きく設定することができる。高度成長期の日本企業は、産業政策の恩恵を受けたほとんどの産業において、優良企業といわれるほど生産規模が大きいことが観察されるが、その理由は個々の企業が信用リスクを負担しない環境の下で平均コストによる非価格競争原理が働いていたといえる。

### 2.3 超過利潤の効用

ここで、生産性の最も低い企業X社以外の企業は生産性の程度に応じて利益をあげることが出来るが、生産性が上がれば価格を下げるという競争的関係がないので、これらの利益は「リスクのない仕組み」から発生した超過利潤である。生産性の高い企業ほど生産規模が大きく超過利潤の額も大きくなるが、企業はこの超過利潤を自由に使うことができた。株式配当は生産性や利益率と無関係に一定（払い込み資本金に対して概ね10%）に定められていたので、生産性の高い優良企業はこの超過利潤を従業員のためのより良い社宅や保養寮の取得に充当できる。また、入社して比較的早い時期に米国等の一流大学でMBAを取得する海外留学生の派遣にも使われた。米国のハーバート大学やイエール大学などの日本人留学生の多くは優良企業からの派遣学生であり、生産性の高い企業ほど多くの留学生を継続的に派遣していた。超過利潤は終身雇用や年功序列を維持するための重要な財源になっていた。景気後退期に余分の従業員を抱えることになる終身雇用制のコ

ストや、高年齢化すれば生産性が下がるという年功序列制度のコストは競争的な市場経済の下では、企業がそれを負担するという根拠も余裕もない。さらに、超過利潤は他社よりも高い従業員給与、更なる生産性向上のための設備投資や研究開発投資にも充当された。優良大学の成績の良い学生は、給料が高く福利厚生の良い優良企業を就職先として選ぶのは当然で、優良企業はますます優良企業になる仕組みが「リスクのない社会」に組み込まれている。そのため業界の生産規模による企業序列が長期間変動のないまま守られることになり、行政による需要供給計画も立てやすく精度の高いものになる。「リスクのない社会」のマクロ経済的なプラス点は「超過利潤」が企業のインセンティブになり、業界ごとに生産性の高い世界レベルの企業を生み出せることである。一般的に、需要供給計画や補助金などの保護政策は企業の生産性を下げるといわれるが、日本のトップ企業（約300社程度）が長期間にわたって国際競争力を維持できたのは、超過利潤が企業のインセンティブになって、企業が生産性を上げることに鎬を削ったためである。

#### 2.4 平均コスト原理を支えた4つの要因

企業間の競争を回避しながら生産性の高い企業群を生み出すことに成功した背景には有機的に作用した4つの要因があった。第一は低金利政策である。天然資源に乏しい日本が国際競争力をつけるには企業の金融コストを下げる必要があった。そのためには企業への貸出金利を市場レートよりも低く抑える必要があったので、コントロールのしやすい銀行が資金仲介する間接金融体制が望ましい。金融当局の政策によって銀行貸出金利を低く抑え、預金者にはマル優と呼ばれる利子所得税免除措置をとり実質預金金利を高く維持することによって貯蓄増強を図った。低い貸出金利と高い預金金利の差額は政府補助金によって補填されたが、低金利貸し出しによる企業投資の増加が生み出す法人税額の増収が補助金の財源になっ

た。金利を人為的にコントロールしやすい間接金融優位の金融制度を構築したため、社債などの直接金融は制限された。この人為的低金利政策は企業のコストを下げて国際競争力を涵養することに成功したが、この制度から不利益を蒙る主体がなかったため、貯蓄が投資を上回り金利の自由化が必要になった後も温存され、結局1993年まで存続した。第二は長期銀行制度である。銀行による間接金融を優遇し、社債などによってファイナンスする資本市場を制限したため長期金融の道が閉ざされた。設備投資を原動力とする企業は長期資金を必要としたので、開銀や輸銀などの政府金融機関に長期資金を供給させる制度が整備された。主な資金源は比較的期間の長い郵便貯金であったが、さらに必要な期間の補填は政府信用によって行われた。民間の長期貸し出し制度として長期信用銀行制度が設けられ金融債発行を財源として3つの長銀から企業の設備投資のために長期資金が供給されて資本市場の機能を補完した。第三はメインバンク・システムである。メインバンク・システムにおける銀行と企業の関係は前述のとおりであるが、暗黙の契約（インプリシット・コントラクト）に基づく銀行と企業の長期的顧客関係が本来短期である貸付契約を事実上長期資金化することによって設備投資を促進した。契約上1年の貸付でも暗黙の契約によって期限到来時には繰り延べられることが事前に予定されていたためである。さらに銀行が企業の信用リスクを負担したので、企業は負債過多による財務内容の悪化を懼れずに長期計画を立てることが可能であった。第四は企業グループによる株式持合い関係である。株式持合いは部門を子会社化することによって生産性に応じた給与と体系を作る事が経済的なねらいであったが、買収の危険性を排除した。過半数の株式をグループ内企業で保有するため、他の企業グループや外資が主導権を確保するための株数を証券取引所で取得することができない。そのためグループ内企業は情報を共有することができ、戦略的な研究開発投資を共同でできた。この4つ

の要因は、銀行を中心に据えて、設備投資の最大化を目的とし、間接金融による資金の短期化を補い、戦略的な投資計画を立てることによって平均コストを下げることに貢献した。

## 2.5 リスクのない社会の崩壊要因

個別企業が信用リスクを負担しない「リスクのない社会」は1980年代から90年代にかけて企業面と金融面の両面から変更を迫られた。企業面の第一はOECDによる指摘である。OECDは日本政府が企業に与えるいくつかの恩典や規制を不公正な競争として指摘した。特に、政府金融機関の過度な長期低利融資や、社債発行に対する大蔵省や業界の関与などの是正が求められ、政府の民間企業に対する関与にブレーキがかけられることになった。第二は、二国間問題として日米構造協議が開催され、株式の持ち合い制度などを含む日本の企業慣行の修正が要求され、米国企業の日本市場参入や企業間の競争政策が促進されたことである。金融面の第一は、日米円ドル委員会<sup>1)</sup>によって金利の自由化、資本市場の自由化が進展したことである。銀行の預金・貸出金利の自由化は銀行間の市場競争を促して、メインバンクとして企業を支援する銀行の体力を失わせるものとなり、資本市場における社債発行の自由化は企業が間接金融から直接金融にシフトして信用リスクのある社債が投資家に直接保有される基盤を与えることになった。また、米国財務省の要求によって、外国企業および外国政府が発行する円建て外債の発行認可を、これまでの大蔵省による認可から民間の評価機関（格付け会社）の信用リスク判定に委ねることに変更したことは、リスク社会への進展を促すひとつのポイントになった。金融面の第二は、日本版ビッグ・バン（1996年）<sup>2)</sup>である。信用リスク面から見る日本版ビッグ・バンの趣旨は、日本の金融市場をロンドン、ニューヨークのような競争的市場に変えるということである。その結果、銀行は相互に競争することになり、よって銀行はメインバンクとして企業の信用リスクを

これまでのようには負担できないこととなった。

## 3. 「リスク社会」における競争とリターン

### 3.1 限界コストによる企業競争

「リスクのない社会」から「リスク社会」に移行すると、企業競争のスタンダードは平均コストから限界コストに移行する。製品価格が生産性の低いX社の平均コストにフィックスされることから解放されると、T産業のX社以外の企業は利益を挙げているから新たな企業が利益を求めて参入する。新たな企業は他社との競争に勝つために価格を下げるであろう。販売価格を下げてなお利益を上げるためには資金調達コストを下げなければならない。そのためには、競争的な資本市場で株価を高めなければならないから、株主配当向けの利益を最大化しなければならない。利益の最大化を図るためには、生産量を拡大するにあたって、追加される1単位の生産量のコスト（限界コスト）が販売価格と等しくなるところで生産をとめなければならない。通常、企業の限界コストは量産効果が働いて生産量の拡大とともに減少するが、平均コストが最下点になる時点で上昇を始める。それは、追加的に生産される限界コストが平均コストよりも低いうちは、平均コストを下げるからである。そして限界コストが平均コストと等しくなる点を越えて、さらに生産を拡大すると、追加される生産コストが平均コストよりも高くなるので平均コストは上昇し始める。したがって株主配当のための利益を最大にする生産規模は限界コストが販売価格（市場価格）と等しくなる点であり、それ以上でも、それ以下でも利益は減少する。もしこの企業が技術開発などの生産性向上によって限界コストを下げることに成功すると、販売価格を下げるか生産量を増やすかの選択ができることになる。この「リスク社会」における企業競争においては限界コストに依存して販売価格が変動するので、平均コストの最下点が価格よりも高い企業は存続できなくなり、倒産という信用リスクにさらされる。他方、生産規模は小さ

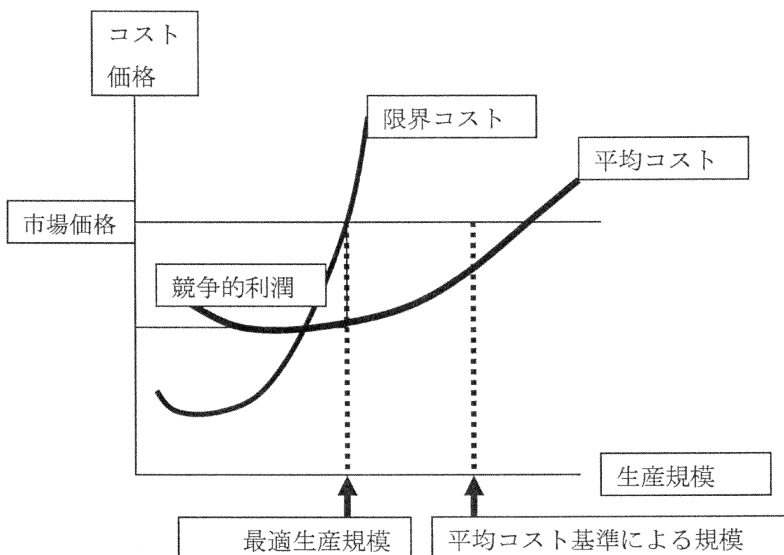
くても限界コストが低い企業は株主の観点から優良企業として高い評価を受けることができる。限界コストと平均コストの構造がまったく同じ企業を想定すると、「リスク社会」における最適生産量は「リスクのない社会」における最大生産量よりも小さい。一般的に、同一業種において、米国などの競争的市場における企業よりも、競争制限的な日本企業の生産規模の方が大きいのは、競争市場における企業が限界コストを基準にして競争しているのに対して、競争制限的な市場における平均コストを基準にして生産規模を決めているためである。競争的市場で生産するフランスのルノー社が日産自動車の経営権を取得したときに、まず村山工場などの売却によって生産規模の縮小を図ったのは、「リスクのない社会」における大きすぎる生産規模を限界コストに適合する生産量まで適正化したためであり、マスメディアが懸念したようにルノー社が日本市場における輸出増加を狙って日産の規模縮小をしたのではない。それは、生産規模の適正化が実現して、さらに限界コストを下げることに成功した後で、再び生産規模

の拡大が行われたことからみて明らかである。

### 3.2 競争社会におけるリスクとリターンの関係

「リスクのない社会」において資金を提供する投資家・貯蓄者は、企業の株式や社債を買ってもデフォルトによる回収不能の心配はほとんどない。株式価格に多少の変動はあっても、配当はどの企業でも概ね一定率に決まっているので投資選別にそれほどエネルギーを費やす必要はない。不祥事など競争以外の理由で企業が倒産しても、社債についてはメインバンク（社債の場合は受託銀行と呼ばれる）が100%買い上げるので投資家はデフォルト・リスクを負担しないですむ。社債の信用リスクを表す格付け情報が1985年4月以降提供されるようになったが、当時は社債のデフォルトが無いことが暗黙のうちに了解されていたので格付けの必要性はなかった。株式は投資家が議決権を保有しているのでメインバンクが買い上げるということはないが、株式の大半は持ち合いによってグループ企業が保有しているのでそもそも一般の個人投資家が信用リスク面において損失を

図2. 限界コスト基準による競争

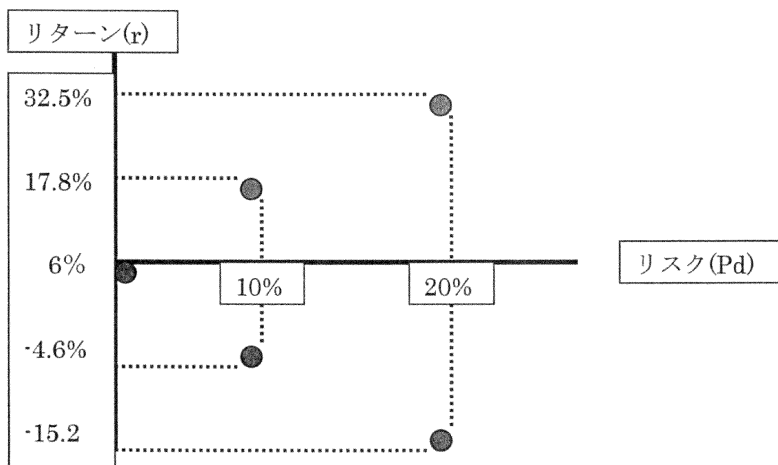


蒙る割合は極めて少なかった。預金については、護送船団の仕組みに守られて銀行が倒産しないので信用リスクは存在しなかった。リスクのない社会においても預金保険制度は存在したが、すべての銀行債務が金額の多寡に係わらず安全な状態にあったので事実上保険は機能していなかった。リスクのない社会における日本企業の株式回りや、社債、預金、貸出などの利率が競争的市場経済を採用している国に比較して低いのは、信用リスクが低かったためであり、その意味において合理的なことであった。

「リスク社会」における投資家・貯蓄者のリスクとそれに対応するリターン（報酬）はリスクの無い社会の場合と異なる。投資家がリスクを直接負担する社債の場合は次のようになる。リスク社会は競争社会であるから限界コストが高い企業の社債はデフォルトになる可能性がある。一方、限界コストが低く経営が堅実な企業の社債は信用リスクが低い。リスク社会は、資本蓄積が進んだ国（例えば、一人当たりGDPが5,000ドル以上）で、消費者や貯蓄者が生産者に対して優位にある場合に成立する。このような社会では、投資家が「どのリスク・クラスの社債に投資をしても同じリターンが得られる」ことがフェアであると受け取

られる。例えば、リスクの無い社会において行われたように、どの社債も6%の利率（クーポン・レート）で発行されているとする。期待リスク（今後、数年にわたって予想される社債のデフォルト・リスク）がゼロの社債（利率6%）に100万円を投資した場合の1年後の期待受取額は106万であるから、期待利益率（リターン）は6%である。一方、期待リスクが10%の社債（利率6%）に投資した場合の期待リターンは-4.6%（元本と利息の双方ともリスク10%とする： $\{100万円 - 106万円 \times 0.9\} \div 100万円$ ）であり、期待リスクが20%の場合の期待リターンは-15.2%（ $\{100万円 - 106万円 \times 0.8\} \div 100万円$ ）である。このようにリターンが異なると「どのリスク・クラスの社債に投資をしても同じリターンが得られる」というフェアな条件を満たさない。そこで、期待リスクが10%の社債には、期待リターンが6%になるように17.8%の利率（ $\{106万円 \div 0.9 - 100万円\} \div 100$ ）を、期待リスクが20%の社債には32.5%の利率（ $\{106万円 \div 0.8 - 100万円\} \div 100$ ）をつけることになる。一般式として、リスクの無い社債の利率が $r$ のとき、期待リスクが $Pd\%$ である社債には $(r + Pd) \div (1 - Pd) \times 100\%$ の利率をつければど

図3. 信用リスクとリターンの関係



の社債に投資をしても同じ期待リターンが得られることになる<sup>3)</sup>。すなわち、リスク社会においては、期待リスクが高い企業ほど負債コストが高く、リスクが低い企業のコストは低く設定される。

#### 4. 「リスクのない社会」と「リスク社会」の経済学的理解

##### 4.1 生産者優遇と消費者優先の考え方

日本の「リスクのない社会」は、企業や個人が蒙る信用リスクを銀行組織の中に閉じ込め、最終的には国がそれを負担する仕組みであった。銀行組織や国が負担するリスクを最小限にするために企業間の競争を制限し、企業倒産の可能性をできる限り排除した。そのためには企業秩序を形成する産業政策や企業倒産をミニマムにするメインバンク・システムが有効であった。企業倒産は設備の遊休化や非効率を発生させるので、企業は倒産しない方が社会全体のコストが低いという考え方がこの仕組み全体の背景にある。企業間の価格競争が回避されても、平均コスト原理による生産性の向上が企業のインセンティブになっていたので、生産性向上のための競争が行われ社会全体の活力は失われなかった。生産性向上のインセンティブが働いていた点が、原理的な社会主義経済や共産主義経済との最も異なる点である。そのためには生産者である企業を優先し、消費者行動や個人としての生活者行動を制限した方が計画はうまく進む。生産資源や金融資源の配分は需要・供給計画に基づいて行政や業界が協調して決めた方が効率的である。一方、「リスク社会」では、優先されるのは消費者や生活者である個人である。そのためには、企業に価格競争が必要であり、生産性の低い不良企業は倒産して市場から退出した方が消費者にとって有益である。資源配分についても、消費者が必要とするものに多く配分されるように「神の見えざる手」に導かれて効率性が達成される。「リスクのない社会」において、ヤオヨロズの神に頼らないで人為的に配分する方が良

いと考えたのと対照的である。

##### 4.2 予想される変化

「リスクのない社会」から「リスク社会」に移行することによって生じる予想される変化の第一は、企業の「超過利潤」によって保たれていた企業慣行への影響である。平均コスト主義から発生する超過利潤の使途である「終身雇用制度」と「年功序列制度」を限界コスト主義のなかで維持することは難しい。終身雇用制度は企業と従業員が契約を結んで終身働くことを約束するものではないが、組合との労働協約などによって暗黙のうちに「終身雇用」が予定されている。米国や英国では企業は利益を追求する擬制法人であると認識されているが、日本では企業は実在的な人格をもった法人であると受けとめられている。明治の開国に際して「株式会社制度」(ジョイント・ストック・カンパニー)が導入されたとき「やしろ」の文字を当てて「会社」と翻訳したのも、企業は単なる利益追求主体ではなく、人格を磨き自己を高める場所としての「やしろ」の意味を込めたものと言われている。その「やしろ」に終身仕え、年功を大事にするという考えは環境が許せばあながち時代錯誤と決め付ける必要もないであろう。しかし、限界コストを競争の基準にする場合、生産性が低下した人的資源を終身抱え、生産性が低くても年功によって高い賃金を払う財源はどこにもない。生産性の低い従業員を抱えると、期待利益が減少するので株価が下がり、そのために企業買収のターゲットになりやすい。米国の格付け会社がトヨタ自動車の格下げを行った際に「終身雇用を維持する」ことがひとつの原因であると報道され、同格付け会社は「終身雇用は格下げの原因ではないと」否定したものの、トヨタ自動車ほどの収益力を持たない多くの企業は、終身雇用制を維持する限り、従業員、格付け、株価、企業買収の同時解決のために苦境に立たされることになるであろう。第二の変化はリスクとリターンの対応関係から生じる問題である。前述した通り「リス



ク社会」では、それぞれの企業がどの程度の信用リスクを抱えているかについての情報が格付け会社などによって開示される。開示されたリスク情報が正確であれば、リスクの高い社債にはリスクを相殺するに必要な高い利回りが付いているので、個別企業のリスク分析ができない投資家でも原理的には平均的な期待収益は得られることになっている。前述の例を引用すれば期待リスク（デフォルトの可能性）が20%の社債には32.5%の利率が付いているので、開示されたリスク情報どおり20%の社債がデフォルトになれば6%の収益をあげることができる。ところが、高等教育を受けた知能程度の高い投資家や高度な情報を取得できる資力をもった投資家が、期待リスク20%の社債の中からデフォルトにならない80%を選び出してしまふことができるとこの投資家の期待収益率（リターン）は32.5%になる。一方、知識と資力のない投資家はすべてがデフォルトになる20%の社債を期待収益率が6%であると思って購入し全損を蒙ることになる。格付け会社などによって開示される期待リスク20%の意味は、「期待リスク20%」の社債100銘柄のうち20銘柄がデフォルトになり、80銘柄はデフォルトにならない可能性を示す情報である。すなわち、ある特定の社債の20%部分がデフォルトになるという意味ではない。個別の社債に付けられる「期待リスク20%」の意味は、「期待リスク20%のカテゴリーに入る要素や観点を備えている社債」ということである。問題は、知識と資力のない投資家は「期待リスク20%」と表示された社債のなかにデフォルトにならない社債が残っていないことを知らずに投資することである。「期待」リスクとはいえその可能性を「知っている投資家」と「知らない投資家」が事前に知識と資力によって分別されることはフェアであるかないかが問題である。「リスク社会」の競争は知識と資力によって貧富の差（ハブズとバブノッツ）を拡大する仕組みを内包しているので、市場の失敗としてこれを是正する方策が必要である。第三はモラルの破

壊である。限界コストを基準として企業競争が行われるようになると利益追求、なかでも株主に対する利益計上の重要性が著しく増すことになる。株主に対する利益計上の水準（自己資本利益率）によって株価が決まり、役員の報酬が決まり、企業の競争の要である限界コストが決まるからである。2001年に米国のエンロン社が株価を上げるために架空子会社に損失を隠して、自社には利益が出ているように見せる粉飾決算を行った。株価が上がれば資本市場から低コストの資金を集めることができ、役員は高い報酬を受け取ることができるからである。エンロン社の役員は保有する自社株を高値で売って巨額の利益を得、粉飾が明らかになり株価が急落して破綻したときには、役員は逃亡し、紙切れになった株式を保有する一般株主と社債保有者はすべての価値を失うことになった。日本における三菱自動車のリコール隠し事件も利益を減らすことによる株価ダメージを恐れた経営陣による組織的犯罪であったことが判明した。消費者の利益を最大にするために限界コスト基準に切り替えたことが、消費者、株主、社債保有者の利益を損ねるモラルハザードを引き起こすという皮肉な内生変数を生じさせている。

## 5. おわりに

1990年代以降、「リスクのない社会」から「リスク社会」への変化の道を歩み始めているが、リスクのない社会を秩序付けるために定着した慣習のいくつかがリスク社会の中に新たなポジションを占めながら機能している。その第一は銀行制度の中の債権放棄である。大型企業の経営が困難になると、銀行貸出債権は再スタートが可能な程度にまで債権放棄される。再建が予定通り進まない2回目、3回目の債権放棄が行われることがある。マイカルのケースのように銀行の内部意見不統一から債権放棄が合意に至らないで法的整理になるケースも若干はあるが、債権放棄によって多くの企業が生き残っている。一方で、限界コストを基準にする競争が行われながら、他方で裁量的

に救済される企業が多く存在する。自己努力によって競争を勝ち抜いている企業から見れば、債権放棄を受ける企業は信用秩序の維持といいながら不公平競争である。競争ルールと裁量とが混在している。第二は、企業組織の实在観が根付いていることである。株主、従業員、地域社会などのステークホルダーの立場を超えて「法人」としての存在が優先されると、情報の隠蔽や粉飾決算などのモラルハザードに対してインセンティブが働いてしまう。第三は政府による経済への関与のあり方である。新日銀法によって中央銀行の独立性が強化されたが、景気判断などの観点から金融政策への政府のプレッシャーが色濃い。外国為替レートについても、企業への輸出アドバンテージを目的に、外為特別会計を通じて多額の為替介入が行われている。リスク社会になっても、これらの伝統的慣習がダイナミックに機能して全体の効率を良くするのか、あるいは社会全体の非効率につながるのか、十分に吟味の必要があるであろう。

(日本大学経済学部教授)

#### 注

- 1) 日米円ドル委員会の制度的な影響については、黒沢 (1998) 126～128 頁を参照。
- 2) 日本版ビッグ・バンの制度的な影響については、黒沢 (1998) 130～133 頁を参照。
- 3) リスクの無い社債の利率は通常、国債の利率が採用されるが、昨今では国債もデフォルトの可能性があるので、格付けが AAA の社債をリスクの無い利率のベンチマークとされる。利率の一般式  $(r+Pd) \div (1-Pd) \times 100\%$  は、社債に担保や保証が付いた場合には、デフォルトになったときに支払われない割合を  $a$  とすると、 $(r+a \times Pd) \div (1-Pd) \times 100\%$  となる。Pd および  $a$  の

水準を格付け会社が審査をして投資家にその情報を伝える。

#### 参考文献

- 黒沢義孝 (1998) 『激動する国際金融』 粹出版社。  
 黒沢義孝 (1999) 『<格付け>の経済学』 PHP 新書。  
 Aoki, Masahiko and Dore Ronald (1994) *The Japanese Firm*, Oxford: Oxford University Press.  
 Burstein, Daniel (1990) *YEN*, New York: Fawcett Columbine.  
 Flath, David (2000) *The Japanese Economy*, Oxford: Oxford University Press.  
 Ishi, Hiromitsu (2000) *Making Fiscal Policy in Japan*, Oxford: Oxford University Press.  
 Ito, Takatoshi (1997) *The Japanese Economy*, Mass: The MIT Press.  
 Malcom, James D. (2001) *Financial Globalization and the Opening of the Japanese Economy*, Curzon: Curzon Press. <http://www.curzonpress.co.uk>  
 Murphy, R. Taggart (1996) *The Real Price of Japanese Money*, London: Weidenfeld & Nicolson.  
 Ohtsu, Makoto (2002) *Inside Japanese Business*, Armonk, N. Y.: M. E. Sharp.  
 Patrick, Hugh T. and Park, Yung Chul (1994) *The Financial Development of Japan, Korea, and Taiwan*, Oxford: Oxford University Press.  
 Volcker, Paul A. and Toyoo Gyohten (1992) *Changing Fortunes*, New York: Times Book.  
 Whittaker, D. Hugh (1997) *Small Firms in the Japanese Economy*, Cambridge: Cambridge University Press.  
 Whittaker, D. Hugh and Yoshitaka Kurosawa (1998) "Japan's crisis: evolution and implications," *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 22, No 6, Oxford: Oxford University Press.