

《論 文》

金融規制の政治経済学
——出資法 2 条 3 項によるノンバンク金融会社 CP の発行制限¹⁾——

三 輪 芳 朗
J. Mark RAMSEYER

「銀行ビジネスは基本的に 19 世紀的な技術 (technology) であるだけでなく、破綻しやすい技術である。1997 年夏に銀行主導型の破綻が東アジアを襲った。アメリカ合衆国の歴史上でも、最近の 1989 年から 1990 年のものを含め、金融破綻がたびたび発生した。しかし、1989-90 年のアメリカ経済は、1931 年やそれ以前にしばしば陥ったような深刻な不況には陥らなかった。これは、アメリカの企業や家計が銀行以外 (non-bank) の多様な金融市場や金融機関を利用できたことによると私は確信 (I believe) している」(Miller [1998] p. 8).

I. はじめに

いわゆるバブル景気が崩壊してから 10 年以上経過した 2002 年春の日本で、「デフレの深刻化」と「金融パニック」到来の可能性が最大の話題であった。多少の上下動を交えつつも、バブル景気の後遺症、とりわけ金融機関の「不良債権」に起因し、あるいは密接に関連する景気停滞・不況は深刻度を増し続け、2002 年春にクライマックスを迎えつつあるとされた。話題の中心に位置したのは、金融機関とりわけ都市銀行を中心とする大銀行の「不良債権」であり、これら金融機関に対する利用者の信頼低下が連想させる「金融パニック」と円滑な資金流通が麻痺することへのおそれであった。

Merton Miller [1998] が主張する如く、1980 年代末のアメリカ経済がそれ以前にたびたび経験した深刻な不況への突入を回避できた

理由がアメリカの企業や家計が「銀行以外の多様な金融市場や金融機関」を利用できたことであるとすれば、バブル崩壊後の日本経済の長期間にわたる深刻な状況の原因を「銀行以外の多様な金融市場や金融機関」を日本の企業や家計が利用できないことに求めることが可能となる。銀行等の伝統的金融機関が「不良債権」処理に悩まされたとしても、それ以外の「多様な金融市場や金融機関」が豊富に利用可能であれば状況は異なっただろう。「不良債権」処理のスピードが向上し、不良債務企業の「処理」がより順調に進行した可能性がある。さらに、バブル経済の深刻さそのものもより軽かったかもしれない。

この論文の課題は、日本法の制定、解釈・運用、改訂などを含めた日本の規制にかかわる政治経済学 (political economy) を具体例に即して検討し、日本の規制、とりわけ金融規制を根底から条件づける力学の一端を示し、メカニズムを説明することである。われわれは、この課題に向けた素材として出資法 (出資の受入れ、預り金及び金利等の取締等に関する法律: 昭和 29 年法律 195 号) 第 2 条第 3 項 (以下、「出資法 2 条 3 項」) を一環とするリース会社 (financial leasing companies)、クレジットカード会社、消費者金融会社などの「ノンバンク」金融会社の資金調達活動を制約し条件づけた金融規制を選択した。

出資法 2 条 3 項²⁾ のような具体的な経済法規

に焦点を合わせる第1の理由は、このような「金融規制」の周辺あるいは規制分野の境界（詳しくは後述）に位置する規制にかかわる具体的「政策課題」の詳細な検討を通してこそ political economy の基礎構造が見やすいことである。もちろん、以下に取り上げる事例を特殊だと考える必要はない。

出資法2条3項に焦点を合わせる第2の理由は、この法規を一環とする金融規制が上に見たような重大な潜在的可能性をもつ「銀行以外の多様な金融市場や金融機関」の日本における発達・展開を条件づけ、制約し、妨害した基本的要因の一つであり、その影響が今日でも無視できないことである。

第3の理由は、出資法2条3項およびこれを一環とする「金融規制」の「見直し」「緩和」をめぐる政府（大蔵省）と緩和を求める「ノンバンク」との間に激しい「攻防」が繰り広げられたこともあり、詳細にわたる関連情報を得やすいことである。³⁾「(被規制金融機関の箸の上げ下ろしにまで及ぶ) 行政指導」「護送船団行政」などの表現に象徴される如く、金融規制は大蔵省（その所管課）と関係業界（団体）によって構成される「インサイダー」間の協議と取引によって具体的内容が決定され実施されるため、詳細な内容を「インサイダー」グループの外側から観察し記録する機会はきわめて稀である。「行政指導」「護送船団行政」などの曖昧な表現のヴェールに包まれてきた金融規制、さらには日本法の制定、解釈・運用、改訂などをめぐる political economy をより具体的に検討する基本素材としても有用である。

出資法は1954年に制定された。1945年8月に終了した戦争による破壊と混乱からの回復の時期から「高度成長期」へ移行する時期である。とりわけその2条3項は「銀行以外の多様な金融市場や金融機関」の発展の重大な障害になり、とくに1980年代以降にその見直しが激しい論議の的になった。そのような「市場」や「機関」が大きな存在にまで成長して出資法の強い制約や影響がようやく顕在化したという

因果関係に注目すれば、それ以前にもノンバンクの成長・展開に対する重大な障害であったはずである。以下に見る如く、大きな社会不安の源となる事件を契機として制定された急ごしらえのこの法律が、その後の状況変化の中で、適用対象を実質的に拡大し、金融規制法規として制定時には誰も想像しなかったほど重大な役割を果たした。

この論文では、出資法の制定から今日に至る数十年間にわたる経緯と、この法律を一環とする金融規制と呼ばれる「政策」を支える「世論」「通念」、そして利害関係、つまり political economy に焦点を合わせる。なかでも、出資法2条3項およびその制約を強く受け、制約の緩和・撤廃に努力した企業グループを代表するリース業界 (financial leasing) やクレジット業界の代表企業（たとえばORIXや日立キャピタルなど）などと規制者（および規制の存続・強化を支持した企業のグループ）の攻防に焦点を合わせる。

検討の焦点は、リース会社やクレジット会社のCP（コマーシャル・ペーパー）による資金調達にかかわる規制・制限の推移である。関連して多様な「金融規制」にかかわる検討課題が浮上する。たとえば、「日本の社債市場の発達がなぜ遅れたか?」「CP発行は1987年に『解禁』された。それまで、なぜ、どのようにして『禁止』されていたか?」「リース会社などによるCP発行は1993年になってようやく『解禁』された。なぜ、どのようにしてそれまで『禁止』されたか?なぜこの時点で『解禁』されたか?」「『解禁』に際して、いかなる制約・条件が付されたか?」などである。このような具体的検討課題に注目することにより、金融規制の態様と規制を条件づける political economy をより具体的にみることができる。

ノンバンクのCP発行にかかわる規制の事例研究を通して、日本法の制定・解釈・運用を含む日本の規制の内容・形態の決まり方、その実施過程、それらを背後で支える「政治」力学、political economy の一端を紹介し、メカニズ

ムを説明することがこの論文の目的である。

日本の規制や立法は日本特有の政治力学に支えられ、特有のメカニズムを通じて実現とする「通念」が有力である。しかし、以下に見る如く、多くの先進市場経済諸国で規制や立法を条件づけるものと同じあるいは少なくとも整合的な論理・メカニズムが機能している。より端的には、George Stigler が指摘した次の論理である。(1) ほとんどの規制は囚人のディレンマに対応して有効なカルテルを実現するために行なわれる。(2) 規制と呼ばれる「サービス」の内容は需要と供給を通じて決定される。

規制の実証分析 (positive analysis) のための標準的な考え方に基づいて仮説を提示して具体的データ (情報) に照らして実証するというスタイルを明示的には採用しないが、以下の内容は、課題の設定、関連情報の収集・整理、解説のすべての面でこの考え方を適用したものである。⁴⁾

「行政指導」「護送船団行政」にとどまらず、「日本型経済システム」「行政 (官僚、政府) 主導型経済発展」などの表現に象徴されるように、日本法の制定・解釈・運用や日本の規制の決まり方、その適用・実施 (enforcement)、それらを背後で支える「政治」や political economy の全体について、特殊・特異だと「偏見」が「通念」「通説」として確立している。しかし、われわれは、特殊・特異だと判断は根拠のない偏見だと考えている。そのような「通説」が説得的な根拠を示して提示されたことはないし、「通念」の具体的内容に広範な合意は存在しないと考えている。以下に示す事例に象徴される内容も、日本に特殊、特異なものだと主張するものではない。⁵⁾

また、「行政指導」という表現と表裏一体の、民間企業意思決定に強力に関与する政府 (所管庁) と特別の理由もなく「指導」に従う従順な民間企業という図式化された「通念」も、偏見あるいは誤解であることがわかる。「行政指導」は、所管庁と関係企業の協議に基づく合意が「指導」という形式を取っているものであり、

「協議」と「合意」の内容およびその有効性が業法 (銀行法、証券取引法、貸金業規制法など) に基づく許認可権や税法上の優遇措置によって基礎づけられ、担保されているケースが多い。⁶⁾

以下の構成は次の通りである。第Ⅱ節「予備的考察と問題の設定」は、この論文で焦点を合わせる事例の理解のために必要な予備知識とそれに基づく予備的考察 (Ⅱ-1) と、論点を象徴するエピソードの紹介 (Ⅱ-2) である。第Ⅲ節では、制定後に現実に果たした役割と対比するために、出資法制定時 (1954 年) の状況と事情を紹介する。この論文で焦点を合わせるノンバンク金融企業の CP 発行による資金調達との関係で出資法 2 条 3 項が「規制」あるいは「行政」上の重要な論点となったのは 1980 年代後半以降である。第Ⅳ節では、それまでの経緯と、CP 規制手段としての 2 条 3 項の用いられ方を紹介する。第Ⅴ節は、ノンバンク金融企業のものに焦点を合わせた CP 規制見直し過程の政治経済学である。ノンバンクの CP 発行による資金調達をめぐる政治過程は社債規制にかかわるより大きな流れの一環である。CP 規制に関する以上の検討内容が、より大きな金融規制の一環であり、規制の推移を条件づける政治経済的要因が共通であることを例示するために、第Ⅵ節では、1980 年代に大きな話題となった国内公募社債市場の「空洞化」に焦点を合わせる。第Ⅶ節では、なぜ規制が緩和され、「自由化」が実現したかという観点から、以上の検討内容を要約する。第Ⅷ節は簡単な結語である。

Ⅱ. 予備的考察と問題の設定

Ⅱ-1. 予備知識と予備的考察

以下で焦点を合わせる具体的事例の理解のためには若干の予備知識とそれに基づく予備的考察を要する。

CP (commercial paper)

アメリカでは優良大企業の多くが所要資金の大きな部分を CP (commercial paper) 発行によって調達している。著名な研究者たちが日米両国の CP の「解禁」に至る過程を分析した論文 (Litt, Macey, Miller, and Rubin [1990], 以下, LMMR) は, CP を次のように説明している。

会社の短期・無担保債務であり, 一定額面・固定利率で発行される。CP は株式や社債と商業貸付の中間に位置する。商業貸付のように取引ごとの交渉によるのではなく, 株式や社債のように市場で取引きされる。しかし, 公開販売 (public offerings) ではなく, 私募形式で販売するのが典型である (p. 375)。

戦後の日米両国のように商業銀行業務と投資銀行業務 (銀行業務と証券業務) が分離された世界では, 新たに登場した CP は中間の領域に位置づけられる。短期でしかも安全であるという点で銀行融資と代替関係にある。同時に, 容易に転売可能だという点で株式や債券と密接な代替関係にある。結果として, 商業銀行と証券会社の双方のビジネスにとって脅威となり得る存在である。同時に, いずれにも, 有利なビジネスの機会を提供する可能性がある。資金調達手段とともに顧客が移動するから, CP の帰属をめぐって激しい争奪戦が展開されることになる。

CP にかかわる規制と税制

日本では, 大蔵省が銀行と証券会社の双方の規制を担当する。しかし, CP の発行や流通に関する規制を大蔵省が担当するかどうかは明確ではなかった。CP が「証券」であれば, 証券取引法により, 証券会社が CP を取り扱い, 銀行は取り扱いえない。しかし CP が「証券」であるかどうかは明確ではないし, 「証券」であるか否かを含め CP が何かを決定する権限が大蔵省に賦与されていたわけではない。CP を誰が発行し取引できるかは CP が何であるかに決定的に依存していた。さらに, 銀行・証券会社

のいずれでもないノンバンク金融会社は formal には大蔵省の規制対象ではない。

税法が事態をさらに複雑にした。戦後日本の税制の下では, 証券取引には有価証券取引税が賦課された (有価証券取引税法)。税率は, 証券の種類と取引主体に依存した。1980 年代初頭には, 社債を売却した民間投資家は, 売却金額の 0.045% を徴収された (利益の一定割合ではない。また, 取引ごとに徴収された)。これに対し, 約束手形の発行者 (転売者ではない) はより低率の印紙税を支払えばよかった。⁷⁾ 市場の本格的発達には, 税法上の取り扱いが約束手形と位置づけられることが決定的に重要であった。

重要な点は, 大蔵省が銀行や証券会社を規制すると同時に税制の決定・適用に深く関与した点である。銀行や証券会社がどの範囲まで自らのビジネスとして関与することが許されるかという点に関して大蔵省が第一次的な決定をした。⁸⁾ 同時に, 大蔵省は銀行や証券会社を含むすべての企業が支払うべき税金について行政的責任を負っている。

規制の見直し・緩和

1980 年代半ばまでに大蔵省は CP 市場創出を決断した。しかし, 市場創出の過程で, 大蔵省は, 投資家に直接販売する「直接発行」を禁止し, 銀行や証券会社が引き受ける「間接発行」のみを許容する決定をした。条件を満たす CP を約束手形とし印紙税のみを課すこととしたが, ノンバンク金融機関の CP 発行による資金調達を許さなかった。さまざまな制約を課したうえで, 1987 年 11 月に CP 市場を創出した。さらに, 1990 年 4 月から, 条件を満たす CP にかかる印紙税が一律 5,000 円に軽減された。⁹⁾

CP 市場は繁栄した。1987 年 11 月のスタート直後から市場は急拡大し, 発行残高は 1988 年 12 月末で 9 兆円強, 1989 年 12 月末で 13 兆円強に達した。1990 年 4 月から印紙税が券 1 枚あたり 5,000 円の定額税に変更され, 同時

に見送られてきた証券会社の CP 発行が解禁された。しかし、信販会社、リース会社等の CP 解禁は見送られ、以下に見る如く、1993 年になってようやく解禁された。

ノンバンク金融機関の新市場利用を禁止するために、大蔵省はそのような金融機関は CP 発行による資金調達ができないと主張した。主張は、2つの段階で構成されていた。第1に、これらの金融機関が出資法2条3項にいう「主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社」に該当すると主張した。第2に、CPは「社債」であると主張した。そのうえで、出資法2条3項が「社債の発行により」調達した資金を「金銭の貸付け」に用いることを禁止しているから、これら金融機関による「社債」である CP 発行による資金調達は出資法により禁止されていると主張した。ここから、CP 発行による調達資金は融資目的に利用できないとする主張が導かれる。以下に見る如く、ノンバンクの CP 発行による資金調達を「解禁」する際にも、調達資金が融資目的に利用されないことを保証するための工夫が条件づけられた。

成長下にあったリース会社等は、さらなる規制緩和を要求し続けた。慎重に検討したうえで、政府は前向きに対応した。各企業の発行限度額を拡大し、「直接発行」を認め、さらに、1998 年末には出資法2条3項を削除した。同時に、関連税制が改正され、「間接発行」による CP に限定されていた一律5,000円の印紙税が「直接発行」による CP にも適用されるようになった。¹⁰⁾ 以後、認可を受けた（認可された企業に限られる）ノンバンク金融機関は CP 発行による調達資金を融資に振り向けることができるようになった。ORIXをはじめとする大手リース会社を含め、2002年初頭には60社以上が認可を受けた。

出資法の概略

詳細については後述することにして、出資法のうち以下の検討に直接かかわる出資法（出資の受入れ、預り金及び金利等の取締りに関する

法律、1959年法律195号）の条文をここに引用する。

[出資金の受入の制限]

第1条：何人も、不特定且つ多数の者に対し、後日出資の払いもどし出資金の金額若しくはこれをこえる金額に相当する金銭を支払うべき旨を明示し、又は暗黙のうちに示して、出資金の受入をしてはならない。

[預り金の禁止]

第2条1項：業として預り金をするにつき他の法律に特別の規定のある者を除く外、何人も業として預り金をしてはならない。

第2条2項：前項の「預り金」とは、不特定且つ多数の者からの金銭の受入で、預金、貯金又は定期積金の受入及び、借入金その他何らの名義をもってするを問わず、これらと同様の経済的性質を有するものをいう。

第2条3項：主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社（銀行及び証券取引法第2条第17項に規定する証券会社を除く）が、社債の発行により、不特定かつ多数の者から貸し付資金を受け入れるときは、業として預り金をするものとみなす。

[その他の罰則]

第8条：左の各号の一に該当する者は、3年以下の懲役若しくは30万円以下の罰金に処し、又はこれを併科する。

- 一 第1条、第2条第1項…の規定に違反した者
- 二 何らの名義をもってするを問わず、また、いかなる方法をもってするを問わず、第1条、第2条第1項…の規定に係る禁止を免れる行為をした者

先行文献

日本の CP 市場にかかわる規制緩和について最も体系的な考察を加えた文献は David G. Litt, Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, Edward R. Rubin の4名の法律家による LMMR [1990] である。銀行と証券会社の利害対立に焦点を合わせて、LMMRはこの過程を「強力で組織化された利害関係集団間の政治

闘争 (political battle)」と呼んだ (p. 371)。彼らによれば、政府が銀行を CP 市場に参入させようとして展開された過程の力学 (dynamics) は日米両国で「きわめてよく似ていた」。両国で、銀行は自らの「大企業向け短期資金の拡大という銀行業務の核 (core banking business)」を防衛するために戦ったというのである。

しかし、「政治闘争」参加者は両国で異なる戦略を採用したと LMMR は主張した。彼らによれば、日本では参加者に「事前許可 (pre-clearance)」を求める体質、つまり、潜在的な規制面での衝突 (potential regulatory conflict) について事前に交渉することを好む性向が見られるという。アメリカではそのような傾向は観察されない。日本人は「対立の表面化は忌み嫌う」が、アメリカ人はそうではないという。日本では、「不満を公けにすることを何とかして避けようとする」とされる。¹¹⁾

LMMR の周到な検討は、本論文の目的にかかわる重要な 3 つの論点を提起する。これらの論点に関する LMMR の主張は誤りである。

第 1 に、日本における政治力学の説明にこのような文化的な特徴づけ (cultural characterizations) が必要か？ CP 市場の自由化のために銀行を証券会社に立ち向かわせるという主張に異議を唱えるのではない。日本人に特有の対立の表面化に対する嫌悪がこの過程に強く反映されているという主張に反対なのである。

第 1 点に関連するが、第 2 に、大蔵省に逆らわないことに対する文化的偏愛があると断定して、LMMR は金融分野における変化の力学を説明する。なぜ銀行や証券会社は自分たちで CP 市場を創出しなかったか？ 彼らによる市場の創出を大蔵省は好まなかったかもしれない。しかし、明確な禁止規定が存在したわけではない。官僚が何を好まないかをなぜこれらの金融機関が気にするのか？ LMMR によれば、「われわれがインタビューした多くの人々が、規制者の同意なしに銀行が CP 発行に踏み切るなどということは想像すらできないと語った。」¹²⁾ しかし、これほど回答にならない回答

もないだろう。

この論文の検討の焦点であるが、第 3 に、ノンバンク金融機関についてはどうなるのか？ CP 市場に関心がある企業が銀行や証券会社に限られたわけではない。アメリカではいずれのグループも市場で支配的地位を占めなかった。アメリカではノンバンク金融機関が支配的地位を占めた。¹³⁾ なぜ日本でノンバンク金融機関は自ら CP 市場を創出しなかったのか？ LMMR は、これも 'preclearance' に対する日本的偏愛のためだと説明するだろうか？ LMMR は、世論の反発を無視すれば獲得できる CP 発行による膨大な利益をこれらの企業が断念するはずだとわれわれを確信させようとしている。しかし、これらの企業がいかなる金融的誘因に直面するというのか？

LMMR の主張は、これらの論点に関する「通説」「通念」と整合的である。しかし、以下に見る如く、これらの論点に関する LMMR の主張は誤りである。「通説」「通念」も誤っている。

もちろん、金融機関は大蔵省の意向に逆らえないと主張するのは LMMR だけではない。日本の官僚の力を「説明」するに際して、研究者たちは日本特有の「慣習としての『ルール』 (customary 'rule')」あるいは「慣行」の重要性を指摘してきた。Kanda [1991] の表現を借りれば、「明示された規制条件下での特定の活動を是認する『明示的』な法的ルールの不存在は、当該活動の禁止を意味すると理解されている」のである。竹内 [1987] は「ルール」とは呼ばず、慣習と見ていた。つまり、関係企業の役員たちは、単に、慣習に従うだけの弱腰であるにすぎないことになる。大蔵省が好むと好まざるとにかかわらず、CP は合法であった。竹内によれば、取締役たちが CP を発行したいのなら、実行すればよかったのである (11 頁)。

神田・竹内両教授のコメントは明確な疑問を提示する。法的強制力が存在しないにもかかわらず、なぜ企業がこのような「慣行」を順守したのか？ 市場の創出、利用に関する重要事項の

決定を、各企業はなぜかくも従順に官僚に任せたのか？さらに基本的な疑問が存在する。現実には、企業はそのような「慣行」に本当に従ったのか？本当に従順に任せたのか？

II-2. 行政改革委員会規制緩和小委員会の公開ディスカッション（1995年11月）

この項では以下の議論の導入となる象徴的なエピソードを紹介する。行政改革委員会は行政改革委員会設置法に基づいて1994年12月に設置され1997年12月までの3年間活動した。行政改革委員会は、政府の規制緩和の実施状況について監視を行い、その結果を毎年度の「規制緩和推進計画」の改訂に反映させるために1995年4月に規制緩和小委員会を発足させた。規制緩和小委員会が活動の一環として開催した「公開ディスカッション」の1つ（1995年11月2日）が紹介するエピソードの舞台である。

話題は「CPの発行適格基準、償還期間制限の緩和及びリース・クレジット会社の社債・CPによる調達資金に係る規制緩和」である。出席者は、規制緩和小委員会メンバー¹⁴⁾の他に、企業の資金調達の円滑化に関する協議会、リース事業協会、日本クレジット産業協会、それに大蔵省等である。規制緩和小委員会が規制緩和に係る1995年度の重点項目の1つとして検討中のこの事案に関して、規制緩和を求める事業者の代表と、所管省である大蔵省等の代表の双方の出席を求めて公開で討論会を開催した。「公開」とは、新聞等のマスコミ関係者の前で実施したという意味である。TVによる取材は認められなかった。大蔵省からの出席者は、河上大臣官房審議官、山本証券局東証管理官、永田銀行局審議官である。¹⁵⁾

この論文の検討課題に直接かかわるやり取りの部分、その後の情報収集を加えて脚色した問答形式で示す。質問者は三輪、回答者は、リース事業協会を代表して出席した同協会規制緩和検討小委員会委員長と幹事（ともにORIXのメンバー）のうち福島啓修幹事である。

Q: 現時点ではリース会社もCPを発行できるのですね。

A: いろいろ制約はありますが1993年6月から発行できるようになりました。しかし、資金用途制限、そのための報告、運用制限、証憑類の整理・保存、専用口座による資金管理、CP発行限度額制限など、制約が多いのです。今回は、この制約の見直し、廃止をお願いしているのです。

Q: 発行残高は、かなりの額にのぼるのですか？

A: かなりの額にのぼります。しかし、資金調達全体に占める比率で見れば微々たるものです。1996年3月時点で、主要リース会社21社の借入金総額は19兆2,600億円です。そのうち、社債・CP・債権流動化による資金調達（直接金融と呼んでいる）の比率は3%にすぎません。¹⁶⁾

Q: 資金用途制限や資金運用制限などは役に立たない、つまり無駄ですか？

A: いずれも実質的な効果はなく、管理のための管理、規制のための規制です。調達された資金に色はありません。貸付資金として使用されないことを確保するための報告を要求し、専用口座による資金管理をさせ、調達資金の運用方法を制限することによって、なんらかの実質的な効果があるとは思えません。

Q: リース会社のCP発行による資金調達にかかわる規制について、規制の理由が適切でなく、さらに根拠も不明確・不適切であると、いろいろ不満があるようです。それだけ不満なら、なぜ強行突破を試みないのですか？出資法2条3項の解釈が不適切であり、解釈も大蔵省の課長からの「事務連絡」でしかなく、通達ですらないのでしょうか。事務連絡まで「行政指導」と呼ぶかどうか知りませんが、なぜ、そんな事務連絡でリース会社にとって重要な行動が制約されるのですか？

代表してORIXが無視したら、何が起こるのですか？「事務連絡違反」だといって大蔵省が訴えるわけではないでしょう。制裁手段でもあるんですか？ だいたい、なぜCPが2条3項にいう「社債」に該当するのですか？ また、ORIXが、なぜ2条3項にいう「主として金銭の貸付の業務を営む株式会社」に該当するのですか？ CPが社債ではないことになればこんな問題は存在しないのですね。「主として金銭の貸付の業務を営む株式会社」に該当しなければ、2条1項は適用

されないのですね。こういう点にかかわる大蔵省の「解釈」が課長の事務連絡で示され、あなた方は、争いもせず、黙ってしたがっているのですか？

A: CPは dealer paper です。無視して行動しようとしても、銀行も証券会社も扱ってくれません。彼らが扱わないのは彼らの選択ですから、裁判に訴えとしても、民民の訴訟となります。訴訟で勝つのは難しいし、勝ったとしても2条3項の解釈そのものに影響しません。彼らの行動の背後に大蔵省の意向が存在するとしても、それを立証できないのです。

Q: なぜ、直接発行 (direct placement) して direct paper にしないのですか？ CPは dealer paper でなければならないのですか？

A: …

Q: トライしてみたら、どうなるのですか？

A: わかりません。トライした結果、dealer paper の発行が難しくなると、そのダメージが大きいかもしれないのです。大蔵省の方針に忠実な証券会社や銀行の行動を予測すると、¹⁷⁾ 簡単にトライに踏み切るわけにはいかないのです。小額の direct placement CP で膨大な dealer paper CP の発行を危険にさらすわけにはいきません…

Q: CPは、約束手形扱いですよ。そうすると印紙税がいくらになるかという「問題」が関連します。この面から来る制約は…？

A: 租税特別措置法の改正で、一定の条件を満たすCPの印紙税は定額で1枚5,000円になっています。しかし、条件を満たさないと、金額に比例した印紙税を払う必要があり、CPの魅力がなくなります。¹⁸⁾ 租税特別措置法も大蔵省所管(主税局)です。dealer paper でないと、この「優遇措置」は得られません。

Q: そうすると、この印紙税と、大蔵省の意向に忠実な銀行や証券会社などのdealersの行動が、実質的なenforcement measuresだということですか？

A: そういうことになりますか…¹⁹⁾

1993年4月1日づけの大蔵省銀行局通達(蔵銀第610号)「コマーシャル・ペーパー等の取り扱いについて」の改正により、貸金業者、リース企業及び購入あっせん企業の発行する

CPの取り扱いが認められた。

上の「やりとり」で話題の「事務連絡」は、関連して6月30日づけで銀行局総務課長兼銀行課長と中小企業金融課長の連名で出された事務連絡「貸金業者等のコマーシャル・ペーパーの発行に係る留意事項について」のことである。あて先は、各財務(支)局理財部長である。つまり、大蔵省の組織内部の「事務連絡」である。「連絡」の「写し」(コピー)が(関係業界団体を通じて)関係企業にまで配布される。²⁰⁾「資金用途制限」「資金運用制限」「発行限度額制限」などの規制はこの「事務連絡」に記載された。たとえば、CP発行代わり金専用の銀行口座を開設すること、資金の用途を限定し貸付資金として使用されないための報告を求め、さらに証憑類の整理・保存を求めることなどを記した「貸金業者によるCP発行について」と題した別紙を添付してこれに基づいて「適切な措置を講ずるよう指導するものとした」ことを各財務局の理財部長(そして関係企業)に連絡した。

詳細は後に見るが、1993年のノンバンク金融会社CP「解禁」時点では、出資法2条3項が存在し、(1)CPが2条3項にいう「社債」である、(2)リース会社等が2条3項にいう「主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社」に該当するとの2点に係る大蔵省の出資法解釈が存在した。関連してあるいはその背後に、ノンバンク金融会社を「金融システム」の中で明確に位置づけてそれに見合った指導監督体制を整備するという大蔵省の基本方針(後述)が存在した。このような「現実」的制約を前提として、1987年に「解禁」になったCP発行をリース会社等にも「解禁」するためのノンバンク金融会社を含む関係者間の交渉が進められ妥協がはかられた。その結果がこの「事務連絡」である。

リース会社等が2条3項にいう「主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社」に該当するとの大蔵省の出資法解釈を回避するために、「CPによって調達した資金が貸付資金として使用されない」状況を創出し、その限度内にお

いてリース会社等による CP 発行を「解禁」したのである。「事務連絡」に示された形式を採用し形態を維持すれば大蔵省の出資法解釈を回避できる（とする）と、大蔵省とリース会社等の関係者が合意したのである。

大蔵省は、この内容であればノンバンク金融会社を「金融システム」の中で明確に位置づけてそれに見合った指導監督体制を整備するという大蔵省の基本方針に抵触せず、「解禁」してよいと判断した。リース会社等も、出資法 2 条 3 項が存在し、関連する 2 つのポイントに対する大蔵省の解釈を受け入れざるをえない状況下で、このような制約条件付きの「解禁」を受け入れた。「事務連絡」に示された具体的実行方法はリース会社等が関与して作成されたものようである。したがって、交渉と妥結の前提となった諸制約にかかわる基本認識を受け入れるかぎり、「事務連絡」に強制力がないとしても、まったく問題は発生しないし、「事務連絡」は順守されるはずである。その後、1995 年 11 月までの間に、発行限度額制限を中心にいくつかの点で制限が緩和された。

1995 年 11 月は、翌年の「金融ビッグバン」宣言の前年であり、financial regulations の大幅見直しの気運が高まった時期であった。この「公開ディスカッション」では、リース会社等は、規制のさらなる緩和、緩和の前倒しを求め、さらに 2 条 3 項の削除まで求める気運にあったのであり、大蔵省は、方向性としてはさらなる緩和を志向しつつも、当面の障害の重要性を強調して、現状の継続を主張した。上の Q and A は、その一部に基づいて作成したものである。

出資法 2 条 3 項は、1998 年 12 月 1 日施行の「金融業者の貸付業務のための社債発行等に関する法律」（「社債特別法」）によって削除された。²¹⁾

Ⅲ. 出資法制定時の状況と事情

Ⅱ-1 に引用した部分を眺めただけでも、出資法が明確な目的を達成するためのよく整備さ

れた法律ではないのではないかと疑問を誰もが抱くはずである。端的には、なぜ「主として金銭の貸付の業務を営む株式会社」に限定して、「社債の発行により、不特定かつ多数の者から貸し付け資金を受入れるとき」を「業として預り金をするものとみなす」として（2 条 3 項）、2 条 1 項の適用対象とするのかという疑問を抱くだろう。

法制定実務の担当者による次の解説（津田 [1954]767 頁）は制定の背景を端的に示す。²²⁾

「終戦後における経済界の混乱時代において、日掛月掛の方法による利殖をひょうぼうして各地にぞく出したいいわゆる殖産会社は、いくばくもなくして取締と相互銀行法の施行とによって影をひそめたが、その後に現れたものは、物品の割賦販売を仮装し積金的方法により金銭を受け入れるいわゆる百貨会社であった。しかし、これもいくばくもなくして潰え去り、その後に現われたのが株式相互金融方式又は匿名組合方式と呼称するいわゆる街の金融機関又は利殖機関である。このいわゆる街の金融機関又は利殖機関は、何々相互株式会社又は何々経済会というような名称の下に経営され、一時は少なくとも表面的には繁盛を示していたのである。しかしながら、これらの機関はなんら法令の規制を受けていないのであって、一般大衆に種々の迷惑を及ぼす面も多く現われ、そのまま放置し得ないような状況に立ち至ったので、これに対処するための措置としてこの法律の立案がなされたのである。」

別の実務担当者による田宮 [1954] によれば法制定の経緯は以下のようなものである。紆余曲折の末できた法律であり、最終段階で別の目的を達成するための規定が付加された。このような事情が出資法を条件づけた。

「国会方面の要望もあって、…利殖機関に対する法的判断の明確化及びこれが取締対策の確立はもはや一刻の猶予も許さない状況になった。」とりわけ 1953 年 2 月以降、大蔵省を中心とした具体的方法をめぐる検討と法務省との調整が続き、春以降、大蔵省は株主相互金融方式による貸金業者に焦点を合わせた利殖機関の取締を強化した。匿名組合方式による保全経済

会の10月24日の突然の休業声明が各方面に異常な衝動を与え、情勢を一変させた。11月2日の国会で大蔵、法務両大臣が取締法案を通常国会に提出すべきことを言明して、取締法案の具体化が急速に進められることになった。²³⁾

法務・大蔵両省は、数回の協議の後、12月中旬に、「出資の受入そのものを全面的に制限するということではなく、実行不可能な誇大な宣伝を用い、一般人をして出資の本質を誤らしめるような仕方で出資の受入をすることのみを禁止すれば足りる」という結論に到達した」(田宮[1954]4頁)。

その後の過程で別の法律による取締が検討されていた事項が少なくとも2つ加わり、これが出資法を複雑な法律にした。

第1に、株主相互金融方式による利殖機関の取締立法として、証券取引法の一部を改正して、この方式による利殖機関の行っている株式の売付の方法、すなわち額面で株式を買取る旨若しくはいわゆる優待金のように一定の期間毎に一定の財産上の利益を給付する旨を表示することを禁止することを断念し、この目的実現を出資法に求めた。

第2に、従来むしろ悪用され弊害のあった1949年制定の貸金業等の取締に関する法律²⁴⁾を、預り金の禁止と、高金利の取締の規定を除いて廃止し、残す部分を出資法に含めた。²⁵⁾

後にリース会社等のCP発行との関連で争点になる2条3項に係る論点は、その後の細部の詰め段階で発生した。禁止の対象となる「預り金」の範囲と取締りの対象機関である。「種々の論議の末、解釈はとに角として、利殖機関の取締上不特定多数の者からの借入金の禁止を明確にすることの必要性については一致し、結局これを預り金の例示として掲げるとともに、当然問題になる社債の発行による金銭の受入は預り金ではない趣旨を明らかにすることとなった。」1954年1月中旬に取締立法の基本線が決まって、下旬に大蔵、法務両省の間で原案が作成された。しかし、その後、検討中の証券取引法の一部改正案では、「株式相互金融方式に

よる利殖機関が従来の株式の売買に代えて行うことが予想される社債の売買を取り締まり得ないことが明らかになったので、何らかの方法によるこれが取締を考える必要を生じ、結局貸金業者に対し社債の発行を全面的に禁止する以外に方法はないということになった」(以上、田宮[1954]9頁、下線引用者)。

法案国会提出直後に書かれた文章を著者は次の文章で締めくくっている。「一般庶民大衆を不慮の損害から保護すること」を目的とするこの法律が、リース会社等のCP発行の制限にかかわることになるとは夢にも思わなかつたろう。

「これらの法案はいわば現在の特殊な社会情勢を背景とし、法的安定性と合目的性との妥協から生まれたものであり、その故に細かい個々の点については、必ずしも理論的に完全に解決されているとはいえないので、今後国会の審議の過程においても、また運用の面においても、その取締の範囲及び対象について幾多の論議が行なわれるであろう。いずれにしても、これらの法案が将来その意図しているとおり、一般庶民大衆を不慮の損害から保護することになるように期待するものである」(田宮[1954]9頁)。

出資法は取締法規であり、前掲第8条が罰則規定として用意されている。この法律は、大蔵・法務両省の共管として国会に提出され、「各事項毎にいずれかが主として解釈、運用にあたる」ことになっている。具体的には、「これらの利殖機関の取締については特別の知識経験を必要とし、大蔵大臣がこれに対し検査権限をもつことが望ましいので、大蔵省の所管事項及び犯罪捜査との区別等の点で疑問があったが、預り金をしている者を検査し、違反があると認めるときは勧告する権限を大蔵大臣に認めることとなった」(田宮[1954]5頁)。

関連して2つの重大な論点が浮上する。

第1に、刑事罰を伴う取締の対象と範囲は明確に定義されていたか？その決定権を実質的に誰が掌握し、行使したか？「犯罪捜査」であ

れば法務省の所管となるが、その実質が確保されたか？「検査」を所管する大蔵省が「解釈」を示すことにより、実質的に決定権を掌握しなかったか？刑事罰の可能性をちらつかせて、大蔵省の意向を強引に押し通すことにならないか？

第2に、「出資法は、詐欺まがいの預金類似の受入れを『影』として背面から禁止することにより、銀行法等と並ぶ金融の基本法であり、銀行法等とは「写真とその陰画のような補完関係にある」（片岡[1995] 28頁）とまで評価される重要な役割を果たすことになった。このような役割が制定時に想定されていたのか？

第1点に関しては、制定実務担当者自身が、当初より、「解釈運用の困難性」を強く認識していた（津田[1954] 768頁）。²⁶⁾

「この種の機関は恒久性、確実性を最重点とする一般金融又は利殖の機関と異なり、ともすれば、違法の限界に踏み込み易いのみならず、常にほとんど合法と違法の境界線を歩んでいるものであるから、これらの機関を全面的に禁止する方法も立法論としては考慮し得るところであるが、そのような方法を採用した場合には、また思わざる面において営業又は取引の自由を不当に束縛するおそれなしとしないのであって、政策論として必ずしも妥当とはいえない。そこで結局この法律は合法違法の境界線を更に二分し、弊害の生じ易い側を禁止即ち違法の側に落とすという極めて芸の細かいところを見せざるを得なかったのである。この法律の解釈運用の困難性もまたここに存するといつて過言ではない。」²⁷⁾

以下に見る如く、その後長期間にわたって、2条3項の解釈を通じて出資法は大蔵省の金融行政の重要な手段として用いられた。しかし、最近に至るまでの期間で、「出資法が裁判上問題になった事案はいずれも刑罰法規としてである。…その結果、出資法の議論が金融における消費者保護の観点からの刑罰法規のものに偏り、金融法の側面を無視ないし看過したものとなった」（片岡[1995] 28頁）。出資法2条3項の解釈を通じる大蔵省の金融行政が裁判で争われ

ることはなかった。

以下の議論との関連で重要なのは次の3点である。

第1に、1970年代後半以来の「サラ金禍」への対応として「貸金業の規制等に関する法律」（「貸金業法」1983年法律32号）が1983年に制定施行されるまで、出資法に含める形で残された預り金の禁止と高金利の取締の規定を除いて貸金業を対象とする規制法は存在しなかった。1983年の「貸金業法」は、「消費者保護のために消費者の信用取引を包括的に規制する総合立法ではなくて、資金需要者保護のために貸金業を規制する特定業種規制法の形をとった」（竹内[1983] 13頁）。このため、たとえば、消費者ローンの規制を目的としたにもかかわらず、規制範囲が広汎に及ぶことになった。²⁸⁾ それまでの四半世紀の間、ほとんど無規制の状況に置かれ、「サラ金禍」が起るとふたたび急遽特定業種規制法（業法）が制定されたのである。

第2に、1949年の旧貸金業法、1954年の出資法ともに、いわば緊急事態に対応するための応急措置として制定され、経済の正常化とともに本来の目的を達成するための法律、それに基づく政策に移行することが「予定」されていたにもかかわらず、そのままの状態に放置された。しかも、その間、改革を望む声がほとんど顕在化しなかった。放置を是とする力が、改革を望む力を圧倒し続け、改革の実現可能性がほとんどゼロの状態が継続したことを示唆するこの観察事実の政治経済学的分析がわれわれの目的の一環である。

第3に、この間、「主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社」が銀行をはじめとする金融機関から「貸付け」資金を借り入れることに関してはなんらの制約は存在しなかった。つまり、社債やCPの発行による資金調達に刑事罰によって支えられた厳しい規制によって制約されたが、金融機関借入による資金調達にはまったく規制がなく、したがって、「主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社」の貸付けその

ものには「高利による貸付け」以外には実質的な制約は存在しなかった。

IV. 出資法制定後の経緯

「金融制度改革」論議、金融「正常化」や金融「自由化」をめぐる論議は「出資法」制定以後の時期を一貫する重大な政策課題であり、少なくとも政策課題としての重要性を強調され続けた。画期的と関係者が評価する「金融自由化」も何度も実現した。しかし、1990年代に入っても金融制度改革論議は続いたし、関係業界間の利害調整による従来型の漸進的制度改革の放棄ともとれる1990年代後半の「日本版金融ビッグ・バン」宣言を必要とした。²⁹⁾

重要な観察事実、1990年代に入るまで出資法、とりわけ出資法2条3項の改廃は経済政策・金融政策の大きな話題、重大な争点にならなかったことである。その理由は次の3点である。

第1に、出資法2条3項にいう「主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社」によるものにかぎらず、「起債基準」等の厳しい制約が多く、社債市場自体が1980年代にはほとんど瀕死の状態にあった。社債市場「自由化」の実現と、その結果としての社債市場の発展という「課題」の前に出資法2条3項の制約の見直し・撤廃要求が顕在化しなかった。リース会社等の「ノンバンク」に関心が深いのは無担保社債である。一般事業会社の無担保社債に対する制約が実質的に緩和されたのは、かなり後のことである。³⁰⁾社債市場で無担保債が出されるようになってから、ようやくノンバンクも社債発行に関心を持ち出した。³¹⁾

第2に、ノンバンクによるものにかぎらず、CPの発行が認められたのはようやく1987年である。³²⁾CP発行を明示的に禁止する法律が存在したわけではない。第Ⅱ節でノンバンクCPに関して見た如く、租税特別措置法第91条により印紙税がCP1枚あたり5,000円の優遇措置が用意されてCPが発行者にとって魅力

的となったことと、予定されるCPがdealer paper（間接発行）であってdealerが銀行と証券会社であることによる。³³⁾1987年11月の「CP市場の創設」時に認められなかった証券金融会社のCP発行が1988年12月に認められ、証券会社のCP発行も1990年1月に「一定の条件の下で、発行できることに」なった。しかし、「信販会社、リース会社等のCP発行については、引き続き検討を行う」とされるにとどまった。³⁴⁾1990年頃になってようやくノンバンクのCP発行が検討課題となるための条件が整ったのである。³⁵⁾

第3に、CPの発行が可能になっても市場が受け入れる条件を満たさなければ発行できない。また、制度改革論議の過程で自らの要求を実現するために必要な「声」となるためには、業界の規模が大きくなる必要がある。リース業界やクレジット業界の規模が拡大し、CP発行による資金調達に対する業界主要企業の需要が増大し、需要を実現するための「声」が大きくなったのはさほど早いことではない。ちなみに、リース業界最大手のORIXの従業員数は、1980年3月末で506名であったが、1990年3月末には2,000名、2000年3月末には3,048名である。

ノンバンク金融機関がCP発行による資金調達の眼前の障害であった出資法2条3項の見直し・撤廃が具体的政策課題となるための条件が整ったのはようやく1990年頃のことであった。その頃までに、社債市場の「自由化」が進展し、とりわけ無担保社債の発行・流通のための条件が整備され、CPが「解禁」され関連市場が整備されたし、リース業界等を代表する優良ノンバンク企業に対する市場の評価が確立し、同時に「声」を政策決定の場に反映するために必要な規模にまで業界が拡大した。

CP市場「創設」に至る政策決定の経過

例示のために、CP市場「創設」に至る政策決定の経過を紹介しておく。

1986年12月の証券取引審議会報告書「社

債発行市場の在り方について」(証券取引審議会[1986])が、次の如く結論した。

「金融・資本市場の自由化、国際化の進展に伴い発行会社を中心に早期にCPの導入を図るべきとする意見が高まってきており、また国際的にも主要な市場において、CPが導入されてきている状況の下で、企業の資金調達手段の多様化を図る等の観点から、この問題は今後検討すべき課題であると考えられる。/当審議会においてはこの問題について十分な検討を行う時間がなかったが、上記の諸点を考慮し、CPの基本的性格、取扱業務、ディスクロージャー等を含め、CPをめぐる諸問題について、今後検討が進められることが望ましいと考える。」

証券取引審議会が公式に議題として取り上げ、基本的にはCPの導入に反対ではないことを宣言したうえで、具体化を検討すべきポイントを明示したことは、大蔵省が実質上のゴー・サインを出したことを意味する。³⁶⁾

証券取引審議会[1986]が公表された1986年時点で、すでに日本企業の海外現地法人以外の海外企業が発行したCPの国内流通は認められていた。³⁷⁾「1980年に施行された新外為法で海外CPが同法上の証券として位置づけられ、誰でも事前の届け出さえすれば取得できるようになっていたからである。」これを誰が取り扱うかという点を中心に大騒動が起きた。将来の日本企業のCP発行とその際の取扱業者の決定にも結びつくと思われたためである。結末は、銀行、証券の双方が取り扱い可能となるように、「証取法上の有価証券としない³⁸⁾で、しかも証券会社が兼業としてこれらを取り扱えるように」するというものであった。³⁹⁾

海外CPの取り扱いにかかわる決着の延長線上で証券取引審議会[1986]の結論の具体化が進められた。大蔵省では「証券局と銀行局が共同して検討作業を進め」て具体案をまとめ、「証券局長と銀行局長が主催するCP懇談会(メンバーは、原則として証券取引審議会、金融制度調査会の中立的な立場の委員⁴⁰⁾で構成)」で、この具体案について「制度発足時の

ものとしては妥当であり、この案を具体化していくことに賛同が得られた」ので、証券取引審議会と金融制度調査会を開いて「審議し、具体案をもとに具体化していくことについて了承がえられた」(『証券局年報87』61頁)という経緯でCP市場が創設された。⁴¹⁾

「法律で禁止されていたわけではなく、あくまで行政的に禁止されていただけ」の状態から離脱するにすぎない「CP市場の創設」に、以上の過程を経ることが必須であるかどうかは不明である。以下の一連の疑問が浮かぶが、われわれは、いずれもさして重要ではないと考えて先へ進むことにする。

- (1) たとえば、新任の大蔵大臣が新政策として「CP市場の創設」を宣言したら何が起きたか?
- (2) CP懇談会の検討を経なかったら何が起きたか?
- (3) 証券取引審議会と金融制度調査会の「了承」が得られなかったら何が起きたか?
- (4) 証券取引審議会で証券業界代表が約束手形では投資家を保護できないとして社債として取り扱うべきだとする主張に固執したら何が起きたか?

重要なのは、次の2つの観察事実である。

- (1) 重要な利害関係主体はこの意思決定に参加して結論を支持した。
- (2) たとえば、リース業界の代表はこの過程に参加していない。

V. CP規制見直し過程の政治経済学

1993年4月1日づけの大蔵省銀行局の通達(蔵銀第610号)により「コマーシャル・ペーパー等の取り扱いについて」が改正され、貸金業者、リース企業及び購入あっせん企業の発行するCPの取り扱いが認められた。認めるための条件を具体的に記した文書が、6月30日づけの事務連絡「貸金業者等のコマーシャル・ペーパーの発行に係る留意事項について」であ

る。

第V節では、「解禁」に至る経過、「事務連絡」の内容とその決定過程に焦点を合わせる。

ノンバンクのCP発行による資金調達について公式の場（大蔵省が関与する場）で検討し、解禁の予定である旨を宣言したのは1991年4月18日の「ノンバンク研究会報告書」が最初である。報告書は「6. ノンバンク問題への提言」の「(3) ノンバンクの資金調達の多様化」の中で、次のように述べた。

「ノンバンクが…金融システムの中で明確に位置付けられ、それに見合った指導監督体制が整備されるのであれば、…CP…の発行を政策当局において前向きに検討していく必要がある。」

「ノンバンクが…金融システムの中で明確に位置付けられ、それに見合った指導監督体制が整備されるのであれば」という条件を満たすことがノンバンクCP発行「解禁」の前提だとする考え方に戦後の金融規制を一貫する基本姿勢が反映されている。出資法2条3項の解釈と運用、租税特別措置法91条の2による印紙税法上の特別措置、外為法による日本企業による海外CPの還流制限、銀行や証券会社のdealer papersの取り扱いに対する影響力の行使のいずれもが、この基本姿勢に基づく政策目的の達成のための手段にすぎない。

多くの「金融機関」はこの条件を満たすことを前提にさまざまな行為を「解禁」されてきた。1990年代初頭には「ノンバンク」は未だこの条件を満たすと考えられておらず、ようやく条件を満たすことを求められる地位に到着した段階であった。これから「金融システムの中で明確に位置付けられ」るための試験を受ける「受験生」の地位に到達したのである。

1990年代初頭に貸金業者を含めたノンバンクに政策当局を含む多方面からの関心が集中した。前述の如く、1991年と1992年の2度にわたる「貸金業法」の改正（議員立法）により、リース、信販などのノンバンク分野の大手企業に土地や株式等にかかわる融資の大蔵省への報

告義務を課したのもその一環である。

一連の動きの始まりは、1980年代後半のいわゆる「バブル経済」の末期にあたる1990年3月27日づけの銀行局長通達「土地関連融資の抑制について」（蔵銀555号）である。不動産、建設業、ノンバンクのいわゆる不動産関連3業種に焦点を定めた不動産向け融資の抑制を銀行に強制したとされる「通達」である。通達は次のように終わっている。

「このため、これまでの特別ヒアリング等の諸措置に加え、当面、不動産業向け貸出については、公的な宅地開発機関等に対する貸出を除き、その増勢を総貸出の増勢以下に抑制することを目的として各金融機関に周知徹底取り計らい願いたい。/また、上記の趣旨に鑑み、当面、不動産業及び建設業、ノンバンクの3業種に対する融資の実行状況を報告するよう併せて貴傘下金融機関に周知徹底方願いたい。」

ここで想定されている目的達成のために、大蔵省の「傘下金融機関」に含まれていないノンバンクにまで「融資の抑制」の強制範囲を拡大する必要があると考え、「貸金業法」を改正してノンバンクに「土地に係る融資の大蔵省への報告義務」を課したのである。⁴²⁾

「貸金業法」改正によるノンバンクに対する「報告義務」の賦課の背景に存在する次の経緯は、一連の動きが政権を担当する自由民主党の意向を反映することを示唆する。自民党の金融問題調査会が1990年12月3日にまとめた「土地関連融資の適正化の推進」と題した報告書が、「ノンバンクを通じて土地関連融資が大量に行われていることから、まずこの実態の解明を急ぐ必要があること、さらにノンバンクが適正かつ健全な融資業務を行う必要があること、などを指摘」した。これを受けて設置された自民党ノンバンク小委員会は次のように考えた。

「現在、ノンバンクの融資事業については、貸金業規制法によって、いわゆる“サラ金問題”に対処するための消費者保護の観点からの規制はあっても、今日の不動産融資問題に対応できるような、融資す

る側に対して適切に指導したり、必要な報告を受け監視できる法規制は存在しない。実はこの面で、まったくの自由であることが、重要な問題点であるのではないか（『金融財政事情』1991年3月11日号、30頁）。

ノンバンク研究会

この時期に「ノンバンク研究会」が25名のメンバーで大蔵省銀行局長の諮問機関として設置された。元大蔵省銀行局長の米里恕日本証券投資顧問業協会会長を座長とし、多くのノンバンク各業界代表と「中立委員」の他に、長信銀、都銀、地銀、信託銀、生保、証券会社、日銀から「金融システム」を構成する金融機関の代表が加わった。「金融システム」構成メンバーによる受験生の面接という見方が可能な構成である。

ノンバンク研究会報告書は、「規模的に大きな存在となっていることに加え、多種多様なサービスを提供することにより国民生活や産業社会に深く根ざしている」とその融資業務を積極的に評価したうえで、「2. ノンバンクの金融システム上の諸問題」と題して、(1) ノンバンクの融資業務の公共性、(2) ノンバンクの経営の健全性、(3) 金融機関との競争条件の整備について検討し、さらに「3. ノンバンクの指導監督上の問題点」と題して、(1) 貸金業法との関係、(2) 金融機関を経由する間接的指導、(3) 業界による自主規制措置について検討した。このような検討の後に、上述のノンバンクのCP発行による資金調達にかかわる記述が現われる。つまり、「ノンバンクが…金融システムの中で明確に位置付けられ、それに見合った指導監督体制が整備されるのであれば」という条件は、「ノンバンクの融資業務の公共性」「ノンバンクの経営の健全性」「金融機関との競争条件の整備」などの一連の「ノンバンクの金融システム上の諸問題」に適切に対応することである。

第1に、ノンバンクの融資業務の公共性を強調し、同時に金融機関との競争条件の公平性を求めることと、第2に、ノンバンクの規模

に注目して、その有効な指導監督を可能とすることが「ノンバンク研究会」の検討とその報告書の要点である。端的には、ノンバンクを銀行等の金融機関と同様の規制・指導監督の下に置くべきだということである。象徴的なのは「貸金業法との関係」の以下の部分である。

「ノンバンクの貸付資金の太宗は金融機関の貸出金であり、ノンバンクの財務の健全性は金融機関の財務の健全性に影響を与えることや、ノンバンクは企業の事業資金等を仲介しており、貸付資金が預金を原資とするか否かにかかわらず国民経済に大きな影響を与えること等から、預金者保護の観点とは別に、ノンバンクの融資業務が適正に行われ、その財務の健全性が維持されることは、金融業務の公共性と金融市場の健全性維持の確保につながる。」

続く「金融機関を経由する間接的指導」では「金融機関を経由する間接的な方法のみでは、実効性のある適切な指導は困難」と、近年の環境条件の変化への対応の必要性が率直に述べられている。

ノンバンク問題懇談会

この報告書を受けて発足した「ノンバンク問題懇談会」28名のメンバー構成は「ノンバンク研究会」とほとんど変わらず、同一人物が座長を務めた。1992年6月15日の中間報告書「ノンバンクの融資業務のあり方について」は、偽造証書事件への関与、バブル経済是正に伴う経営問題表面化など、その後のノンバンクをめぐる状況の急激な変化に対応するものであった（ここでいう「ノンバンク」には、いわゆる「住専問題」の焦点となった住宅金融専門会社が含まれていた）。

報告書の中心は「ノンバンクの資金調達と指導監督体制の在り方」にあり、前年5月の貸金業法の改正により、土地に係る融資の実態把握は可能となったものの「ノンバンクをめぐる昨今の状況を踏まえれば、ノンバンクが金融システムの中で安定的に機能していくことを担保していく上で、行政当局による一般的な実態把

握やモニタリングを更に充実することが望ましい」と述べている。この報告書は大手ノンバンクに株式等に係る融資の大蔵省への報告義務を追加する貸金業法の1992年改正の基礎ともなった。⁴³⁾

報告書は続く部分で、ノンバンクから要望の出ている社債、CPによる資金調達について、以下の如く述べた。報告書以降の経過は、ここに述べられた線に沿っている。ノンバンクCPの「解禁」にあたって「金融システムの中で安定的に機能していくこと」を前提する方針は一貫した。

「出資法の考え方からすれば、貸付資金以外の資金をCPによって調達することは禁じられて」おらず、「今後、CP発行による調達資金が貸付資金として使用されないことを確保するための所要の措置が講じられるならば、貸付資金以外の資金の調達手段として、CP発行を行うことについては前向きに対応することが考えられよう。」ただし、その場合の前提条件としては、「金融機関に対する制度との整合性を考慮してノンバンクに対する指導監督体制について制度的な整備が図られることが不可欠である。」

「ノンバンク業務運営の在り方」として話題とされた項目は、(1) ディスクローチャー、(2) 審査管理体制、(3) 大口融資規制、(4) 自己資本比率である。銀行などと同様に、「公共性」を強調して「金融システム」の一環を形成する金融機関と位置づけて大蔵省の強力な指導監督体制下に置くことを前提にして、ノンバンクの資金調達手段の多様化要求を「認める」ことにした。銀行等の金融機関は、「金融機関に対する制度との整合性」、つまり、同様の規制下に置くことを前提に、大蔵省の決定に同意し、方針を受け入れた。

「所要の措置」

「CP発行による調達資金が貸付資金として使用されないことを確保するための所要の措置」の具体化をめぐる関係者間の調整と折衝が、この方針に沿って進められた。その結果が、本

節冒頭に見た「通達」と「事務連絡」である。ノンバンク問題懇談会の中間報告(6月15日)、貸金業法の改正(6月19日成立)から、「通達」まで9ヶ月、「事務連絡」まで1年であった。

この間に、「金融機関に対する制度との整合性を考慮して、ノンバンクに対する指導監督体制について制度的な整備が図られること」を制約条件にして、「CP発行による調達資金が貸付資金として使用されないことを確保するための所要の措置」の具体的内容の詳細についてノンバンク各業界と大蔵省との間で交渉(あるいは、意見交換)が行われ、合意に達した。実務の詳細に係る情報は、大蔵省よりも業界側に豊富であるから、意見交換に基づいて具体案を業界側が提示して大蔵省がその中から受入可能なものを選択するのが交渉の進め方であったはずである。

第Ⅱ節で述べた如く、現実に出資法2条3項が存在し、(1) CPが2条3項にいう「社債」である、(2) リース会社等が2条3項にいう「主として金銭の貸付けの業務を営む株式会社」に該当するとの2点に係る大蔵省の出資法解釈と、ノンバンクを金融システムの中で明確に位置づけてそれに見合った指導監督体制を整備するという大蔵省(および自由民主党)の基本方針を前提として、1987年に「解禁」になったCP発行をノンバンク等にも認めるための交渉と妥協の結果が「事務連絡」であった。大蔵省は、この内容であれば「解禁」してよいと判断し、銀行等の関係業界を含めた各方面からの強い反対に直面しないと判断した。ノンバンクも、出資法2条3項が存在し関連する大蔵省の解釈を受け入れざるをえない状況下であることと、大蔵省の金融行政の現状を前提として、このような制約条件付きの「解禁」を受け入れた。上述の如く、「事務連絡」の実質的強制力は租税特別法上の優遇措置とdealer papersの取り扱い業者が「事務連絡」に従わない企業の発行するCPを取り扱わないことによって担保されていた。

近い将来における「事務連絡」の見直しが想定されていなかったか否かはもちろん不明である。現実には、社債市場やCP市場全体の規制の見直しの進展も反映しながら、1995年11月の「公開ディスカッション」までの期間にも「事務連絡」に盛られた制約条件の見直しが進展した。⁴⁴⁾

重要なのは次の点である。CPの発行による資金調達は総合商社などの事業会社には先行して「解禁」された。「ノンバンク」は別扱いされ「解禁」が遅れた。ノンバンク研究会などの検討を経て、「ノンバンク」の公共性が強調され、貸金業法改正によりノンバンク規制が導入された後に、「調達資金が貸付資金として使用されないことを確保するため」の方策の検討が始まった。「金融機関に対する制度との整合性を考慮してノンバンクに対する指導監督体制について制度的な整備が図られることが不可欠」と宣言し、これを条件として関係業界との調整を済ませてからのことである。

「商社金融」等の表現は古くからおなじみである。「与信」にかぎれば、「ノンバンク」同様、商社も大口の与信行為主体である。しかし、ノンバンクのCP発行には商社と異なる「取扱い」が適用された。ノンバンクについては、大蔵省の所管業種、広義の「金融業界」のメンバーとして認知して、「金融システムの中で明確に位置付け」、「それに見合った指導監督体制」を整備するに値し、その必要があるとする主張に大蔵省（および自由民主党）、関係業界等が合意したのである。ノンバンクはこの主張の受け入れを強制された。たとえば、大口の与信主体であっても、総合商社にはこのような「取扱い」は適用されなかった。

ノンバンクのCP発行による資金調達をめぐる政治過程は社債市場の規制にかかわるより大きな流れの一環であり、CP市場をめぐる政治過程もより一般化して考察する必要がある。

VI. 国内公募社債市場の「空洞化」にみる「金融制度改革」の政治経済学

ノンバンクのCP発行による資金調達をめぐる規制の推移は、より大きな金融制度改革と呼ばれる金融規制の推移の一環であり、規制の推移を条件づける政治経済学的要因は共通である。このため、ノンバンクのCP発行による資金調達をめぐる規制の政治経済学的分析のためには、金融制度改革全体にまで視野を広げる必要がある。ここでは、その一部である1980年代以降の国内公募社債市場に焦点を合わせて金融制度改革の政治経済学的分析を試みる。⁴⁵⁾

証取審[1986]

1980年代には「国内公募社債市場」が実質的に「空洞化」し、「空洞化」対策が緊急の政策課題となった。国内の社債市場に対して表明され続けた発行企業の不満と、その結果である国内公募普通社債市場の長期的縮小傾向と「空洞化」に対応することを目的として、1985年5月に証券取引審議会公社債特別部会の審議が始まり1986年12月に報告書「社債発行市場の在り方について」(証取審[1986])が提出された。

背景となった「国内公募社債」の発行状況の惨状は次の3点に要約できる。

- (1) 公社債市場の過半は金融債であり、次いで国債が大きな比重を占めた。1985-89年の5年間の合計で、それぞれの比重は51.5%と31.1%、合計82.6%であった。
- (2) 事業債の比重は一貫して小さく、絶対額で見ても、事業債の発行は減少傾向にあった。1981年、1985年、1989年で、それぞれ1兆2,690億円(4.5%)、9,435億円(2.0%)、7,290億円(1.1%)であった。
- (3) 事業債の大きな部分を電力債が占めた。1981年、1985年、1989年のそれぞれの比重は73.4%、59.1%、95.1%であった。戦後一貫して電力債とともに事業債の中で優先的な取り扱いを受けたNTT債、

第1表 証券取引審議会報告『社債発行市場の在り方について』にともなう改善措置の概要

項目	改善措置の概要
1. 有担原則の見直し	<ul style="list-style-type: none"> ・無担保社債・転換社債の適債基準の緩和 ・財務制限条項の見直し ・格付制度の充実
2. 起債の仕組みの改善	<ul style="list-style-type: none"> ・プロポーザル方式の導入 ・随時発行方式の導入
3. 引受業務の在り方	<ul style="list-style-type: none"> ・幹事持ち回りの解消
4. 社債の多様化の推進	<ul style="list-style-type: none"> ・年限、商品性の多様化等
5. 発行市場の裾野の拡大	<ul style="list-style-type: none"> ・担保付普通社債・転換社債の適債基準の緩和等
6. 私募債の位置付け	<ul style="list-style-type: none"> ・私募債市場の自由化
7. 受託業務の在り方	<ul style="list-style-type: none"> ・社債法の改正
8. 社債発行限度の見直し	
9. コマーシャル・ペーパー	<ul style="list-style-type: none"> ・国内コマーシャル・ペーパー市場の創設

(出所)『大蔵省証券局年報』1987年版54頁。

KDD債という旧公社のものを除くと、その他の「一般事業債」は実質的に日本の市場から消滅してしまった。

「空洞化」の原因を、ユーロ円建普通社債発行企業に対するアンケート調査で見ると、「発行手続きが簡略」「発行条件以外の社債仲介手数料等費用」が高い比重を占めた。⁴⁶⁾

債券投資需要が国内に存在しなかったわけではない。次の2つの観察事実は、債券投資需要の強さを示唆する。(1)日本企業が海外で発行する債券の多くが日本の投資家によって取得されていた。⁴⁷⁾(2)アメリカ国債をはじめとする海外債券に対する投資が日本政府の政策による制限の緩和とともに1985年のプラザ合意以降著増した。

第1表は証取審[1986]が提示した「改善措置の概要」である。証券取引審議会の特別部会であるから、あらゆる「改善」のために有効な「措置」のうち、「関係者」(あるいは、意思決定過程の「インサイダー」⁴⁸⁾)が大筋においてその実現に強くは反対しないものが網羅されているはずである。ちなみに、その最後に掲げられた「国内コマーシャル・ペーパー市場の創設」は、前述の如く、間もなく実現した。

2度目の貸金業法改正が実現した1992年6月19日に金融制度改革関連法(「金融制度及

び証券取引制度の改革のための関係法律の整備等に関する法律)が成立した。⁴⁹⁾数年間にわたって華々しく展開された「金融制度改革論議」の結果として1991年の初夏に提出された2つの報告書(証取審[1991]と金制調[1991])に基づくものである。

国内公募社債市場の空洞化およびそこに象徴される資本市場の利用者からの強い不満を背景に、戦後日本の金融・資本市場を特徴づける業種・業態間(「業際」)に横たわる垣根を本格的に見直すという期待(多くの利害関係者にとっては「危惧」)を抱かせながら進められたために、この時の「金融制度改革論議」はかつてないほどの広い関心を集めた。とりわけ「業際」を象徴し、これまでたびたび「紛争」の種となってきた銀行と証券の間に存在する垣根、その中心である証券取引法第65条が、正面から実質的な見直しの対象となるかもしれないとの期待と危惧があった。「バブル経済」の崩壊とともに日本の株式市場での資金調達が困難になり、同時に海外市場での日本企業の債券発行が困難になるなど、国内公社債市場の整備に対する要求がより強くなって、「改革」はようやく実現した。しかし、子会社方式による相互参入というきわめて限られた形式での垣根の見直しにすぎなかった。⁵⁰⁾

証取審 [1977]

証取審 [1986] の約 10 年前に出された報告書 (証取審 [1977]) に注目しておく。7 名の大学教授 (6 名の経済学者と 1 名の法学者) のみによって構成された証券取引審議会基本問題委員会が 1977 年に提出した「望ましい公社債市場の在り方に関する報告書」である。重要な点は、証取審 [1986] の基本的な考え方と提案された改善措置が、より鮮明な形で証取審 [1977] に示されていたことである。その後の 10 年間、報告書の結論は放置された。⁵¹⁾

証取審 [1977] は、冒頭で「国民経済的観点から見て今日最も重要なことは、現在の公社債市場に見られる不必要な制約を取除き、自由で開かれた市場を形成し、そこでの有効な競争を通じて公社債市場の拡大と深化を図ることである、というのが本報告書におけるわれわれの基本的な考え方である」と宣言し、次の如く続ける。

「国債・地方債等の増大、金融資産・負債に対するニーズの多様化、流通市場の拡大、国際化の進展など、最近における公社債市場の展開は目覚ましいものがあるが、公社債市場の制度・慣行は必ずしもこのような客観情勢の変化に合致した動きを示してきたとはいいがたい。」

「空洞化」とも表現される 1980 年代の国内公募普通社債市場の状況と、これを象徴とする公社債市場全体に対する利用者の各種の不满が山積する状態は、1977 年当時すでに深刻な問題の源として認識されていた「制度・慣行」が、依然として「問題」の根底に横たわり続けることにより生み出されていた。

「問題」の根源と認識され続けた「制度・慣行」の改革が遅れるメカニズムと力学

さまざまな「問題」の根源と認識され続けた「制度・慣行」が、なぜ「問題」を解決する方向へ変革されなかったか。たとえば、次の 5 つの疑問である。

(1) なぜ空洞化の進行を放置したのか？空

洞化が進行してもかまわないと考えたのか？

(2) 空洞化のおそれが現実化する段階になってようやく動き出したとすれば、それまで動き出せなかった理由は何か？

(3) 動き出しても、十分な対策を講じられない理由は何か？

(4) 資金の需要者である発行企業と供給者である投資主体 (機関投資家) の双方に国内発行市場の利用に対する強い需要があるにもかかわらず、「制度・慣行」がその利用を実質的に妨げている理由は何か？また、妨げることが可能なのはどのようなメカニズムによるのか？

(5) 国民経済的観点から見た望ましい変革の方向性が示されているにもかかわらず、その方向への変革が進まないのはなぜか？

「制度・慣行」が問題視され、変更すべきだとする意見が表明され続けたにもかかわらず、ほとんどそのままの形で維持されたのは、その「制度・慣行」の存続を強力に支持し、その維持に努力する経済主体 (グループ) が存在し、それを可能にしたメカニズムが用意されていたためである。たとえば、「銀行が反対したから実現しなかった」という回答は、「なぜ反対の意向を実現できたのか？」という設問につながる。社債市場の発展を阻害する「制度・慣行」の変更が自らの利害に反するとしても、変更を阻止する直接的手段を銀行 (個別銀行はもちろん、銀行全体としても) が保有していたわけではない。

「すべては大蔵省の政策だから、大蔵省の意向だ」というのは、真理の一面にすぎない。研究会を組織しメンバーを選任した大蔵省が、7 名の大学教授のみの研究会が社債市場の基本問題について検討することの帰結が証取審 [1977] と大きく異なると予想したとは考えられない。また、提出される報告書の内容が容易に実現可能だとも予想しなかっただろう。2 年程度で交替する大蔵省の代々の担当者の方針が一貫しなかったとしても、証取審 [1977] と同

様の認識を有した官僚が大蔵省に存在し、「問題」の明確化を狙って研究会を組織し、前方に横たわる困難と「棚上げ」することに対する不評を覚悟の上で報告書の取りまとめを強行したと考えるのが妥当だろう。つまり、「問題」への対応を阻む強力な勢力が大蔵省の内外に存在したのである。

国内公募普通社債市場の「空洞化」を生み出したメカニズムについて検討した三輪[1993]第1章の結論は次の4点に要約できる(62-63頁)。

- (1) 多様な利用者の膨大な不満や制度改善要求は密接に関連するものとして取扱われた。このため、1つの「制度・慣行」の変更によって自らの利益を侵害されると判断するグループは、変更反対し、変更の際にその代償の提供を主張した。たとえば、自らの利益の増進につながる別の「制度・慣行」の変更の同時実現を事実上の交換条件として要求した。交換条件の提示は、それによって利益を侵害されるグループを「制度・慣行」の変更反対する側に引き込む効果を持つ。重要なことは、交換条件や交渉の対象となりうる具体的な「制度・慣行」が社債市場に限定されず、証券市場一般、さらには金融・資本市場全般に広がるという点である。「金融制度改革」などという広範囲にわたる「制度・慣行」が検討対象になるケースでは、この傾向がいっそう顕著になる。検討のための委員会には各「関係業界」の代表が入り、各業界に業界として(各企業の意見ではなく、業界内で調整したもの)の意見を表明する機会が与えられるのが通例である。水面下、あるいは非公式の場でのさまざまな交渉、利害調整、「根回し」が行われ、それらの方が審議会・調査会での審議以上に実質的な役割を果たすという見方が有力である。
- (2) 現行の制度決定メカニズム(「制度改革」方式)の下では、交換条件を提示して交渉することが可能な主体とそれ以外の主

体との間に明確な境界ができ、インサイダーとアウトサイダーとがはっきりわかれる。アウトサイダーの利益を交渉の場で直接実現する手段は存在しない。公社債市場では、そのユーザーである発行体と投資家はアウトサイダーである。

- (3) 制度やルールの設計を含めて、民間の経済活動への政府の干渉は、消費者の利益の増進を第一義的に考えて行われているとする経済学の伝統的な政策観は、実質的に無視された。金融債を除けば、中央政府が資本市場での最大の資金調達主体であったし、調達を担当する部局と金融・資本市場を所管する部局がほとんどすべて同じ役所(大蔵省)に属した。調達主体は市場金利以下での資金調達を望み、スムーズな調達を実現するために銀行を中心とする金融機関の協力を一貫して望んだ。(CPとの関連で話題になる租税特別措置法を所管する主税局も大蔵省の一部である。)
- (4) 日本の政府、とりわけ現業官庁と呼ばれる部局には、市場メカニズムに対する不信感(および無理解)と統制的システムに対する選好(偏愛?)が伝統的に根強い。この伝統的な選好と、政策当局者の「ことなかれ主義」が、「制度・慣行」の変更、とりわけ自由化の方向への変更を遅らせた。他の多くの分野と同じく、金融・資本市場に関連する産業分野でも、特定の業種を特定の局、課が所管して監督するという現業官庁システム(「タテ割り行政」)が採用されている。このシステムの下では、(1)業界の「秩序の維持」と発展を第一義に考え、(2)業界の外側からの「圧力」に対して必要に応じて対応し、適応を促し、さらにそれらのための手段を容易にするなどの形で、所管課は所管業種に属する企業と業界全体の利益を擁護する強い傾向を持つ。金融・資本市場では、この一般的な構図が、次の3つの理由からより鮮明に現われる。
 - (1) 業際の「垣根」によって区切られる特定の市場とそこを活動領域とする企業群と

- が1対1に対応し、活動領域の管轄と業界の管轄とが対応していることにより、「所管」の意味が強力である。⁵²⁾
- (2) 多くの分野で免許制を典型とする強力な参入規制が行われ、市場への参加（たとえば、証券の取扱）とそこで活動する業界への参入（たとえば、証券会社の設立）が同時に強く規制される。
- (3) 相互に密接な代替関係にある関連産業分野のほとんどが、局、部、課は異なっても、大蔵省という一つの官庁の所管に属する。この構図の下では、消費者の利益のみならず、大蔵省所管業種以外の業界に属する企業の利益を直接実現することは容易ではない。⁵³⁾

ノンバンクのCP発行による資金調達の場合上の図式にノンバンクのCP発行による資金調達を位置づけると次のようになる。

ノンバンクのCP発行による資金調達の影響を最も強く受けるのは都市銀行を代表とする金融機関である。銀行（とりわけ都市銀行）にとって、ノンバンクは大口融資先であると同時に、融資業務で競合する。さらに、CPによる資金調達を積極的に利用すると予想されるノンバンクの多くは、銀行のグループ・ノンバンクと競合する。⁵⁴⁾

ノンバンクのCP発行による資金調達は都市銀行の利益にもっとも強く反した。そのうえ、他の「金融機関」にとっても自らの利益に合致しなかった。また、資本市場利用者の中におけるノンバンクの発言権は未だ相対的に小さかった。結果として、ノンバンクのCP発行による資金調達にとどまらず、ノンバンクが強く望むCP市場そのものの「解禁」は緊急の検討政策課題として浮上しなかった。

CPに先行して検討課題となったのが事業債を含む公社債市場の発展を阻害する要因の除去であった。ノンバンクを含む事業会社の社債発行による資金調達は、銀行等の融資と直接競合する。しかし、事業債市場の発達は、とりわけ

設備資金供給の比重が高かった長期信用銀行や信託銀行の利益に反するとしても、短期資金供給の比重が高い都市銀行や証券業務の拡大につながる証券会社は自らの顧客企業の需要へのよりよい対応を可能にするとしてむしろ歓迎した。このようなインサイダー間での利害の対立が公社債市場の発達の政策的取り扱いが長期間にわたって「金融制度改革」論議の中心に位置し続けた理由である。

長期資金市場に焦点を合わせた公社債市場にかかわる制度改革論議に決着のメドがついた段階で、ようやく中期・短期の公社債市場に目が向くようになり、同時にCP市場が話題となった。この頃には、幅広いユーザーの要求を無視してCP市場の創設を先送りすることに対する批判が強くなり、都市銀行が強く反対したとしても他の金融機関や大蔵省（および自由民主党）の同調の確保が困難になっていた。CP市場が創設され、ノンバンクのCP発行による資金調達が最後に残された。ノンバンクのCP発行「解禁」が時間の問題であるという状況下で採用された選択肢は、他の金融機関と同じく大蔵省の指揮監督下に入るという条件をノンバンクに課したうえで「解禁」することであった。この点に関しては、大蔵省（および自由民主党）およびすべての金融機関の利害が一致した。

CP市場の創設（とりわけ、そのなかでもノンバンクのCP発行による資金調達の解禁）は都市銀行の利益に強く反した。この件を含む、金融制度の見直し・改革のそれぞれの論点について、制度の見直しによって受ける影響の強さは「金融機関」グループごとに異なり、それぞれの「見直し」について最も強く影響を受けるグループを見つけることは容易である。重要な点は、そうだからといって、見直しを阻止する直接的手段をその金融機関グループが持ったのではなく、他の「金融機関」グループの協力を得ることにより、見直しを阻止し、あるいは遅らせたことである。ノンバンクのCPによる資金調達についても同様である。

貸金業法により緩やかな規制対象として位置

づけられたノンバンクは、「ノンバンク研究会」「ノンバンク問題懇談会」の検討と貸金業法の改正によって「インサイダー」の地位への接近が可能となり、同時に「金融制度改革論議」への参加資格を与えられた。「国民経済の適切な運営に資する」との文言が規制法の目的規定に挿入されたことに象徴される如く、「貸金業者は、単なる規制の対象としてではなく国民経済的にも意義のある金融業を担うものとして金融システム全体の中に位置づけられることとなった」(馬淵[1991] 60頁)。

ノンバンク研究会報告書が、ノンバンクのCP発行による資金調達について述べた「ノンバンクが…金融システムの中で明確に位置付けられ、それに見合った指導監督体制が整備されるのであれば」との部分、秩序維持にインサイダーとして協力し、ルールを順守することを条件にCP発行を認め、インサイダーとして受け入れることを宣言したものである。「CP発行による調達資金が貸付資金として利用されないことを確保するための所要の措置」に対する検討もこのような位置づけなしには始まらなかった。ノンバンク問題懇談会の中間報告の「金融機関に対する制度との整合性を考慮してノンバンクに対する指導監督体制について制度的な整備が図られることが不可欠である」との表現は、この条件に従うかぎりにおいて関連業界(他のインサイダー達)はノンバンクと大蔵省の折衝の結果に異を唱えないとの合意を宣言したものである。

こうしてインサイダーとして受け入れられたノンバンクは、制度改革論議参加者として他のインサイダーと同様の資格を得て、その後の制度見直しに参加することになった。同時に、大蔵省主導の制度改革論議の外側でも目的実現のための努力を継続した。1995年11月の行政改革委員会の公開ディスカッションへの積極的参加はその一環である。それぞれの時点で、与えられた制約条件の下でも最適な選択として「妥協」したのであるから、ORIXのようなリース会社にとって当面の目的の実現は次の目

標到達のための踏み台にすぎない。Big Bangが実現しそうな状況であった1995年に基本的な問題提起をするのは戦略としても自然であるし、Big Bangが宣言され「垣根」の撤廃が予見される事態になれば、従来の主張をより強調するのも当然だろう。まして、大蔵省の組織再編が行われ、金融庁が大蔵省から分離されたのであれば、「秩序」の意味、その維持の仕方も変わるはずである。「秩序維持」の基本的考え方と主導者を条件づける「秩序」が変化した可能性がある。⁵⁵⁾

最後に残る論点は、何が長期的に自由化を実現したかというものである。この点については節を改めて検討する。

Ⅶ. なぜ規制が緩和され、「自由化」が実現したか？

多くのカルテルや政府の規制と同様、「金融秩序」の安定的維持にとって最大の敵は市場の力である。「金融秩序」とその維持を基本目的とする金融行政を条件づけ、「自由化」を実現させた最大の力も市場である。多くの国々の多くの分野における規制と同様、日本の金融規制も有効なカルテルの実現・維持を目的として行なわれた。

もっとも、戦後を通じて、業界内部の「秩序」も極端に高いレントを発生させるほどは強力で維持されたわけではない。⁵⁶⁾

インサイダー・グループに属する企業(つまり、金融機関)が獲得するレントが安定した高水準にならなかった理由のうち、インサイダー・グループ間の利害調整にかかわるものの検討から始める。

大蔵省の金融行政の基本目的

まず、大蔵省の金融行政の基本目的に注目する必要がある。少なくとも戦後に関しては、具体的・明示的・明確な目的の実現に向けて積極的に「金融行政」が展開されたことはない。所管業種の安定と「秩序の維持」が基本的な目的

であり、そのための企業間の競争の制限、企業間の「格差拡大」の緩和、企業破綻の防止と破綻企業の「救済」、環境条件の変化への漸進的対応、関係業界間の利害調整などが基本的な関心事であった。

その範囲を超えて、たとえば、資金配分に介入して日本経済全体への資源配分の変更や経済成長への貢献などが意図されたようには見えない。所管省による指導監督が行なわれるという点では、金融行政は、他の多くの規制分野と異ならない。異なる点があるとすれば、関係業種の多くが免許業種であること、そのことの結果として「指導監督」が強力であったこと、さらに、産業全体が安定的に成長したことを反映して、業界間・業界内の秩序が比較的順調に維持されたことである。裁量権を行使してたとえば特定企業を極端に優遇するなどという積極的な行政介入は行われなかった。⁵⁷⁾ 大蔵省にとって、インサイダー間の利害調整を繰返しつつ、環境条件の変化に対応し、「金融秩序」を維持し続けることこそが至上命題であった。

さらに、日本の行政システムにおける意思決定の基本単位は課であり、大蔵省内はもちろん、大蔵省銀行局内、さらに大蔵省銀行局保険部内といえども、個別の所管課の意思決定により大きな単位の「意思」が自動的に優先されるわけではない。たとえば、生命保険業界と損害保険業界の利害が対立し、それぞれを所管する保険第一課と保険第二課の意向が対立したときに、保険部長や銀行局長、さらに大蔵大臣が対立解消に積極的に関与し、あるいは具体的「解決策」を提示し強制することは、あったとしても極めて稀である。各金融機関グループ間に存在する利害対立を反映して、大蔵省内部局間に同質の深刻な意見対立がつねに存在した。⁵⁸⁾

大蔵省の「金融制度改革」の核心は、ほとんどつねに、このような利害・意見対立の調整であった。環境条件の変化への対応過程を自らのグループにより有利な方向へ誘導することが「金融制度改革論議」における各グループの代表およびその代理人としての所管課の基本的な

役割であった。この意味で、各参加者は前向きかつ積極的に「水争い」に参加し続けた。⁵⁹⁾

各金融機関グループおよびそのメンバー企業にとって、「金融秩序」の安定的維持を前提とする「水争い」への参加は自らの利益に合致した。このことは、特定の金融機関グループあるいは特定金融機関が「水争い」への参加およびその継続への誘因を喪失して、非協力的となりさらに離脱の道を探るような事態の現実化を防ぐことが、大蔵省および各金融機関グループ、さらにそのメンバー企業の利益に合致したことを意味する。結果として、すべての面で「金融制度改革」はマイルドかつ漸進的であったし、「金融秩序」は安定的に維持された。大蔵省による関連業法に基づく行政権限の行使と税法上の優遇措置等の誘因の賦与は、「金融秩序」の安定的維持に配慮して行われたし、「金融秩序」維持への各金融機関グループおよびそのメンバー企業の協力は、最終的にはこれらの行政権限と税法上の優遇措置等の誘因によって担保された。

関係金融機関グループ数と各グループの企業数

しかし、各金融機関グループのメンバー数が多かったし、メンバー間の競争が有効に制限されたとはかぎらない。たとえば、極端な高金利に対する制限を除いて、金融機関の貸出金利はほとんど規制されなかった。また、異なる金融機関グループといえども「金融仲介機能」に関与したのだから、多かれ少なかれ相互に競合する関係にあった。都市銀行の融資は、長期信用銀行、信託銀行、生命保険などの融資と直接競合したし、証券会社が仲介する株式や社債の発行による資金調達とも競合した。資金調達でも、銀行預金は、金融債、貸付信託、生命保険と直接競合し、証券会社のMMFなどとも競合した。これらの要因は、「水争い」参加企業が獲得するレントを制限した。

1949年の貸金業法(旧法)、1954年の出資法、1983年の貸金業法(新法)、1991年と1992年の貸金業法の改正などのように、「混

乱」を契機とする政府のより強力な介入を求める世論あるいは政治の要請に対する大蔵省、およびインサイダーである各業界の反応も複雑であった。各業界は、金融機関の活動全体に影響しかねないため、特定の「金融機関」グループに対するものであっても、政府介入の強化を必ずしも歓迎しなかった。この点では大蔵省も基本的には同じであった。⁶⁰⁾しかし、インサイダーの強力な競合者にまで成長した貸金業などのノンバンクに対する規制強化を求める声は、都市銀行をはじめとする「金融機関」グループと大蔵省の双方が歓迎したはずである。それによって、「金融秩序」の安定的維持がいっそう容易になると同時に、有力な競合「金融機関」グループに対する規制（あるいは「監督指導」）強化によりインサイダーのレントを増大させるのである。

金融仲介が金融機関の基本機能である。しかし、金融機関以外の経済主体に金融仲介が不可能なわけではない。経済主体間の直接の資金融通、商社金融などの事業会社による資金供与や株式取得などは古典的な例である。さまざまなノンバンクの誕生・展開は資金融通（仲介）の多様な形態が次々と出現し発展したことを示す。さらに、大蔵省所管以外にも、郵便局や農協が存在したし、海外市場は古くから広く利用可能であった。⁶¹⁾このように見ると、大蔵省の所管する金融機関の範囲が広く、そこにかかわる金融市場のコントロール範囲がいかに広くとも、そのことによって金融仲介機能全般を管理下に置くことはできない。「金融秩序」が安定的に維持され、インサイダーにより多くのレントが生まれるほど、その外側、周辺に代替的な機能を果たす機関が生まれる。資金需要者の強い需要が供給を創出するのである。

1990年代後半の「日本版金融 Big Bang」に帰結する1990年代の「金融制度改革」の加速化は、レントの低下による従来型「金融秩序」維持に対するインサイダー金融機関の熱意の低下によるところが大きい。しかし、同時に次の如き環境条件の変化も影響した。(1) 消費

者意識の高揚とともに、「行政改革」「規制緩和」に対する支持が強まった。市場メカニズムに対する従来型のアレルギーが弱まり、民間経済への政府の積極的介入に対する信頼度が低下した。(2) 「水争い」への参加、協力を最終的に担保した業法等に基づく行政権限や税制上の優遇措置の付与等の誘因の賦与の有効性が弱まった。行政権限や誘因が弱まったと同時にその裁量的行使に対する制約が強まった。(3) 金融・資本市場の混乱にともなって、大蔵省と伝統的金融機関を中心にした「金融秩序」の維持を目的とした金融行政に対する信頼度が低下した。

経済成長とともに進行した富の蓄積、通信手段の発達、そして国際化の進展によって、「金融秩序」維持とともに発生するレントはますます低下した。Big Bang はインサイダーのうちの有力企業が、秩序維持に協力するよりも、秩序を破壊してより自由な活動の場を求めることにより大きな魅力を感じ出したことによって実現した。そのような企業の支持・協力なくして「金融秩序」の安定的維持の継続は不可能であった。同時に、そのような企業の支持・協力がなければ、「日本版金融 Big Bang」の宣言を大蔵省も決断しなかったし、決断したとしても実現できなかったはずである。

VIII. 結 語

日本における「銀行以外の多様な金融市場や金融機関」の未発達が「バブル崩壊」以後の不況と金融的混乱が長期化・深刻化する大きな原因となっている。「銀行以外の多様な金融市場や金融機関」の未成達は、長期間にわたる金融規制の帰結である。この意味では、現実に実施された金融規制は 'bad policy' であり、国民全体にとってきわめて高くつくものであった。⁶²⁾

いずれの国においても、規制は、「サービス」を供給する政府の活動である。供給する「サービス」は「公共財 (public good)」であり、国

民全体の厚生を増進させるものでなければならぬとすれば、戦後日本の金融規制はこの基準を満たさない。社債市場を機能不全に陥らせたし、CP市場を押しつぶした。銀行等の既存金融機関の地位を脅かす企業を圧迫した。金融機関の設定する金利に干渉し、店舗の新設などを制限した。長期間にわたってATMの夜間や週末の利用を不可能にした。

微細な点では相違があるとしても、最も基本的な点で以上の結論は日本特有ではない。「公共財」の供給を通じて国民全体の厚生増進に貢献する手段としてみると、いずれの国においても規制が望ましい機能を果たすことはほとんどない。アメリカ合衆国でも、最近に至るまでGlass-Steagall法が維持されたし、店舗規制や金利規制が存在した。⁶³⁾他の国々や他の産業でも同質の対応物を見出すのは容易である。

そもそも、「公共財」を供給して国民全体の厚生水準を向上させるために規制が行なわれるのではない。規制がそのようなものとして行なわれたことはない。欧米諸国においても、日本においても同様である。規制は、所得・富の再分配のために行なわれてきた。アメリカ中西部の乳牛や日本の養蚕の例のように、再分配が明示的なケースもある。カルテルの結成・維持・強制という形態を通じることもある。しかし、カルテルは安定性に欠け、カルテル結成を通じる所得再分配は信頼性が低いケースも少なくない。ここに政府が登場して、カルテルの安定度を高めて産業のレント保護に貢献する道が開ける。

日本の金融部門では、競争抑圧によるカルテルの安定・維持に政府が貢献した。長年にわたってノンバンク金融会社の活動を制約し、社債やCPの市場を機能不全の状態に置き続けた。1980年代後半に至るまでCP市場を「解禁」せず、さらに従来型のカルテル維持システムの下に組み込むまでノンバンクにCP市場の利用を「解禁」しなかった。

以上の事例研究は、民主制度下の市場経済における観察事実にかかわるものであり、分析用

具は多くの先進市場経済諸国で規制や立法の多様な事例の分析に用いられる標準的なものである。多くの国々で得られた標準的な結論に照らして、特殊・特異な部分は見られないという意味で、日本特有の事例ではない。

もちろん、日本のノンバンク金融会社の浮沈やCP問題の展開にかかわる以上の事例研究が、国、文化、時期を問わず、普遍的に観察できるという意味で、普遍的なものであるとまで主張するのではない。いかなる事例研究といえども、そのような普遍性を持つ結論には帰結しない。われわれは、この事例研究が、日本の立法と規制過程のメカニズムと力学、より一般的に political economy のダイナミクスの理解に貢献すると主張するものである。

1) この論文の作成にあたって ORIX 株式会社の宮内義彦、福島啓修、三浦寛、田海雅彦各氏をはじめとする多くの方々との協力を得た。この論文は、並行して作成した Miwa and Ramseyer [2002a] と相互に補完する関係にある。2002年8月に Seattle の University of Washington Law School で開催された Conference で報告した Miwa and Ramseyer [2002a] に対する参加者のコメントがこの論文の改訂にも貢献した。基礎となった研究に対して、東京大学大学院経済学研究科附属日本経済国際共同研究センター (CIRJE), the John M. Olin Program in Law, Economics & Business (Harvard Law School) および The Sloan Foundation から資金援助を受けた。

2) 後述の如く 1998年12月に削除された。

3) 後述の如く、著者の一人(三輪)がこの規定の見直し作業に実際に関与したことも関連情報の入手を容易にした。ORIXが見直しを強く求めた企業の代表であり、その作業を実際に担当したメンバーの協力もきわめて有用であった。記して感謝する。

4) 標準的な考え方については Stigler [1970], Peltzman [1976] を参照。Miwa and Ramseyer [2002a] では、「通念」に基づく文献を紹介したうえで、標準的な考え方に基づく分析をより明示的に展開している。より広く、日本の経済政策に関

しては、三輪・ラムザイヤ [2002] および Miwa and Ramseyer [2002b] を参照。

- 5) 行政指導は administrative guidance と英訳されることが多いが、これも誤解の源である。このため、われわれは、他の国々と共通の informal regulation あるいは informal enforcement を用いている。Haley [1991] が主張する如く、行政指導は「日本種の非公式運用 (informal enforcement) である。日本に特有のものではない。官僚の示唆、助言、指導、あるいは具体的指示による非公式運用はあらゆる法制度に共通であるのみならず、法の運用の最も典型的な形式である。」有名な Kenneth Culp Davis の *Administrative Law Treatise* からアメリカのすべての行政行為の 90% 以上が非公式のものであるとの推計を引用して、Haley は日本と同じくアメリカでもほとんどの非公式な行政行為は法的な再吟味 (judicial review) を受けていないとコメントしている (pp. 162, 227)。

同じく、法律の制定等の political economy についても日本が特殊・特異だというわけではない。たとえば、「製造物責任法における意図せざる革命」について論じた Epstein [1989] は、The Legislative Process に関する節を次のように書き出している。「法改正をめぐる戦いは不法行為法の改正に関わる論点の構造と分配に関わる政治に影響されてきた。それぞれの要因が重要な役割を果たした。以下の記述は、なぜほとんど役に立たない (ineffective) 改正しか実現しないか、なぜ実現した改正が失敗に終わった、あるいは失敗に終わりそうかという点に関する簡単な説明である」(p. 2220)。

もっとも、次のようなアメリカ人研究者のアメリカの現実に関するコメントは、日本人研究者を含む日本研究者の間では永らく注目されなかったし、受け入れられなかった。われわれは、日本は特殊だとの見方は、日本とたとえばアメリカの相違よりも、この点に反映される研究者の基本認識・研究態度の相違を反映していると考えている。

「役人や裁判所は誤る可能性があるし、能力がなかったり (incompetent) 不正を働く (abusive) ことさえあるという事実には法律家は注目する」(Brewster [1956] p. 484)。

「政府規制に関する文献の量は膨大であり、あ

らゆる論点を取り扱っているに違いない。しかし、『産業の行動に変化をもたらすか?』という規制に関わる最も基本的な設問はめったに取り扱わない。…おびたしい量の規制のための行為は、有効な規制の決定的な証示ではなく、規制しようという欲求の証示である」(Stigler and Friedland [1962] p. 1)。

- 6) この点に関して、詳しくは三輪・ラムザイヤ [2002] 第 II 章第 2 節を参照。
- 7) 印紙税法。額面 100 万円の手形は 200 円 (0.02%)、1,000 万円の手形は 2,000 円、1 億円の手形は 20,000 円の印紙税を支払う必要があった。ただし、額面 10 億円以上の手形に適用される 20 万円が上限であった。印紙税は社債にも適用された。
- 8) 法的な再吟味 (judicial review) が免除されたわけではない。
- 9) 1990 年 3 月 30 日成立、4 月 1 日施行の「租税特別措置法の一部を改正する法律」により、約束手形に係る印紙税の税率等の特例が新設され、一定の要件を充たす約束手形 (国内 CP) の印紙税が券 1 枚につき 5,000 円の定額税率に改められ、大幅に軽減された。本田 [1990]。
- 10) 金融業者の貸付業務のための社債発行等に関する法律 (1998 年法 107 号)。
- 11) LMMR [1990] pp. 435, 440.
- 12) LMMR [1990] p. 447.
- 13) ノンバンクによる CP の利用については LMMR [1990] p. 425 を参照。
- 14) 著者の 1 人である三輪はこのメンバーであり、この事案の主要な担当者の 1 人であった。
- 15) この事項の規制緩和に関する賛否両サイドの主張の具体的内容については行政改革委員会 [1996] 205-13 頁、この日の公開ディスカッションの概要については同 507-16 頁を参照。また、この件を含む複数の金融規制の緩和をめぐる論議の内容と雰囲気について、三輪 [1995] を参照。
- 16) CP などの利用にもっとも積極的であった ORIX のケースでは、解禁直後の 1993 年 7 月に国内 CP 発行枠を 3,500 億円に設定し、1995 年 10 月に 5,000 億円、1996 年 8 月に 1 兆円に拡大した。1996 年 3 月末の ORIX 単体の CP 発行残高は 2,521 億円、社債発行残高は 1,600 億円、直接調達合計額は 4,121 億円であった。この時点

- での負債合計 2 兆 9,908 億円の 13.8% であった。
- 17) 1998 年 6 月に廃止された通達「コマーシャル・ペーパー等の取り扱いについて」に対象 CP の条件規定があり、「1. 国内 CP」の 1. の (5) に「流通段階で遂行する証券業務にあっては、…証券会社又は国内 CP に係る証券業務につき大蔵大臣の認可を受けた金融機関が遂行する発行時における証券業務によって発行された国内 CP に限るものとする」とし、dealer paper 以外の CP の取り扱いを禁止していた。後述の如く、銀行や証券会社は「金融制度改革」という「水争い」の積極的参加者であり、金融行政の「インサイダー」の中心に位置した。このような金融機関にとって予め同意した大蔵省の意向に沿った行動からの逸脱のコストは禁止的に高い。
- 18) この時点で、約束手形の印紙税は、記載された金額が 10 億円を超えるもので 20 万円、5 億円を超え 10 億円以下のもので 15 万円であった。西原 [1996] 181 頁。ちなみに、当時の ORIX の CP の典型は、期間 3 ヶ月、券面額 50~300 億円であった。
- 19) 「約束手形に係る印紙税の税率等の特例」を定めた租税特別法第 91 条の 2 は「約束手形のうち、次に掲げる要件のいずれにも該当するものに係る印紙税…は、…1 通につき、5 千円とする」として 5 つの要件を列挙していた。その 4 号は「特定金融機関等が当該約束手形の買取り又は当該約束手形の買取りの媒介等を行うこととなっていること」と定めて、dealer paper でなければ CP のための印紙税の特例が適用されないこととしていた。さらに、「特定金融機関等」は同条第 2 項第 1 号で「政令で定めるところにより国税庁長官に届け出たものをいう」として事実上大蔵省が決定できるようにしている。注 17 で言及した「通達」の廃止に対応して、租税特別措置法のこの要件の第 4 号も削除された。ちなみに、租税特別措置法にはコマーシャル・ペーパーという表現は登場しない。
- 20) 「通達」の法的性質に関する行政法学者の標準的見解は 1980 年代初頭でも以下のようなものであった。「複雑膨大な機構を持つ行政組織が国民に対し全体として統一ある行政を行うには、上級の行政機関が下級の行政機関の権限の行使を指揮して、下級機関の実施する行政がマチマチになら
- ないよう、その内容を統一する必要がある。この機能を果たすのが通達である。」「通達はこのように上級の行政機関がその監督権の一環として下級機関の権限の行使について指図するために発する命令であり、下級機関の権限行使の指針となるものである。そのため、通達の効力は行政組織の内部にとどまり、上級行政機関と下級行政機関の間で効力をもつにすぎず、行政組織の外部に対しては法的性質を持つものではないと解されている」(原田 [1981] 39 頁、下線引用者)。
- 21) ただし、同法第 3 条が次のように定めたことにより CP も規制対象に含まれ、「登録を受けた金融会社等でなければ」CP による調達資金を「貸付資金」に利用できないことが明示された。「金融業者は、内閣総理大臣の登録を受けた金融会社等でなければ、社債の発行その他の政令で定める方法による貸付資金の受入れをしてはならない。」ORIX 等の主要なリース会社は「登録を受けた」。金融庁からのヒアリングによると、2002 年 3 月 25 日時点での登録社数は 64 社である。法第 6 条・施行令第 4 条は、「貸金業者としての登録を受けていないなど金融業者ではない場合」「資本または出資の額が 10 億円に満たない場合」などの 4 つの条件のいずれかに該当する場合は内閣総理大臣が登録を拒否しなければならないと規定している。
- 22) 津田実氏は法務省刑事局総務課長である。
- 23) 法務省刑事局のメンバーによる「時事法務解説」である(田宮 [1954] 4 頁参照)。
- 24) この法律を所管する大蔵省銀行局特殊金融課のメンバーによる上林 [1949] によれば「貸金業等の取締に関する法律」(1949 年法律第 170 号)は「インフレーションの進展に伴って所謂闇金融はまさに時代の寵児であった。そしてそれはディスインフレーションの経済下においても、深刻な金詰りによってその勢を弱めないばかりか、更に絶望的な進展を遂げて行く。殊に一般の金融機関から、資金の融通を受けることが困難な庶民階層や零細企業者の金詰りは、極めて深刻であって、これらの社会的弱者はややもすれば悪質な闇金融の犠牲となりつつある」という状況下で制定された。「旧憲法に基づいた従来の警察諸取締規則の失効により、貸金業等に対する取締は殆ど無規律の状態となり、僅かに、物価統制令第 9 条の 2

又は第10条による不当高価又は暴利の取締が行われるに過ぎず、これを正規の軌道にのせてその健全な育成を図るための法律は、皆無と云い得る状態であった。」当時、金融制度の全面的改革を意図した「金融業法」が研究されていたが、金融業法が再検討されることになり、国会への提案が見送られた。貸金業法もその一部として検討されていた。「無法律状態である貸金業者等を取り締り、且つ金詰りの深刻化に伴う不正金融を防止する必要性が、極めて強く痛感される現状に鑑み、差当りこの金融業法から独立して制定施行せらるるに至った」(1頁)という「応急的」なものである。この点を考慮して、上林[1949]は次のように結んでいる。経済が正常化し、「真に貸金業者の健全な運営と、契約者の保護のための性格を帯びた法律に進化する日の近からんことを切望して止まないのである」(3頁)。なお、「貸金業者の数は相当多数に上るものと思われ、その実態の明確な把握は極めて困難である」としつつも、上林[1949]は、全国でその数は数万人と推定している(1頁)。

- 25) 3月7日に衆議院に提出された出資法が参議院を通過したのが5月29日であった。衆議院で大もめにもめ、成立までに80日かかった。難航の主たる原因は、当時警視庁が取締の基準としていた日歩50銭の金利制限を30銭に引下げようとしたためである。「ヤミ金融取締も一緒に廃案にしましては、世論の非難攻撃を浴びること必至」という状況で、金利制限をめぐる議論が難航したのである。

自由党黒金泰美議員(元仙台国税局長)の次のコメントが残されている。「役人上りの代議士としてこういうことはおこがましいが、大体今の役人は汚職旋風に乗って少し増長している。もともと高金利を取締ることは自由党の政策にとって問題があるのに、これを単独立法にしないで、ヤミ金融取締りと結び付けて提出したことは無茶である。われわれとしては高利取締りだけなら廃案にしたいところである…。」

大蔵省も、「届出制をしいて検査権限を与えられても、実質的に取締る能力がなく、そのため再び保全や日殖のような事態が起れば、その責を問われるばかりであるから損だと尻込みした」。大阪の質屋業者が連日国会へ押しかけて陳情攻めを

行った。当時の通称は、「高金利取締法」であって、出資法ではなかった。この注は、週刊『金融財政事情』の常設欄である「新聞の盲点」のなかから選り抜きして整理編集した高木編[1980]の「もみ抜いた高金利取締法案の経緯を抉る(昭和29・6・7)」(103-110頁)と題した文章に基づく。

- 26) 第19回国会衆議院大蔵委員会(1954年3月9日)における植木庚子郎政府委員の提案理由の関連部分は次の通りである。「預金の受入れ等の受信業務につきましては、現在すでに各般の金融関係法規によりまして、行政庁の免許ないし認可を受けた金融機関以外の者がこの業務を営むことを禁止しているのでありますが、最近はこの面における脱法的な行為もいよいよ巧妙な手段がとられるようになりまして、取締りに困難を加えて参っておる実情であります。従いまして、この際預金の受入れ等の範囲について明確な規定を設ける等の措置によりまして、取締りに便ならしめ、もって金融秩序の維持をはかることといたしたいのであります」(下線引用者)。「預金の受入れ等の範囲」を明確化するための規定であり、この「明確な規定」により「取締りに便ならしめ」ることができると説明されたのである。しかし、法務・大蔵両省の制定実務担当者による津田法務省刑事局総務課長と河野大蔵省銀行局長はともに「明確な規定」だとは考えていなかった。

- 27) 第19回国会衆議院大蔵委員会(1954年5月7日)で自由党の黒金泰美議員は次のように発言している(議録第51号)。「…どうもこの法律というものもかなり当初の目的よりも広汎に及ぶおそれが多分にあるのじゃないか、こういう点まで十分に御調査の上で、なおかつそういうものまで禁止しなければならない、こういう確信を持っておつくりになられたかどうか、はなはだ疑わしいような気がするのであります。匿名組合なりあるいは株式相互金融の行き過ぎた広告を押えたいというような趣旨はよくわかるのではございますが、そのとばかりを食っている点がこの法律の中には各所に出て来る。少なくとも網を張ることが急であって、はなはだずさんじゃないかという点の一つの事例として私は今申し上げておるのであります。」法務省の津田氏とともに説明に立った河野通一大蔵省銀行局長は次のように答弁した。「なお条文につきましては、今御指摘のように、

この書き方は非常にはっきりしているとはいえません。私は長い間法務省とも相談しまして条文の書き方について研究したのでありますけれども、どうもこれ以上に、あらゆる方面から最も適当な書き方というものがどうしても頭の中に浮かんで参りません。従いましてこういうことになっておりますけれども、その規定の書き方が十分でないからというので、この規定をやめてしまおうということは私は適当ではないと考えております。」

28) 三輪[1993] 234-40 頁参照。

29) 橋本総理大臣が「日本版ビッグバン」構想を発表したのは1996年11月1日である。

30) 明示的な禁止規定が存在しないにもかかわらず無担保債が実質的に「禁止」されていた(より広くは、「起債基準」が有効に機能した)理由の1つは、証券業が免許業種であり、社債を含む証券の引き受け売上等の業務は証券業者にのみ許されるためである(証取法第2条第8項、第28条)。ノンバンクCPのケースと同様、「起債基準」という大蔵省が順守を求めたルールをdealersが重視したためである。具体的な法律によって「適債基準」を満たさない社債の発行が禁止されていたわけではない。1980年代の日本の社債市場は「空洞化」対策が喫緊の課題となるような悲惨な状況にあった。たとえば、三輪[1993]第1章を参照。

31) ORIXのケースでは、最初の国内無担保社債による資金調達には1993年11月の200億円である。1995年には6本で合計800億円、1996年には5本で800億円である。それ以前には、ユーロ円建普通社債が多く、さらに遡れば米ドル建普通社債を発行した。最初の社債は、1973年12月の米ドル建普通社債1,000万ドルである。とりわけ1990年以前の社債は海外子会社による発行が多かった。

32) 「CP市場の創設」に至る背景と経緯について、簡単には三輪[1993] 65-66 頁参照。

33) 前述の如く、この条件を満たさなければ、通常の約束手形としてたとえば券面額10億円を超えるCPには20万円の印紙税が課税される。

34) 『証券局年報90』59 頁。

35) もっとも、「バブル」の崩壊とともに、ノンバンク金融会社に対する規制強化の要求が強まったという環境条件の変化にも注意する必要がある。

1991年と1992年の2度にわたり、リース、信販などノンバンクに対する規制強化を目的として貸金業法が改正された。大手ノンバンクに対して土地や株式等にかかわる融資の大蔵省への報告義務を新たに課すものである。さらに、目的規定に「国民経済の適切な運営に資する」との文言が追加された。趣旨等については第V節を参照。

36) 河本他[1987]の言う如く、「『解禁』といっても、いままで法律で禁止されていたわけではなく、あくまで行政的に禁止されていただけである。」「CPを発行する側から見れば、CPは銀行借入れよりも面倒な手続きなしに、しかも低利で短期資金を調達することができるわけである。このため、わが国においてもCPの導入を望む声が産業界からあがっている。しかし、これが実現すれば銀行貸出と競合する恐れがあるので、これまで見送られてきた」(113頁)。つまり、「銀行貸出と競合する恐れ」がとりわけ銀行の強い抵抗を生み、このため「導入」が「行政的に禁止されていた」のである。

37) 1980年12月1日に新外為法が施行され、資本取引が原則自由になった(それ以前にも、資本取引が禁止され、行なわれなかったということではない。簡単には、三輪・ラムザイヤ[2002]第4章第5節を参照)。しかし、「日本企業の海外現地法人」の発行するCPの国内流通は認められなかった。いわゆる「CPの国内還流制限」と言われる規制の一環である。

第II節で紹介した「公開ディスカッション」のもう一つの論点は「居住者ユーロ円債の国内還流制限の緩和」であった。国内企業等がユーロ市場で発行した円建債券について、発効後90日間は日本国内の投資家の購入を制限している行政指導の緩和が1995年に話題になったのである。ここでも債券にかかわる規制の見直しがCPにかかわる規制の見直しに先行する。

1995年8月に非居住者ユーロ円債の還流制限が撤廃され、1996年4月に居住者ユーロ円債の還流制限期間が90日から40日に短縮され、同時に、ユーロ円CPの発行ルール廃止(国内持ち込みルールの実質的撤廃)が実現した。居住者ユーロ円債の還流制限の撤廃は1998年4月である。

38) 「証取法上の有価証券」を取り扱えるのは証券

会社のみである。

- 39) この決定に対する批判を含め、詳しくは河本他[1987]114-17頁を参照。
- 40) 証券業界や銀行業界などの関係業界の代表ではないという意味で「中立」という表現が用いられる。「中立」という表現にそれ以上の意味はないようである。「中立」が「国民経済的利益の実現を最重要視する」とか「ユーザーの利益を重視する」などの意味を含むようには見えない。
- 41) 新たにCPという概念を取り入れて法律を制定するという案はCPの早期創設が困難となることを理由に排除され、社債として取り扱うことは金融機関が取扱業者になれないという理由から排除され、約束手形として取り扱うとする残った案が採用されたといわれる。
- 42) 目的(第1条)に「国民経済の適切な運営に資すること」を追加した。従来、貸金業法の目的は「資金需要者等の利益の保護を図ること」であり、同法に基づく指導・監督権限も消費者保護の観点に限定されていたが、これを不動産融資等に対する指導・監督にまで及ぶようにしたものとされる。また、一定規模以上の貸金業者に事業報告書の提出が義務づけられた(第41条の2)。大蔵省の担当課(中小金融課)の馬淵課長補佐の解説によれば、「投機的土地取引等への融資といった国民経済的にみて不都合な問題を惹起しないようにするため、貸金業者の融資業務についても金融機関に準じた公共性等への配慮を求めた」改正であり、「国民経済の適切な運営に資する」との文言が入ったことにより、「貸金業者は、単なる規制の対象としてではなく国民経済的にも意義の在る金融業を担うものとして金融システム全体の中に位置づけられることとなった」(馬淵[1991]60頁)。

この頃、ノンバンクの「オーバー・プレゼンス問題」が話題となった。1991年3月末時点の融資残高を比較して、都市銀行の212兆円、地方銀行の117兆円、それに次いでノンバンクは98兆円で第三勢力であり、第二地銀、信用金庫、あるいは政府系金融機関などをいずれも凌駕したことが強調された。ここで「ノンバンク」とは、消費者金融会社、銀行系クレジットカード会社、流通系クレジットカード会社、信販会社、事業金融会社(不動産担保金融会社、抵当証券会社)、リース会

社、住宅金融専門会社の7業態の合計である。ノンバンク研究会[1991]も指摘する如く、その他にも、「メーカー系クレジット会社、手形金融会社、ファクタリング会社、ベンチャーキャピタル等の様々な業態が存在し、広汎な分野で活躍している。」関連して、三輪[1993]199-206頁を参照。

- 43) 第42条第1項は、「この法律を施行するために必要があると認めるときは、その業務に関し報告をさせることができる」とする。関連する付則第2条は、1992年の貸金業法改正の結果、当該報告は、「土地、株式等に係る貸金業者の貸付けの実態把握及び適正化を行い、貸金業者の業務の健全な運営に資するため必要最小限度において行わなければならない」となり、「株式等」が追加され、「貸金業者の業務の健全な運営に資するため」という目的が挿入された。
- 44) 残高制限の撤廃がその代表である。
- 45) より詳しくは、三輪[1993]序章および第1章を参照。
- 46) 『公社債月報』1991年4月号参照。ユーロ円建普通社債と国内公募普通社債の発行手続きを比較すると、以下のすべての面で海外市場の方が高い評価を受けた。(1)発行開示内容の程度、(2)発行届出書・目論見書の作成等の事務負担、(3)起債決定から発行までの所要期間、(4)財務制限条項の内容等、(5)幹事団・引受団の編成等、(6)受託会社または財務代理人の選定、(7)起債にメインバンクが関わっている度合い、(8)社債種類の多様性。このうち海外が特に有利と考える回答(2つ以内回答)は、(4)と(8)が46.4%で最も多く、(3)と(2)がそれぞれ39.3%と28.6%と続いた。
- 47) 海外で発行された分離型ワラント債のワラント部分の国内持ち込みは1986年1月に解禁になったが、西片編[1991]によれば、「これらの発行額の約7割程度が発行直後に国内に還流してきているといわれて」(140頁)いた。90日ルールと呼ばれる行政指導があり、発行後90日間は持ち込みが禁止されており(還流制限)、国内持ち込みが完全には自由ではない枠組みのもとですらこの状況であった。また、ヒアリングによると、多くの場合発行企業と実質的な投資家の双方が東京にいるため、実質的な交渉も東京で行なわれる

- ことも少なくなかった。
- 48) この表現についても、詳しくは三輪[1993]序章を参照。
- 49) 銀行法、長期信用銀行法、証券取引法などの15の金融関係法の改正および相互銀行法の廃止からなる一括法案である。法案の内容は、「銀行法をはじめとする金融に関する法律の一部改正として、(1)子会社方式による証券業務、信託業務への参入、(2)銀行等の本体での取扱業務、(3)共同組織金融機関の業務規則緩和等、(4)金融機関の健全性の確保等の4本、また、証券取引法等の一部改正として、(5)有価証券概念の整備、(6)公募概念の見直し、私募についての法整備およびディスクロージャー制度の整備、(7)新規参入の促進の3本、合計7本の柱に大別することが」(『金融』1992年4月号63頁)できる。
- 50) 証券業務の取り扱いに限定しても多くの疑問が浮上する。たとえば、銀行が証券業務を営む場合には証券取引法第65条の規定が障害になる。たとえば、商社や家電メーカーによる証券会社の設立はどのような取扱だったか？なぜ銀行による証券業への参入だけが焦点になったか？どうやら、事業会社による証券社の設立には前向きに対応する意向のようである。それ以前にそのような可能性は誰も考えなかっただろう。法律によって禁止されたのではないが、免許申請は受理されないと考えられていた。三輪[1993]「証券業務の取り扱いに関する19の疑問」(25-37頁)を参照。
- 51) 証取審[1986]を作成に参加した11人のメンバーのうち5名が1977年の研究会のメンバーであり、座長も同一であった。基本認識は同じであり、結論が放置されたのである。竹内[1987]は双方の委員であった人物による意見である。
- 52) たとえば、市場のルールを定める証券取引法が同時に証券業に対する規制の内容を定める。このため、関連諸問題に対する検討は、基本的にはすべて、証券局と大蔵大臣の諮問機関である証券取引審議会によって行なわれることになる。証券取引審議会や金融制度調査会のメンバー構成については、たとえば、三輪[1993]336頁の注(2)を参照。
- 53) 証券市場や証券業に関連する「制度」を改革して、銀行が自らの利益を実現しようとするれば、

銀行を所管する銀行局や大蔵大臣の諮問機関である金融制度調査会を通じて意向を表明するという「手段」が用意されている。しかし、事業債などの発行市場についてユーザーである非金融企業が同様の注文をつけるための方法となると、たとえば、通産省産業構造審議会産業資金部会などを通じる意見表明となるが、その有効性には大きな差がある。消費者や一般投資家の利益を実現するためのルートはさらに限られる。

- 54) もっとも、同様のことは、総合商社等の事業会社のCP発行についてもあてはまる。総合商社等は銀行等の大口融資先であった。インサイダーとしての地位の賦与は、大蔵省の指揮監督下に入ることと引き換えにインサイダーとしての発言権等の特権の賦与を意味するから、インサイダーの範囲の拡大を参加者がつねに歓迎するとは限らない。観察事実はノンバンクを組み入れるのはインサイダーの利益に合致するが、総合商社の組み入れはそうではないことを示唆する。
- 55) 大蔵省銀行局は1998年6月8日に「通達等の整理一覧表」を公表した。「一覧表」に含まれる膨大な数の廃止された通達および事務連絡のリストに、「コマーシャル・ペーパー等の取り扱いについて」(通達)と「コマーシャル・ペーパー等の取扱に係る留意事項について」(事務連絡)が含まれている。「一覧表」については、『金融年報別冊 事務ガイドライン集 平成9年版』(1998年、金融財政事情研究会)を参照。この時に租税特別措置法にかかわる制限も変わりdealer paper でなくても印紙税が券1枚あたり5,000円になった。この結果、ORIXの1999年3月末の国内CP発行残高8,271億円の68%がdirect paper になった(グループ企業であるオリックス証券を通じるものを含む)。ヒアリングによると、dealer paper の場合は、銀行の決算期越えのCPレートが高くなるというdealers側の事情による影響を受けるという弊害があったが、direct paper の発行でこのような影響がなくなった。
- もっとも、「貸金業者等のコマーシャル・ペーパーの発行に係る留意事項について」(事務連絡)も同時に廃止されたが、その内容は、そっくりそのまま、同日づけて実行された「金融監督等に当たっての留意事項について」(事務ガイドライン)

第三分冊：金融会社関係」の3-2-5に規定され、それまで同様、資金調達の使用が貸付金ではないことを証明するために、資金支払予定表やCP発行代り金の分別管理が義務づけられた。このガイドラインの関連規定は、2001年1月の「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」（通称：ノンバンク社債法）施行時に廃止された。

なお、ノンバンク社債法案の国会提出（1998年5月19日）に先行して、大蔵省銀行局長の研究会「ノンバンクに関する懇談会」が報告書を提出し（1997年5月16日）、出資法2条3項の廃止等を提言した。実態をみても、いまや200近い金融機関から融資を受けているノンバンクがあることや、銀行等の側も積極的に関連ノンバンクを活用して金融仲介を行っている等、出資法2条3項の禁止の趣旨自体が形骸化してきていることなどの理由によるという。たとえば、斎藤正和[2000]75-79頁を参照。

56) たとえば、1970年代以前の日本の貸出市場においても資金配分は競争的に行われていた。Miwa and Ramseyer [2001] を参照。

57) このようなことは特別なことではない。Coase [1964] はアメリカ経済学会年次総会の規制にかかわる session の諸論文に共通の主張を次のように要約して、同意しつつ満足の意を表明している。「規制委員会が行なおうとしていることを見出すことは困難である。委員会がどのような影響を及ぼしているのかほとんど知られていないし、発見された時には、しばしば馬鹿馬鹿しい (absurd) ものである」(p. 194)。

われわれは、金融機関の「公共性」などという金融行政のキーワードに特別の意味があるとは考えない。「金融秩序」の維持が重要でありノンバンクを「野放し」にすることは「秩序維持」の障害となるという「世論」「通念」を追い風として、「公共性」を強調する「金融機関」の仲間に入れて「指導監督」を強めるべきだとの主張を大蔵省が展開した。大蔵省のこの主張は、各「金融機関」グループの利害と一致し、当時の「世論」「通念」とも合致する。年来の、貸金業は本来的に望ましい存在ではなく、厳しく取締り指導監督すべきだとの漠然とした「通念」が、議論に反映された。

58) たとえば、三輪[1993]第2章第1節を参照。

59) 「水争い」について具体的には三輪[1993]294頁を参照。「水争い」の影響は日本国内に止まるとは限らない。たとえば、1992年8月14日の『日本経済新聞』は、大蔵省が銀行系の海外現地法人の外債引受業務を制限している「三局指導」を年内にも撤廃する方向で調整に入ると報じた。これは銀行系の海外証券現地法人が親銀行の国内での影響力を利用して外債の引受幹事を獲得するようなことが起こると、証券系の海外現地法人の経営が圧迫されるから、それを防ぐために、1975年に銀行局、証券局および国際金融局の三局が取り決めたルールで、銀行局が窓口になって口頭で指導しているもの（行政指導）である。この見直しにも証券界の根強い抵抗があった。

1992年12月24日の『日本経済新聞』は次のような「三局指導」の撤廃スケジュールを報じた。私募債と一回あたりの発行額が100億円（外貨建債の場合は1億ドル相当）以下の公募債は1993年4月から規制を撤廃、100億円を超える公募債は発行企業の債券や種類に応じて三段階で規制を緩め、1997年度末には完全に廃止する。ようやくこの時点で、5年以上後の完全撤廃までのスケジュールが公表されたのである。

60) 資金配分を管理し、特定分野への優先的資金配分を実現することへの要求には、とりわけ1960年代以前には、与野党を問わず少なからぬ政治家の支持があったし、官僚の間にも根強い支持があった。このような要求をまったく無視することができなかったことは、1951年7月に全銀協が融資自主規制委員会を発足させて不要不急融資を極力抑制させるという政府の施策に協力態勢を整えたことや、1965年7月に全銀協が「銀行融資に関する共同準則」を設けたことなどに象徴される（簡単には、三輪[1993]226-34頁を参照）。しかし、管理の強化には強い反対があった。さらに、高度成長期に一貫して政権を担当した自由民主党の基本政策が、「自由化」の推進、「高度成長」の実現、国際経済社会への積極的参画であった点にも注目する必要がある（詳しくは、三輪・ラムザイヤ[2002]、とりわけ第4章を参照）。さらに、先行する時期の政治の中心に位置した自由党の基本政策が経済統制の早期撤廃であった点にも注意する必要がある。（たとえば池田[1952]、

水田[1977]を参照。) 特定産業や企業グループに対する管理強化のための法律の制定は、具体的な「混乱」を契機とするより強い政府の対応を求める世論あるいは政治の要請を契機としてようやく実現した。

- 61) 1980年代に入る前には、海外市場での資金調達を含め銀行借入以外の資金調達はほとんど不可能であったとの誤解が一部にある。たとえば、Ito [1992] は企業は「1970年代半ば以前には銀行借入れ以外には資金調達の道がなかった」(p. 119)とし、Hoshi and Kashyap [2001] は、「銀行しか資金調達できるところがなかった」(p. 310)と主張する。しかし、たとえば、外資法による認可が必要であったとはいえ、現実には多くの資金が海外市場で調達された。詳しくは、Miwa and Ramseyer [2001] および三輪・ラムザイヤ [2002] 第4章第5節を参照。高度成長期の日本経済は資本不足であり、「優良外資」の導入はむしろ奨励された。たとえば、鉄鋼会社の世界銀行借款実現に向けて、国を上げての努力が行われた。これらの点を含め、1960年代以降の貸出市場を含む日本の資本市場にかかわる「誤解」の指摘と「通念」の批判についても Miwa and Ramseyer [2001] を参照。
- 62) たとえば、投資信託業や投資顧問業、venture capital の供給と調達を象徴とする株式市場をはじめとする資本市場などの未発達・未成熟の原因とその帰結についても同様のことがあてはまる。簡単には、三輪[1995]を参照。
- 63) 注57に引用した Ronald Coase の1964年のコメントを参照。

引用文献

- Brewster, Kingman, Jr. [1956] 'Enforceable Competition: Unruly Reason on Reasonable Rules?' *American Economic Review*, May.
- Coase, Ronald [1964] 'Discussion,' *American Economic Review*, May.
- Epstein, Richard A. [1989] 'The Unintended Revolution in Product Liability Law,' *Cardozo Law Review*, August.
- 行政改革委員会 [1996] 『光り輝く国をめざして (規制緩和の推進に関する第一次意見)』 行政管理センター。
- Haley, John Owen [1991] *Authority without Power: Law and the Japanese Paradox*. New York: Oxford University Press.
- 原田尚彦 [1981] 『行政法要論 (改訂増補版)』 学陽書房。
- 本田豊 [1990] 「CP市場の現状とルール見直しについて」『公社債月報』4月号。
- Hoshi, Takeo, and Anil Kashyap [2001] *Corporate Financing and Governance in Japan*. Cambridge: MIT Press.
- 池田勇人 [1952] 『均衡財政』 実業之日本社。
- 片岡義広 [1995] 「出資法と証券化をめぐる諸問題 (上) ——出資法の規制構造とリース・クレジット会社等の資金調達規制を中心に——」『旬刊 商事法務』No. 1381, 2月25号。
- 河本一郎・大武泰南 [1987] 『証券取引法』。
- 上林英男 [1949] 「貸金業等の取締に関する法律解説」『財政経済弘報』第129号, 6月10日。
- Kanda, Hideki [1991] 'Politics, Formalism, and the Elusive Goal of Investor Protection: Regulation of Structured Investment Funds in Japan,' *University of Pennsylvania International Law Review*, Vol. 12.
- Litt, David G., Jonathan R. Macey, Geoffrey P. Miller, and Edward L. Rubin [1990] 'Politics, Bureaucracies, and Financial Markets: Bank Entry into Commercial Paper Underwriting in the United States and Japan,' *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 139.
- 馬淵克美 [1991] 「貸金業規制法の一部改正について」『ジュリスト』7月15日号。
- Miller, Merton H. [1998] 'Financial Markets and Economic Growth,' *Journal of Applied Corporate Finance*, Fall.
- 三輪芳朗 [1990] 『日本の企業と産業組織』 東京大学出版会。
- 三輪芳朗 [1993] 『金融行政改革——「役所ばなれ」のすすめ——』 日本経済新聞社。
- 三輪芳朗 [1995] 「金融・資本市場の規制緩和」『証券アナリストジャーナル』12月号。
- 三輪芳朗・J. Mark Ramseyer [2000] 「政策金融と経済発展: 戦前期日本興業銀行のケース」『経済学論

- 集』第66巻第3号。
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2001] 'Directed Credit? The Loan Market in High-Growth Japan,' CIRJE-F-132, September, forthcoming in *Journal of Economics & Management Strategy*.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2002a] 'The Legislative Dynamic: Evidence from the Deregulation of Financial Services in Japan,' CIRJE-F-158, July, forthcoming in Daniel Foote ed., *Law in Japan*, University of Washington Press.
- Miwa, Yoshiro and J. Mark Ramseyer [2002b] 'Capitalist Politicians, Socialist Bureaucrats? Legends of Government Planning from Japan,' CIRJE-F-177, October, forthcoming in *Antitrust Bulletin*.
- 三輪芳朗・マーク・ラムザイヤ [2002] 『産業政策論の誤解: 高度成長の真実』 東洋経済新報社。
- 水田三喜男 [1977] 『おもい出——水田三喜男追想集』 水田三喜男追想集刊行委員会。
- 西原政雄編 [1996] 『図説 日本の税制 (平成8年度版)』 財経詳報社。
- 西片俊平編 [1991] 『図説 日本の証券市場 平成三年版』 財経詳報社。
- ノンバンク研究会 [1991] 『ノンバンク研究会報告書』 4月18日。
- ノンバンク問題懇談会 [1992] 『ノンバンクの融資業務のあり方について』 (中間報告書) 6月15日。
- Peltzman, Sam [1976] 'Toward a More General Theory of Regulation,' *The Journal of Law and Economics*, 19(2), August.
- 斎藤正和 [2000] 『出資法 (改訂版)』 青林書院。
- 証取審 (証券取引審議会) [1977] 『望ましい公社債市場の在り方に関する報告書』 (証券取引審議会基本問題委員会) 10月18日。
- 証取審 (証券取引審議会) [1986] 『社債発行市場の在り方について』 (証券取引審議会公社債特別部会) 12月12日。
- Stigler, George J. [1970] 'The Theory of Economic Regulation,' *The Bell Journal of Economics & Management Science*, 2(1), Autumn.
- Stigler, George J. and Claire Friedland [1962] 'What Can Regulators Regulate? The Case of Electricity,' *The Journal of Law & Economics*, October.
- 高木光雄編 [1980] 『金融財政裏面史』 金融財政事情研究会。
- 竹内昭夫 [1983] 「貸金業法批判」 『ジュリスト』 8月1日-15日号。
- 竹内昭夫 [1987] 「社債発行市場の在り方」 『商事法務』 1月25日号。
- 田宮重男 [1954] 「利殖機関の取締法立案の経緯」 『金融法務事情』 3月25日。
- 津田実 [1954] 「出資の受入、預り金及び金利等の取締等に関する法律」 『法曹時報』 第6巻第7号 (7月1日)。

(三輪) 東京大学大学院経済学研究科・
経済学部教授

(Ramseyer) Harvard Law School, Mitsubishi Professor of Japanese
Legal Studies