

2008年6月

名古屋大学高等研究院・全学初年時教育プログラム「学問の面白さを知る」

大きく変化する日本の金融 ー安心してお金を任せるには？ー

名古屋大学大学院経済学研究科教授

元高等研究院教員

家森信善（やもり のぶよし）

本日の講義の構成

1. 金融とは
2. 金融の重要性和難しさ
3. 経営者に安心してお金を任すには？
4. お金を自由に貸してもよいか
5. むすび

1. 金融とは？

「金融」の意味するもの＝

[大辞林 提供：[三省堂](#)]: 金銭の融通。資金の需要と供給との関係。金の流れ。

[大辞泉 提供：[JapanKnowledge](#)]: 金銭の融通。特に、資金の借り手と貸し手のあいだで行われる貨幣の[信用取引](#)。



ジュースを買って100円玉(お金)を支払うのも「お金の流れ」であるが、これは「金融」とは認識されない。
信用供与＝「お金の貸し借り」が金融の本質。

お金の貸し借りには、必然的に「貸す時点」と「返済を受ける時点」にずれが伴う。

つまり、返済は「遠い」将来のことであり、将来は誰にとっても不確実(リスク)である。



お金を貸す際に、「将来」の返済の可能性を判断し、返済してくれそうな人にだけ貸すべきである。

また、お金を貸す際に、返済の可能性が高まるように、相手に約束してもらうべきである。

(例1)隣席の人から1万円貸してくれと言われた

→誰か? : 高校時代からの友人・・・OK

＊彼の真面目な人柄を知っている

＊同じ名大生で毎日あう。

→お金の使途?

＊たまたま財布を忘れただけ・・・OK

→返してもらえないときの損害回復手段

＊実家を知っている。(親から取り立てる)

＊返済まで彼の新しいパソコンを預かる

(例2) 銀行預金

銀行にお金を貸していることになる。

→ 銀行が潰れればお金が返ってこない

＊ 銀行が約束を守ってくれるか？



判断材料：銀行の立派な店舗

金融庁や日銀の監督

預金保険制度などの国の保護制度

みんなの噂

2. 金融の重要性和難しさ

(1) お金の貸し借りの必要性

◎ お金が一時的に不足している人とお金が一時的に余っている人の間で、貸し借りをすることは両者にとって望ましい。

例) 若いときに働いて貯金(＝銀行にお金を貸すこと)をして、老後にその貯金の果実を受け取る。タンス預金しているよりも、老後に多くの消費ができる。

＊ 金利5%で100万円預ける

105万円(1年後)→155万円(9年後)→208万円(15年後)→307万円(23年後)→500万円(33年後)→608万円(37年後)→1040万円(48年後)

＊ 金利10%なら、1083万円(25年後)、49年後には1億672万円となる。

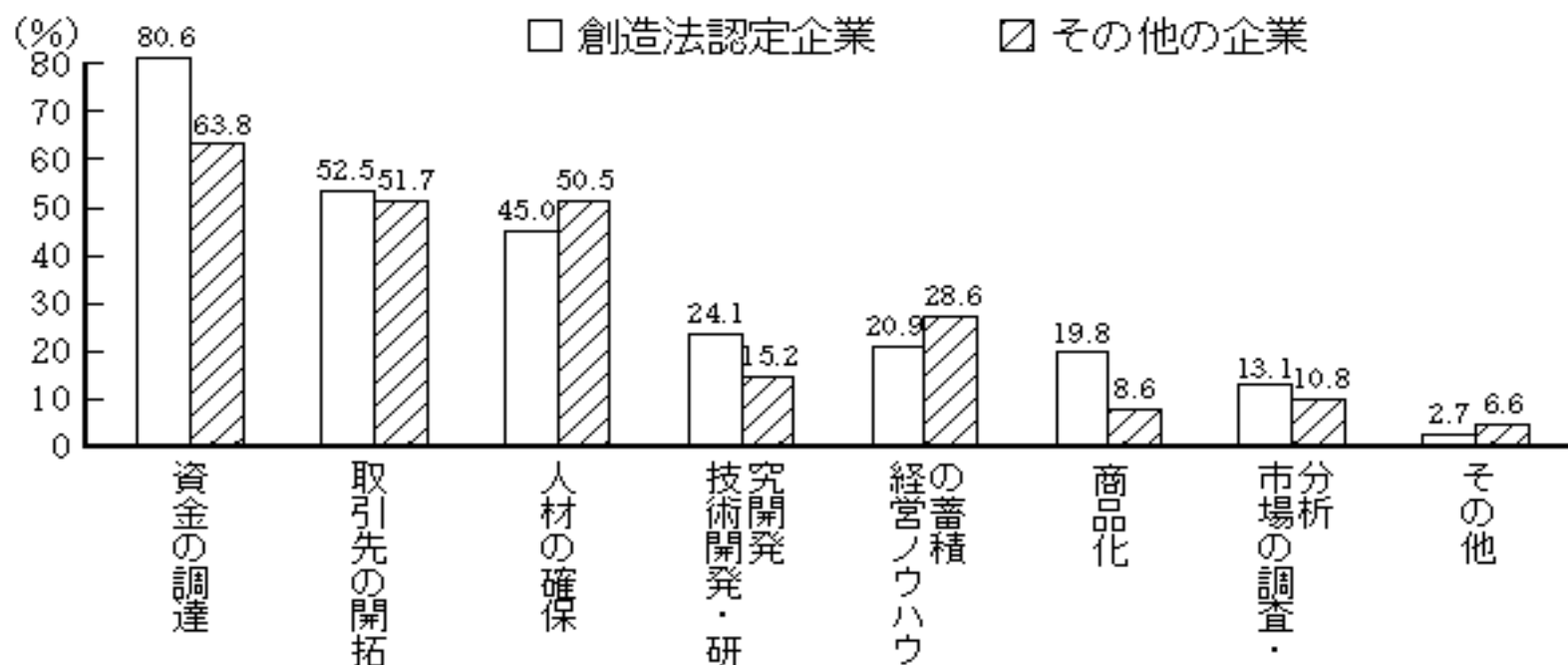
(実際の例) ヤフー株

1997年11月: 1株(200万円)を買って保有
→2006年4月: 5億4000万円!

10年で300倍!

＊ お金を借りる側にとっては、せっかくのアイデアもお金
 がなければ実現しない。銀行からお金を借りることで、
 金利返済を上回る大きな利益を上げることができる。

第1-7-22図 創業時の障害（創造法の認定有無別）



資料：中小企業庁「中小企業創造的活動実態調査」10年12月

（注）複数回答のため合計は100を超える。

「中小企業白書」1999年

(2) 安心できる仕組みの必要性

＊貸し手と借り手の間で貸出条件(金額、期間、金利など)について合意が必要。

→普通の財の取引でも、価格や商品の内容を交渉することがあり、大差ない

→金融取引が本質的に「難しい」理由は

◎金融は「将来の約束」だという点

→常に、約束が守られない可能性

(例 「今 10万円貸してくれれば、1年後に100万円を払う」という人にお金を貸すべきか？)

約束を守られない恐れがあれば、お金を貸す人は
いない。



お金を貸せなければ、有利に増やせない。

お金を借りられなければ、企業は生産を拡大したり、
新規事業を始めたりできない。



途上国で金融が発達しないのも、安心してお金を
貸せる仕組みがないから

約束が守られるようにするにはどうしたらよい
か？

→金融制度の発達そのもの！

＊ 約束を破れば、ペナルティを課す（例 刑務所にいれる）。

＊ 担保や保証人を要求する。

＊ 借り手のことをよく調べて、信頼のできる人にのみ貸し出す。（銀行のような審査の専門家の育成）



企業金融の分野での最近の制度整備もそうした工夫。
（次節で説明）

3. 経営者に安心してお金を任すには？ (1)コーポレートガバナンス

株式会社

＝大規模企業の経営には専門知識が必要
→株主が経営者に経営を委任する必要性



株主はお金を預けた経営者が株主のために
きちんと働いてくれるか心配する。

(あまりに心配だったら、誰も株主になろうとしない。すると、株式会社は持続可能ではなくなる。)

経営者が正直者で真面目な人なら問題ない！

→経済学者はそうした人は少ないと考える

→自分の利益を第一に考えるような人を前提に制度を作るべきだと考える。

(例) 経営者による不祥事の例は無数

- * 不要な豪華なオフィス

- * 友人への優先発注

- * ずさんな投資判断による損失

- * 怠惰

企業経営が簡単な時代には問題は小さかった。
(＝サボっていたらすぐにばれる)

しかし、激動の時代には迅速に経営者が判断
する必要があり、大きな自由度が必要。

しかも、経営者の責任なのか、環境の変化が
失敗の理由なのかもわかりにくくなる。



実は、経営者と株主といった企業内の関係だけ
ではなく、たとえば医者と患者、公務員と国民
など、代理人関係が存在する場合に直面す
る問題である。

どうしたらよいか？どうしているか。

- * 正確な成績の評価（会計情報の充実）
- * 内部統制システムの構築
- * 外部取締役や監査役の権限強化
- * 成果主義報酬（例 スtockオプション）
- * 任期の短期化（解職の圧力）
- * 損害賠償責任（株主代表訴訟）
- * M & A（企業買収）の脅威

→いずれも実際に使われているが、コストもかかり、模索中！

(2) ストックオプション

経営者と株主の利害を一致させる仕組み

経営者の報酬を株価に連動させる

→経営者は株価を上げるために努力

→株価が下がったときのペナルティが大きいと、優秀な経営者を雇えない。

→経営者のリスクを過大にしない工夫として、ストックオプションが考案された。

(日本では、1997年に解禁された)

ストックオプション＝将来、特定価格（権利行使価格）で自社株を買う権利を与える。

→株価が上昇すると、権利行使価格と市場価格の差額が儲けとなる。

→株が下落したら、「権利」なので、その行使価格で買わねばならないわけではない。価値はゼロにはなるが、マイナスにはならない。

- * 株価上昇のために経営者が努力するはず。
→経営者に多くのメリットを与えれば与えるほど、努力量は増すであろうが、結果として株主に残る部分が減る。
- * 一見、現金支払いを伴わないので安上がりに見える。しかし、株価（希薄化）を通じて支払っている。
- * 巨額の報酬になり得るので、不平等感が残る。

米ヤフーCEOの給与は年1ドル、ストックオプションに比重

【シリコンバレー＝村山恵一】米ヤフーは今後3年間、テリー・セメル最高経営責任者（CEO）の給与を年1ドルにすることを決めた。報酬はストックオプション（株式購入権）に比重を置く。CEOの1ドル給与はライバルのグーグルも採用している。

米証券取引委員会（SEC）に提出した資料によると、セメルCEOは2006—08年の給与が年1ドルになる一方、600万株のオプションを付与された。5月31日の終値31.59ドルでヤフー株1株を取得でき、仮に株価が2倍になれば、総額約1億9000万ドルの収入となる計算。ボーナスとして最大で年100万株のオプションも上乘せされる仕組みだ。

セメルCEOの過去3年間の給与は年60万ドル。米メディアなどによると、同CEOは過去3年間に1810万株のオプション行使で4億2900万ドルの収入を得た。
[2006年6月5日]

(3) M & Aによる規律付けについて

実力のある会社なのに、ダメな経営者だと株価が下がる



買収者は安い株を買い集めて、能力のある経営者に代えれば、業績が回復し、株価の値上がりが期待できる。



買収者に襲われて、首にならないようにするには、経営者を代えても簡単に株価が上がらない「優れた」経営を行っておかねばならない。

買収者が買収できるような制度にした方が経営者の緊張感は強まる。

→例：役員の任期を短くする

◎しかし、「悪い」買収者（企業価値を破壊する）もいる。

○高値での買い戻しを要求する

○企業をばら売りしてしまう



買収防衛策も必要

スティー爾・パートナーズ・ジャパン対 ブルドックソースの戦い(2007年夏)

2007年5月 米系投資ファンドのスティー爾・パートナーズ・ジャパン(SPJ)が、ソースメーカー最大手のブルドックソースの全株取得に向けてTOB(株式公開買い付け)を実施すると発表

○スティー爾はブルドックの発行済み株式の10・52%を持つ筆頭株主

○ブルドックは買収防衛策を導入しておらず、経営陣がTOBに反対した場合でも、対抗策は限られる。

○「スティー爾がTOBを仕掛けた明星食品の救済に日清食品が名乗りをあげたように、友好的な買収者(ホワイトナイト)の登場を待ち、売り抜けるのが目的ではないか」(業界関係者)との観測

○ブルドックの大株主は、スティー爾以外は、日本生命保険やみずほ銀行をはじめ、証券会社や銀行、親密な取引先などが占めており、スティー爾のTOBに賛同する勢力が多数派になるかどうかは不透明

(2007年5月17日 読売新聞より引用)

2007年6月 ブルドックソースはSPJによる株式公開買い付け(TOB)に対抗する買収防衛策を導入すると発表

ブルドックはTOB反対の理由として、〈1〉スティールはブルドックの企業価値を高める経営を行う能力を持たず、企業価値や株主の利益を損ねる。〈2〉TOB価格1584円は低く、情報開示も不適切。

防衛策の特徴は、新株予約権を発行する枠組みと発動の是非を株主総会の特別決議で承認を得る仕組みとしたこと。

特別決議は総議決権数の過半数の株主が出席し、そのうちの3分の2以上の賛成を必要とするなど高いハードルとなる。池田社長は「多くの株主の判断を仰ぎたい」と述べ、防衛策が経営陣の自己保身につながるとの見方を排除する狙いをにじませた。

(2007年6月8日 読売新聞)

2007年6月 SPJの対抗策

○ブルドックへのTOB価格上げ

SPJは、TOB価格を現在の1株1584円から1700円に引き上げると発表。

○訴訟

スティーラーは「株主平等の原則」に違反すると主張

2007年6月 ブルドック株主総会で防衛策承認

出席議決権の3分の2以上の賛成が必要な特別決議で、実際に88・7%の賛成を得た。

2007年6月 東京地裁、SPJ敗訴

スティー爾・パートナーズ・ジャパン対 ブルドックソースの戦い(2007年夏)

東京高裁決定は、スティー爾を「自らの利益のみを追求する**乱用的買収者**」と認定した。

ブルドックの**防衛策**は、株式に転換できる「新株予約権」を株主に無償で発行し、保有1株当たり3株の新株を交付する一方、スティー爾については予約権を現金で買い取り、持ち株比率を低下させる内容。

最高裁決定は、「特定の株主による経営支配権の取得で、**企業価値が損なわれる**ような場合は、その株主を差別的に扱っても直ちに株主平等の原則の趣旨に反しない」と判断。

今回の防衛策が、株主総会の80%以上の賛成を得て承認された点やスティー爾側に相応の対価を支払うことを評価、「株主平等の原則に反しない」と結論。

4. お金を自由に貸してもよいか 貸出金利の上限規制

規制がない自由な市場の方が効率的

= 借り手と貸し手の間で合意があれば、金利は自由に決めればよいのではないか？



実際には、金利に法律上の制限が加えられている。

* 2006年には、上限金利の引き下げがホットな問題となり、引き下げが実現した。

なぜか？

多重債務問題の深刻化

- 借入れ5件以上の債務者は約230万人※、これらの者の平均借入総額は約230万円
- 多重債務者は増加

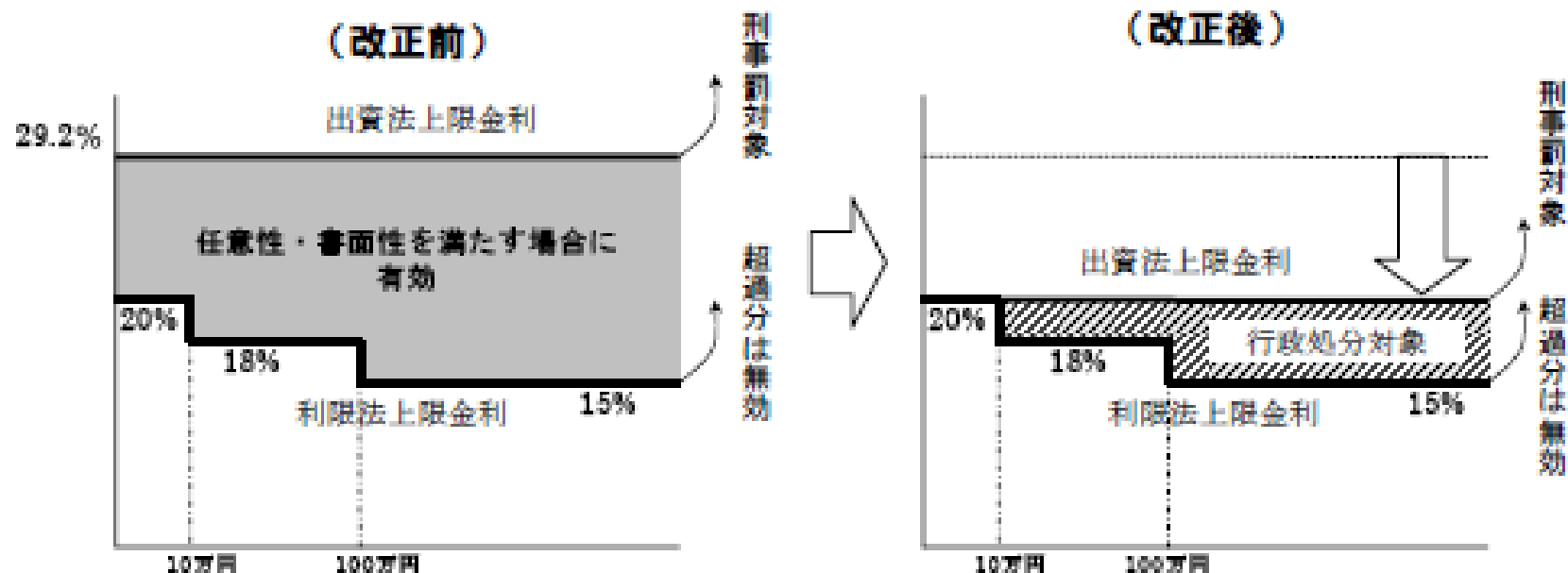
(関東地区の借入れ5件以上の債務者数は、平成10年:46万人→平成16年:57万人)
(いずれも全情連データ。)

※この数値には、調査時点において、リボルビング契約の契約者で残高のない者、既に自己破産して残高のない者を含む。

- 自己破産者は約18.4万人（平成17年）
（平成7年当時は約4.3万人）

(参考) 経済生活問題による自殺者は約7800人（平成17年）
（平成7年当時は約2800人）

グレーゾーンの撤廃と上限金利の引下げ



- 概ね3年後をめどに、貸金業法43条のいわゆるグレーゾーン金利を撤廃するとともに、出資法の上限金利（29.2%）を利息制限法の上限金利の水準（20%）まで引き下げる

借り手の方が金融業者に比べて、知識に劣り、
緊急の資金ニーズがある。(弱みにつけ込ま
れる可能性)

＝経済学が想定するような対等な交渉の結
果ではない。

一方、規制による弊害もあり得る。

○高くても返済できるのに、低い金利では貸し手が
貸してくれず、破綻してしまう。

○ヤミ金融などの横行が懸念される。

○消費者金融業界がダメになる

5. むすび

金融問題の本質は、将来の約束が守られるかどうかは不確かなので、お金を貸すのは難しいということ。

安心してお金を貸すための仕組み（金融制度）を模索しているが、ベストはわからない。

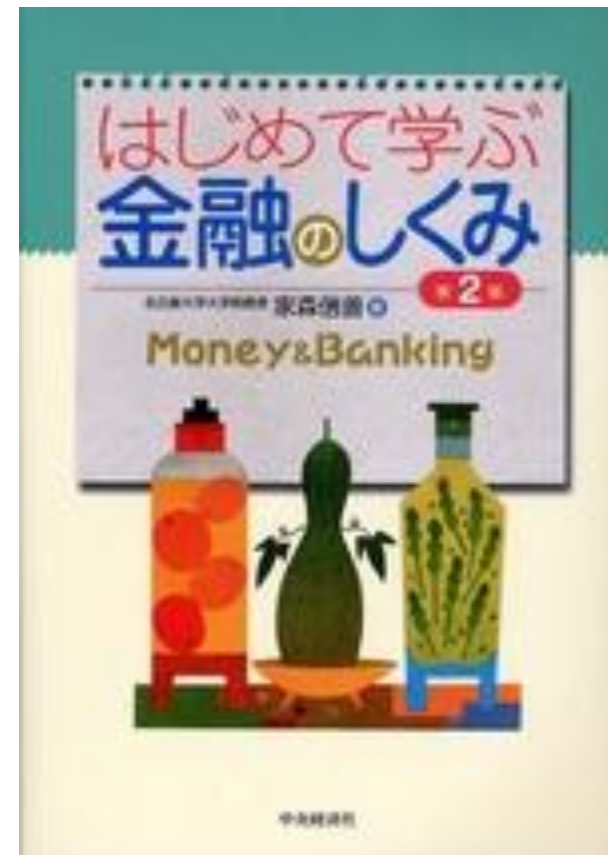


お金を貸す側だけでなく、借りる側にとっても、したがって、社会全体にとって重要な課題。

主要参考文献



家森信善 『図解 これだけでわかる日本の金融』東洋経済新報社 2006年。



家森信善『はじめて学ぶ金融のしくみ：第2版』中央経済社 2008年。