

# 金融システムと行政の将来ビジョン

豊かで多彩な日本を支えるために

日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会

2002年 7月12日

## 構 成

|                                                       |        |
|-------------------------------------------------------|--------|
| はじめに                                                  | ・・・ 3  |
| 第 部 将来ビジョン                                            |        |
| 1．生じている変化                                             | ・・・ 5  |
| (1)産業金融モデル                                            |        |
| (2)リスクからみた業態                                          |        |
| (3)金融システムの機能                                          |        |
| (4)環境変化による影響                                          |        |
| (5)誰のための金融システムか                                       |        |
| (6)改革の基本的方向性                                          |        |
| 2．新たなシステムでの各主体の位置づけ                                   | ・・・ 15 |
| (1)仲介機関（基本認識、ホールセール金融、リテール金融、機関投資家）                   |        |
| (2)企業                                                 |        |
| (3)個人                                                 |        |
| (4)行政（基本認識、システミックリスク対応、利用者保護、金融技術革新の先導）               |        |
| 3．公的金融の将来像                                            | ・・・ 26 |
| (1)郵便貯金と簡易保険（現状認識、改革の方向性）                             |        |
| (2)政策金融機関（現状認識、改革の方向性）                                |        |
| 4．アジアとの共生                                             | ・・・ 30 |
| (1)国際的・地域統合の視点（地域統合の意義、相互依存の深化）                       |        |
| (2)運用先としてのアジア（日本の金融業としての取組み、アジア企業にとっての東京市場、アジアクリアの展望） |        |
| 第 部 ビジョンへの架橋                                          |        |
| 1．不良債権問題と当面の行政対応                                      | ・・・ 34 |
| (1)不良債権問題の諸側面（総括的認識、企業の過剰債務、銀行の収益力不足、産業金融モデルの帰結）      |        |

- (2)デフレ克服のためのマクロ経済政策（金融政策中心に）
- (3)債務者企業の処理方針(処理が進まない原因、処理の種類と留意点)
- (4)金融検査（検査の甘さ厳しさ、自己査定の検証）
- (5)当面の監督行政（基本スタンス、公的資金、私的自治（経営の自己責任）への認識、破綻処理）

## 2．ビジネスモデル転換への留意点 ・・・44

- (1)基本認識
- (2)リスクに応じた金利設定（貸出可能な企業範囲の拡大、ガバナンス機能の向上）
- (3)リテールビジネスの充実(個人向け信用供与の特質、金融サービスへのアクセス、公共性のルール化、個人情報流通と保護)
- (4)金融仲介機能の分化（アメリカでの証券化商品・貸出債権市場の充実、証券化が進展しない背景、機能分化に向けた施策、機能分化の進展と人事・組織）
- (5)地域金融機関の課題（想定される将来像、協同組織）
- (6)預金取扱以外の仲介機関

## 3．資本市場の課題 ・・・54

- (1)日本版ビッグバンの検証（理念の先行、現実の変化、さらなる変化の兆し）
- (2)個人の投資行動（日米の投資文化、販売チャネルの意味、意識改革への取組み）
- (3)インフラの整備（取引制度・ルール、金融証券税制、会計・ディスクロージャー制度（エンロン事件の教訓）、国債市場の改革）

## 4．ビジョンに向けた行政の役割 ・・・62

- (1)規制の枠組み（参入・退出規制とセーフティネット、業務規制、ルール違反への対応）
- (2)金融行政組織のあり方（これまでの歩み、市場監視体制の強化、行政の姿勢）

## おわりに ・・・68

はじめに

この懇話会が意図するのは、柳澤大臣の問題提起を受け、時代の変化に適合した金融システム再構築の方向性を示すことである。グローバルイズされた経済の下、時としてリスクが顕在化する中で、経済発展を支える金融システムと金融仲介ビジネスの新たなモデルをどう実現していくか、大臣と各委員の間で熱心な議論が行われた。

懇話会の発足に際しては、予定調和的に金融行政の現状を追認するような人選は、大臣の強い意向により回避されたと聞いている。この結果、例えば現下の不良債権問題に対しても、銀行への追い詰め方が生ぬるい、施策のスピード感が足りない、国民に対する説明責任を十分果たしていないといった金融行政への忌憚のない注文が相次いだ。これに対する大臣のスタンスは、護送船団から脱した金融行政の転換に伴い、経営者の自由な創意工夫によって金融システムの基盤が強化されるはずであったのが、現実には必ずしもそうしたメカニズムが機能しているようにはみえず、その中で、行政としてどこまで関与すべきかという舵取りの困難さを伺わせるものであった。

将来の方向性についても、各委員が自らの発想の枠組みに従って率直に意見表明した。そこで重きを置かれたのは、経営や行政の意識や行動の変化だったり、資金やリスク配分の効率化のための環境整備だったり、公的金融のあり方だったりと実に多様だったが、ひと言に集約すれば、やはり市場機能を中核とする金融システムを指向するものだったといえよう。

また、研究者の立場からは、理論的整合性を満たし、一般的な方向性さえ示せばよく、具体的な現実はどう理論を適用していくかまでは注意を払う必要がないのかも知れない。だが、現場を預かる行政の責任者にとっては、その点の具体化こそ必要であることを、日々現実に向かい合っている大臣から指摘され、改めて再考を促される局面もあった。

現下の状況に対する万能の特効薬はみだし難いし、むしろ長期戦の覚悟でねばり強く取り組むべき課題も多い。だが、その場合でも、目標を見据えた戦略は不可欠である。経済構造改革や不良債権処理に伴う痛みがことさら強調される中、痛みを乗り越えた先の将来ビジョンを展望することは、こうした意味でも有意義と思われる。

この懇話会では金融庁が事務局を勤めたが、通常の審議会のように、事務局が議論の枠組みを提示するのではなく、各委員の問題意識に基づくレポートを基に運営するスタイルをとった。議論を重ねても各委員の認識や意見は必ずしも（論点によっては大いに）一致していないが、大臣の真摯な姿勢に応えるべく各々が努めた。

以下では懇話会における議論を可能な限り再現するが、あらかじめ全体を通じた考え方を概観しておきたい。

まず、基本認識として、日本の実体経済のリスクは増大している。キャッチアップ段階を終えて、世界経済のフロントランナーの位置にあるという意味でも、キャッチアップ段階で大きな役割を果たした既存産業の空洞化が進行しているという意味でも、対応しなければならないリスクそのものが増大しているとの前提に立つ必要がある。文明史的に言えば、不変の価値を持つ財やサービスの規格大量生産が有利かつ恒久的と考えられた社会から、価値そのものが多様で可変的な社会への転換を認識しなければならない。

そして、主として産業金融モデルにより担われているともいうべき既存の金融システムにおいて、増大する実体経済のリスクを支えきれないことははっきりしている。リスクを発見し、管理し、配分する金融システムは、価格メカニズムが有効に働き、円滑な資金配分を可能とする市場機能を中核としたものでなくてはならない。

この方向性に沿って、人為的政策的に産業金融モデル離れを生じさせることが、将来ビジョンの実現につながる。銀行のポートフォリオを構成する主要な資産である貸出が証券化され、従来の預金がそこへの投資に振り替わるプロセスが安定的に推移すれば、個人の金融資産構成やマネーフロー構造の変革を通じて、強靱で高度なリスクシェアリング能力を持った金融システムへと再構築される。もとより、個人が株式や債券、及びリスク管理の代理人である投資信託などに投資する流れも引き続き推進すべきである。

併せて金融行政側においても、これまでの業態ごとの規制枠組みを前提とした姿勢から、資金やリスクの仲介機関が担っている機能に着目し、豊かで多彩な日本の実体経済を支えるための環境整備に軸足を移していくべきである。

第 部では、将来ビジョン本体として、現在生じている変化を整理するとともに、新たな金融システムにおける仲介機関、企業、個人、行政を位置づけた上で、そこで公的金融の役割、アジアとの共生を展望する。

第 部では、ビジョンへの架橋として、不良債権問題の克服とそれを推進するための当面の行政対応、市場機能を中核とした金融システムに向けたビジネスモデルの転換や資本市場の課題、さらにはビジョンに向けた行政の役割に言及したい。

## 第 部 将来ビジョン

### 1. 生じている変化

#### (1)産業金融モデル

金融システムの将来ビジョンとして、まず、これまでのシステムにおける銀行中心の預金・貸出による資金仲介を産業金融モデル、価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介を市場金融モデルと便宜上命名した上で、両者の差異と、新たなシステムにおける両モデルの重要性や、果たすべき役割を展望したい。新たなシステムでは、もとより相対型の産業金融モデルも存続するが、市場金融モデルの役割がより重要になるという意味で、以下では、市場機能を中核とした複線的金融システムと呼ぶことにする。

現在の制度の基本が形成された時代には、経済全体として資本不足であり、政策的に重要と考えられる産業にいかん資金を供給するかが金融システムの課題だった。そこで資金仲介の大宗を担ったのは銀行であり、低利に規制された預金を集め、短期の運転資金のみならず、長期の設備投資資金も供給し、貸出先企業の株式も保有して、コーポレート・ガバナンス上も一定の役割を果たした。

銀行そのものが、長期信用銀行、信託銀行、普通銀行と区分され、普通銀行の中でも大企業向け都市銀行、中小企業向け地域銀行、さらに限られた地域を地盤とする協同組織といった分業構造と、それを維持する立地規制により、経営の安定が保証された。

銀行は、個々のプロジェクトの採算ではなく、企業全体の収益性や安定性を審査し、不動産などの物的担保を設定するとともに、いったん貸出を始めれば、その案件が完済しても長期に関係を保つのが通例であった。こうしたリレーションシップ・バンキングは、個々のプロジェクトの採算に関する銀行と企業の情報の非対称性を縮減する観点からも正当化された。

メインバンクである銀行は、企業業績が悪化しても、設備投資の抑制や人員削減などを条件に、金利減免や返済猶予により資金繰りを支援して救済した。こうした銀行による企業救済がリスクシェアリングの一形態だったといえる。また、破綻させざるを得ない場合でも、担保処分により投下資金の大宗は回収可能であった。

以上のような高度成長期の産業金融モデルの下での経営目標は、まず預金・貸出というバランスシートの量、行員数・支店数の拡大であり、収益追求は劣後した。量に収益が自動的についてきたといってもよい。また株式持合のみならず、行員の貸出先企業への派遣などにより、企業との長期安定取引を維持した。

80年代に入り、大企業を中心に資金需要が低下し銀行離れが進む一方、預金は流入し続けたが、その調達コストは金利自由化によって上昇した。そこで銀行は、資金のはけ口として不動産担保貸出に一層注力することとなった。大企業の資金需要の低下や市場調達への移行により、銀行の顧客として、相対的に優良な企業は減少することになった。同時に進行した金利自由化の過程で、信用リスクに相当するスプレッドを上乗せするのではなく、不動産担保への一層の依存により企業全体への貸出を信用補完する方向に傾斜したのは、資産価値下落の可能性がほとんど意識されていなかったことを示している。

## (2) リスクからみた業態

金融業は、リスクを取り、それを管理することによって収益を得る。銀行は、貸出先企業の信用リスクを取り、ポートフォリオとして管理し、利ざやを得る一方、資金の出し手である預金者にはリスクを配分せず元本・利子保証商品を提供している。信用リスクは、貸出が契約どおり返済されない可能性であり、その原因は、企業の経営判断の失敗だったり、景気や価格変動など経営の与件の変化だったり多様であるが、長期的経済環境として、日本の実体経済のリスクは増大している。日本は既に80年代までに、規格大量生産によるキャッチアップが成長の源泉だった時期を終えており、新たな価値の創造が成長に不可欠な、世界経済のフロントランナーとしての位置にある。また、キャッチアップ時代を担った既存産業の空洞化も急激に進んでいる。

こうした中で、銀行のリスク管理は、貸出先企業の分散だけでは十分でなく、いったん取った信用リスクを自ら抱え続けず、貸出債権を売却したり、証券化などによって他者に移転することが、今後ますます重要な手法となる。また、預金者も今春のペイオフ実施により、銀行そのものの信用リスクを分担することになった。これは、個人のリスクに対する認識や銀行経営の緊張感を高める意義がある。

証券会社は、市場における株式や債券の取引をブローカーとして仲介し、手数料を得るとともに、引受やディーリングでは自ら市場リスクを取っている。個人の資金を企業に供給する仲介機能としては銀行と同じだが、これまで株式は銀行により持合として保有されることが多く、個人が直接、市場リスクを取ることは限定的にしか行われていない。また、社債については長らく適債基準が続き、信用リスクの高い企業は市場を利用できず、銀行借入に依存するしかなかったことが、金融システムにおけるリスクの最適配分を困難にした。

フロントランナーに位置した経済の発展のあり方は、個々の企業が試行錯誤で有

望分野を発見する方式であり、そこで重要になるのはリスクを評価し、資金を供給する金融システムの役割である。銀行を中心とした産業金融モデルにおいては、旺盛な資金需要を持った成長産業がまず現われ、それに応じて銀行が借り手との長期的リレーションシップを形成し、貸出を伸ばして安定収益を得るといった枠組みが存在した。

一方、フロントランナーに位置した国では、市場を中心とする金融システムが試行錯誤を可能にするリスクマネーを供給し、その結果有望分野がみいだされて成長するという形で経済が発展するものと考えられる。そして、経営者を監視する厚みのある市場の存在は、資本の効率性を高める。収益を追求し、株主に還元しなければ市場に裁かれてしまう環境の下では、経営者は不断の効率化努力を余儀なくされる。一方、株式持合の下では、そうしたメカニズムは制約されざるを得ない。

日本版ビッグバンによって、市場の競争条件は整備され、会計基準の改革などと相まって株式持合も着実に解消しつつある。銀行の既存の貸出債権が適切に証券化され、従来の預金がそこへの投資に振り替わるとともに、株式、債券という資本市場本来の資金の流れを増大させることが、強靱で高度なリスクシェアリング能力を持つ金融システムにとって不可欠である。こうした中、証券会社にとっても、固定手数料体系の消滅に伴ってブローカー業務への依存から脱し、企業の経営能力や個人のリスク選好の的確な評価を通じた収益機会の拡大努力が一層重要となる。

保険会社は、災害や事故、人の生死や病気、景気や価格変動などの保険リスクを管理しつつ運用面で信用リスクや市場リスクを取っている。保険リスクへの対応は、政府としても災害対策や消費者保護、公的年金や医療、介護、失業保険などの社会保障政策として行っており、保険会社の役割は、これに並ぶものとして、個人のライフサイクルや企業のニーズに応じ、多様な保険機能を提供することにある。

民間ビジネスの対象となる保険リスクは、全体としてみれば顕在化する確率は安定的で、コストを加えた保険料を徴収し資金を準備しておけば対応できる。ただ、生命保険商品の多くには貯蓄部分も含まれており、そこで予定利率として利回り保証しているため、運用面で収益をあげねば赤字になってしまう。実際にも、生命保険会社は、保険料の上昇や契約内容の見直しにより契約高は漸減傾向にある一方、契約期間の長期性を反映して予定利率はほとんど低下しておらず、逆ざやを抱えた経営が続いている。このため、ALM（資産負債管理）に立脚した商品構成の見直し、販売体制の多様化やコスト負担構造の転換を、時間との戦いの中で推進していかなければならない。

また、損害保険会社も、商品設計や料率の自由化以降、個人や企業の抱えるリスクに応じた的確な価格設定能力が問われており、また、生保同様、代理店ネットワ



ークのコスト負担構造を転換していく必要がある。

このように銀行以外の業態も含め、規制により維持されてきた儲かる仕組みが消滅する中、リスクを的確に評価し管理する能力を高めることが、顧客の求める付加価値を提供し、それに見合った対価を享受する上で、共通の課題になっているといえよう。消費者金融や商工ローンは、これまで金融業界において必ずしも主流の資金仲介チャネルとして位置付けられてこなかったが、リスクを的確に評価し管理する仕組みを独自に構築して収益を上げる点は、今後の金融業の目指すべき姿勢であり、積極的に評価する意識の転換が必要である。

### (3)金融システムの機能

ここで、後の議論につなげるために、改めて金融システムの機能を整理しておきたい。既に言及してきたように、金融システムが担う基本機能は、資金仲介と決済サービスの提供であり、資金仲介においては非対称情報の縮減とリスクシェアリングである。

非対称情報の縮減、すなわち、資金供給に値する企業ないしプロジェクトをみいだし、そのリスクを評価する機能は、経済がキャッチアップ段階にあれば、比較的コンセンサスが得られやすく、むしろ主目的は資金供給後の執行過程のモニタリングにあるため、銀行中心の産業金融モデルが時代に適合的だったといえる。一方、経済がキャッチアップを終了し、何が資金提供に値するかが判然としない段階に至れば、情報の収集、チェックが多数の参加者により行われる市場金融モデルが望ましいと考えられる。

また、リスクシェアリングの機能については、預金者は資産価格変動の影響を受けない一方、証券保有者は資産効果を通じて景気変動を増幅させる可能性があるため、平常時には銀行中心の産業金融モデルの方が安定的といえる。だが、資産価格の変動が銀行のリスク負担能力を超過する状況に至れば、システム自体が機能不全に陥りかねない点で、かかる非常時には、多数の参加者により広く薄くリスク負担が行われる市場金融モデルの方が安定的といえよう。

資本不足の時代に形成された産業金融モデルは、80年代に至り、資本が十分に蓄積されて以降も基本的に維持された。資本の論理は、リスク負担能力に応じて大きなリターンが得られるよう配分されることを求めるため、資本蓄積に伴って相対型の産業金融モデルには不適合が生ずる可能性が高くなる。

個人は、ライフサイクルに応じて最適なリスク配分をするようになるし、企業は、自らの資金需要やキャッシュフローに応じてポートフォリオを組み、資産のリスク

管理を行うことになる。資金の供給者、需要者としての最適行動に対応する配分システムは、グローバル化された市場の価格メカニズムが中心的役割を果たさねばならない。こうした市場が備えるべき要件は、自由な取引が低コストで効率的に行えること、及び資金調達者（市場への商品の供給者）の情報が可能な限り公開される一方で、資金供給者（商品の需要者）の情報が可能な限り秘匿されることである。

後知恵ではあるが、80年代以降の日本経済は、広い意味での金融業がリーディング産業として、市場における資金仲介機能を発揮し、支えていくべきだったし、行政もそのための制度改革を推進しておくべきだったといえよう。この意味からも、産業金融モデルの不適合、すなわち銀行のリスク負担能力が限界に達している不良債権問題を着実に克服し、強靱で高度なリスクシェアリング能力を持った複線的金融システムへと再構築していくことが日本経済の発展にとって不可欠である。

なお、決済サービスの提供については、これまで、預金・貸出による資金仲介と兼業することが範囲の経済性から効率的とされてきた。貸出金を預金口座に滞留させつつ決済サービスを提供することにより、借り手の状態を継続的にモニターでき、必要に応じた資金繰り支援を機動的に行い得る。資本蓄積に伴って金融業務における決済サービスの相対的重要性は高まり、技術革新により異業種からの参入による新たなチャンネルが発展する可能性にも期待できる。預金と貸出が必ずしもセットではなくなっており、とりわけ小売業や通信業など異業種からの参入は、産業金融モデルという足かせがない分だけ、資本余剰経済に適合的なビジネスモデルを確立する上で有利と考えることもできよう。但し、日本の現状では、当分の間は依然として決済サービスの提供に預金口座が大きな役割を果たすものと見込まれる。いずれにせよ、異業種からの参入を含む競争の中で、低コストで確実かつ円滑に決済サービスが提供されることが、将来に向けても重要である。

#### (4)環境変化による影響

次に、金融システムの環境変化として、情報通信技術の革新とそれに関連したグローバル化がもたらす影響を概観したい。

金融取引は、元来モノの移動を必要としないが、顧客との接点としては主に営業店舗を通じて商品やサービスが提供されてきた。それが、情報通信技術の革新により、インターネットや電話で商品やサービスが直接提供されるという大きな変化が進行している。

これまで商品やサービスの提供から、内部事務処理までを同一店舗内で行っていたのは、書類による処理を基本としていたためであるが、現時点では、単にデータを処理する上で、ネットワークさえ接続していれば、どこで誰が行おうが関係なく、

資金決済もネットワーク上で行える。対面取引が直ちに激減するとは考えにくいだが、情報通信技術の革新とともに、コスト構造が徐々に変化すれば、新たなビジネス展開の素地ができてこよう。

また、情報通信が低コストでグローバルに可能となったため、個人も企業も世界中の経済、金融情報をパソコンからリアルタイムで入手でき、これまでの金融業の情報優位性が崩れ始めている。日本の銀行は、産業金融モデルの下、企業との長期的リレーションシップにより情報優位性を維持できると考えてきたが、今や諸外国の金融機関とほとんど同じ土俵で競争せねばならない。情報へのアクセスそのものより、情報を的確に分析して提供することが、競争力の源泉になりつつある。

一方で、情報通信技術の革新は、デリバティブやそれに伴うリスクヘッジに代表されるように、市場における金融取引の高度化・複雑化を急速に進行させた。こうした市場取引には高度な専門能力が求められ、一般の個人、企業にとって市場への参加費用（必要となるリテラシー）は増加しているといえる。

この結果、アメリカに典型的にみられるように、市場における金融仲介は、個人と企業を直接つなぐよりも、個人と市場をつなぐものと、市場と企業をつなぐものに分化しており、かつ、市場はこうした分化・専門化した仲介機関が相互に取引する場という性格を強めている。

例えば個人は、直接、株式や債券に投資してポートフォリオのリスクを管理するより、リスク管理の代理人としての投資信託を購入する。そして投資信託は、株式や債券のみならず、銀行から切り離れた貸出債権の証券化商品などにも投資するといった姿である。また、企業が株式や債券を発行する場合でも、そのスキームやタイミングについては、投資銀行のサポートに依存せざるを得ない。

このような方向への進化の中で、金融機関のビジネスモデルは一層分化していくものと考えられ、様々な機能を丸抱え的に提供する伝統的産業金融モデルの存立余地は、リテール分野では十分に残るものの、その他の分野では相対的に狭いものになると予想される。

#### (5)誰のための金融システムか

日本市場の空洞化や、不良債権問題に象徴される日本の金融業の脆弱性が懸念されて久しいが、金融システムの将来ビジョンを展望するに際しては、まず何よりも、システムの利用者、第一義的には、日本国民（個人と企業）の豊かさと利便性の向上が念頭に置かれるべきである。

全世界の貯蓄の約三割を日本国民が生み出しており、高齢化社会において可能な限り有利に運用したいという希望は極めて自然である。それには、的確な情報とと

もに、魅力ある多様な運用対象を個人に提供する必要がある。また既述のとおり、今後、何が 21 世紀の日本のリーディング産業になるのか不透明な状況下で、リスクマネーを効率的かつ積極的に供給し、日本企業の発展を金融面から支えていく必要がある。金融行政においても、常に利用者たる国民の視点に立ち、制度設計や監督はもとより積極的に国民への説明責任を果たしていくべきである。

為替が自由化され情報通信技術の革新が飛躍的に進行する中、各国の金融システムへのアクセスは容易になり、金融システム相互間の競争も激しくなっている。それゆえ、とりわけ資金の運用、調達場としての市場は、必ずしも国内になくとも構わないとの考え方もあり得よう。だが、国内から巨額の個人金融資産が生み出され、それを活用したいというニーズに対応して、日本の金融システム、なかんずく日本市場は、国民に利用されるだけの利便性、効率性を備えていなければならないし、望むらくは全世界の人々に利用されるものであってもらいたいと考える。

また、資本蓄積が進む限り、金融業は成長産業である。雇用を吸収し税収を生み出す産業として日本の金融業の機能も向上し、日本国内はもとより、アジアを始めとする国際的な活躍が望まれる。

以上の、利用者（第一義的には日本国民）の豊かさと利便性向上、日本の金融システムそのものの機能強化・発展、日本の金融業の機能強化・発展という目標は、この順序で重要であり、市場原理の下で達成されなければならない。

例えば、日本の金融システムが諸外国に比べ見劣りするからといって、諸外国へのアクセスを制約して日本国民の利便性を損なってならないし、日本の金融業の経営が危機に瀕するリスクがあるからといって、金融システムを競争抑制的に設計、運営してはならないことは当然である。

#### (6)改革の基本的方向性

かつての市場改革を中心とする日本版ビッグバンも、基本的には、こうした理念に基づき、金融システムにおける市場とそこでの競争条件の整備を通じて金融面から日本経済の構造改革を促す試みであった。だが、実体経済が停滞し、圧倒的に預金・貸出というマネーフローのウエイトが高い状況において、当初意図した成果をあげているとはいえない。むしろ実体経済の低迷に引きずられた不良債権問題の長期化が金融システムへの信認を低下させ、国民の閉塞感を強めているといえよう。

土地や株式といったこれまでのリスクバッファーにはもはや頼れず、実体経済が底を打ってもかつてのような高度成長は到底期待できない。こうした状況において、これさえやれば直ちに万事解決するといった処方箋はみだし難いが、懇話会にお

いては、日本の金融システムが信認を回復して競争力を高め、市場機能を中核とした将来ビジョンを実現するため、仲介機関は、概ね以下の方向を目指すべきというコンセンサスがあった。

第一に、仲介機関が、資金のコスト（典型的には預金金利とリスク負担に必要なプレミアムの合計値）を明確に認識し、資金調達者に要求することである。これまでの金融仲介においては、デフォルトについてのコストや株主資本に対するリターンなど、リスクプレミアムに関する基準が明確ではなかった。市場を通ずる資金仲介では、市場の機能として自ずからリスクに見合った価格が形成されるため、この点は、相対型の貸出に際して、より強く認識されねばならない。

もとより、金融仲介により十分な利益を得る前提として、企業が儲けること、すなわち資金が要求するコストを払えるまで生産性が向上することが必要であり、現在の日本経済がこの前提を十分に満たしていないことが、より根本的な問題ではある。

日本企業の生産性向上のためには、過剰となっている債務、設備、雇用の解消など痛みを伴う構造改革が避けて通れない。公平にみて、痛みを伴う構造改革の困難さや、痛みを緩和するマクロ経済政策の手詰まり感から、企業の過剰債務すなわち銀行の不良債権に注目が集まり、銀行側からみた処理の遅れを実体経済低迷の主犯と決めつける傾向がなくはない。但し、だからといって、不良債権処理の手を緩めたり、ビジネスモデル転換の努力を怠る言い訳にならないことは当然である。

また、企業に限らず、個人向けサービスの拡大が有力な収益源となることは欧米の経験が示している。さらに、入口としての郵便貯金と簡易保険、出口としての政策金融機関からなる公的金融の仕組みを維持したまま民間金融がプライスリーダーになることは困難であり、金融システム全体として、市場原理が機能する方向での改革が急務である。

第二に、仲介機関そのものの機能分化、専門化を推進することである。銀行が貸出を組成するのは当然であるが、いったん取った信用リスクを、そのリスクに見合ったリターンを確保しないまま、いつまでもバランスシートに抱えていることが不良債権問題を深刻化させているともいえ、リスクを値付けして機関投資家など他の主体に転嫁することが望ましい。

銀行貸出のウエイトは、リテール分野を除けば、実体経済に比べても、今後あるべき姿に比べてもオーバーキャパシティ状態にあり、実体経済のリスクが銀行に集中してしまっている。このため、長期的関係を前提としたリレーションシップ・バンキングから、貸出の組成機能、その証券化機能、証券化商品に伴う事務処理機能

といった分化を促し、市場の価格形成やリスク配分のメカニズムを活用していくべきである。

また、既述のとおりアメリカでは、技術革新と相まって市場取引に要する専門性が高まり、個人と企業を直接仲介するより、機関投資家などが個人と市場、市場と企業をそれぞれ仲介するといった機能分化、専門化がより効率的となる状況が生じている。市場金融モデルそのものが、金融技術を活用した証券化商品など金融商品の製造業と、マーケティングや情報技術を活用した金融サービス提供業へと分化しているといってもよい。

さらに、決済サービスへの専門化の動きなども、機能分化のひとつの現われと捉えることができよう。

第三に、仲介機関が、資金供給者である個人のリスク選好やライフサイクルに応じて、タイプの異なる多様な金融商品を提供することである。そのためには適切な比較情報が必要であるし、将来的には、経営の健全性に配慮しつつ、ひとつの機関で預金、保険、投資信託、債券、株式など各種の金融商品を、直接的ではないにせよ、少なくとも代理などの形で間接的に、提供し得る体制が望ましい。かつての日本版ビッグバンは市場原理を機能させるための広範な制度改革であったが、現行業態を前提とし、子会社や兄弟会社を通じた他業参入の自由化であった。これは、経営を持株会社のフィナンシャル・グループ単位で捉えるなら、合理的、機動的な方法である。

だが、後述のように、これまで、銀行、証券会社、保険会社（さらには郵便局）といった業態と、それを利用する個人顧客層の関係がある程度固定的だったとすれば、むしろ市場中心のマネーフロー構造に変革し、金融システムにとっての望ましい資金・リスク配分を可能にする観点から、業態と個人との関係を流動化させるべきであろう。もとより、取扱商品の拡大が、各業態の経営の健全性を損なわぬよう、十分な配慮が必要であることは当然である。

この場合、金融商品に含まれるリスクは購入者に正確に認識されねばならないため、仲介機関の適切な説明責任とともに、個人の側でも、多様な金融商品の性格につき理解を深めることを可能とする官民の取組みが必要である。

また、アメリカにおいて、アナリストへの信認低下が深刻化している事態にかんがみれば、金融商品の客観的な分析や判断を行う義務や能力を担保するため、業態の区分を前提とする間は、自らの系列機関が提供する商品を優先的に仲介する行為は抑制されるべきとの考え方もあり得よう。

このことは、上記第二の方向性と矛盾するものではなく、提供する商品による業

態分業から、提供する機能による分業への移行である。また、多様な金融商品を提供するためには、証券化の推進が必要であり、そのためには貸出の合理的なプライシングが、貸出債権売上の流動性を高める前提になるという意味で、第一の方向性にも連動している。

三つの方向性は、仲介機関の意識や行動にも依存するが、行政としても、業態ごとのリスク特性や公的関与の度合の差異なども踏まえつつ機能分化を促し、基本的には、業態を主軸とした金融行政から、機能を主軸とした金融行政への一層の転換が望まれる。

なお、これら三つの方向性は、仲介機関の将来像として、ユニバーサルバンクや総合金融サービスの提供を推奨しているものではないことを付言したい。ドイツの金融システムにおいて長きにわたり市場が限界的役割しか果たしてこなかった背景には、ユニバーサルバンクの存在と、そこでの証券業務へのプライオリティの低さを指摘されることが多い。重要なのは、金融システムとして、市場を通ずる資金仲介が拡大していくことであり、仲介機関が機能的効率性を追及した結果として、専門店になったり、百貨店になったりするとしても、それはあくまで結果にすぎないことに留意すべきである。

## 2. 新たなシステムでの各主体の位置づけ

### (1) 仲介機関

#### イ. 基本認識

以下では、市場機能を中核とする複線的金融システムにおいて、機関投資家を含む仲介機関、企業、個人、行政というシステムの構成主体を位置づけてみたい。この場合、仲介機関として、もはや銀行や証券といった既存の業態のみを前提にすることは困難であり、適切でもない。

一方、アメリカの投資銀行は、株式市場が企業支配権の売買市場として機能している状況下で形成され、証券の引受やトレーディング、M & Aの仲介などによる手数料や売買益を収入源としているが、この投資銀行と、預貸を担っているアメリカの商業銀行を、そのまま日本の仲介機関の将来像と捉えることも単純化しすぎのようと思われる。

また、これまで投資銀行は、日本の大手銀行の経営改革のモデルとされてきたが、最近では株式市場の低迷などから収益が悪化しつつあることにも留意すべきである。ただ、市場が資金やリスクを最適に配分する上で、市場での流動性を確保できるだけの取引の厚みが必要であり、そのためのトレーディングが、日本の今後の金融システムにおいても重要な意義を持つことは強調しておきたい。

以下では、リスクとリターン特性などを踏まえ、与信面でのホールセール（大企業・中堅企業）とリテール（中小企業・個人）及び市場における資金仲介を担う機関投資家という区分を前提とする。現状から将来への投影としてあえてイメージすれば、ホールセールが大手銀行や大手証券会社、リテールが大手から地域に至るすべての銀行や協同組織、地域証券会社など、機関投資家が投資信託、ヘッジファンド、保険、年金などであり、それらが必要に応じ再編され業務再構築がなされた姿である。また、市場で社債やCPを発行して業務の原資とするノンバンクや、ベンチャー・キャピタル、プライベート・エクイティファンドなどは、その規模に応じた機能を担い得る。

ホールセール金融のリスクは、平均的な損失発生率は低いが、一件当たりの規模が大きいため、リスクの変動幅（デフォルト発生によるインパクト）が大きい。一方、リテール金融のリスクは、個々には大きいが、ポートフォリオとしては小口分散化されているため、リスクの変動幅が相対的に小さい。

また、業務の特性として、今後のホールセール業務では、情報を分析し、金融技術を駆使して個々の企業ごとのニーズに応じた調達スキームを製造し提供するよう



になると考えられる。一方、リテール業務では、比較的標準化された金融商品を大量に提供することにより、個々のマージンは低いが、全体として収益をあげようとする。但し、地域に根ざしたリテール業務は、必ずしもスケールメリットを追求する訳ではない。

現在の日本の仲介機関においては、業態の如何を問わず、ホールセールとリテールが混在しているため、収益・コスト構造が明瞭でないが、総じていえば、ホールセール業務では、リスクに見合ったリターンを得られていないことが、リテール業務では、ホールセール業務に引きずられた高コスト構造が、全体としての低収益性の原因になっているといえよう。また、両業務に共通する事務処理コストも、適正な水準より高くなっているものと推測される。

#### ロ．ホールセール金融

日本の大手銀行のように、個人から預金で調達し、企業に貸出するという産業金融モデルを引きずったまま、ホールセール業務の低収益性とリテール業務の高コスト構造を克服することは、困難と考えられる。日本の金融業の産業構造として、大手銀行による資金仲介のウエイトが高いがゆえに、そのビジネスモデルの不適合による影響が大きいのであれば、少なくともホールセール業務における市場金融モデルへの一層の転換は不可欠であろう。

これまでの日本のホールセール金融は、銀行であれ、証券会社であれ、企業が必要とする資金を個人から集めるという発想を前提としていた。だが、市場機能を中核とするシステムでは、個人のニーズに応じた金融商品を提供できるよう、企業の資金調達手段を変換するという枠組みになると考えられる。基本的には、貸出から証券へという流れになり、当面は、フィナンシャル・グループ内での各業態の分業により担われるが、両者の関係は一層連続的になるため、こうした枠組みを制度面から後押しすることも必要である。

長きにわたり、個人は、銀行の信用力に対して預金し、銀行は個々のプロジェクトではなく、企業そのものの信用リスクを評価して貸出を行い、返済完了まで抱えていた。将来の姿としては、プロジェクトの将来キャッシュフローを裏付けにノンリコースで組成される貸出が増加するし、それらの多くは組成時から機関投資家を含む複数の仲介機関によるシンジケートが引き受けることになろう。組成時から既にリスク分担されているシンジケート・ローンは、その後バランスシートから切り離して転売したり、証券化の対象としてSPCや信託に売却したりして、銀行は、自己資本でカバーできる範囲内でリスクを取るようになる。こうした貸出の機能は、証券の引受と近いものとなり、リレーションシップという側面は後退せざるを得ない。

また、企業のバランスシートや収益構造を分析することにより、キャッシュフローを再構築する投資銀行業務の重要性が増す。企業が収益資産を保有していれば、その部分を証券化して市場から調達させたり、逆に負債を株式に変換したりして資金調達手段を提供する。企業活動に伴うリスクを金融面からヘッジするために、デリバティブ商品を提供することも、より一般化しよう。さらに、資金調達に限らず、企業の結合や分割など、組織の再編スキームを請け負うケースも増大するものと考えられる。アメリカの企業は、必要な都度、必要な専門能力を持つ投資銀行を別々に選択しており、そこにリレーションシップという要素は希薄である。

新たなホールセール金融においては、高度で専門的な金融技術により一件ごとに異なるスキームを提供して対価を享受することになる。そこに伝統的な貸出業務が残るとしても、短期の信用補完だったり、長期であっても信用リスクの移転、証券化を伴うことになろう。

こうした業務を行うに当たっては、当然ながら元手としての預金に依存する必要性が低下するが、アメリカの投資銀行のように、預貸とほとんど無関係な形態にまで純化するかどうかは現段階では予測し難い。例えば、既述のように負債を株式に変換するとして、その株式を転売するのが投資銀行であるが、現在の経営悪化企業に対して広く行われているように、株式を保有し続ければ、むしろ企業再建ファンドとして、リレーションシップを維持していくことになる。

ただ、ホールセール金融においては、資金の企業への供給と個人からの調達とでは、コストや必要とする専門性に大きな違いがあるため、両者の組織としての分離が課題になることは確かであろう。これまでの、企業が必要とする資金を個人から集めるという枠組みの下では、個人への金利や配当の支払、証券の受渡、契約書類の保管といった事務処理が、企業への資金供給と一体として行われてきた。

だが、企業の資金調達手段を変換することに重きを置けば、少なくとも契約成立後の事務処理機能は、システム投資費用がかさむことや、商品によって事務に本質的な違いがないことから、企業への資金供給とは切り離すことが合理的になる。既にアメリカの投資銀行の大半は、低付加価値の事務処理は、別会社にアウトソーシングしている。そして、切り離された事務処理機能は、金融システムのインフラとして企業、業態を超えて統合していくことが、効率的でもあり、グローバル化の下での潜在的システミックリスクに対応する上でも、望ましい方向性であると考えられる。

資金の供給と調達の分離をさらに進めた形態がノンバンクである。自らの信用力により、銀行よりはるかに低コストで市場から資金調達できるアメリカの大手ノン

バンクが非常に高い競争力を有し、国際的な投資活動を行っているのは、市場の有効利用という意味では、日本の金融業にとっても考慮すべきひとつのモデルと考えられる。

## 八．リテール金融

日本の銀行は欧米に比べ、資産規模当たりの人員数や店舗数がかなり少ない。これは、産業金融モデルの下、企業相手の業務が中心だったため、少ない人員や店舗で大きな資産を抱えられたことを示している。反面、一人当たりの人件費は高く、店舗も一等地における高価な仕様になっている。こうしたコスト構造は、大手の銀行のみならず、程度の差こそあれ、協同組織に至るまで共有されている。

一方、個人への商品提供に際しては、既に業態ごとの商品を相互に扱えるようになってきているが、将来の姿としては、ひとつの窓口（営業店舗とは限らず、ホームページ上かもしれない）で、預金、保険、投資信託、債券、株式など多様な商品を手に入れ得る利便性が制度として許容されるべきである。

その上で、将来のリテール金融においては、まず、顧客の価値観やリスク選好に応じ、提供する商品やサービスを明確化することが前提と考えられる。個人からの資金調達面で、ワンストップで多様な商品を手に入れ得る体制は利便性は高いが、それだけコストもかかる。将来的にも、すべての個人が多様な商品のリターンを追及するようになる訳ではなく、資産を安全に運用できればよいといった層がある程度のウエイトを占めるとすれば、預金など限られた商品を、徹底した低コスト、ハイスピードで提供するのが基本のモデルであろう。こうしたモデルでは、規模の経済性が働くため、調達面のスケールメリットを求めての合併、統合が進む可能性がある。

一方、富裕層などを対象に、ニーズに応じた多様な商品を高い水準のサービスとともに提供し、資産を管理するプライベート・バンキングという途があるし、アメリカでみられるように投資信託に限って、豊富な品揃えと情報を提供するというのもひとつの選択肢であろう。

次に、資金供給面では、アメリカの大手リテール銀行が、スコアリングシステムなどにより人手をかけず機械的、低コストで中小企業や個人向け貸出を大量に処理している一方、地域の多数の小規模銀行が、その地域に密着し、手間をかけて詳細な情報を収集しながら一件ごとの貸出を行っているという棲み分けの姿が、日本においても示唆的と思われる。後者においては、産業金融モデルが有効性を失っていないし、日本の大手銀行が市場金融モデルを指向せざるを得ない中で、地域金融機

関におけるリレーションシップの重要性が再認識されることもあろう。ただ、日本の地域金融機関の現実に照らせば、コストの削減とともに、リスクに見合ったリターンを要求することが先決と考えられる。また、アメリカでは、証券会社についても、全国展開している大手が存在する一方、地域の多数の小規模会社が着実に営業を続けている。ちなみに、貯蓄金融機関を含む銀行数が一万弱、証券会社数が八千弱で、新規の参入、退出も活発に行われている。

こうしてみると、銀行や証券ビジネスにおいて、すべての領域に規模の経済性が働くのではなく、個人顧客へのセールス活動などは、きめ細かくパーソナルに接する方が、信頼感を高める上で有効という側面があるものと思われる。一方、アメリカで、住宅モーゲージの組成や管理の機能分化が進んでいることからすれば、預貸のリテール金融においても当然、証券化は進むし、バックオフィスの事務処理など規模の経済性が働く部門では、アウトソーシングと戦略的提携が重要である。

利用者である中小企業や個人の側からみれば、借入の財源が預金である必然性はなく、市場で社債やCPを発行して貸付原資とするノンバンクの役割がある程度拡大する可能性は考えられる。だが、資金繰り支援のみならず、決済サービスを提供して手形や小切手を使うという中小企業経営の姿が変わらない限り、将来においても、リテール分野でのノンバンクの役割は限定的なものであろう。

また、地域の証券会社としては、大手以上に密接な顧客との関係を基本としつつ、地域銀行との提携による販売チャネルの多様化、比較的限られた投資家を対象としたベンチャーなど未公開企業の証券化支援や地域のPFIへの資金供給の仲介など、収益機会の追求に積極的に取り組んでいくこととなる。

なお懇話会では、リテール分野において、産業金融モデルとも市場金融モデルとも異なる資金仲介の類型として、家族(family)、友人(friends)、愛好家(fancy)などによる、趣向的投融資(スリーF金融モデル)が欧米で果たしている重要性につき指摘があった。ベンチャー企業や社会的にみて望ましい芸術文化活動などを立ち上げるためには、専門の仲介機関だけに依存するのではなく、こうした投融資も税制などにより社会的に位置づけていくことが望ましいものと考えられる。

## 二．機関投資家

既述のように、アメリカでの市場取引は、資金の出し手(個人)と取り手(企業)がダイレクトに出会う直接金融よりも、機関投資家によって仲介されるようになってきており、こうした資金仲介は、伝統的な銀行を通じる間接金融と区分して、市場型間接金融と呼ばれている。市場における取引の高度化、複雑化に伴い、潜在的

な収益チャンスは増えているが、実際に収益をあげるためには、かなり専門的な知識を必要とするため、機関投資家への依存度が高まる。個人のリスク選好は多様であり、預金金利には満足しないが、自ら株式に投資してリスクを管理する時間的、資金的余裕のない層のニーズに応えるものとなる。

典型的には、市場の商品を組み合わせて、新たなリスク・リターン特性を持つ商品を作る投資信託やヘッジファンドであるが、年金や貯蓄型の保険も、その果たしている機能においては機関投資家である。また、こうした経営には直接関与しない機関投資家に加え、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティは、経営に関与して上場時の売却益を目的とする機関投資家と位置づけられる。

将来像として、個人の株式や債券への直接投資は当然増加していくものと考えられるが、様々な機関投資家による複線的な資金仲介を拡大していくことが、金融システムのリスク負担能力の向上に寄与する。この過程で、個人投資家向けを含めた投資アドバイス業務も、ビジネスとしての可能性が高まることになる。

## (2)企業

企業の区分としては、中小企業、中堅企業、大企業という規模に着目することもできるし、若年期、中年期、老年期という企業としての成熟段階に着目することもでき、両者は概念として重なりあうが、当然ながら同一ではない。

日本経済は既に成熟段階に達しているから、売上や利益の急拡大が見込めない中で、企業全体としてみれば、外部資金調達に依存する必要性は低下している。換言すれば、今後ますます資本蓄積が進むにつれて、内部留保の範囲内で設備投資を行うのが正常な姿になると考えられ、この意味からも、長期の設備投資資金を供給してきた産業金融モデルの存在意義は低下している。

もとより、年間を通じて資金過不足がなくても、日々の収入と支出が常に一致するとは限らないため、資金繰りなどキャッシュフローを管理する金融サービスへのニーズは存続するし、既述のとおり、企業活動に伴うリスクをデリバティブ商品によりヘッジするといったニーズはより一般化しよう。

また、起業段階から間もない若年期の企業は、経済全体より高い成長率を示すため、外部から設備投資資金などを調達する必要があるが、この場合、市場を利用できないからといって、その担い手は銀行である必然性はなく、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティであっても差し支えない。ほとんどの企業が若年期にあるキャッチアップ段階では、銀行がベンチャー・キャピタル的役割を果たしてきたが、現状においては、上場時の売却益などを目的に、経営指導やガバナンス機能の高い専門機関による対応の方が望ましいかもしれない。ただ、いずれにせよ若年期の企業を育成するには、自らリスクを取って、経営を評価する能力の有無が

問題であり、そうした能力を持つ人材の確保が先決と考えられる。

逆に、老年期の企業は、再活性化のために、企業の結合や分割など組織の再編成が求められるが、それを支援するのは投資銀行業務であり、資金というより、アイデアを提供する業務になる。

一方、資本金規模別に、大企業（10億円以上）、中堅企業（1億円以上10億円未満）、中小企業（1億円未満）と区分し、負債に占める社債比率の推移をみると、大企業は既に80年代から相当部分を市場調達に移行しているが、未だ中堅企業では1%程度、中小企業では1%未満にとどまっている。短期金融面でも中堅企業以下は市場調達が困難であり、発行するCPの過半は銀行が引き受けている。また、資本に対する負債比率の推移をみると、大企業、中堅企業、中小企業の順に低く、大企業、中堅企業では趨勢的に低下しているが、中小企業にそうした傾向はなく、また、時期により大きく変動している。中小企業の負債比率の変動が大きいのは、資金繰り悪化に対応して手元流動性を取り崩していることの反映とみられる。

こうしてみると、中堅企業以下にとって、今後市場の利用可能性は高まるとしても、一定の期間は要するものと見込まれる。とりわけ中小企業であって、ベンチャー・キャピタルなどが関心を示すほどの成長が期待できないものは、これまでどおり、銀行や協同組織が対応することになり、数としては、この類型が最も多い。製造業は一般に外部資金調達ニーズに乏しく、また、今後ますます国際分業が進むため、典型的には、卸小売、サービス、建設、不動産といった現在不良債権問題が顕在化している非製造業種になる。これらは、国民が日本で生活していく上で不可欠の存在であり、健全に経営されている限り、必要な資金供給がなされるべきである。

中小企業金融は政治的関心の高い問題でもある。銀行の貸出抑制に対しては、特別保証制度や政策金融の活用、公的資金注入銀行における貸出目標設定などの、必ずしも市場原理とは整合的でない措置が講じられてきたが、こうした措置は将来に向けては限定的にすべきである。その後講じられた売掛債権担保融資や特定社債引受の保証制度については、物的担保からの脱却とともに、民間金融とのリスクシェアリングが図られており、市場原理との整合性を目指した支援策として一定の評価ができよう。

留意すべきは、中小企業金融につき、これまでのリレーションシップがまったくそのままの形で維持される訳ではないということである。総体としての中小企業を総体としての民間銀行などが金融面で支える構図に変化はないとしても、当然、リスクに見合ったリターンは負担せねばならないし、それを割高だと感じる企業は、市場調達を指向することとなる。また、個々の中小企業と銀行の関係はより流動化

するものと考えられる。株式の保有や人材派遣などを通じた経営支援も限定的になり、こうした関係の下で、企業の新陳代謝や銀行経営の健全性が維持されることになる。

### (3)個人

既述のように、これまで銀行、証券会社、保険会社（さらには郵便局）といった業態と個人顧客との関係はかなり固定的だったし、同一業態内でも、例えばいったん取引先銀行を決めれば、めったなことでは代えようとしなかった。それは、信頼性の高さというよりは、どこを選んでも商品やサービスの内容に大差ないため、代える理由がなかったという方が実情に近い。

こうした個人のメンタリティに変化の兆しが現われているのが、現時点の状況といえよう。金利やサービスの内容に差が出てくれば、能動的に選択して取引先を代えるようになるし、その結果、資金の大規模な移動が比較的短期間に起こり得る。また、ペイオフの実施は、業務内容の差だけではなく、仲介機関の信用力に着目した資金移動をも引き起こしている。

仲介機関側からいえば、同一業態内の国内の競争相手だけではなく、行動様式の異なる他業態や外資系金融機関も意識しなければならなくなっている。どの業態のどの会社の商品が有利といった報道があふれているし、ダイレクトメールなどでの比較宣伝などが行われるにつれ、かなりの個人が金融商品を研究するようになる。この結果、知識水準の向上した個人顧客の要請に、既存の仲介機関は対応していかなざるを得ないし、個人の進化のスピードについていけなければ業務継続が困難になるため、仲介機関相互での再編を促すことになる。既述の金融商品の製造業と金融サービス提供業という分化を前提とすれば、金融サービス提供者は、自らの系列にこだわらず、個人のニーズが高い商品を提供できる製造業者を選択するようになるし、個人の側も、このプロセスの中で、低コストで限られたサービスを求めるか、多少コストはかかっても多様で手厚いサービスを求めるかに分化していくものと考えられる。

金融に対する個人の知識水準の向上は、仲介機関側の競争条件への関心のみによってもたらされる訳ではない。例えば勤務先企業の財務状況に応じて、確定拠出型年金が導入されれば、否応なく金融商品ごとの特性を学ばねばならなくなる。高齢化社会が一層進展する中で、個人にとっての金融は、単なる余裕資金の蓄積の方法ではなくなり、少しでも高いリターンへの運用ニーズは強まる。これまでにインターネットが最も影響を及ぼしたのが証券取引分野であることは、ネットが一層生活必需品になる将来、個人がより日常的に証券取引を行うようになる可能性を示唆し

ているし、さらに第 部で述べるように、貯蓄から投資への意識や行動の変化を促す官民の取組みが、こうした可能性を後押ししていく必要がある。また証券取引に限らず、総じて将来に向け、個人を店舗まで来させて商品やサービスを提供するより、ネットや電話などのリモート・チャネルの活用や、既存の流通業の販売チャネルを利用するための提携が促進されるものと考えられる。

一方、個人向け信用供与も、より一般化するものと考えられる。かつてのサラ金地獄といったイメージもあり、住宅ローン以外の個人向け分野への銀行などの取組みは、最近に至るまで必ずしも積極的ではなかった。

大手の消費者金融会社では、独自の大数的リスク管理手法を開発して高い収益をあげている。そこでの主要なターゲットは偏見のない若年層であり、低い給与を補う形で消費者金融を利用し、賞与で返済するという安定的パターンを前提としている。また、一社当たりの与信限度額が低いため、数社を利用している顧客が多いが、与信側からすれば、多重債務者という否定的イメージよりも、シンジケート・ローン感覚でのリスク分散と捉えられているようである。最近では大手銀行のみならず、事業会社までが、消費者金融の収益性に注目している中で、若年層にとどまらず個人の意識も変化し、ライフサイクルに応じた利用が促進される可能性もあると考えられる。

#### (4)行政

##### イ．基本認識

新たな金融システムにおいて行政は、変化に対応した規制枠組みの再構築と金融システムのインフラ整備が主な役割となる。これまで試行錯誤しながら構築してきた健全性確保の仕組みの実効性を検証するとともに、業態から機能への変化を展望し、健全性を確保しながら有効な競争を可能とする環境整備に努めるべきである。かつての日本版ビッグバンも、市場機能を中核とした複線的金融システムを指向するものであり、規制の見直しもインフラの整備も当時として可能な限り行われたが、これまでのところ、意図した成果をあげているとはいえない。

第 部で詳細に述べるとおり、懇話会では、当面の不良債権処理などに対しては、行政の強い指導力を求める意見が多かったし、金融システムとしての危機に至れば果敢にイニシアティブをとるのは当然である。だが、平時における制度としての規制は、ビッグバンの精神を引き継ぎ、転ばぬ先の杖といった事前予防的、競争制限的性格を極力抑制するとともに、経営の創意工夫を損なわぬよう将来に向けて不断の見直しが必要なことは、コンセンサスがあったものと思われる。



また、金融行政は、基本的に、財政政策や金融政策と異なり、景気動向にかかわらず一貫したスタンスで金融システムの安定性、効率性を追及すべきである。総じて、金融システムの問題とされるものの中には、株式市場のパフォーマンスや実体経済の停滞に起因しているものも多いが、たとえ金融行政を的確に遂行した結果として実体経済にマイナスの影響が生じても、その対応は、経済政策によってなされることが原則と考えられる。

#### ロ．システミックリスク対応

行政が金融システムに介入しなければならない最大の理由は、システムの個々の構成主体の意図を超えて生じ得るシステミックリスクの存在である。個々の経営者や預金者などの判断や行動は、金融システム全体に及ぼす影響まで考慮しないため、いわば外部公共財として信用秩序を維持する必要がある。将来的にもリスクの早期発見、早期隔離が、金融行政の最も根幹をなす使命である。

現在の規制の枠組みは、業態を前提に、その業態のバランスシート上に存在する資産のリスクをチェックしている。だが、既述のとおり、制度としての業態が前提としていないヘッジファンドのような業者が登場するとともに、国際的な資金決済や現物資産に基づかないデリバティブ取引の拡大により、オフバランス取引や資金決済規模が、現物資産とは無関係に拡大している。

ひとつの仲介機関の不履行が国境を超えて波及するシステミックリスクの潜在的可能性が高まっており、これに対する国際的な解決策は未だ確立していないが、一般論としては、継続的なディスクロージャーの下で、仲介機関と市場にリスクに備えたバッファーを用意させ、個別問題がシステム全体に伝播しないよう、早期に摘出、隔離する仕組みを構築していく必要がある。日本としても、新たな環境変化に対応して市場規律と統合的な規制を慎重に検討するとともに、国内における決済の迅速化を図り、諸外国とリンクした取組みが望まれる。

#### ハ．利用者保護

システミックリスク対応に加え、金融システムの利用者は、商品のリスクやリターンにつき十分な情報が得られにくく、債権者としてのガバナンスも事実上行使できないことから、監督当局の介入が正当化される。これまでの金融行政は、仲介機関の経営の健全性を維持することにより、利用者保護を図ろうとする意識が強かったのではないかと思われる。また、結果として健全性を維持できずに破綻した場合には、公的資金によって利用者保護が図られてきた。

一方で、金融技術革新の急激な進展などから、新規参入や業務の自由化を通じて競争を促進しなければ、日本の金融システムは国際的に劣後してしまう。この場合、

競争原理が有効に機能し、効率性が達成される上で、パフォーマンスの悪い経営を行った企業の業績が悪化し、場合によっては市場から退出するメカニズムが存在することが前提となる。換言すれば、行政が、経営効率の如何にかかわらず市場から退出させないという姿勢では競争原理が機能しない。それゆえ、両者のトレードオフの側面を認識した上で、どちらをどの程度重視するか、また可能な限り両立させる途がないかを変化に対応しつつ検討する必要がある。この点は、預金保険や証券投資家、保険契約者へのセーフティネットの制度設計に当たっても留意すべきである。

さらに、こうした考え方と裏腹に、利用者へのディスクロージャーや金融商品販売に当たっての情報提供ルールは積極的に充実していくべきである。

## 二．金融技術革新の先導

ビッグバン以降、日本市場がテクノロジー面で欧米市場にキャッチアップするための改革が進んでいるが、事後的キャッチアップというスタンスでは、常に遅れをとりがちになる。

諸外国では、最新の技術を積極的に金融行政に活用する動きが生じており、例えば、監督当局への報告を電子的に行う先端的な仕組みが行政主導で進んでいるケースもある。また、行政主導とまではいかなくとも、最新の技術を活用したディスクロージャーなどの試みを、行政としても容認するといった姿勢があれば、普及を促進する。

金融業が情報通信技術とともに発展する傾向がますます強まる中で、行政が最新のテクノロジーに敏感で、積極的に取り組む姿勢を示すことが、民間サイドの意識も高め、日本市場全体の競争力強化につながる効果が期待できる。政府全体として進めているeガバメントのプロジェクトにおいても、金融業の特質に鑑みれば、金融庁がフロントランナーであって然るべきであろう。

### 3. 公的金融の将来像

#### (1)郵便貯金と簡易保険

##### イ. 現状認識

諸外国に比べ日本の金融システムを特徴づけるのが、入口としての郵便貯金と簡易保険、出口としての政策金融機関による公的金融仲介のシェアが特異に大きいことであり、市場機能を中核とする金融システムを指向するに際して、これらの見直しは不可欠である。

資金を政策的に産業育成に向けることが意図された産業金融モデルの下では、民間金融ですら価格メカニズムが働く余地はそもそも小さかったといえる。個人は貯蓄を奨励され、住宅ローンや消費者金融の利用が限られる中、高水準の貯蓄が企業における国内投資の促進、輸出主導の経済成長を支えた。

相対的に規模の大きい民間銀行は、都市部を中心に立地し、借り手企業から離れて支店を開設する経済的誘因に乏しく、また、地域金融機関との競合を抑制する店舗規制により地方進出は制約された。

これに対して郵便局は、全国至るところに存在し、幅広い個人に対し、貯金、保険、郵便の三つのサービスを提供してきた。貯金や保険は、政策金融機関に原資を提供するという意味で、より直接的な産業金融モデルの担い手だったともいえる。

とりわけ、10年固定金利で預入半年後に引出可能な定額貯金は、民間に比べて競争上有利な商品であった。80年代において郵便貯金のシェアはいったん鈍化したが、90年代の金利低下局面においては、定額貯金の優位性が顕在化するとともに、民間金融システムの動揺もあり、再びシェアを高めている。ここ数年の大量満期に際しても、代替商品の金利が低いことや民間にペイオフが実施されたことなどから、比較的軽微な減少にとどまっている。また、簡易保険の場合には、商品性において民間と大きな違いはないが、国の信用を背景にした無審査、加入制限なしという利便性から広範に普及している。

##### ロ. 改革の方向性

2003年には郵政公社への移行が予定されているが、巨額の資金を市場原理の外に置いたままでは、民間金融機関への収益圧迫や市場における価格メカニズムの阻害という問題が本質的に改善されない、また、公社の財務自体も、今後、自主運用の拡大につれ、健全性を維持し得なくなる潜在的リスクが大きいといった懸念は、広く共有されていると思われる。

懇話会でも、様々なタイムスパンを前提に、市場機能を中核とする金融システムに整合的な改革の方向性が議論された。ひとつの意見は、既存の契約は旧勘定に移して満期更新に応じないことにより段階的に縮小し、新規預入は原則停止すべきというものである。

また、郵便貯金のローリスク・ハイリターンという商品性そのものが、金融システムのリスク配分機能を歪めているという観点から、預入限度額を引き下げるべきとの意見があった。この場合、限度額を超える部分は、個人が自らリスクを判断しながら他の商品に移し替えることになるし、逆に、限度額内の郵便貯金はリスクフリーのミニマムな貯蓄手段として位置づけられる。かかる位置づけの帰結として、運用対象は原則国債に限定されるのが自然ということになる。

さらに、預入限度額引下げという直截な手法は、長年郵便貯金に親しんだ利用者にとって抵抗が大きいことに鑑み、民間金融機関と市場原理に基づき公正に競争し得る条件整備を優先すべきとの意見もあった。定額貯金という民間では提供困難な商品が可能になる背景には、税及び預金保険料などの免除があるため、民間並みの負担とともに、三事業の可能な限りの分離と価格設定の根拠を含むディスクロージャーの徹底を求めることになる。

この結果、パブリックプレッシャーの下で、自主運用の拡大と相まって、提供する商品やサービスの優位性は次第に失われることになるだろう。こうした方向性は公社形態の下でも極力追求されるべきであるし、また、貯金金利や保険の予定利率の設定に際しては、民間金融の動向をも踏まえたパッシブな経営姿勢が求められる。

やや異なる視点からは、郵便局ネットワークが利便性の高い国民資産である以上、民間の金融商品を比較情報を提供しながら販売するチャネルとして活用し、国民の資産選択の幅を広げるべきとの提案があった。

この活動により郵便貯金、簡易保険のバランスシートは影響を受けず、民間金融機関の代理店として手数料収入を得ることになる。将来的にはインターネットによる金融取引が一般化するとしても、対面取引が急激に減少するとは考えにくく、多くの軽量店舗を活用していくのが欧米でのリテールバンキングの姿でもある。

かかる提案の背景には、これまで民間金融の側が、店舗展開にせよ、顧客への応接にせよ、満足度の高い対応をしてきたのかとの疑念があり、最も庶民的な金融機関として国民に受け入れられている郵便局への一定の評価がある。但し、ネットワークとして活用するかどうかと郵政事業の経営形態は別問題であり、あくまで市場原理を貫徹させるための経営改革とセットで検討すべき課題であろう。

## (2)政策金融機関

### イ．現状認識

これまで政策金融の存在は、政策的に必要な分野の投資につき、低金利によりコストを補完して投資額を増加させる、低採算性などから民間金融のみでは対応困難な事業を量的に補完する、事業の安全性を担保するなど情報生産により民間金融への呼び水とする、といった理由により正当化されてきたが、実証分析の結果からも、その効果は近年に至るほど低下しているといえる。

90年代を通じて、民間金融側の貸出が減少したため、住宅金融や中小企業金融を中心に政策金融機関による補完的活動があった。これは、金融システムにおける市場原理の貫徹という意味で好ましい事態だったとはいえないが、現実の必要性に迫られたものでもあった。今後、政策金融のあり方を検討する前提として、政策コスト・便益分析が重要になるが、中立的評価が行われるような工夫が必要と考えられる。

### ロ．改革の方向性

懇話会では、政策金融の分野ごとの必要性にまで突っ込んだ議論は行っていない。だが、全体として、バランスシートの圧縮が必要であることには異論がなかった。既存の貸出も切り離すとすれば、そもそも政策性があるとされた貸出が誰に転売されてもよいのかという問題や、民間金融側の大口融資規制との関係などに配慮する必要がある。また、不況時など一定の政策対応が必要とされる局面で、潜在的競争力があり、その保護に国民的コンセンサスが得られる企業に対しては、政策金融ではなく、民間金融への利子補給により支援することが、可能な限り市場原理を歪めない手法として望ましいとの意見もあった。

民間金融とのバランス上、直ちに取り組むべきは金利の見直しである。民間借入ができなかった企業が、民間金融機関を説得して資金調達に成功した企業より有利な条件で政策金融機関から調達できるという経済合理性に反する事態は、正常なリスク・リターン関係を歪めている。

政策金融の金利見直しは、民間金融の金利見直しを容易にするのみならず、国民負担の軽減にもなる。さらに、民間金融と同様、リスクに応じた金利設定がなされていれば、投資対象としての魅力が増すため、貸出資産の売却や証券化も容易になり、政策金融機関にとっての資金調達手段の多様化になる。この場合、住宅公庫はもとより、政策性があっても大企業向けのプロジェクト・ファイナンスなどは比較的切り離しやすいものと考えられる。

逆に、政策金融機関が民間貸出の証券化の受け皿となることも当然考えられる。例えば、民間金融機関は住宅ローンを住宅公庫に売却し、その代金を預金に代わる貸付原資とする、住宅公庫は買い取った住宅ローンをまとめて証券化し、市場で売却するとともに流通市場を整備する、住宅ローンを組み込んだ投資信託を預金代替商品として組成する、といったメカニズムが成立すれば、民間金融機関は自己資本にかかわらずリスクを取れるし、個人は自発的にある程度のリスクを負担する対価として、より高い収益率を享受できる。この場合もまた、中小企業分野では、信用保証の存在がネックになるとも見込まれるため、どの分野が証券化などにふさわしいか、併せて考えていく必要がある。

いずれにせよ、民間金融部門内だけでのリスク移転や証券化が急速には進展しないのであれば、むしろ政策金融改革の照準を、政策金融自らの貸出債権を含めた証券化支援に置くことが、日本の金融システムにおいて機能分化を促すための現実的で有効な方策と考えられる。

なお、郵政公社、政策金融機関ともに2003年から金融庁検査を導入することになっている。監督権限は引き続き主務官庁に残るものの、金融庁が民間金融と同じ視点で検査することにより、リスク管理体制の強化や業務の一層の効率化が望まれるため、積極的な取組みを期待したい。

## 4. アジアとの共生

### (1) 国際的地域統合の視点

#### イ. 地域統合の意義

世界経済のグローバル化は、一様に進んでいる訳ではなく、地域的なバイアスが存在する。貿易や投資、国際貸出の動向をみれば、日本はアジア、アメリカは中南米、EUは東欧との関係が深い。EU域内の経済統合の進展に対抗してNAFTA（北米自由貿易協定）が形成されたし、多くの途上国の工業化は、アジアの成功に追随する形で、輸入代替型から、外資依存による輸出指向型に転換し、近隣地域内での貿易や投資を自由化しつつある。

懇話会の発足に際し、大臣の問題意識として真っ先に示されたのは、主要な資本輸出の担い手としての日本市場の国際競争力であり、将来に向けて、一層、アジアと共生していく姿勢であった。地域的優位性を活かした緊密な情報交流などによって、有効な協調行動をとることができれば、世界経済のグローバルな協力体制を補完することにもなる。

これまで日本は、アジアの経済成長に、貿易相手国として、また投資国として重要な役割を果たしてきた。国内で比較優位を失った生産工程をアジアにシフトすることにより、産業構造を高度化してきたし、アジアの購買力向上は、日本企業に輸出市場を提供してきた。

通貨危機により、アジアにおける日本の輸出への需要は急減する一方、アジア経済の回復の遅れも、輸出先としての日本経済の停滞によって増幅された。また、アジア各国の金融システムは、銀行に大きく依存し、海外からの過度の短期資金借入や急激な通貨価値下落による不良債権が重荷になっていること、資本市場の機能強化が重要な課題になっていることなど、日本と部分的に共通する問題を抱えている。通貨危機以降、日本からの直接投資や与信残高は大きく落ち込み、相対的に欧米のプレゼンスが高まった。日本からの直接投資などは、このところようやく底を打ったものとみられるが、今後の取組みに際しては、まず、通貨危機以降の事態を深刻に認識することが前提になる。

アジア経済の再生なくして日本経済の再生は困難であり、両者が共存共栄の関係にあることは、通貨危機による影響が、日本経済の停滞の一因となっていることをみれば明らかと思われる。EUの地域統合が加速する中、日本がアジアの一員として、金融面でも、実体経済面でも、地域統合の軸となる役割を担うことが一層重要になる。

## ロ．相互依存の深化

為替がファンダメンタルズから大きく乖離したり、過度に変動する事態を回避するため、アジア通貨の円との連動性を高める必要がある。これは、95年以降のドル高・円安が、アジア各国のドルペッグに近い制度の下で、輸出競争力の大幅な低下をもたらしたことによっても裏づけられる。具体的には、アジア各国通貨と円の相場安定を重視し、各国間の為替介入のネットワークを拡充していくべきであるし、アジア域内の貿易、投資活動における円の使用比率を高めていかなければならない。

金融面と実体経済面の相互依存は補完的であり、域内の貿易・投資活動の拡大によって円の使用比率が高まるし、逆に円の利便性が増して使用比率が高まれば、域内の貿易・投資活動の拡大が期待できる。

アジアでは、これまで金融仲介機能が低かったため、域内で貯蓄と投資の仲介がなされず、域外から短期資金をドル建てで調達したことが、為替リスクの顕在化による通貨危機を招いた。円との連動性の高まりを通じてアジア域内での金融システムの資金やリスク配分機能が向上すれば、狭い意味でのアジアのみならず、当然ながら日本にとっても、貿易活動や対外資産がさらされている為替リスクの低減により実体経済の安定に寄与するし、日本の市場や金融機関の国際競争力を向上させる。この結果、これまでニューヨークやロンドンを経由していた取引の一部が東京、香港、シンガポールへシフトすることになれば、アジア域内での効率的で安定的な貯蓄と投資の仲介が可能になる。

また、貿易、投資活動による相互依存の深化は、企業に比較優位に沿った事業展開を促すことになる。アジア通貨危機の影響は、バブルに乗った東南アジアの不動産業や韓国の一財閥内でのフルラインの業種展開など、比較優位を無視した投資効率の低い企業ほど深刻であった。日本企業にとっても、過剰債務、過剰設備、過剰雇用という構造問題を改革する上で、比較優位を失った製造業の過剰設備をアジア企業に売却すれば、過剰債務の軽減にもなり、アジアの製造業の資金需要が高まれば、日本の金融業での雇用増となることが期待できる。

今後、ユーロが、EUのみならず東欧も含めた基軸通貨の地位を確立する一方、円が、アジア域内でさえ使用されず、ローカル・カレンシーに甘んじる事態は、アジアの金融システムの安定性を確保する上でも、是非とも回避せねばならない。欧州において単一通貨導入を提唱した70年のウェルナー・レポートから、ユーロ誕生まで30年を要したことからすれば、長期的視点に立った官民の粘り強い取組みが求められる。



## (2)運用先としてのアジア

### イ．日本の金融業としての取組み

今後成熟した日本経済に高い成長は望めず、資金需要も期待できない一方、アジア経済は危機後の混乱を克服するにつれ、一定の高成長の下で資金需要も高まるものと考えられ、運用先としてのメリットは大きい。産業としての日本の金融業の国際競争力が問われる分野とあってよい。

アジア域内の経済は、NIEs、ASEAN、中国の順で工業化が進み、農業から軽工業、重化学工業、電子産業へと産業が高度化してきた。域内経済の発展段階は異なっており、相対的な先進国では単なるキャッチアップとしての工場立地を脱し、情報通信技術立国を目指す動きもみられる。日本の金融システムの将来ビジョンとしても、産業金融モデルと市場金融モデルが併存し得るように、相手国の状況に応じて、長期的関係を前提とするリレーションシップ・バンキング形態をとったり、ノンリコースのプロジェクト・ファイナンスや証券化技術を活用するなど、きめ細かい対応が必要と考えられる。

これに関連して懇話会では、金融問題をアジア全体、あるいはグローバルな視点で考えるに際し、国際的なコンバージェンス（共通化、標準化）の側面と、各国経済の発展段階の相違という側面の双方に配慮すべきとの意見があった。例えば、会計基準や倒産法制などは基本的には共通化の方向にある一方、資本移動の自由化や資本市場の対外的開放は、発展段階を考慮して対応すべき問題とされる。かかる視点からアジアの通貨危機を振り返れば、発展段階を軽視して資本移動の自由化を求めたIMF、アメリカ流アプローチの過ちとも位置づけられるし、逆に日本の公的金融などは、同様の発展段階にある他の先進国とのコンバージェンスからみて異質であり、見直されるべき課題となる。

また、アジアの銀行の貸出債権を日本で証券化したり、プロジェクト・ファイナンスを日本で組成し日本の銀行などが参画することが、市場の機能向上のためにも望ましいとの意見があった。これは、ディスクロージャーの充実や採算性などの情報入手体制の構築と合わせて、目指されるべき方向であろう。

なお、アメリカと日本とでは、金融機関の海外情報入手体制が異なっていることが、海外投融資活動の質的な差異として現われているとの指摘もあった。アメリカの海外拠点で、常時、高度な現地情報を収集し、本国に送っているのに対し、日本の海外拠点は進出企業への業務提供にとどまりがちではないかということである。一般に、海外投融資の規模と情報入手体制は相互依存的に進展する関係にあり、外国人が地域に深く浸透することは実際には困難を伴うが、今後ますます日本国内に

おける投融資機会が制約される以上、海外情報入手体制の強化は、日本の金融機関において、より戦略的、積極的に取り組まれるべき課題であろう。

#### ロ．アジア企業にとっての東京市場

高齢化社会における日本の個人投資家の資産運用という観点からも、アジアは重要である。これまでアジア企業の日本での上場がほとんどないのは残念ではあるが、個人投資家がアジアの株式や債券に投資し、自らのリスク管理の下で、より高い運用利回りを得られるような環境整備が望まれる。

具体的には、審査料などの上場コストや審査期間の短縮に向け、取引所として一層努力すべきであるし、アジア企業に対し、取引所や証券業協会が、証券会社と連携して、積極的なマーケティングを行うべきである。また、アジアの取引所間のクロスメンバーシップやクロスボーダー取引に向けた連携も強化する必要がある。

より本質的には、非居住者にも使いやすい競争力ある市場に向け、税制、会計制度、決済制度や、取引慣行を継続して見直していくことが当然必要である。さらに懇話会では、日本で英文のディスクロージャーが認められないことが事実上アクセスを困難にしており、もはや市場における標準語は英語であると認識すべき段階にきているとの指摘もあった。

#### ハ．アジアクリアの展望

現在のアジア域内の証券取引では、市場へのアクセス方法が国ごとに異なり事務的な負荷が大きいし、アジア企業がロンドンで資金調達する場合にユーロクリアなどを利用すると、時差のために不利な取扱を余儀なくされている。今後、アジア域内の資本市場の機能強化のためには、証券取引についての制度、税制などの調和を図った上で、アジアの時間帯で取引されるハブとしての証券決済システム（アジアクリア）が有効と考えられる。こうしたシステムにより、一日の始まりが最も早いアジアの市場としては、欧米に対して、当日中の決済指図が行えるため、優位性を享受することも可能になる。

実現に向けては、まず、既述のようにアジア各国の取引所が連携した上で、各国の証券決済システムと直接リンクするアジア域内の清算システムを設置して取引成立以降の照合・清算のプロセスを一元化する、その上で、さらに各国決済システムのハブとして処理するアジアクリアを構築することも考えられる。これにより、アジア域内の証券取引に伴う決済リスクが削減されるし、さらに欧米の決済システムとリンクされれば、グローバルな資本移動の円滑化にも寄与することとなる。こうしたプロセスにおいては、アジアで最大の資本市場を擁する日本のイニシアティブが期待される。

## 第 部 ビジョンへの架橋

不良債権問題が眼前に横たわっている中で、第 部で展望した将来ビジョン、市場機能を中核とする複線的金融システムをどう実現していくかが第 部の課題である。ひとつには、産業金融モデルを脱し、収益力強化のためのビジネスモデルの転換に取り組むことが、不良債権処理のための原資の提供であり、また、証券化のプロセスを推進していくことが、不良債権処理のためのツールの提供であるといえる。このプロセスにおいて、RCC（整理回収機構）はもとより、証券化の流れを人為的に造りだす政策金融機関の役割も期待される。もとより、伝統的な意味での資本市場の効率化、基盤強化のための取組みが一貫したスタンスでなされるべきことも当然である。さらに、希望的思いを込めるなら、柳澤大臣に示したこの将来ビジョンの認識が、金融に携わるすべての関係者に共有され、改革に向けた意識、行動を駆り立てることを期待したい。

### 1．不良債権問題と当面の行政対応

#### (1)不良債権問題の諸側面

##### イ．総括的認識

不良債権問題は、懇話会において相当の議論を費やしたし、また、各委員の認識や処方箋がかなり鮮明に分かれたテーマでもあった。だが、将来ビジョンを実現する上で、この問題は避けて通れないし、逆に、この問題への取組みが将来ビジョン実現への大きな契機となり得る。

既述のように、80年代までは、企業経営が悪化しても、メインバンクとしての銀行が、弾力的に債務処理、再建のリーダーシップを担った。

90年代を通じ、実体経済や株式市場の低迷、地価下落の進行につれて、不良債権問題についての関係者の認識は徐々に深刻化したといえる。そして、不良債権が銀行のリスク負担能力の限界に達したところで、国民に信頼、共感される企業の債務処理の仕組みが完全には確立していないというのが現状であろう。元来、銀行と債務者が協議すべき問題だったのが、当事者に任せているだけでは速やかに解決しないとすれば、誰がどの程度関与していくべきかが懇話会での意見の分かれ目であった。

とはいえ、財政、金融政策で景気を下支えしつつ、銀行の利益の範囲内で徐々に償却していこうとするかつての持久戦的手法は、財政の余力からも、銀行の余力からもとり得ないし、厳格な資産査定と償却引当基準の下で、市場原理を活用しなが

ら迅速に処理を進めるべきとの認識は懇話会として一致している。かねて金融庁では、主要行の破綻懸念先以下の債権（新規発生分）につき、3年以内オフバランス化との期限を設定しているが、この4月には、処理を加速するため、原則1年以内に5割、2年以内に8割目途とさらに具体的な目標を再設定した。

かつてビッグバンによる金融行政の転換に際しては、事前予防から事後チェックへ、裁量からルールへというキャッチフレーズが喧伝されたが、あらかじめ不良債権の処理目標を設定するのは、事前裁量といえなくもない。

だが、諸外国の経験は、たとえ痛みを伴っても不良債権処理＝企業の新陳代謝を迅速に行った国の方が経済回復が速いとの教訓を示している。不良債権処理が基本的に個々の経営判断に属する事柄であるとしても、それが実体経済全体にとって重要な意味を持つ現下の事態においては、行政の関与もある程度までは必要であり、正当化されるものと考えられる。

不良債権問題には様々な捉え方があるが、懇話会では主に、企業の過剰債務、銀行の収益力不足、産業金融モデルの帰結、といった視点から議論が行われた。

#### ロ．企業の過剰債務

不良債権による金融仲介機能の低下が景気低迷の原因ゆえ、処理を進めれば景気が回復するといわれることがあるが、不良債権を、企業が実体経済に比して過剰に抱えている債務と捉えるのは、こうした議論へのアンチテーゼでもある。

銀行のリスク管理債権は、建設、不動産、卸小売、サービスの4非製造業種に集中しており、これら4業種における実体経済に比しての過剰債務比率を試算すると、リスク管理債権比率と概ね一致する。フロー及びストック両面でデフレが進行している限り過剰債務は拡大し、不良債権の最終処理は困難となるし、銀行側で不良債権処理を進めても、資金需要の拡大については景気回復にはつながらない。

健全な企業であっても、資産価格が下落すれば保有資産の時価が目減りする一方、負債は名目で固定されているため、実質的な自己資本が減少し、リスクのある設備投資への意欲は低下する。こうして資金需要の減少が続けば、設備投資も内部留保で賄うため、銀行側に貸出意欲があっても借入ニーズがない事態となる。

総じていえば、現在の日本の製造業は、こうした外部資金調達ニーズに乏しい状況にある一方、過剰債務を抱えた低収益の非製造業は、そこから脱却できないという構造的問題となっている。

かかる観点からは、不良債権問題を克服するためには、当事者間の努力はもとより、まず、デフレを克服しなければならず、そのためのマクロ経済政策が先決という認識が導かれる。

## 八．銀行の収益力不足

不良債権は、産業の新陳代謝や景気変動に伴って必ず発生するし、仮に不良債権がなければ、金融仲介機能を果たしていない証左といってもよい。また、不良債権は銀行に損失をもたらすが、一方では当然ながら正常債権が金利収入をもたらすから、経営上は、預貸利ざやによる収益と不良債権処理費用との差額が問題になる。

景気後退時のアメリカの銀行のように、不良債権処理費用が拡大しても、利ざや収益で十分賄えるのであれば、リスク管理において基本的に問題にする必要はなく、自己資本は、その上でなお残る不確実性に備えるものと位置づけられる。この意味で、日本の銀行経営からみた不良債権問題とは、一面、収益力不足問題であり、経営自立のための収益力強化が、第一義的に重要になる。

もとより、銀行の収益力の強化は、債務者の負担増を意味するから、それがどこまで許されるかはマクロ経済環境にも依存する。实体经济に比べての既存の貸出規模が極めて大きくなっている日本において、利ざや改善の経済にもたらず負担は大きいし、貸出ポートフォリオの変更（新規分野への参入）が収益に寄与するまでには一定の時間が必要と見込まれる。

また、地価の上昇が見込めない中で、貸出が不動産担保主義から抜け出せなければ、不良債権処理と新規発生が悪循環から脱却できない。とりわけ中小企業に対して一件ごとの完全な安全性を求めれば、貸出可能な企業はなくなってしまう。大手消費者金融会社において行われているように、ある程度まとまった対象企業を大数的に統計管理して、リスクとリターンを最適化する工学的アプローチが必要である。

## 二．産業金融モデルの帰結

不良債権問題は、過度に銀行に依存した産業金融モデルにおいて、銀行に信用リスクが集中している問題でもある。この場合、信用リスクを、それが顕在化してしまっただけで捉えている訳だが、後知恵的にいえば、貸倒れになる可能性のある債権をすべて銀行が抱え込んでいたことにそもそも起因している。換言すれば、日本の金融システムにおいては、貸出を組成した銀行から、他の機関投資家などに信用リスクを円滑に移転する仕組みや、不良債権化した以降に転売したり、証券化したりする仕組みがほとんどなかった。

不良債権の時価評価が適切に行われないと、債務者企業の処理方針の検討に際しても、収益力がありながら破綻を余儀なくされたり、逆に再建可能性がほとんどないのに延命させるといった不都合が生じ得る。貸出債権市場を整備、拡充し、証券化商品の普及を図っていくことは、不良債権と過剰債務の分離のみならず、金融システムのリスク配分機能の向上や、銀行のビジネスモデル転換という観点からも極

めて重要である。

## (2)デフレ克服のためのマクロ経済政策（金融政策中心に）

懇話会では、ミクロの不良債権問題とマクロのデフレの因果関係や解決の優先順位については、銀行が不良債権さえ処理すればデフレは解決するといった単純な意見はなかったものの、デフレの進行による新たな不良債権発生を問題視するか、再建可能性のない企業の延命によるデフレの進行を問題視するかは、必ずしも認識が一致していない。だが、企業の過剰債務を解消するためにも、銀行の収益力を強化するためにも、デフレ克服のためのマクロ経済政策の重要性については異論がなかった。

当面のデフレ対策としては、その緊要性にかんがみれば、財政を含むあらゆる政策手段を動員して取り組むべきとの意見があった。一方、財政赤字や政府債務残高が既に高水準にあることに配慮すれば、望ましい物価安定目標圏を設定し、中央銀行の達成すべき目標を明確化するとともに、市場参加者の期待に働きかけるべきとの提言があった。さらなる日銀当座預金残高の増加や長期国債買い切りオペの増加によるマネタリーベースの拡大に加え、必要に応じ時価総額に連動した上場株式投信や優良な不動産投信を購入するというものである。

また、同様の問題意識から、欧州中央銀行が採用している物価参照値の導入を、一般的な物価水準と資産価格の両方を視野に入れ、真剣に検討する必要があるとの意見もあった。

仮に、マイルドなインフレが実現できれば、経済活動が刺激されることによる景気拡大や債務負担の減少など、現下の日本経済が抱える最大課題の解決になることは確かである。

一方では、当然ながら、物価の操作可能性への懸念などもあり、当懇話会が、金融システムの将来ビジョンを議論する場であるという性格からも、マクロ経済政策についての突っ込んだ議論は行っていない。

ただ、マクロの経済財政政策、金融政策やミクロの金融監督行政のあり方について、各々の担い手の間で、往々にして、認識が一致していないように見受けられるのは残念なことである。政府内の各セクションと中央銀行が、互いの役割を尊重しつつ率直な意思疎通により、現下の課題に一丸となって取り組んでもらいたいと思う。また金融庁も、不良債権問題の複雑で多面的な性格にかんがみれば、これを自らのみで解決すべき問題として抱え込むのではなく、各産業所管当局やマクロ政策当局との適切な役割分担が望まれる。

### (3)債務者企業の処理方針

#### イ．処理が進まない原因

清算するにせよ再建計画を策定するにせよ、大口問題先企業の処理が迅速に進まない原因につき、懇話会では、銀行は、どうすればよいのか判っているのに過去のしがらみなどからできないのか、それとも、そもそもどうすればよいのか判っていないのか、一体どちらなのかという根源的疑問が呈された。

この疑問への答は単純ではない。これまで長期的リレーションシップを前提にした付き合いをしてきたことに加え、フローの収益力はあるのに資産デフレにより債務超過になっているような場合、再建可能性の判断は微妙であろう。また一般に、事後的に先送りと批判されているあらゆる事象において、当事者が明確に一時的先送りに過ぎないと自覚しながら行動することは稀であろう。

但し、悲劇を回避するために、自覚しないまま希望的観測を交えて判断してしまうのは大いにあり得るところであり、だからこそ第三者の視点が重要になる。破綻懸念先以下に区分すれば、追加支援の困難さから法的整理に移行する可能性があるが、その攻防が行われた特別検査の過程で、いくつかの大口問題先の処理方針が明確になったのは、第三者によるプレッシャーが機能したものといえよう。

#### ロ．処理の種類と留意点

企業の法的整理（倒産）が行われる場合、破産法による清算型手続と会社更生法や民事再生法による再建型手続がある。清算型では、所有する財産がすべて解体、処分される一方、再建型では、可能な限り事業は継続され、それを前提とした財産評価が行われる。このため、当該企業はもとより、債権者である銀行にとっても再建型手続を選択するインセンティブが存在するが、そのことが、当該企業の属する業界全体の需給にとって望ましいかどうかは別問題である。

また、債権者間の合意形成が容易だったり、法的整理では損失が大きくなったりする場合には、私的整理が行われる。ここでも清算型手続と再建型手続があり、特に私的な再建型手続における債務免除や債務の株式化の評価が問題となる。

フローの収益力が相当程度あれば、過剰債務の一部を免除することにより、倒産を回避し再建の道筋を描くこともできる。但し、破綻懸念先以下に分類して巨額の引当負担が生じるよりは、一部債務免除によって要注意先にとどめる方が、銀行にとって当面の負担額が少なくなるケースもあり、かつ、この場合、再建計画における将来利益を多く見積もるほど、当面の債務免除額が少なくなるため、計画内容が真に抜本的かどうか慎重な評価が必要であろう。さらに、債務の株式化は、企業に対するガバナンスを強化し、企業側では債務削減効果を実現できるというメリット

があるが、銀行側では株式を減損処理しない限り損失は発生しないため、先送りとの疑念を招きやすいことにも留意する必要がある。

企業が再建計画を必要とするに至った背景としては、当然ながら、それまでのビジネスモデルが実体経済と不整合になっている。このため、再建計画の実効性を高める上でも、経営責任の明確化は不可欠である。

個々の債務処理方針を策定するには関係者の膨大なエネルギーを要する。だが、往々にして、大手企業の再建計画が社会問題化してきたのは、企業が債務を返済できなくなった際にどういう役割分担により処理するかという国民の相場観が形成されていなかったことにも起因している。この点は徐々に正常化しつつあり、引き続き、痛みを伴っても着実に処理の実例を積み重ねていくことが重要と考えられる。

なお、これらに関連して、懇話会では、現在の債務者区分と引当の関係につき、要注意先から破綻懸念先に移行すると求められる引当が不連続に大きく拡大するため、将来的には区分の細分化を図るべきとの意見があった。破綻懸念先は、銀行側としてはデフォルトリスクが高まったと認識するため多額の引当が必要となるが、この論点は、より本質的には、引当の根拠を個別企業の評価のみに求めるのが適切か（例えば、マクロ経済環境の厳しさなどを根拠とする引当は考えられないか）どうかといった問題意識につながるものと考えられる。一方、個別企業の一時点の断面図以外の要素を取り入れて、恣意性を排除し、引当の客観性を担保できるかという懸念は、当然、併せて考えねばならない論点である。

#### (4)金融検査

##### イ．検査の甘さ厳しさ

かつての大蔵省時代には、破綻処理に伴うセーフティネットが整備されておらず、また、検査基準そのものも必ずしも明確ではなかったため、預金が保護されず、預金者全員の不安を招く事態を回避すべきとの監督行政上の要請に、検査という事実認定業務が影響を受けることもあったのではないかと思われる。

98年に財政、金融行政が分離して検査、監督が対等の業務として再構築され、かつ、破綻処理や破綻に至らない経営悪化段階でのセーフティネットが徐々に整備されたことにより、金融検査は、厳格な資産査定と償却引当基準の下で、いわばレントゲンとして、客観的事実認定を行い得る環境となった。

それでもなお、現在に至るまで検査が甘いと指摘されることにつき、大臣からは、作為、能力、基準という論点につき、厳しく検査するほど評価される現状において検査官が作為的に甘い事実認定をすることは考え難い、能力不足の検査官がいる



としても、バックオフィスも含めたチームワークで対応している以上、個人の能力不足が検査結果に直結するとは考え難い、基準については十分慎重に策定しているが、時代の変化や現実に適応していないのであれば適宜見直していかねばならない、との認識が示された。

一方、ペイオフ実施を控えて協同組織金融機関などの破綻が相次いだこともあり、検査での中小企業に対する見方が必要以上に厳格になっているのではないかという逆の指摘もなされている。懇話会でも、そもそも大企業と中小企業の処理方針は異なっていて然るべきとの意見があった。この背景には、現在のような経済情勢の下では、中小企業は見方によって要注意先や破綻懸念先となり、直接償却するためには実質倒産状態に追い込まねばならない場合もあるという現場の状況があげられよう。昨年来、過剰債務に陥った大企業を処理すれば、不良債権問題は基本的に解決するとの議論が広く流布したが、全国銀行の貸出の7割は中小企業であり、むしろ、この分野での不良債権処理が今後本格化すると見込まれる。

金融庁においても、こうした指摘にこたえる形で、中小企業に対する検査マニュアルの適用事例をとりまとめたり、金融機関の財務状況に応じて一定額以下の債務者は自己査定に委ねるといった取組みがなされている。真に有能な検査官とは、企業の規模や経営実態に応じて、柔軟に妥当な判断基準を適用しているのであろう。今後とも、行政と金融機関、金融機関内の本部と現場において、何が実態に即した処理なのかという点につき、不断の検証と改善が必要である。

#### ロ．自己査定の検証

より本質的な論点として、金融行政の転換に際し、資産区分から引当までを検査対象とし、検査を銀行の自己責任による自己査定の検証と位置付けたにもかかわらず、当局による厳格な認定変更を求めるのは逆行ではないかとの見方がある。

貸出という機能は、資金供給者（預金者）との情報の非対称性を縮減して金融仲介を効率化するものであり、元来、個別貸出先企業の経営者や社員の意欲、能力につき情報を最も保有しているはずの銀行に第三者が過度に指図することにより、貸出本来の機能が損なわれることへの危惧ともいえる。

この点については、銀行側に、査定に必要なすべての情報の優位性がある訳ではないし、横並びで検査してみると、銀行間での処理方針の違いが見受けられることも多い、といった現場の実情もあろう。理想的には、銀行による自己査定を極力尊重し、結果責任を問うガバナンス体制を構築していくことが望ましいが、当面は自己査定が必ずしも十分に信認されていないこともあり、それを、当局検査が補完していかなざるを得ないものとする。

## (5)当面の監督行政

### イ．基本スタンス

現在の監督行政の仕組みは、銀行による財務のディスクロージャーと、それに連動した早期是正などのルールに基づく規制を通じて、経営に市場規律を貫徹させ、実効性あるリスク管理を行うことを狙いとしている。

例えば不良債権の発生が銀行に損失をもたらし、配当を減少させたり株価の低下を招いたりすれば、経営陣は株主に責任を追及されるため、より少ない不良債権の発生とより高い収益獲得をもたらすポートフォリオとなるよう業務の再構築を進める誘因が働く。また、監督当局は、財務のバッファーとしての自己資本の充実を促すが、当面は増資などによって対応されるとしても、結局は収益向上を図るしかなく、この意味で、株主によるコーポレート・ガバナンスと基本的には整合性のある規制の枠組みになっている。従って、時々コーポレート・ガバナンスがどの程度機能しているかを踏まえつつ、監督当局が適切に補完していく必要がある。

懇話会では、ルールに基づく透明性の高い行政対応を基本としつつも、既述のとおり、現下の困難を脱却するためには、これまで以上に、不良債権処理のみならず、その原資を捻出するためのリストラやビジネスモデルの転換に取り組むようプレッシャーを強化すべきとの意見が多かった。また、公的資金注入行に対しては、法律に基づく監督とは異なる次元から、国民の代理人である株主として、具体的で実効性あるガバナンスを求める意見もあった。

### ロ．公的資金

公的資金の銀行への再注入については、大臣から、システミックリスクなど法定の要件を満たす状況に至れば果敢に取り組むとしても、一般論として、経営に対する緊張感が失われる、一時的処理体力の増大にとどまり、収益力向上には寄与しない、実質公的管理となり、健全化計画などが経営の自由度を制約する、といった消極的認識が示され、複数の委員からも、あくまで個別銀行の経営改革の延長線上で判断すべきであるとして、不安払拭のための一斉再注入といった観念論への懸念が表明された。

一方、一斉再注入ではないが、ある程度システマティックな公的資金の活用策として、経営悪化銀行に市場での増資を義務付け、調達できた銀行には政府が公的資金で補完し、できなかった銀行は財務状況に応じて一時国有化または市場からの段階的退出を促すとの提案があった。こうした意見の前提として、経営悪化か否かを判断するに当たり、現行B I S規制の自己資本に多額の繰延税金資産などが含まれ

ていることへの評価については意見が分かれた。

## 八．私的自治（経営における自己責任）への認識

公的関与の強化、更には一時国有化への大臣の消極的姿勢の背景には、行政に経営能力がある訳ではないという実情に加え、可能な限り私的自治を大切にしたいとの思いがあるものと推察される。

一方、公的関与を強化すべきとの多くの委員からの意見も、私的自治を軽視している訳ではなく、現下の経済環境の下で、銀行と貸出先企業の長年に渡るウエットな関係や債権者間の調整が困難な状況をみれば、私的自治だけでは事態は前進しないとの思いがある。

但し、大臣はもとより各委員の認識が一致したのは、行政の銀行に対する関与の度合にかかわらず、銀行と貸出先企業との個別取引関係に介入するのは、経済合理性を歪めるものとして、厳に回避すべきということである。

同時に、大口問題先への対応が不透明感を残していることを背景に、個別企業の処理方針を新たな行政機関を設けて判断するといった構想が表明されていることに対しても、懇話会としては否定的見解で一致した。

また、不良債権処理を促進するため、累次にわたりRCCの機能強化が図られているのは評価できるが、企業再生に限っていえば、やはり金融機関と貸出先企業との協議が基本であり、RCCの役割は限定的であって然るべきとの意見が多かった。

さらに、行政が銀行にROEやROAなど具体的数値目標を設定し、達成できなければ経営者を交代させるといった発想については、一般的に収益力向上を促したり、負の遺産としての不良債権処理を年限を限って促すのとは異なり、行政が経営そのものを行うものであり、やはり望ましくないというのが懇話会での意見の大宗であった。もとより、銀行が自主的に具体的数値目標を設定し、経営責任を賭して努力するのは大いに必要であるし、行政としても、そうした姿勢は積極的に支持すべきであろう。

## 二．破綻処理

破綻処理に対するこれまでの行政の姿勢は、必ずしも一貫性があるようにはみえない。セーフティネットが存在しなかった時代には極力破綻を回避する構えだったのが、徐々に破綻処理を余儀なくされるにつれて国民から許容されるセーフティネットの水準も向上し、最終的に金融再生法、早期健全化法の成立と、検査体制の整備により、検査結果などに応じて淡々と処理の要否を判断し得る前提が整った。

それでもなお、その後早期健全化法の対象を銀行から協同組織にまで拡充したのは、いかに小規模の金融機関とはいえ、破綻すれば当該地域の経済への悪影響は避

け難いし、そもそも破綻処理にはコストがかかるため、公的資金により経営基盤強化が図れるのであればそれに越したことはないとの思いがあったものと推察される。

往々にして破綻処理に至ると、なぜもっと早い段階で処理しなかったのかとの批判を惹起するが、破綻処理は奇麗ごとではなく生き残りの可能性を見極めるぎりぎりの行政判断である。金融機関における貸出先企業の処理と同様、希望的観測を交えてはならないが、さりとして安易な形式主義に流されない的確な判断が望まれる。

破綻処理に関連して、懇話会では、検査などで当局と金融機関の見解が対立したり、検査に先立つ自己査定が適切に行われない背景には、金融機関の破綻と、破綻に至らない段階とで経営者の扱いに差があり過ぎるのが一因との指摘があった。この点は、検査のあり方に際して指摘した結果責任を問うガバナンス体制と密接に関わっている。

ここで結果責任という場合の「結果」には、個別貸出先企業の経営悪化、更には破綻、その蓄積による金融機関自身の経営悪化、更には破綻、という2段階があり、最終的に金融機関として破綻に至れば、退任はもとより民事・刑事責任の追及が行われることがあるため、経営者は経営悪化企業に対して追加支援をしたり、場合によっては隠蔽してでも破綻を回避しようとする誘因が存在する。

従って、退出を円滑にするためには、破綻に至らない段階や破綻後の責任追及が形式に堕していないかといった点を含め、このようなインセンティブ構造を改める必要がある。もとより破綻に至らない経営悪化（例えば早期是正措置の発動）やさらにその前段階としての個別貸出先企業の破綻などに際し、制度的に経営責任を問う仕組みを構築するのは、技術的な困難さがあることは否めないが、私的自治を尊重しつつ健全性を維持するための努力は常に払われるべきものとする。

また、破綻の前後で財務状況（典型的には破綻前の当局検査と破綻後の管財人による査定）が大きく異なることが信認を損なっているとの指摘もあった。もとより当局検査は破綻させようとして行うのではなく、ゴーイングコンサーンを前提とした評価になるのに対し、管財人の査定は清算価値ベースで行われるから、ある程度の相違はやむを得ないが、厳格な検査や破綻処理の迅速化によりギャップを埋めるための努力は必要であろう。

以上、不良債権問題と当面の行政対応についての懇話会での議論を振り返った。繰り返しになるが、この問題を着実に克服し、金融システムの将来ビジョンにつなげるための関係者の取組みを期待したい。

## 2. ビジネスモデル転換への留意点

### (1)基本認識

不良債権問題を早急に克服し、銀行として自立するための収益力強化に向けたビジネスモデルの転換は、経営判断の根幹であり、元来、行政が具体的に指示する筋合にはない。また、他者と異なるビジネスを展開してこそ比較優位に立てる以上、目指すべき一律のモデルはあり得ない。むしろ既存のモデルも含め多様なビジネスモデルが並存することを前提に、金融システムとしての安定性や効率性を維持するための方策を展望するのが将来ビジョンの役割とも考えられる。

だが、現状を踏まえた経営改革の方向性が各方面で指摘されて久しいにもかかわらず、必ずしも着実に進展しているようにみえないのは、多くの銀行で組織内の意識や行動に阻害要因があることを推察させる。それは、あの銀行は顧客に厳しいといった評価が広まることへの懸念だったり、実際に厳しく対応することによる顧客からのリアクションへの懸念だったりしよう。

以下では、懇話会での議論を踏まえ、第 部で示した基本的方向性を敷衍する形で個別の論点に言及したい。

### (2)リスクに応じた金利設定

#### イ. 貸出可能な企業範囲の拡大

デフォルト率などに基づく資金のコスト（預金金利とリスクプレミアムの合計値）を要求できなければ、銀行ビジネスは成り立たない。懇話会でも、実際の企業向け貸出金利を、企業の格付けと規模別にみると、とりわけ低格付けの中小企業において得るべきリターンを大きく逸失しているとの分析結果が報告された。市場機能を中核とする金融システムにおいても、中小企業金融の担い手は基本的に銀行であり、利ざやの正常化が第一に取り組みされるべき課題である。

また、リスクに応じた金利設定は、単に銀行の収益力向上のみならず、貸出可能な企業範囲を拡大する。一定の金利を払えば必要な資金を確保できるということになれば、これまでの低利の銀行貸出とかなり高利の商工ローンの間の空白を埋めることは、少なくとも理論的には可能であろう。

もとより、リスクに応じた金利の支払により、企業業績にはマイナスの影響が生じるが、貸出可能な企業範囲が拡大することによる一時的な資金繰り悪化倒産の回避という側面にも眼を向ける必要がある。さらに、銀行貸出がこれまでよりも割高になれば、企業側では資本市場からの調達を指向するようになる効果も期待できる。

## ロ．ガバナンス機能の向上

リスクに応じた金利を設定するには、常に経営内容をモニタリングする必要があるため、事業環境の変化に対応した経営改革を促す機能が働くことにもなる。経営悪化企業に対しては、金利や元本の減免によって再建を支援するのがこれまでの常識的対応だが、経営が悪化すればリスクに応じて借入金利が上昇し、経営改革の努力により業績が改善すれば金利が低下するというのが、ガバナンス上も有効である。経営改革により利益を生み出す仕組みを構築できない企業が退出を迫られるのはやむを得ない。

とはいえ、こうした教科書的ともいえる指摘に対しては、債務者と直接向かい合っている第一線の現場においてほど抵抗感が強いであろう。金利引上げに応じる余裕のある企業では、そもそも借入へのニーズが乏しい一方、借入に頼らざるを得ない企業では、金利引上げに応ずる余裕がない。物価がコストの積上げではなく需給で決定されるような状況下において、企業努力の余地がそもそも乏しい債務者に、リスクに応じて金利を上げるとはいいいにくい。既述のとおり、懇話会において、政策金融ではなく、民間金融への利子補給という提案があったのも、こうした実態を反映したものと考えられる。

だが、それでもなお、リスクを常にモニタリングするという姿勢を通じ、中長期的にその企業とともに生きる銀行として、債務者の理解を得る努力をすべきであろう。こうした側面において産業金融モデルにおけるリレーションシップの利点を捨て去る必要はない。

金利設定見直しの動きは、全国的には未だ緒についた段階だが、困難を承知で幹部が率先して積極的に取り組んだ銀行ほど、かえって債務者との信頼関係が深まり、成果を挙げつつあるようにも見受けられる。

こうした取組みにより、ある程度の利ざやが確保されれば、信用リスクの許容量が増し、新たに貸出可能な対象企業も拡大する。そして、多様な企業の財務状況やデフォルト率についてのデータの蓄積が進めば、信用リスクの判断材料が充実し、借入企業にとってより納得できる金利設定や、不動産担保に依存しない与信判断が可能になるものと期待される。

また、既存の債務者であれ、新規顧客であれ、これまで以上の負担を求める以上、銀行側において、的確な経営アドバイスや借入申込に対し迅速に回答できるシステムの開発など付加価値の高いサービスを提供することが、借り手の理解を得る前提となる。

### (3)リテールビジネスの充実

#### イ．個人向け信用供与の特質

市場機能を中核とする金融システムにおいても、アメリカやイギリスの商業銀行が、伝統的預貸業務から収益をあげている背景には、大企業を中心に資金余剰となるにつれ、住宅ローンや消費者金融など個人向け信用供与を拡充してきたことがある。また、併せて、口座管理や小切手決済、投資信託や保険販売による手数料収入を増加させてきた。

一方、日本の銀行の相対的な利ざやの低さは、貸出の大宗が企業向けであることにもよっており、また、手数料収入には、未だ多くを依存していない。

個人や中小企業向け分野で収益をあげるためには、貸出量を拡大し、不動産担保に依存して一件ごとの安全性を求めればよしとするこれまでの意識を大きく変える必要がある。当面は消費者金融会社などのノウハウを活用していくことになるだろうが、こうした方向性は、リスクを評価するという金融業の元来の社会的意義と軌を一にしたものといえよう。

#### ロ．金融サービスへのアクセス

これに関連し、市場原理が貫徹していくにつれ、リテールビジネスにおける利用者のアクセスが保証されているかどうか問題となるため、懇話会では、アメリカにおけるアクセス均等化策を題材としつつ議論した。

まず与信面では、検査において特定地域への貸出姿勢を評価し、監督行政上の対応に反映させていく地域再投資法(CRA)が、銀行のメンタリティを大きく変え、アフリカ系、ヒスパニック系アメリカ人の住環境改善に有効だったとされている。もとより、人種的背景がまるで異なるわが国に機械的に適用しようもない仕組みではあるが、注目すべきは、地域再投資法によって、銀行が、これまで敬して遠ざけていた地域においても収益機会を発見したことである。

そこで問題は、民間金融に政策的目標を課すことによって、目標達成のために収益が犠牲になるのか、それまでの固定観念を脱し新たな収益を追及する契機になるのかであるが、残念ながら日本の現状では、前者の懸念の方が強いというのが懇話会での主要な意見であった。

同じことが、公的資金注入銀行に対しての中小企業貸出目標についても指摘できる。これは、中小企業のクレジットランチが大きく政治問題化する中で講じられた措置であるが、現段階では、新たな分野に参入して競争が促進されているというより、一部の優良中小企業に対する金利ダンピングなど、市場原理に反する行動を余儀なくさせているとの意見が大宗を占めた。こうしたプロセスにおいて、既存の

地域金融機関が競争に劣後して退出することになれば、中小企業にとっても望ましくないことは当然である。

## 八．公共性のルール化

預金口座に眼を向けると、アメリカでは口座手数料が銀行の重要な収益源のひとつである反面、手数料を払ってまで口座を持つとしない個人が珍しくなく、それが経済的孤立を深めかねないとして、低手数料の口座の開設がむしろ政策的に奨励されている。

これに対して、預金量の拡大が第一義的目的であった日本では手数料無料が当然となっており、膨大な休眠口座の維持にコストを要している。個人にとっては無料に越したことはないが、それが、不要になった口座を閉めるインセンティブを妨げているのも確かである。

銀行の公共性からは、預金口座を通じた生活の基本的サービスへのアクセスを保證せねばならないが、問題は、公共性が正確な定義もされないまま、銀行側では収益を追求しない、あるいは追求に失敗した言い訳として意識され、また、利用者側でもモラルハザードを引き起こしていることにある。

懇話会では、休眠口座のみならず、対応する収益のない残高照会や入出金などの取引を顧客が行うたびにコストが膨らんでいく構造にあることにかんがみ、これまで利用者が意識せずに無料で享受してきたサービスを費用対効果の観点から徹底的に見直すことが、直接にはリテールビジネスのコスト構造を改善する上で、また、過度の公共性意識を脱して公共性のルール化を図る上で、必要であるとの意見があり、多くの賛同を集めた。

なお、これに関連して、やや異なる視点から、ペイオフ実施により預金も絶対安全な資産でなくなったことは、リスクに対する利用者の認識を高める上では意義があるが、所得の低い社会的弱者のためには、リスクフリーの一定の貯蓄手段の提供が、社会政策的に必要との複数の意見があった。預金保険制度の設計を含む公共性のルール化に際して、考慮されるべき側面と思われる。

## 二．個人情報流通と保護

今後、業態を問わず、個人と金融機関との関わりにおいて、重要な論点のひとつが取引上入手した個人情報の取扱いである。情報の漏洩や他目的利用のトラブルが相次いでおり、プライバシーの概念が欧米に比して希薄な日本において、個人情報を適切に取り扱うためのルールの整備は不可欠である。

一方、金融業は、今後ますます情報産業としての性格を強める以上、産業としての効率性を制約するほどの過剰な規制は望ましくない。個人がプライバシー侵害を



懸念することなく金融取引を行い得る体制が基本であるが、一方で、資金を調達したり運用したりするのは、その限りにおいて金融システムに参画することでもある。金融システムへの参画の度合に応じ、システムにおける自らの情報の流れをどうコントロールするかは、複合的な視点から、バランスのとれた議論が望まれる。

#### (4)金融仲介機能の分化

##### イ．アメリカでの証券化商品・貸出債権市場の充実

懇話会では、金融システムにおける資金やリスク配分に、多数の市場参加者の見通しを反映させ、価格メカニズムを機能させる上でポイントになるのが証券化商品の普及であるとの多くの意見があった。

第 部で述べたように、アメリカで証券化商品が大量に普及している背景として、銀行によって組成された貸出を、市場取引の担い手である機関投資家などに引き渡す貸出債権市場が高度に発達している。日本では預金取扱機関以外の貸出は、主に政策金融機関が担っているが、アメリカでの貸出は、銀行以上に、投資信託や年金基金などの機関投資家、証券化の媒体となっている S P C や信託などが担っている。また、貸出債権の証券化商品の残高も、社債残高を上回っている。

こうした市場が整備されていれば、信用リスクへの事前の評価や管理のみならず、事後的に不良債権として顕在化した場合にも、有効な処理手段として機能することになる。現にアメリカでは、貯蓄貸付組合 ( S & L ) の破綻に際して整理信託公社 ( R T C ) が債権を市場に放出した結果、貸出債権市場が拡大するとともに、民間ファンドに企業再建のノウハウも生まれた。市場の拡大につれ、不良債権ビジネスが成長し、R T C の債権売却価格も徐々に上昇し、銀行のバランスシート軽量化が容易になった。貸出債権市場を通じた不良債権処理の推進が、銀行のリスク管理手法も変えていったことになる。

##### ロ．証券化が進展しない背景

一方、これまで日本の証券化商品が市場において限界的な役割しか担っておらず、信用リスクの移転メカニズムが機能していない背景としては、歴史的経緯の差異とともに業際規制の存在があげられてきた。

70 年代末から 80 年代にかけてのアメリカでは、規制預金金利が硬直的だった一方、インフレにより市場金利が上昇すると、預金から市場金利を反映する投資信託などへの資産代替が生じ、競争過程の中で、伝統的な直接金融と間接金融に加え、両者を結びつける市場型間接金融が確立した。これが、不良債権処理過程などにおいて、信用リスクの受け皿となったことは既述のとおりである。このような銀行離

れ（フィナンシャル・ディスインターメディエーション）が、結果として、強靱で高度なリスクシェアリング能力を持つ、複線的な金融システムをアメリカにもたらしたことにかんがみれば、冒頭言及したように、日本でも、人為的政策的に同一の方向性を指向した取組みが必要と考えられる。

そこで、日本での制度的問題として、銀行業と証券業を厳密に区別する業際規制の存在が、中間領域である証券化商品の発展にとって障害となってきたことが、懇話会でも指摘された。

証券取引法上の有価証券は、原則として証券業でしか扱えないため、ある商品が有価証券に該当するか否かがまず問題となり、該当する場合は「証券化」、しない場合は銀行業にとっての証券化である「流動化」という用語が使用されたことに、業際規制による影響が象徴されている。

元来、証券化の対象となる債権は、必ずしも流通性を備えている必要はなく、また流通する場合にも、銀行間であったり、取引所であったり、実情に応じて様々な形態をとり得る。また、プロジェクト・ファイナンスがリファイナンスの段階で証券化されて投資対象になる場合もあり、貸出の組成と証券化は補完的な関係にある。こうした機能を、まず業態という枠組みで捉えてきたことが、市場環境に応じて証券化技術を柔軟に適用することを意識面で妨げてきたものと考えられる。

アメリカでの証券化技術や、それを可能にしたプロジェクト・ファイナンス、シンジケート・ローン、貸出債権市場といった金融技術は、伝統的な直接金融と間接金融の役割を一層補完的なものとし、金融仲介機関の特性に応じた機能分化を促していく。第 部で述べたように、究極的には、銀行の役割は、貸出債権を組成し保全することになり、信用リスクを最終的に引き受けるのは機関投資家などの役割となる。

## 八．機能分化に向けた施策

日本においても、SPC法などの整備により、証券化の法的前提は整ったし、累次にわたる先鞭としてのRCCの機能拡充などにより、アメリカと同様の展開が萌芽的に期待し得る段階にある。この場合、アメリカに比べ、リスクテイクとしての投資家の存在そのものに期待しにくいいため、懇話会では、税制面の支援により投資家を意図的積極的に育成すべきとの意見があった。

また、リスクテイク育成とともに、企業の抱える様々なリスクを分担し取引するためにリスク取引所を設けるべきとの提言もあった。企業全体のリスクは株式に体现され証券取引所で取引されているが、例えば、天候に関する電力会社とガス会社のリスクスワップが市場で円滑に行われれば、企業経営の最適化に寄与するもの

と思われる。企業が抱える不動産の証券化は J - R E I T によって緒についた段階にあるが、運営の透明性を確保し、市場拡大を推進していく必要がある。

さらに、新たな価値を創造する事業への投資には高度なリスク判断能力を要することにかんがみ、通常の金融業務からリスクを遮断してベンチャー・プロジェクトへの資金供給を積極的に行うために、政策的優遇措置を総動員した S P C の仕組みを新たに導入すべきとの提言があった。株式や普通社債に加え、優先株式・社債、劣後株式・社債により多様なリスク選好に応じた資金調達を行い、所得控除や相続税贈与税の特別措置を講じた上で、プロジェクトの成功度合に応じたリターンを享受するというものである。既存の預金から、こうした S P C への投資へと資金シフトが進むならば、それは 70 年代末から 80 年代にかけてのアメリカでの銀行離れを、日本において政策的に創り出そうとする試みと位置付けられよう。

なお、各地で試みられている P F I へのプロジェクト・ファイナンスも発展可能性の大きい分野と考えられるが、当初想定していなかったリスクが顕在化して事業が失敗する可能性も否定できず、プロジェクトを運営する S P C のリスク管理体制などについては慎重な考慮が払われるべきであろう。

## 二．機能分化の進展と人事・組織

市場における価格メカニズムの有効な働きを、上記のように機能分化した仲介機関側から表現するなら、あらゆる金融商品のリスク・リターンの特性と投資家の需要から、市場での取引価格を予測、判断する値付け能力の発揮ということになる。担っている役割に応じた程度の差こそあれ、日本の仲介機関は、基本的に、この値付け能力を発揮できる組織へと脱皮しなければならないものと考えられる。

そのための手順、方法は、基本的には経営判断の問題だが、欧米と比べた場合の人事・組織の差異は顕著であり、その点、懇話会でも指摘があった。

欧米の組織では、執行役員は相対的に少数で各人が各業務の専門家である。その業務での収益に責任を持ち、部門における部下の採用、配置や収益目標の割当、評価などあらゆる人事に権限がある。そして市場価格の変動が激しい中で迅速な意思決定ができるよう、部門トップの下での組織階層はフラットである。また、業務に応じた処遇体系になっており、高度なリスク判断能力を要する業務には相応の成功報酬が用意されている一方、事務処理やリテールサービスなど、比較的容易な業務は、低いコストで雇用している。

これに対し日本の場合、金融に限らず大企業一般にみられる傾向であるが、役員の年齢や勤続年数が近く、ジェネラリストとして登用されてきた感は否めない。ボトムアップの意思決定は民主的ではあるにしても、環境変化の激しい時代における

迅速な対応が困難な面もある。

また、相対的に高学歴の職員を業務内容に関わらず厚遇してきたが、こうしたやり方で競争力を維持できないことは明らかである。収益への貢献を報酬に反映させて責任を明確にすることが必要だし、仲介機関そのものも（行政からの指示ではなく）、自らはっきりした収益目標を市場に示し、経営者は進退を賭して達成に取り組むといった姿勢が必要であろう。金融に従事する者に対し、インセンティブ・メカニズムが働く環境が用意されねばならない。

## (5) 地域金融機関の課題

### イ．想定される将来像

ここまでの議論は、一定の規模を持つ銀行を念頭に置いたものであり、懇話会では、協同組織を含む地域金融機関の将来像については、さほど時間を割いていない。だが、いくら調達の間としての市場の使い勝手が向上したとしても、すべての中小企業や個人に利用できるはずもなく、地域金融機関が情報の非対称性を縮減しリスクシェアリングする機能は、今後とも基本的に有効であり続けるだろう。また、第 部で述べたように、アメリカで小規模の銀行が、営業上は地域限定、財務上は保守的な方針を堅持しつつ、良好な財務構造を維持し、地域経済の中で役割を果たしていることから、地域金融機関へのニーズが急激に低下するとは考えにくい。

地域金融の将来像につき、監督行政上の経験を踏まえた大臣の問題提起に対し、委員からは、ひとつには、やはり地域限定を基本に据えてこそ、地場の中小企業の経営内容を熟知した上での的確なリスク管理が可能になり、健全性を維持できるという意見があった。もとより、地場産業が構造不況に陥れば、共倒れする懸念もあるが、地域内の個人向け信用供与などでリスク分散を図るとか、より組織的には、上部機関が再保険の形で信用リスクをいったん買い上げて、再配分するといったアイデアが示された。

他方では、地域限定に伴うリスクの回避が現実にはなかなか困難であるとして、広域で中小企業金融に取り組むスーパーリージョナルを指向する意見もあった。地域に根ざしたきめ細かい対応ができるということと、組織が小さいということは論理的には別問題とされる。現実の資金量と経費率から合併の効果を試算すると、大手銀行より中小金融機関の方が効率化効果が大きいため、規模に応じた合併・統合のインセンティブをもたらす仕組みを導入すべきとの意見もあった。

但し、第 部で述べたように、リテール分野のあらゆる業務につき、規模の経済性が働く訳ではない。また、最近の経済学では、数量化の困難なソフト情報の処理（財務諸表も作成していない中小企業の審査など）に際しては、小規模組織の方が

大規模組織より効率的という考え方が支持を集めている。このため、合併・統合さえすればという一律の施策はとるべきでないし、また、合併を選択する場合には、円滑に実施できるよう行政としても支援するとともに、規模の追求を質的向上につなげるため、人的、資金的裏づけの早急な具体化が必要であろう。

#### ロ．協同組織

リスクシェアリングの可能性を業態に即してみると、地域の銀行であれば、大手銀行とのシンジケート・ローンや貸出債権の交換により、拠点の有無にかかわらず対応できるようになっているため、協同組織金融機関において、より切実な課題といえよう。

ペイオフ実施を控えて、金融庁は、協同組織金融機関につき、相次いで破綻処理を行った。現象的には、厳格な検査の結果、引当不足に陥り、規制基準を満たすだけの自己資本を調達できないために経営継続を断念するというケースが大半である。

懇話会では、そもそも協同組織金融機関は相互扶助理念の下、利益を内部留保よりも、出資額に応じた配当に充てるものだったのが、銀行と同じ自己資本規制を適用してわずかな経営の失敗により規制を満たせず退出を余儀なくされること、また、貸出先以外からの資本調達が現実には極めて困難であることなどにつき、中長期的には別の規律があり得ないのかとの問題提起があった。

これに対しては、協同組織という仕組みそのものに市場原理が貫徹していない訳だが、さりとてその部分を改めれば、協同組織たる存在意義にも関わるため、懇話会として明確な意見集約はできていない。また、最近の経済学での規制理論は、達成すべき自己資本比率や当局によるモニタリングレベルの組合せを変えるとといった自己選択アプローチも進展しているが、未だ実用的段階には達していない。

しかし、今後、日本のマネーフロー構造における預金のウエイト低下が予想される中、再編などにより地域から金融サービスの担い手が消えていくことは決して望ましい事態ではない。何らかの形で金融サービスへのアクセスが確保されるよう、大手とは異なるビジネスモデルや規律のあり方につき、各方面で検討されることが望ましい。

#### (6)預金取扱以外の仲介機関

この懇話会では、不良債権問題から議論が始まったこともあり、預金取扱機関のビジネスモデル、すなわち産業金融モデルの転換が中心的議題となった。だが、その他の業態のビジネスモデルもまったく同様に、環境変化に対応した転換を迫られている。第 部の基本的方向性において述べたように、金融商品の製造業（開発機能）と金融サービス提供業（販売・アドバイス機能）への分化という流れは、従来

の業態概念の再構築を促している。

市場機能を中核とする金融システムにおいて、企業を評価して資金調達を引き受け、市場の流動性を確保するための証券会社の役割はますます重要になるが、既にオンライン取引の出現により、証券会社の個人向けビジネスモデルは変革を余儀なくされている。

また、これまで保険会社においては、商品の製造とリスクの負担が一体であったが、保険リスクの証券化など代替的なリスク移転が実務的にも定着し始めている。生命保険会社は、予定利率の問題を抱えつつ、機関投資家としてのみならず、自己責任を前提とするものを含む多様な商品を個人にどう供給していくかが課題であり、損害保険会社は、経済社会における様々なリスクを評価し、ビジネス化する能力が問われている。

今後の仲介機関は、自ら抱えるリスクと抱えないリスクを峻別し、後者は市場や他の仲介機関を利用して、利用者のニーズに応じた金融商品やサービスを提供することになる。預金取扱以外の仲介機関においても、こうした将来像に対応した、ビジネスモデルの転換に取り組まれることを期待したい。

### 3．資本市場の課題

#### (1)日本版ビッグバンの検証

##### イ．理念の先行

98年半ばに関連法律が成立した、いわゆる日本版ビッグバンは、それまで業界のコンセンサスを得ながら漸進的に規制緩和を進めてきたのを、当時として考え得る範囲で一気に抜本的に実行し、金融面から日本経済の構造改革を促そうとする試みであった。

取引所集中義務の撤廃や未上場株の取扱解禁など市場における取引の仕組みの自由化、証券会社の免許制から登録制への移行や委託手数料の完全自由化など仲介者の資格や業務範囲の見直し、店頭デリバティブや私募投信・会社型投信など多様な投資対象の品揃えといった、メニューとしてはアメリカ並みの整備が行われた。

そこで主に意図したのは、東京をニューヨーク、ロンドン並みにという市場改革であったが、間接金融部門も含む金融システム全体の改革として打ち出された点で、やや意図が不鮮明になったことは否めない。

そして、現実の制度改革よりも、フリー、フェア、グローバルというキャッチフレーズとしてのビッグバンの理念が法律の施行を待たずに浸透したことにより、金融システム全体がかなり流動化したし、金融に携わる者の意識も行政を含めて大きく変化した。

97年春以降、大手の証券会社と銀行による総会屋への利益供与が、それまでの同種の事件とはまったく比較にならないほど長期にわたり重大な社会問題として報道され続けたのは、ビッグバンにより金融取引の公正さへの社会の要求水準が一挙に厳格になったことを反映している。また、97年秋の三洋証券、北海道拓殖銀行、山一証券と続いた大型連鎖破綻は、破綻に至る実質的原因はそれぞれに異なるにしても、いずれも市場の評価に耐え得なくなったことを直接の契機としていた。そしてその後、金融行政と金融業界の意思疎通の態様としても、より厳格で透明性の高いものが求められることになった。

##### ロ．現実の変化

懇話会の委員には、日本版ビッグバンの検討段階から参画した者もいるが、当時予測していたのは、この改革によって個人投資家の裾野が広がり、厚みのある市場を中核としたマネーフロー構造に変化していくだろう、それは高齢化社会における多様な魅力ある投資対象を個人に提供することであり、同時に 21 世紀を担うリー

ディング産業の担い手企業に円滑な資金供給を行うことであるという前向きのイメージであった。

実際にも現象面では、銀行が販売する投資信託や証券総合口座の増加、委託手数料の大幅な低下、ネット專業証券の登場といった競争促進効果は現われているものの、株式市場が総じて低迷していることもあり、個人金融資産は依然として市場に向かっていない。ネット專業証券についても、比較的限られた顧客が安い手数料の下で盛んに回転売買することにより成り立っている側面があり、それはそれで顧客ニーズがあって潜在的成長可能性が高い分野だとしても、ビッグバンが意図した方向と完全に一致している訳でもないものと思われる。

#### 八．さらなる変化の兆し

ビッグバンを実施しても個人投資家の裾野が広がらない当面の直接の原因は株式市場の低迷にあり、その背景としての実体経済の停滞にある。また、NTT株式のように新たな投資家を引き込んだものの、バブル崩壊以降の大幅下落の経験から、普通の個人は株式投資に前向きになれない事情もあろう。

懇話会では、日本企業の配当軽視とその裏腹にある従業員重視、内部留保重視政策により、長期的にみても株式投資がリスクに見合ったリターンを得られていないため、結果としてキャピタルゲインを狙わざるを得ない構造になっているとの指摘があった。さらに、個人株主と異なり持合による企業株主は、配当そのものは少ないにしても、業務上のメリットを享受したりOBの処遇用受け皿としたりしていることがイコールフットイングを損なっている面もあろう。

但し、こうした原因には、いずれも変化の兆しがみられる。景気が底を打つ一方、ペイオフ実施以降当分の間は預金金利上昇が見込みがたい以上、リスク・リターン関係は、徐々に正常化に向かうものと考えられる。また、これまでリスク・リターン形成の障害となってきた公的金融に、市場原理を活用した改革が導入されることも、正常化を後押しするものと期待される。

また、そもそも市場が収益性の低い企業の経営者にプレッシャーをかけ、資本効率を高めて株主重視の経営を促すのがビッグバンの意図でもあった。経営者のメンタリティは直ちに激変するものではなかったが、収益があがれば配当を高くし、赤字ならゼロというように、利益に応じた配当政策への変化もみられる。株式の持合解消は急速に進んでいるし、コーポレート・ガバナンスを意識した累次の商法改正も行われる中、株主や経営者の意識や行動の一層の変化が促されるものと考えられる。



## (2)個人の投資行動

### イ．日米の投資文化

懇話会では、日米の投資文化の違いにつき、やや突っ込んだ議論があった。個人金融資産の構成を対比すれば、アメリカの方がリスクをとっているのは明らかだが、これを民族性の違いに帰着させるべきではあるまい。

アメリカでの規制金利預金から 뮤ーチャルファンドへの資金移動において、銀行での販売が好調だった背景には、当初、預金保険の対象になるとの誤解があったことが知られている。その後は株価上昇による高い収益率がファンドの成長を牽引したが、株式投資に比べればリスクが小さいことが普及を後押しした。ただ、株式投資についても、家庭での団欒に際し自然に論じられているように、生活にとけこんでいる点で、日本と大きく異なっていることは確かである。

一方、日本での競馬やパチンコの隆盛をみれば、日本人に元来リスク回避指向が強いとはいえないとの意見もあった。ギャンブルに勝つために注力しているエネルギーを、どの企業が成長するかを分析するために充てることは、決して非現実的な想定ではないと考えられる。

### ロ．販売チャネルの意味

ここにおいて、個人投資家をアシストする仲介機関の姿勢が重要な意味を持つてくる。これまでもしばしば言及したように、大臣からは、日本では、証券会社の顧客、銀行の顧客、郵便局の顧客は、層が異なるのではないかと、株価の変動に一喜一憂しないで済むはずの一定の資産運用者（長期保有者として政策的に市場に新規参入させたい層）は、現実には証券会社の顧客になっていないのではないかと（換言すれば、現在の証券会社の顧客の多くは回転売買を繰り返しているのではないかと）

また、最終的にリスクを負担する資産運用者そのものが、相続の仕組みなどで冷遇されて余力を失っているのではないかと、との問題意識が示された。

ドイツでの民営化株式のケースは、実体経済の好調を背景に購入者が利益を得た点で、NTT株式などとの根本的な違いがあるが、販売に際しては、郵便局をも活用している。日本でも、投信の銀行窓販が短期間で急速にシェアを高めたのは、チャネルを代えることによる影響を示唆している。

現行制度の下で当面なすべきことはファイアーウォールの見直しであろう。銀行の証券子会社の業務は、ビッグバンにより完全自由化されたが、懇話会では、非公開情報や店舗の共有制限などが残っていることが、複合商品の開発、提供を阻害しているとの指摘があった。銀証分離のひとつの根拠であった銀行による産業支配の懸念は、現在の銀行が残念ながらはやそうした懸念を持たれるほど強い存在では

なくなっているとの指摘もあり、顧客へのワンストップサービス、トータル・ソリューションの提供に向けた検討を進めていく必要がある。ファイアーウォールとしては、アメリカ同様に、アームズレングスルールと銀行とは別法人である旨の開示を義務づければ足りるのではないかと考えられる。

また、懇話会では、仲介機関の規律として、競争相手の信用力や商品を根拠なく貶めてはならないことは当然だが、最終的な資金供給者である個人に対し、客観的な立場からの比較情報を提供することは、個人の的確な投資判断を支援する上で重要な役割であるとの指摘もあった。

さらに、証券会社など既存の販売チャネルが、一般国民から十分な信頼を勝ち得ていないとすれば、そこでの問題点を検証し、活性化に向けて取り組むべきことは当然である。実際の法令違反行為の内容をみると、外務員と投資家との間の勧誘を含めた個別のやりとりに起因しているケースが大半であり、いわゆる適合性原則の適用方法、外務員規制、紛争処理手続における仲裁機関の役割、不適格な主要株主を排除する仕組みなどにつき、幅広く検討していく必要がある。なお、上記の比較情報に関連するが、日本の投資信託の販売においては、商品を組成する委託会社が販売する証券会社に従属しているため、商品内容や手数料設定に競争抑制的影響が生じているとの指摘もある。こうした傾向は、当然ながら、フィナンシャル・グループとしての戦略に起因しているが、個人にとって魅力ある多様な投資信託を提供するためには、委託会社が個人のニーズに適合した商品を組成し、それに応じた販売チャネルを選択する、また逆に、証券会社が系列にとらわれず委託会社を選択するといった競争原理が機能していなければならず、こうした点を検証するための仕組みも、今後、必要となろう。

## 八．意識改革への取組み

証券投資への意識改革のためには、これまでも業界において、学校教育での啓蒙や投資クラブ普及のための取組みが行われているが、業界のみに委ねるのではなく行政の問題と捉えた上で、積極的に推進していく必要がある。この点、官民・業態横断の組織である金融広報中央委員会の活動に期待したい。

また、政治家、公務員、ジャーナリストなど政策や世論形成に携わる人々の株式投資が自主規制されていることは、無用の疑惑回避というプラスの側面はあるとしても、証券投資へのイメージが改善しない背景のひとつとなっており、透明性を前提とした早急な工夫が望まれる。

なお、懇話会では、これまで住宅公庫や税制により、国策として住宅投資を支援してきたことが、残る金融資産の中でのリスクテイク余力を弱め、結果として預金のウエイトを高めたとの興味深い指摘があった。この点は、住宅投資をした後に、

なおリスクテイク可能な金融資産に乏しい事態と関連する。既述のとおり、アメリカやドイツでは、住宅ローン債権が証券化され、投資信託や年金の運用先となり、そこへまた個人が投資するという形で複合的なリスクシェアリングが図られている。このことは、既述のとおり、住宅公庫を始めとする政策金融機関の改革の方向性を示唆するものであろう。

### (3)インフラの整備

#### イ．取引制度・ルール

金融システム、なかんずく市場のインフラの整備は、証券決済制度、証券取引所など取引の基盤に加え、税制、会計など取引の前提となる制度も含め、システムの安定性、効率性の確保や利用者保護のため、一貫したスタンスで持続的に行われねばならない。

円滑な市場取引を支える上で重要なインフラである証券決済制度は、昨年のＣＰに引き続き、本年の通常国会で、社債、国債を含む包括的な仕組みとして所要の法案が成立した。これまでの、商品ごとに独立した決済制度は、業態ごとに利便性を追求してきた結果でもあったが、引き続き、投資家にとっての利便性や公共性を優先する形での制度整備が望まれる。

懇話会では、19世紀型の証券も21世紀にふさわしい制度の下で取引されるべきとの観点から、株式市場と債券市場の分断化状況や株式市場での取引所集中体制、とりわけ東証への過度の依存を是正するとともに、新たな証券化商品などを受け入れにくくしている現在の仕組みや慣行を徹底して見直すべきとの意見があった。具体的には、ビッグバン以降の現状を踏まえ、取引所と店頭市場、PTS、取引所外取引の関係の再構築とともに、店頭におけるマーケットメイクや未公開企業のグリーンシート、債権流通市場の利便性を向上させるための見直しが必要である。また、第 部でアジアとの共生に関連して述べたように、取引所のクロスメンバーシップやクロスボーダー取引に備えた取組みも求められる。

2001 年秋に懇話会がスタートして以来、日本の株式市場は、バブル崩壊後の最安値をしばしば更新し、年明け以降は年度末危機が喧伝されたが、3 月以降は景気回復期待と相まって小康状態を取り戻している。

この過程で講じられた空売り規制をめぐっては、委員間に全く相反する意見があった。株式市場で実際に行われるいかなる取引にも正当性があるとの立場をとれば、たとえ諸外国に例があろうと、売りを抑制するような規制は原理的に望ましくないことになる。一方、売りが売りを呼ぶ心理状態で市場の価格形成機能そのものが危

機にさらされるのであれば、株式市場が正常な資金配分機能を取り戻すことが先決となるし、貸借取引についての今回の見直しは、売りと買いの制度の非対称性を是正したものと評価される。この点は、株式市場の本来の目的は何か、また、実体経済の効率化のためにどこまでガバナンス機能を果たすのが望ましいかとの判断にも関係しよう。

また、空売り規制に限らず、何が公正な取引なのかは、経済構造の変化や国際的調和にも配慮しつつ、不断の見直しが必要である。例えば、損失補填が社会問題化した際に、その温床であるとして取引一任勘定も禁止されたが、資産運用ビジネスが新たな収益源として位置づけられる中、日本でのみ適用されているルールというのは、その正当性につき厳密な再検討が必要であろう。

#### ロ．金融証券税制

現在焦点となっている証券税制については、その改革が投資促進に直接貢献するかどうかは、過去の計量分析などからはあまり明瞭でない。実際には、右肩上がりの相場が続いている時は、多少の税金には痛痒を感じないが、逆の環境においては、取引の障害として強く意識されるものと考えられる。

だが、税制は、国の姿勢の象徴である。国を挙げて市場機能を中核とする金融システムに移行しようとする時、税制についても、リスクマネーの円滑な供給が可能になるよう再構築が必須との意見が多かった。

金融証券課税のあり方としては、累進である勤労所得と分離するか、また、異なる金融商品ごとに異なる税率にするかどうかによって、様々なバリエーションがあり得る。

金融商品の担税力に応じた税率を適用すべきとの伝統的考え方に対し、利子、配当、キャピタルゲインなどを無差別に合算して資産の取得費用や譲渡損失を控除するというのが考え得るひとつの方向であろう。また、現下のマネーフロー構造を意図的に変革するために、株式投資を他の金融商品より一層明確に優遇すべきとの方向もあり得よう。さらに、源泉課税が一律に適用されないことが債券市場の分断を招いている事態にかんがみれば、証券に対する税制を統一するためのインフラとして、個人や企業の収入の把握を確実にするための番号制度のような仕組みが求められるとも考えられる。

当面は、株式の現物、先物、投資信託といった運用手法によって所得区分や税率が異なり、損益通算も株式現物の中でしかできない点の改善が課題となるが、あまりに複雑化している現行制度を根底から再検討し、簡素化の一環として積極的な見直しが望まれる。

## 八．会計・ディスクロージャー制度（エンロン事件の教訓）

ここ数年、会計制度についても日本版ビッグバンの重要な一環として、国際的調和に配慮しつつ、連結中心への改訂や退職給付会計、税効果会計、金融商品の会計など整備が進んでおり、現在では、固定資産の会計と企業結合会計が重要な課題となっている。

これまでの会計制度は、アメリカをはじめとする国際的な動向を勘案するとともに、商法や税法など周辺制度との整合性を図りつつ、行政の諮問機関である企業会計審議会が利害の調整と集約の任に当たってきたが、昨年、民間の会計基準設定主体が発足した。会計基準の担い手が官から民に移ったのは、日本の制度が、民間のイニシアティブにより、国際的な資本市場のルール形成に貢献する時代になりつつあることの現われとして評価したい。また、国際的調和を図るに際しては、そこでの試行錯誤を鵜呑みにしない主体性が期待される。

エンロン事件は、アメリカの資本市場を大きく揺るがしている。世界最大の債務国であり、企業が資金の大半を資本市場で調達しているアメリカにおいて、ディスクロージャーの信憑性が失われることは致命的である。エンロンの損失は、自由化されたエネルギーの卸売市場において、特別目的会社による投資基金が、デリバティブ取引を繰り返すことにより拡大した。このプロセスにおいて、ディスクロージャーのみならず、役員会によるガバナンス、監査法人、アナリストを抱えた証券会社のあり方が問われている。

ディスクロージャーについては、企業が出す情報と、投資家が知りたい情報の落差が改めて認識された。役員会は、独立した社外取締役にこだわるあまり、運営が形式に陥らないかどうかにつき反省が高まっている。監査法人は、監査業務において不公正取引を見逃さないことは当然として、コンサルティング業務における不公正取引への加担の疑念に対し、業務分離の動きが急速に進んでいる。そして、エンロンの投資基金を有力な得意先としていた証券会社は、アナリスト業務の独立性を高めるための施策を相次いで打ち出している。

ディスクロージャーやコーポレート・ガバナンス、企業評価の体制は、これまでアメリカ資本主義の健全性や強さを支えるものと認識されてきた。それが今回揺らいでいる訳だが、だからといって、アメリカのシステムを否定し、日本は別の途を歩むべきといった議論は適切とは思われない。むしろエンロン事件を契機に、民間サイドのみならず、議会や行政が会計基準やディスクロージャーの改善策を積極的に打ち出しているスピードに注目し、冷静に学ぶべきものと考えられる。

この事件が示すのは、高度な会計基準を持つことが、必ずしも投資家に企業実態

の正確な把握を保証するものではないということである。当然ながら、会計基準が正しく適用され、独立した監査人によって適切にチェックされ、透明な手続きによりディスクロージャーされることが重要である。市場への信頼を維持する上で、監査の質の向上に不断の努力が求められる。また、ディスクロージャーについては、国際的動向を踏まえ、継続開示情報の充実や四半期開示など、一層の強化を図るとともに、ベンチャー企業などの資金調達を円滑化するためには、いわゆるプロ投資家の範囲や私募要件を緩和の方向で見直す配慮も必要と考えられる。

## 二．国債市場の改革

既述の証券決済制度の法案には、国債についての新たな措置も多く盛り込まれており、今後、国債取引を、正常な価格メカニズムが機能する市場取引として確立、強化することが、日本の金融システムの将来にとって不可欠である。

発行面では、ベンチマークの育成に配意した計画を策定するとともに、シ団引受制度については入札割合の一層の拡大など市場機能を高め、円滑な価格形成のためには、入札前の条件付購入ともいうべき、いわゆるWI (When Issued) 取引も可能となるよう検討すべきである。また今回法制化されたストリップス債は、元本と利子の分離により、各残存年限にわたる円滑なイールドカーブの形成に寄与するため、早期に市場を育成していくべきである。

流通面では、今回法制化されたペーパーレス決済システムと、そこでの決済期間の短縮を早急の実施し、政府の買入消却や金利スワップ取引についても、市場での流動性確保や円滑な価格形成に寄与する形で実施されることが望ましい。

また、単利ベースの市場慣行は、主要先進国と整合的でないため、複利ベースによる取引への移行が期待される。さらに、銀行をはじめ金融機関に偏った保有構造は、市場における投資行動が一方向に振れやすくなるリスクがあり、今後、個人など多様な主体により保有されるよう、一層の努力が必要である。

## 4．ビジョンに向けた行政の役割

### (1)規制の枠組み

#### イ．参入・退出規制とセーフティネット

すべての産業を通ずる一般論として、市場原理が機能するためには、参入段階での規制は基本的に望ましくない。どのような企業が効率的経営を行うかは、参入段階で監督当局にとって正確には予測できないし、参入後に予想外のイノベーションに成功する可能性もある。このため、できるだけ自由に参入させ、結果として非効率な企業は業績が悪化して退出していくメカニズムが望ましい。

一方で、第 部でも述べたように、金融システムにおいては、システミックリスクの回避や利用者保護を重視し、社会的損失を防ぐために、あらかじめ参入を制限するという発想も成り立ち得る。この点、いずれの途をとるかは、参入後の業務遂行への監督当局の関与の程度や、業績悪化による退出のメカニズムと合わせて兼合を考えるべきであるが、かつてのように、あらかじめ参入を制限して過当競争を防止し、既存仲介機関の健全性を維持するとの考え方をとり得ないのは当然であるし、異業種からの参入についても、金融システムにイノベーションをもたらす可能性が高いものとして、可能な限り積極的に対応すべきである。

参入に当たっての要件は、極力明確なものであることが必要であるが、戦後長きにわたって新規参入がほとんどなかったことなどから、参入を検討する側も、それを審査する側も、金融業が特殊なものであるとの意識が今なお強すぎるのではないかと思われる。かつてのビッグバンにおいて証券業の免許制見直しという議論が報じられた段階で、免許制の下でも参入が相次いだのは、要件よりも当局の姿勢の変化が伝わることの重要性を示している。

とりわけアメリカなどに比べ、破綻の受け皿でない形での預金取扱機関への新規参入が現われにくいのは、この分野の収益性の低さへの懸念が背景にあるとしても、当局が認めないであろうとの思い込みがネックになっている可能性も否定できない。このため、例えば、自己資本と合理的な中期の経営計画があれば参入を歓迎するというくらいの当局のメッセージが明確に伝わることを望ましい。

退出に伴う利用者保護の仕組みとして、預金保険をはじめ、証券投資家、保険契約者のためのセーフティネットが用意されている。論理的には、破綻銀行の預金者のみに負担させる方法や、逆に、税金で国民全員に負担させる方法もあり得るが、両者のバランスを勘案したのが、政府による預金の全額保護撤廃（ペイオフ実施）

後に適用される預金保険の仕組みといえよう。

懇話会としては、ペイオフ実施に伴い、経営の緊張感や、リスクに対する利用者の認識の高まりを期待できるというのが一致した評価である。このため、引き続いての完全実施が望ましいとの意見が大宗を占めたが、現下の経済金融情勢や円滑な決済サービスの確保には配慮すべきとの意見もあった。

加えて将来的には、経営のモラルハザードを抑制するために、アメリカで行われている自己資本や健全性に応じた可変保険料率を導入すべきとの意見、さらには一律一千万円ではなく、自己の健全性への認識などに応じた任意保険の上乗せを認めてはどうかとの意見もあった。

#### ロ．業務規制

既述のように、現在の仕組みは、業態ごとに業務範囲を制限することによりリスクを遮断した上で、その業務を遂行した結果としての財務状況のディスクロージャーと、それに連動した早期是正などのルールにより、市場規律を貫徹させることを狙いとしている。

業態によっては、目的に直結した規制の方法を導入することが有効である。例えば証券会社に対しては、顧客資産の分別管理義務を課し罰則により担保したが、この義務を遵守している限り投資家に損害は生じないため、経営全体の健全性を監督当局として維持させる必要性は低下している。

また、現在の制度上の業態と現実が合わなくなりつつあり、今後、その乖離は一層拡大するものと見込まれる。第 部で述べたように、伝統的な銀行業務は、信用リスクを評価して貸出を組成する機能、貸出を銀行から切り離して証券化する機能、証券化の基になるキャッシュフローを管理して投資家に利子などを支払う事務処理機能に分化し得るし、これらのリスク、リターン特性はそれぞれ異なる。逆に、個人の側からは、ワンストップで多様な金融商品にアクセスできることが望ましい。

そこで、業務範囲を制限する業態のあり方そのものを改めて検討することが、仲介機能の分化を円滑に進める上でも、リスク配分上望ましいマネーフロー構造に変革する上でも、必要になってくるものと考えられる。

もとより、持株会社などを通じた他業種への参入、コングロマリット化は着実に進んでいるし、そこでのファイアーウォールのあり方が先立って見直されるべき課題であろう。ファイアーウォールは単に銀行と証券の間だけではなく、信託や持株会社も含めて考える必要がある。

現実には、各業態とも自らが抱える問題に忙殺され、新たな業務につき考える余裕に乏しいのが実情かもしれない。それでもなお、将来ビジョンに向け、日本の金



融システムにとって業態という仕組みが果たしてきた役割を冷静に見直すべきである。

最近の証券化技術は、信用リスクや市場リスクだけではなく、天候や自然災害などの保険リスクも対象とするようになった。様々な金融商品に含まれるリスクを適切に評価し円滑に移転する金融技術の定着を、制度面から抑制しないようにする必要がある。

これに関連して懇話会では、銀行の機能のうち、決済サービスの提供を分離したナローバンクの可能性につき議論があった。決済システムの安定性を確保しつつ、その他の側面には規制する必要がないため、競争促進上メリットがあるものと考えられ、今後その実現性につき議論を重ねていくことが望ましい。但し、国民のニーズが高い様々な金融商品を誰が提供するのかという問題は常に残るし、証券化などを通じて貸出債権に含まれるリスクの評価や移転が円滑に行われれば、B I S規制の下でも機能分化が進み、結果として、リスク負担の小さい銀行により決済システムの安定性が担われ、ナローバンク・システムと同様の効果を持つものと想定される。規制の枠組みよりも、リスクの評価や移転が円滑に行われる金融システムへの転換が重要である。

## 八．ルール違反への対応

日本では、ルール違反が摘発されると、だから日本の金融システムには構造的欠陥があり、規制を強化すべきとの議論に流れがちである。既述の大手証券会社と銀行による総会屋への利益供与事件が発覚した際も、これでビッグバンがスタートからつまづいたとか、こういう経営体質では改革を担う資格がないといった、短絡的で自虐的な論調が相次いだ。

一方で、アメリカのSECは日本とは比較にならない例年500件前後の事案を摘発しており、いわば慢性的証券不祥事状態にあるが、そのことが市場への信頼を損なっている訳ではない。もとよりエンロン事件以降、会計監査をはじめ市場インフラの問題点は厳しく追及されているが、不正があれば摘発されるという体制が、信頼の源泉になっているといえよう。

その後も日本では、商工ローンや抵当証券といった、比較的公的関与の度合が薄い業種の一部において違法行為が発覚し、規制強化による再発防止という主張を誘発している。だが、規制強化は、法の対象となるすべての業者の自由度を制約するのみならず、取引ニーズを規制の及ばないアンダーグラウンドな領域に追い込む危険性がある。将来に向けても、金融商品の自己責任の度合に応じた公的関与が維持されるよう、個別のルール違反の分析や対応に際しては、冷静な姿勢が望まれる。

## (2)金融行政組織のあり方

### イ．これまでの歩み

これまでの金融行政組織の改革も、業態から機能へ、そして市場機能を中核とする金融システムを指向してきたものと位置づけることもできる。改革の嚆矢は 92 年の証券取引等監視委員会の設立にさかのぼり、その基本理念は、コーチとアンパイアの分離により市場への信頼を回復することにあった。損失補填などをめぐる前年の証券不祥事を踏まえ、証券会社の監督者（コーチ）が公正取引の判定者（アンパイア）を兼ねていては適切な事実認定が困難であるとして、アンパイアである監視委員会が独立して事実認定を行い、違法行為を把握すれば、監督者に行政処分勧告を行う仕組みが導入されて現在に至っている。一方、証券会社の経営の健全性についての検査業務は大蔵省に残され、財政金融分離以降は引き続き金融庁検査局が担当している。

行政組織改革の次の契機は、95 年秋からの住専問題であり、数千億円の公的資金投入をめぐって国民的議論が惹起されて以降、主に大蔵省への権限集中を是正すべきとの観点から検討が行われた。この過程では、検査が監督行政上の思惑から独立して行われていないという疑念を払拭すべきとの観点から、検査庁独立というアイデアもあったが、結局、検査を含む監督部門を大蔵省から分離することで決着し、98 年に金融監督庁が設立された。監督庁では、大蔵省における銀行、証券、保険という業態別組織から、検査、監督という機能別組織に改められ、金融制度の企画機能は大蔵省に残された。

監督庁設立の前年秋には北海道拓殖銀行、山一証券などが破綻し、その後第一次公的資金注入も行われたが、監督庁設立と時を同じくして長銀問題が顕在化した。

このため、再度、万全なセーフティ・ネットとそれを運用する行政組織のあり方が国会などで大きな議論となり、監督庁の上部組織として、金融再生法と早期健全化法を運用する金融再生委員会が 98 年暮に設立された。住専問題で数千億円の公的資金が極めて問題視された時代から、金融システム安定のためには数十兆円の公的資金もやむを得ないと普通の国民が感じるようになるまでは数多くの破綻を経験しなければならなかった訳である。

ここに至って金融行政組織が再生委員会、監督庁、大蔵省と三分立したことは連携上の困難もあったものと推測されるが、2000 年半ばには大蔵省から金融制度の企画機能が移され、監督庁改め金融庁として再編され、2001 年初頭には再生委員会が廃止されて所要の機能を金融庁が引き継ぐこととなり、再度、金融行政組織は一元

化された。

#### ロ．市場監視体制の強化

金融制度の企画、金融機関の検査、監督、市場監視という現在の機能別区分の下部構造としては、当然ながら業態別にセクションが分かれて実務が行われているが、将来的に業態を規定している制度が見直されれば、それに応じた行政組織の再編成がなされることになるだろう。また当面、検査において、業態を横断したフィナンシャル・グループ単位で把握していこうとの方針は、環境変化に応じた取組みとして評価できる。

検査と監督の区分は、主要先進国では日本ほど厳密ではなく、検査しつつ（あるいは外部監査結果を参照しつつ）、必要な監督行政上の指示を行っている。ここしばらくの間は、検査への信認を維持するため、現在の仕組みで対応すべきであるが、将来的には、検査と監督の関係の弾力化がひとつの方向性としてあり得る。

当面、市場機能を中核とする金融システムを指向するに際しての行政組織上の課題は、市場への信頼を維持するための監視体制の強化であろう。アメリカの多元的金融行政組織においてSECは、銀行の不良債権のディスクロージャー基準を定めていることが象徴しているように、市場行政という切り口から広範な権限を有している。一方、EUの金融行政組織はイギリス、ドイツが既に一元化され、フランスでも一元化を指向した組織改革の途上にある。

金融庁から独立した組織として日本版SECを創設すべきかどうかについては懇話会でも両論あったが、これに賛同する意見も、新たな行政組織の創設自体を自己目的とするものではなかった。すなわち、日本の市場の不透明性や投資家の目線に立っているとはいいい難い市場仲介者の意識、専門家不足への懸念などから、市場行政の専門組織を作ることは、そうした問題点を改善する手段として位置付けられるのではないかというものである。また、アメリカのような多元的組織による行政競争のメリットを評価したり、一元化により過剰な監督になることを懸念する意見もあった。

他方、今後、金融商品や業態の一層の融合、コングロマリット化を展望すれば、行政組織の側も一元化されているのが当然との意見や、アメリカで実際に監督を受けた経験から、多元的組織は煩雑で非効率だとの意見があった。また、既に言及したように利用者利便が第一義的に重要であるとすれば、一元化された行政組織の方が利用者に判りやすいのは確かであろう。

懇話会として、組織論のコンセンサスを得るには至らなかったが、当面は現行の監視委員会の体制面の強化に努めるとともに、市場機能を中核とした金融システム

にふさわしい業務面の工夫を期待したい。

## 八．行政の姿勢

いつの時代でも、行政組織の形態がいかにあれ、そこに魂を吹き込むのは、行政の姿勢そのものである。将来に向け、金融業が普通の産業のように、一層の収益力向上を意識せねばならない事態となるほどに、金融行政も国民の視点に立脚した常識的対応が重要になる。

行政は、組織の内と外とで判断や行動の基準が異なっていてはならない。金融システムの利用者すなわち国民にとって何が望ましいことなのかが、行政にとっても、唯一の判断や行動の基準でなくてはならない。その上で、国民や市場に対し、的確なディスクロージャーによる説明責任を果たすべきである。

この場合、金融をめぐる問題は、その専門性などから正しく理解されるとは限らない。だが、そこで妥協して、過度の秘密主義や防御的姿勢をとるべきではない。こうした観点からも、建前を廃した世間との本音のコミュニケーションが不可欠である。

また金融行政と金融業界との関係についても、透明性が尊ばれる一方で、両者の信頼関係が損なわれてはならないと考える。当然のことながら、行政も業界も、それを構成しているのは生身の人間である。業界への対応に際し、透明であろうとしてルールに書いてあること以外は一切しないという硬直的姿勢からは信頼関係は醸成されない。また、金融行政の強制力は限られており、監督される側の自主的な取り組みが不可欠である。当局に怒られるから従うというより、信頼する者の期待に応えるべく努力するという方が行政上、ひいては国民にとっても有益であることは論を待たない。こうした関係は、将来、金融システムがいかなる進化と遂げるにせよ、変わりはないものとする。

おわりに

以上、懇話会での多様な議論を振り返ってきたが、これらをどう取捨選択し、どういうタイムスパンで具体的政策化に取り組むかは、大臣をはじめとする行政当局の判断に委ねたい。

総じていえば、金融システムをめぐる課題は、経済、社会のありようと密接に関わっており、ひとつの側面からではない構えの大きな認識が不可欠である。

また、目先の現象に過度にとらわれない歴史観も求められる。明治維新では両替商を整理してノウハウのないところから国立銀行を創設した。第一次大戦特需のバブル崩壊以降、昭和初期の金融恐慌を経て、膨大な不良債権を処理するには第二次大戦後の極端なインフレや新旧勘定分離を待たねばならなかった。

だから現下の問題にも時間をかけて取り組むべきだということでは決してない。だが、あらゆる事態を単純化し、直ちに解決できるとするのは幻想である。複雑な事象における因果関係を可能な限り見極め、的確に、かつ粛々と遂行していくしかない。

金融業界や金融行政への世間の眼は依然として厳しい。だが、ものいえば唇寒しと達観し、無気力な沈黙に陥ってはならない。

金融システム変革の原動力は、立場の如何を問わず、システムを構成する個々の生身の人間の能力と意欲にこそある。そして、そうした能力と意欲は、これまで必ずしも十分に発揮されてこなかったか、あるいは適切でない方向に発揮されてきたのかもしれないが、潜在的には極めて高いはずである。

金融業界に身を置く者は、自らの仕事が、21世紀の豊かで多彩な日本経済を支えていくとの誇りを持って、金融行政に身を置く者は、そうした産業の力を十分に発揮させるための環境整備に使命感を持って取り組んでもらいたいと思う。国民のためにもっと元気を出そう！というメッセージを、この懇話会報告の結びとしたい。

## 【参 考 資 料】

|                                             |        |
|---------------------------------------------|--------|
| 懇話会メンバー                                     | ・・・70  |
| 開催状況                                        | ・・・71  |
| 委員レポート                                      |        |
| ・中島委員レポート「不良債権問題について」                       | ・・・72  |
| ・川本委員レポート「銀行経営自立のための収益力強化の方向性」              | ・・・77  |
| ・淵田委員レポート「わが国金融の構造改革と将来ビジョン」                | ・・・82  |
| ・吉野委員レポート「郵貯・財投改革と日本の金融システム」                | ・・・87  |
| ・山上委員レポート「日本とアジア諸国の相互依存の深化と『日本型金融システム』の在り方」 | ・・・92  |
| ・川北委員レポート「専門性の高い金融仲介機能の確立のために」              | ・・・98  |
| ・刈屋委員レポート「日本型金融システムのビジョン：金融の機能的アプローチ」       | ・・・104 |
| ・堺屋委員レポート「時代は変わった」                          | ・・・110 |

## 「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」メンバー

|      |       |                                       |
|------|-------|---------------------------------------|
| 座長   | 蠟山 昌一 | 高岡短期大学長                               |
| 座長代理 | 伊藤 隆敏 | 東京大学先端科学技術研究センター教授                    |
|      | 池尾 和人 | 慶應義塾大学教授                              |
|      | 太田 宏  | 読売新聞社編集局次長                            |
|      | 岡部 直明 | 日本経済新聞社論説副主幹                          |
|      | 片田 哲也 | (株)小松製作所取締役相談役                        |
|      | 刈屋 武昭 | 京都大学金融工学研究センター長                       |
|      | 川北 英隆 | 日本生命財務企画部長                            |
|      | 川本 裕子 | マッキンゼーシニアエキスパート                       |
|      | 神田 秀樹 | 東京大学教授                                |
|      | 堺屋 太一 | 経済評論家                                 |
|      | 杉浦 哲郎 | 富士総合研究所チーフエコノミスト                      |
|      | 田中 直毅 | 21世紀政策研究所理事長                          |
|      | 中島 厚志 | みずほ総合研究所チーフエコノミスト<br>兼みずほコーポレート銀行調査部長 |
|      | 深尾 光洋 | 慶應義塾大学教授                              |
|      | 淵田 康之 | 野村総合研究所資本市場研究部長                       |
|      | 山上 秀文 | 東京三菱銀行調査室長                            |
|      | 吉野 直行 | 慶應義塾大学教授                              |

## 「日本型金融システムと行政の将来ビジョン懇話会」開催状況

- 第1回 (H13.10. 1) ・柳澤大臣より設置の趣旨及び問題意識の披瀝、自由討議
- 第2回 (H13.10.24) ・中島委員レポート (不良債権問題について)
  - ・川本委員レポート (銀行経営自立のための収益力強化の方向性)
- 第3回 (H13.11.19) ・淵田委員レポート (わが国金融の構造改革と将来ビジョン)
  - ・吉野委員レポート (郵貯・財投改革と日本の金融システム)
- 第4回 (H13.12.14) ・山上委員レポート (日本とアジア諸国の相互依存の深化と「日本型金融システム」の在り方)
  - ・川北委員レポート (専門性の高い金融仲介機能の確立のために)
- 第5回 (H14. 2. 4) ・刈屋委員レポート (日本型金融システムのビジョン：金融の機能的アプローチ)
  - ・論点整理
- 第6回 (H14. 3. 4) ・堺屋委員レポート (時代は変わった)
- 第7回 (H14. 4. 3) ・米国における金融サービスアクセス方策について
  - ・金融行政組織について
- 第8回 (H14. 5.20) ・証券市場改革と今後の課題について
  - ・将来ビジョンの骨子案について
- 第9回 (H14. 6.20) ・将来ビジョン (案) について
- 第10回 (H14. 7. 3) ・将来ビジョン (案) について



## 【要旨】

- ・ 全国銀行のリスク管理債権は建設、不動産、卸・小売り、サービスの4業種に集中している。法人企業統計をベースに4業種における「過剰債務比率」を試算してみると、銀行のリスク管理債権比率と概ね一致する結果が得られ、銀行の不良債権は企業の過剰債務に他ならないことが確認できる。
- ・ 過剰債務比率は景気実態を映じて増減しており、足許は、フロー及びストック両面におけるデフレの進行から過剰債務が拡大している。デフレによる不良債権（過剰債務）の新規発生が止まらない限り、不良債権の最終処理は困難であり、また不良債権処理のみでは資金需要及び景気の回復には繋がらない。
- ・ 不良債権問題は一部の大企業の問題だけではなく、中堅・中小企業の問題である面が大きく、また、非製造業を中心とする日本企業の低収益性、財務の脆弱性等も含めた構造的問題でもある。
- ・ 不良債権問題の背景には間接金融偏重型の金融構造がある。デフレ下での不良債権処理促進のためには債権流動化市場の発達が必要であり、流動化のためには税制面での支援等による投資家育成が重要な鍵を握る。流動化の進展は、企業の過剰債務削減に寄与し、直接金融市場の育成、銀行のビジネスモデルの転換にも資するものである。
- ・ 不良債権問題解決のためには、当局（不況とデフレを克服する政策パッケージの導入）、銀行（流動化等による処理促進）、企業（過剰債務処理）が三位一体の対応策を採ることにより、多面的なブレークスルーを図ることが必要である。

## 1 不良債権問題の現状

### (1)不良債権の処理状況

不良債権問題の現状に関し、全国銀行ベースの不良債権処分損の推移を見ると、92年度以降2000年度までの累計で約72兆円の処分損を計上している。そのうちの8割超（約60兆円）が共同債権買取機構への債権売却や債権放棄を含む直接償却等で最終処理されているという実態になっている。

「破綻懸念先以下の不良債権は2年以内で処理」という方針の下、主要行は2000年度下期に4.4兆円の破綻懸念先以下の不良債権の最終処理を行ったものの、同期間に3.4兆円の新規の破綻懸念先以下の不良債権が発生した。結果として、2000年度上期末では12.7兆円だった残高が、2000年度下期末では11.7兆円となっている。また、要注意先は正常化に努め、破綻懸念先以下は最終処理を行うことに加え、金融庁方針も踏まえ、市場評価の変化による資産劣化に対し、株価あるいは格付け等を織り込んだ与信リスク審査システムの対応等の体制が銀行により整備されつつある状況にある。こうした中で、主要行の不良債権残高は破綻先債権、延滞債権といった相対的に深刻な不良債権を中心に減少している一方、地域銀行の不良債権残高は増加している。

## (2)不良債権の業種別、企業規模別特性

不良債権が業種別あるいは企業規模別にどのような特性を持っているかを見てみると、業種別では、現状のリスク管理債権の8割弱が建設、不動産、卸・小売、サービスの4つの非製造業に集中しているという実態がある。金融機関の不良債権は企業の過剰債務でも感じており、一定の推計（76年度～91年度第2四半期（バブルの終期）までの企業の資産規模と名目GDPとの関係を推計し、それをバブル崩壊以降の期間に伸ばして景気の実態に対し過剰となっている資産に見合う借入金を過剰債務と想定した上で、4業種について過剰債務比率を計算）を行った結果、個別の業種では若干凸凹はあるが、4業種合計ではリスク管理債権の比率と近似（リスク管理債権比率9.8%に対して、過剰債務比率10.3%）しており、不良債権は質量ともに過剰債務のコインの裏表の関係にあると言える。

一方、企業規模別の債務負担能力を見るために、インタレスト・カバレッジ・レシオ（＝「事業利益／支払利息」）と要返済年数（＝「有利子負債残高／キャッシュフロー」）の関係について、大企業と中堅・中小企業とで比較すると、総じて大企業のみならず中堅・中小企業においても深刻といえる状況、すなわち、インタレスト・カバレッジ・レシオは低く、要返済年数は長いということが分かる。

## (3)不良債権と景気・デフレ

不良債権と景気・デフレの間関係を見るために景気動向と過剰債務比率の関係を重ね合わせると、両者には密接な関係がある、すなわち景気の山・谷と過剰債務比率は、逆相関の関係にあることが分かる。4業種の過剰債務比率は、97年4月の景気の高まで順調に低下したが、それ以降上昇している。また、99年以降の景気は緩慢に回復していたはずであったが、デフレ基調が強まる中で上昇を継続している。

過剰債務を発生原因別に、景気循環による部分（総資産から株式及び土地を控除した通常資産について上記(2)に記した方法で推計した過剰借入金）と株価及び地価の下落による部分とに分けて捉えると、景気循環による過剰債務は、97年3月頃に一旦ゼロになり解消したという結果が出ており、バブル処理がこの辺で一段落したと見ることができる。ただ、その後の景気悪化に伴い、再び増加に転じている。資産価格の下落（ストックデフレ）はずっと続いており、これによる過剰債務はピークを更新中という結果になっており、デフレが不良債権債権（過剰債務）を生んでいることを示すものと考えられる。

こうした結果を踏まえると、デフレの中での不良債権の最終処理は難しいと考えられ、デフレによる不良債権（過剰債務）の新規発生が止まらない限り、最終処理の目途がつきにくいという状況にあると言える。99年初めから見ると、デフレは3.4%進んでおり、過剰債務は4業種合計で19.2兆円増加したものと試算される。すなわち1%のデフレ進行で不良債権が5.6兆円増加する計算となっており、デフレ進行が止まらない限り、多

額の不良債権の追加発生が止まらないということになる。

デフレの下での企業の債務負担を要返済年数で見ると、単純計算での返済負担は、金利低下や元本返済等によるキャッシュフローの拡大で短期化しているが、デフレ期待(期待名目成長率の低下)の下で将来のキャッシュフローが減少するという実態を織り込んで試算してみると、全体としての要返済年数は過去のピーク並みで、ほとんど短期化していない。即ち、「主観的な債務負担」は軽減されておらず、その結果、企業のキャッシュは投資に向かわず債務返済に向かうと考えられる。

そこで、実際の企業の資金需要を見るため、まず企業の借入金の増減の推移を見ると、前述の4業種を除く全業種についても、97年以降、返済超過の状況が続いて現在に至っているという現実がある。一方、日銀の貸出態度判断DIと資金繰り判断DIを重ねてみると、98年末の金融危機のピーク時には企業の考える銀行の貸出態度判断は厳しく、また資金繰り判断も厳しいという状況にあったが、現状は、企業は銀行の貸出態度判断が緩いと考えており、かつ自分達の資金繰り判断も当時に比べずいぶん軽い状況がうかがえる。業種別では、小売、サービス、不動産、繊維といった業種については企業としての資金繰り判断も厳しいし、銀行の貸出態度判断も厳しいと見ているが、それ以外の業種では、資金繰り判断は厳しいものの銀行の貸出態度判断は緩いという結果となっている。こうしたことから、銀行の金融仲介能力が毀損されているとはにはわかには断定し難い状況であり、健全な取引先には前向きな資金需要が欠如しているというのが現実で、銀行は貸出余力を維持しているにもかかわらず、貸出の純減傾向が持続していると見るのが適切と考えられる。

## 2 不良債権問題と日本型金融・経営構造～米国との比較の観点から～

### (1)日米の金融・経営構造比較

やや視点を変えて、日米の不良債権問題を比較してみる。個人金融資産構成に占める民間預金及び郵貯の割合、企業の有利子負債残高に占める民間金融機関借入の割合、銀行総資産に占める企業向け貸出の割合は、申し上げるまでもなく、日本の方がウエイトがはるかに大きくなっている。日本の不良債権問題の背景には、こうした間接金融偏重型の金融構造が存在しており、この間接金融偏重と株式の持合いにより銀行部分にリスクが集中する構図になっていると言える。

企業の過剰債務問題は、日本の企業経営、経済構造に根ざした問題でもある。日米企業の財務構造を比較してみると、日本では、不良債権比率の高い建設、不動産、卸・小売といった業種で、アメリカに対して相当大きなバランスシート、総資産を有している。また、これら業種のROAについても、日本の比率がはるかに低い。このように、日本企業は資産の有効活用、収益性において米国企業に大きく劣後しており、こうした状況では、企業の収益性向上がないと銀行のみ高水準の利ざやを確保していくことには限界がある。

## (2)米国の経験から何を学ぶべきか

90年代初めのアメリカの不良債権処理の経験から何が学べるかという観点から、RTC（米：整理信託公社）とRCC（日：整理回収機構）を比較してみる。RTCでは、民間ノウハウを活用したアウトソーシング、証券化等の多様な手法、積極的なマーケティングによる投資家育成等によりS&L（貯蓄貸付組合）の不良債権処理を促進した。こうした点には学べる点がある。もちろん、RTCはあくまでもS&Lの受け皿となることを目的としたものであり、商業銀行は独自に不良債権処理を実施したのであるが、RTCは資産売却に当たり、バルクセールを含む競売、証券化、信託に加え、土地開発ファンド（RTCが現物出資を行って民間との共同出資によりファンドを組成し、ファンドに対する受益権をRTCが保有）等の方法を駆使したほか、キャンペーン等の実施により販売体制を強化し、一般小口投資家を含む幅広い投資家発掘に努力したという現実がある。このように、RTCは証券化市場の発達の上で重要な役割を果たしたと言える。日本のRCCにおいても、不良債権の流動化を一層促進する上での参考になるだろう。

一方、アメリカではローンの流通市場の存在も金融機関の迅速な不良債権処理に貢献した。不良債権のみならず正常債権についても年々流通市場の規模は拡大している。また、不良債権の回転率（＝「不良債権流通市場規模 / SEC 開示対象不良債権額」）の推移を見ても、2000年では回転率が0.5を超えている。これは2年経つと1回転するという大きな流通市場ができ上がっていることを示しており、不良債権売買等のビジネスが活発化している様子がうかがえる。また、今次の景気低迷局面においても金融機関は不良債権を積極的に売却している。

ただし、当時のアメリカと今日の日本には相違があり、とりわけ経済・金融事情の相違は踏まえておかなければならない。企業の資金需要については、アメリカは外部資金需要が常にあったが、日本では低迷している状況にあり、また、経済自体、日本はデフレの中で名目成長が縮小しているが、当時のアメリカでは常に名目成長がプラスで維持されていた。アメリカの長短金利差を見ると、連銀による金融システムに配慮した速やかかつ、十分な金融緩和を受けて、預貸利ざやの改善、債券投資収益の拡大により、米銀収益は回復し、早期の不良債権処理に繋がったということが挙げられる。なお、足許の米国を見ると、景気の急減速を映じて、企業向け貸出を中心に不良債権が増加しており、とりわけ、シンジケートローン市場では債権の劣化が顕著になっている。これを見ると、不良債権が景気局面に応じて大きく増減するのは、日米共通の事象といえることができる。

## 3 不良債権問題の出口に向けて

以上の分析を踏まえ、どのように不良債権問題を考えればいいのか。デフレ下では債務負担が自ずと拡大し、他方で資産目減りも進行してくる。したがって、不良債権問題の解決には銀行のバランスシートを一段と膨らませる資本注入よりは、逆に、銀行にとっての不良債権と企業にとっての過剰債務を、いずれも切り離すのが良い方向と考える。

当然、政府当局、銀行、企業が三位一体で対応策を行うことが必要であり、不況とデフレを克服する政策パッケージの導入に加え、銀行が不良債権処理の一層の推進を図ることはもちろんのこと、企業も過剰債務処理が急務である。一例として、デット・エクイティ・スワップの活用等も企業のバランスシートから過剰債務を直接切り離すことに役立ち、1つの手法と考える。

また、このような観点を踏まえると、不良債権処理促進の上では貸出債権の流動化市場の発達に極めて重要ということになり、RCCが先鞭をつける形での日本における不良債権流動化の進展が望まれる。流動化に際しては、投資家がいかにリスクマネーを供給するかということも重要であり、税制面での支援も鍵を握る。この流動化市場の発達は、不良債権及び過剰債務の処理に資するのみならず、実際に不良債権が時価で評価され、信用リスクを反映した適正利ざやの確保につながり、銀行の収益力の向上にも寄与すると考える。

こうした変化は、日本の直接金融市場の育成、邦銀のビジネスモデルの転換にも繋がる契機であると考えられる。デフレと企業の信用劣化の下では、巨大な銀行のバランスシートで企業のリスクを引き受けるビジネスモデルはもはや維持困難であり、信用仲介の量は確保しつつも、与信リスクを全面的にはとらず、バランスシートを身軽にして資産効率とROAを向上させる大手米銀型ビジネスモデルへの転換が必然的な流れと考えられ、流動化はこうした大きな動きの中に位置付けることができる。これらを勘案すると、現状では公的資金を一律に注入する必要性は乏しい。主要行のBIS比率は99年注入時の水準より高く、また、金融システム不安にまでは至っていない状況にある。基本的には、金融再生のために、各金融機関が自己責任の下でビジネスモデルを変革し、収益力を強化していくことが必要である。

## 【要旨】

- ・ 全体のキーワードは、金融機関の「自立」である。
- ・ 不良債権問題は日本経済の停滞の根幹にある。高度成長期を通じてオーバーバンキングは問題とされてきたが、バブル経済で頂点に達し、その後の日本経済に非効率の「淀み」が根深く残り、それを国民が税金で負担する結果となった。金融の正常化を通じて非効率化した資源配分に終止符が打たれ、日本経済は再生に向かう。
- ・ 日本の銀行の収益力回復は不良債権問題解決のカギである。利ざやの適正化、リストラ、小規模金融機関の再編、政策金融制度の大幅な見直しなどによって銀行経営が自立する体制を築かなければ「不良債権体質」はなくなり、将来世代も非効率のコストや国民負担に泣く結果となる。
- ・ 昨今議論されている再度の公的資金投入論は、一斉注入といった観念論の先走りが懸念される。99年から現在までの経緯を繰り返してはならない。公的資金の投入は政策選択肢の1つだが、マクロの議論から必要額が出てくるものではなく、あくまで個別銀行の経営改革の延長線上にある問題である。すぐれて固有名詞の話であり、護送船団行政との最後の決別の時である。
- ・ 金融当局は、金融監督機能だけでなく、株主たる国民の代表として銀行経営の正常化を実施すべきである。3K(暗く、細かく、権威的)イメージから3P(Positive、Pro-active、Professional - 明るく、前向き、専門家集団)に脱皮し、日本の金融の信頼を回復していただきたい。もちろん、銀行経営には専門的知見が必要であり、経営改革を評価する諮問委員会を運営するなどの手法の革新も有効だと思われる。

## 1 日本の銀行の利益構造

### (1)金融システムに対する国民負担

まず初めに、現在の金融システムを維持するために、納税者の人格としての国民は多大な負担を負っていることを確認しておきたい。金融システムが国家の事業部という考え方をし、その部門がどれだけ国家税収に貢献し、国家が補助を支出したかという枠組みの下で、不良債権問題が現実化した過去10年間で見てみると、総額で35兆円規模の大きな負担をしていることになる。具体的には、民間金融システム安定のためのものとして、資本注入と破綻銀行処理で20兆円規模の負担があり、公的金融システムからの負担として、郵貯・財投機関への補助や中小企業保証などで約25兆円、そこから銀行部門からの貢献として、約10兆円の税収を差し引くと、合計で約35兆円ということになる。

### (2)銀行の利益構造

銀行の利益構造を見るために、過去20年間に銀行が何で利益をあげているかの推移

を見てみると、伝統的貸出業務からの利益は、償却を引くとどんどん減ってきており、その代わりに、株式含み益などの過去の遺産の食いつぶし（益出し）で埋め合わせていることが分かる。銀行の利益は侵食され続けており、三井住友銀行の西川頭取も新聞のインタビューで「戦後 55 年間積み上げてきた蓄積をほぼ失い、丸裸同然といってよい」と答えている。最近では、合併統合差益や、現実化するかは分からないが法定準備金の取り崩しまで議論に上っている。

日本の銀行の収益力をアメリカ、ドイツと比較してみる。利ざやや自己資本比率、資産の生産性である ROA について、95 年から 99 年の平均で比べると、利ざやはアメリカ 3.32、ドイツ 1.64、日本 0.42。ROA は同様に 1.86、0.61、0.42。自己資本は 8.3、6.6、5.3。このように、日本の銀行は、国際的に比較しても収益力と健全性に乏しいことが分かる。金融のグローバル化が進む今日、日本の銀行だけが、銀行経営の基本的な指標において他と大きくかけ離れている現状が持続するとは思われず、欧米並み、例えば米・独の平均値の収益力を身につけるとすると、例えば利益を 3 倍とし、経費を 25% 減らし、資産半減を行う必要があると試算できる。また、現在の利益を前提とすれば、ROE を高めるためには資本を減らす、即ち退出を促すことも必要になると考えられる。

一方、各国銀行業の ROE の推移を見ると、ほとんどの国が収益性を悪化させている期間を経験しているが、その後急回復しているケースが多い。日本の場合、収益悪化の幅が非常に大きくかつ長期にわたっていることが深刻である。フランスは日本と同じく利ざやの低さが有名だが、危機の後、業績を伸ばしている。外国勢に来て貰えば良いとの意見もあるようだが、利益率の低い日本市場に対して外国勢が参入するインセンティブは高くはない。日本の市場は日本のプレーヤーを中心に建て直し、組み立ててゆく方策を考えるべきである。

日本の銀行が利益を上げられない最大の問題は、リスクに見合ったリターンを得ていないことである。倒産確率や付保率、担保回収率を考慮して、本来であれば企業に課すべき金利（信用コスト）を試算し、それと銀行の実際の貸出金利とを比べると、BB マイナスや B といった格付けの低い企業に対して、リスクをカバーできるだけの金利をチャージしていないことが分かる。その結果、これらの企業への貸出で、約 3.5 兆円の利益を逸失してしまっている。こうした赤字貸出をやめない限り、不良債権問題は永久に続き、一番の問題である国民負担が常態化することになる。低格付け企業は、自らの格付けを知らず、銀行側が金利を上げようとしても納得感がないため、リスク・リターン関係の適正化に至らないことが多々ある。客観的情報提供による企業の自己評価確立が急務であると言える。

さらに、逸失利益の内容を見るため、銀行の企業向け貸出残高 352 兆円を企業の規模別と格付け別の分布で見ると、低格付けの企業群へかなりの貸出が行われていることが分かる。この企業群は非効率な企業が多いゾーンでもあり、不良債権問題とも重なる。銀行の貸出の最大の問題は、貸出が非効率で生産性の高くない企業へロックインされてしまっていることである。金利を適正化することによって、事業再編などが起こり、

経済が活性化していくという良循環が生まれるはずであり、中小企業への影響は避けては通れないとしても、銀行が成長力のある中小企業を選別して育てていくという金融構造に移行するためには不可欠のプロセスである。日本経済が低成長に移行している今、この問題に正面から取り組まなければ問題の解決にはならない。いわゆる 30 社問題にしても、不良債権問題の一部ではあるが全部ではない。非効率企業のうち上場企業のマグニチュードは高くないからである。

## 2 銀行の収益力強化の方向性

### (1) 不良債権処理のためのシミュレーション

銀行の自立という観点から、不良債権を自らの利益で処理するためのシミュレーションとして、収益性アップの可能性の例示をしてみたい。現在、過去 3 年間の平均で業務純益が 4.6 兆円あるが、それに加えて、例えばリストラの徹底（人件費、物件費の削減）やプライシングの適正化（デフォルト率等のリスクに見合った値付け）、個人ローンなどの新しいビジネスへの取組み等々で利益は 10 兆円以上にのぼると見込まれ、また、構造改革で住宅金融公庫の廃止や業態間の規制改革が行われると、現在の 3 倍の利益を獲得することができることになる。もちろん、まだ他にも、様々な可能性があるだろうし、逆に全部の銀行がこれをできるわけでもないが、このような観点から見ると、公的資金注入は個別銀行の経営改革の可能性を議論し、実現し尽くし、その結果として判断されるべきものであろうと思われる。

### (2) 人件費と物件費削減の効果

具体的に、人件費と物件費削減の効果を見てみると、まず人件費については、役員報酬・役員退職金のカットは象徴的で対外的なアナウンスメント効果はあるが、実際の人件費削減効果は総人件費の 1.1% と極めて限定的であり、例えば、従業員給与を一律 10% カットし、総合職と一般職の割合を逆転するようなドラスティックなプランが必要と考えられる。これに福利厚生費の抜本的な見直しも含めると、試算では、約 1.1 兆円の削減が可能である。ただし、日本の銀行の従業員数は諸外国に比べてかなり少なく、人減らしには限界があるという事情もある。従業員 1 人当たりの不良債権額でも、日本の場合には他国に比べて極めて大きく、それをきちんとケアしなければいけないということでは、これ以上の人減らしはかなり難しくなる。

また、物件費については、日本の金融機関の場合、これまでの方針から建物や内装、機械投資で過剰品質の場合が多く、システム投資も銀行仕様の場合には値段が高く、ブラックボックス化している例が散見される。現在の物件費のうち、土地建物、システム関連費用を中心として、約 17%、5800 億円程度のコスト削減ポテンシャルが存在すると見込まれる。

### (3) 合従連衡のインパクト



次に、昨今の合従連衡のインパクトについて見てみたい。最近の統合には多大な時間を要しており、また、再編は組織のマネジメントコストを増加させ、ただでさえ難しい改革努力に投入できるエネルギーを大幅に割いている。その割に、収益インパクトとしては、合併統合差益という会計上のインパクトが最も大きく、通常であれば最大であるはずのコスト削減はまだ途上の段階である。また、統合グループ内で利ざや優位の側に収束すると仮定した場合の収益上のインパクトについても、グループによっては統合グループ内でのダンピング競争でそのチャンスをみすみす逃しているとも聞いている。

実際に合従連衡による規模の経済が効くかどうかという観点から規模と経費率の関係を見ると、既に都市銀行は十分に規模が大きく、合併・統合による規模の利益を享受できる範囲ではなかったと思われる。逆に、小規模銀行の合併統合は、理論的には今後非常に効率化の効果が見込まれる。例えば資金量 3 兆円未満の地方銀行をすべて合併してしまうケースや各地方ごとにすべての地銀・第二地銀を統合して 1 つのメガリージョナルバンクを設立するケースを考えると、規模の利益だけで 5000 億円程度の効率化が図れることになる。

#### (4)住宅ローンに関する試算

一方、構造改革も銀行の収益力アップの一因になるという観点から、住宅ローン市場に目を向けると、他国では安全性が高く収益源となっている住宅ローンの市場に日本では官業が大きく存在している。銀行の貸出残高における住宅資金供給のシェアにおいても、日本の銀行ではその割合が他国に比べて非常に小さくなっている。仮に住宅金融公庫のローンを民間銀行へ譲渡した場合の影響を試算（民間銀行によるローン貸出利ざやを 1.5%と仮定）すると、譲渡に伴う預貸率の変化、追加利益は地域によって差異はあるものの、全国合計で約 1.1 兆円の追加利益を民間銀行へもたらすと見込まれる。

#### (5)人事体制の見直し

銀行が利益を上げられない原因については、人事体制抜きには語れない。日米の大手銀行の取締役役に就任する時点での年齢を比較してみると、アメリカでは 30 代後半から 60 代までかなりのバラツキがある一方で、日本では 50 代前半付近に極めて集中しており、人事を中央集権的に行い、年次を重要視している姿が見て取れる。収益を目指すビジネス集団であれば、このような年齢の支配は考え直されるべきであり、実際にスキルやノウハウを必要とする大企業向け高付加価値ビジネスや市場部門のビジネスでは、こうした人事システムの柔軟性のなさが最大のボトルネックとなっている。

### 3 銀行経営の自立と金融の信頼回復に向けて

最後に、銀行経営の自立を促すために、当局は金融規制体系の組替えを行う必要があるという問題提起をしておきたい。第一に、各国で日常的に行われている検査等による「金融監督者」としてのみならず、「株主」として銀行経営に対してどのようなタイムフ

レームで何を求めるかを再整理し、明確化することが必要である。特に、議決権が発生した場合の権利行使の内容、シナリオが明確になれば、現在の銀行経営にガバナンスを効かせることができ、経営陣の刷新や抜本的人事体系の変革、不採算事業の整理などに繋がると考えられる。また、銀行が収益力回復に重点をおける政策と土壌作りは欠かせない。未だに銀行に資産拡大を促すような健全化計画の量的管理から、資本利益率、リスクコスト後の資産効率性などの業績目標設定へ移行するとともに、プライシング適正化のため、企業側への格付けなどの客観的情報の提供を行うことが求められる。

第二に、日本の金融の信頼を回復するために、3K(暗く、細かく、権威的)イメージから3P(Positive、Pro-active、Professional - 明るく、前向き、専門家集団)への脱皮が必要である。金融庁は、日本の構造改革に誰よりも貢献できる、世界で最も注目されるチャレンジングな仕事をしており、逆に、何かを守ろうとすると市場のターゲットになってしまう。国民のエージェントとしての説明責任が中心の課題と考える。強い銀行はより強く、弱い銀行は退出へという考え方の下、護送船団行政との最後の決別の時である。

## 【要旨】

- ・ 不良債権額の大きさや銀行の自己資本が十分かどうかに関わらず、銀行貸出は、経済実態に比べても、今後あるべき姿に比べても過剰な状態にあり、オーバーバンキングの是正が必要である。
- ・ 間接金融（銀行）と直接金融（証券市場）の機能は補完的なものである。銀行が健全にならなければ証券市場も拡大せず、また証券市場の活性化が銀行行動の健全化にも寄与する。
- ・ 金融の構造改革は企業・経済の体質改善の必要条件であるが、早期の解決を要求するのは非現実的である。過剰貸出問題は結局は生産性向上の問題であり、当面は個々の参加者の地道な努力が必要となる。
- ・ 今後は、銀行と企業の関係の正常化、銀行と証券市場の適切な役割分担、伝統的銀行業を超えた金融サービス業の模索を通じた銀行改革、相対型バリュエーション偏重でも、マーケット・バリュエーション一辺倒でもない、フェアなバリュエーションを形成する金融システムの構築が期待される。
- ・ 証券市場監督体制については、金融のコングロマリット化の潮流に対応した監督行政の一元化が必要である。また、従来型の価格規制や業務規制から、規制目的の達成により直結した行政手法が模索されなければならない。

## 1 はじめに

### (1) ビッグバン宣言 5 周年

96年11月、預貯金中心のマネーフロー構造を変革し、個人金融資産を有効活用することを1つの目的としてビッグバン（金融システム改革）が開始され、これにより、証券市場分野を中心に、過去に例を見ない抜本的、総合的改革が実現した。制度面では、証券会社の免許制から登録制への移行、株式委託売買手数料の完全自由化、市場間競争などが実現し、これに伴って、実態面においても、手数料が顕著に低下したほか、既存業者が退出する一方で新規参入も活発化し、新興企業向け市場の創設や取引所の株式会社化など、顕著な変化が起こった。しかし、マネーフロー構造の改革はまだ実現しておらず、未だ道半ばというところである。

### (2) 「過剰」問題と「不良債権」問題

いわゆる「不良債権問題」には、「不良債権」と査定されている部分の大きさ、景気後退によりその部分が拡大するおそれ、「実際の不良債権」が「不良債権」と査定されている部分より大きく、銀行の自己資本比率は実際はもっと低いのではないかの疑念、「実際の不良債権」を銀行が適切に認識しようとしていないのではないか、また金融庁の検査も不十分ではないかという不信感の問題といった様々な側面がある。

しかし、ここでは、上記のような「不良債権」と現在ないし将来認識される部分の大小や銀行の自己資本が十分かどうかに関わらず、銀行貸出が、経済実態に比べて（バブルの清算）かつ 今後あるべき姿（間接金融偏重体制の是正）に比べて、「過剰」であることを問題にする。これらは、いずれも「オーバーバンキング」是正の必要性を示唆するものである。なお、「過剰」かどうかの判断は「生産性」の傾向的低下に基づくものである。

## 2 間接金融とマネーフロー構造の変化

### (1) マネーフロー構造の変化の阻害要因としての過剰貸出問題

まず、マネーフロー構造の現状をマクロ的に見てみる。バブル期に過剰貸出を行った結果、企業セクターにおいては、設備、雇用ともに過剰になり、利益率（ROA）が低下した。その結果として、資金の出し手（金融セクター）への（期待）リターンが低下することとなり、それが、銀行部門において不良債権問題として現れ、新規投資を減退させるとともに景気を減速させるという構造にある。

こうした流れの中で、過剰貸出問題がマネーフロー構造の変化を妨げる理由としては、大きく分けて次の2つが挙げられる。

#### 過剰貸出が金融セクター向け期待リターン全体の拡大を阻害

過剰貸出によって、生産性の低い事業や企業にまでファイナンスされ続け、より優れた事業や企業にはリソースが回らないことになれば、経済財政諮問会議のいわゆる「骨太の方針」に言う「創造的破壊」（新しい成長産業・商品が不断に登場する経済の絶え間ない動き）が阻害されることになり、一方、利益が増え、キャッシュフローが拡大したとしても、それが将来の成長につながる新規事業に回らずに借金返済に回り続け、景気刺激効果を減殺することになる。

#### 証券市場の活用を相対的に不利にする構造の持続

銀行（間接金融）と証券市場の関係という観点から見ると、銀行の自己資本が低下した場合には、金融不安リスクを証券市場に恒常的にもたらすことになり、また、銀行がリスクに見合わないリターンでの貸出や株式保有を持続すれば、結果として証券市場を通じた調達、運用のインセンティブを減少させ、例えば社債市場、CP市場の発展が阻害されるということになる。さらに、不良債権問題への対応のあり方の問題として、ペイオフ凍結や公的資金注入など間接金融を保護する政策が持続されることも、広い意味では金融取引における正常なリスク・リターンの確立を阻害する。

### (2) マネーフロー構造改革のための間接金融の正常化～銀行が健全にならなければ証券市場も拡大しない

現在のマネーフロー構造を改革するためには、上に述べた2つの点を克服することが必要になる。まず、日本企業の低収益率構造を是正するためには、銀行経営へのガバナンスを確立する必要がある。具体的道筋としては、検査権・議決権を持つ金融庁や預金

者において、銀行へプレッシャーをかけることにより銀行行動を正常化させ、その上で企業行動の変化へのプレッシャーをかけていくことが必要である。

また、間接金融に対して直接金融が不利になる構造を是正するためには、まずは不良債権問題への取り組みが必要である。その際には、やはり金融庁による検査権・議決権を通じた収益重視の行動の要請などにより、オーバーバンキングを是正していくことが期待される。そのほかにも、ペイオフ凍結解除、公的金融の見直し、新 BIS 規制の下でのリスク・センシティブな貸出・株式保有行動、時価会計（公正価値会計＝フェアバリュー・アカウントィング）議論の更なる進展による将来のキャッシュフロー重視、マーケット重視の経営への転換などが期待される。

### (3)金融の構造改革の実行にあたって

金融の構造改革を実行するにあたって、どのような点に留意する必要があるだろうか。まず、マクロ政策の発動の余地について考えると、長期金利上昇リスクの存在や、政策発動によって更なる問題の先延ばしになる（民間が正面から「過剰」問題を解決しようという努力を怠る）懸念があり、また、中央銀行が民間の負債やエクイティ（株、土地）の取引に直接介入することは、正常なリスク・リターン形成を目指す動きにも逆行することになる。一方、産業政策を含めた三位一体的政策の可能性についても、「過剰」問題は無数の当事者のビヘイビアや契約の問題であることから、トップダウン的な対応には限界があると思われる。

したがって、金融の構造改革は企業、経済の体質改善のための必要条件であるものの、早期解決を要求するのは非現実的ではないかと考えられる。過剰貸出問題＝過剰債務問題は、結局は生産性の向上の問題であり、当面は個々の参加者の地道な努力が基本になる。それを促すための政策としては、規制緩和もあるが、やはり銀行へのガバナンスの適正化が不可欠であると考えられる。

## 3 今後の金融システム～期待される姿

### (1)銀行改革のための課題

#### 銀行と企業の関係の正常化

銀行と企業の関係については、これまでメインバンク体制や企業実態と乖離した金融の暴走という面も見られたが、今後は、金融サービスのプロバイダーとユーザーとして、フェアバリューをベースとした対等な関係を構築していくことが必要である。金融サービスの面でも、単なるファイナンスというものから、アセットマネジメントや財務アドバイザー、証券化など広い意味での金融機能を提供していくことが求められる。

#### 銀行と証券市場の適切な役割分担

過剰貸出問題に関しては、金融取引のリスク・リターン関係を正常化させる方向で、スピードよりもむしろ方向性を重視した対応が求められており、システムリスク

を阻止しつつも個別銀行の整理・淘汰を促進してオーバーバンキングを解消することが必要である。その際、銀行と証券市場の果たす金融機能は相互に補完し合っていることを踏まえ、銀行の貸出行動の正常化を通じて、両者のメリットを生かしつつ適切な役割分担を図っていくことが必要である。

#### 伝統的銀行業を超えた金融サービス業の模索

現在の日本の金融改革は「過剰」状態からの出発であるため、伝統的銀行業務とその周辺での収益改善の可能性は、「過剰」状態の解消次第であると言える。米国においては銀行の合併・再編により、グローバル・コングロマリットはシティグループとJPモルガンチェースの2つのグループのみで、あとは大手地銀と外資という状況になっており、わが国においても、プレイヤーが減る中での個別行の収益力向上が課題となるが、「過剰」状態からの出発であることを踏まえると、わが国では、米国以上に、伝統的銀行業に依存できない可能性がある。今後も過剰貸出修正過程が続くと見込まれる中、例えば消費者信用やカードビジネスの分野については利息制限法などの限界があり、銀行業務関連手数料の拡大についてもオーバーバンキング状態が続けば困難である。さらに、公的金融機関の存在も大きな問題である。

したがって、今後は伝統的銀行業を超えた金融サービス業を模索していくことが必要であり、例えば、伝統的貸出と証券市場にまたがる分野として、ローン債権流動化、プロジェクト・ファイナンス、シンジケートローンの発展などが期待される。

また、資産運用、証券、保険販売、企業価値創造ビジネスに関しては、米国よりも企業、個人マーケットにおいて高いプレゼンスを持っていること、事業会社の株式保有が可能であるなど、銀行や銀行持株会社が行える業務が米国より広い部分があること、さらに、企業再生、不良債権問題への取組みを通じたノウハウの蓄積ということ踏まえると、今後可能性を求めることができるのではないかと思われる。

## (2)フェアバリューの発見と創造

金融取引に係る価格形成機能としては、大きく分けて、土地やリレーションを重視した相対型バリュエーションと市場取引に基づくマーケット・バリュエーションがあるが、マーケットバリューに関しては、日本がキャッチアップを目指す米国資本市場においてもITバブルが発生したほか、株式公開(IPO)価格や買収価格、執行価格などの妥当性を巡って揺らぎも見られる。マーケットバリューに相当程度依存できるのは流動性の高い市場のみであるが、そこでもやはり公正な価格形成(フェア・バリュエーション)への不断の努力は不可欠となる。すなわち、相対型バリュエーション偏重でも、過剰な投機や不公正取引の横行するマーケット・バリュエーション一辺倒でもない、フェアなバリュエーションを形成する金融システム、そのような価値の創造に寄与する金融システムの構築が必要と考えられる。

フェアバリューの発見と創造のための環境を整備するためには、債権流動化・証券化市場の整備や、融資担当者、アナリスト、ファンドマネージャー等のバリュエーション

業務従事者のディシプリンの確保、公的金融機関・公的運用機関のあり方の見直し、ファンドビジネスの育成、公正価値会計の導入促進などが必要になるほか、パブリックポリシー上の対応として、市場監視機能（権限、人員など）の強化や投資家にとって真に有益なディスクロージャーなどが求められる。

### (3)証券市場監督体制と金融・証券行政の潮流

諸外国の市場監督体制を見てみると、ヨーロッパ各国では、金融のコングロマリット化の潮流に対応した監督行政の一元化の流れが見られる。例えば、英国においては、金融サービス庁（FSA）が97年に発足し、証券投資委員会が担ってきた証券市場・証券業者に対する監督権限に加え、イングランド銀行の銀行監督権限、大蔵省の保険業者監督権限のほか、自主規制機関の機能の一部も移管されている。ドイツでも、証券業務を営む銀行に対する監督行政の効率化、検査・監視機能の強化の観点から、連邦金融監督機関を設置し、連邦証券監督庁と連邦銀行監督庁の統合を目指している。一方、米国では、証券監督はSEC、銀行監督はOCC、FRB等、先物はCFTC、保険は連邦レベルの統一的規制機関がないといったように、監督行政の一元化という観点からの対応は遅れた状態にあると言える。その上で、コングロマリット化に対しては、監督機関の連携強化で対応している。日本においても、コングロマリット化への対応については、特に重要な問題として考えておかなければならない。

また、マーケットへの行政の関与としては、市場規律（マーケット・ディシプリン）を重視することが求められるが、アメリカにおける実証研究からも明らかなように、証券価格の変化が経営行動の変化につながるというのは稀であり、そこでは当局の役割も重要になる。今後の行政手法としては、従来型の価格規制（金利規制等）や業務規制（商品規制、業務範囲規制）ではなく、金融機関あるいは個々の専門家が規制目的の実現に合致した行動をとるインセンティブをシステムにビルトインするような、規制目的の達成により直結した手法が模索されなければならない。例えば、より洗練されたリスクの把握を促す新BIS規制や、優良銀行だけに業務範囲の拡大を認める米国のGLB法、問題の早期解決に積極的に取り組む業者に一定のクレジットを与えるSECのセルフ・エンフォースメントの手法などが参考になるだろう。

## 【要旨】

- ・ 郵便貯金の資金吸収に関しては、利便性・商品性（定額貯金）・安全性（元本保証）がポイントである。郵便局のネットワークは国民のインフラとして機能しており、非常に利便性が高く、これを民間金融機関に解放して、民間の金融商品を販売するチャネルとして活用し、国民の金融商品選択の幅を広げることが必要である。
- ・ 政府系金融機関の融資には投資誘導効果（利子軽減効果、量的補完効果、情報生産効果）があるが、近年、低金利を背景として利子軽減効果がマイナスになるなど、全体としての効果は大きく低下している。
- ・ 財投出口機関においては、政策コスト分析により将来的な税負担等が推計されるようになったが、需要予測の過大見積もりなどもあり、今後更にインターネット等を通じたデータ開示や説明責任の明確化が求められる。
- ・ 将来ビジョンとしては、日本の金融機関の国際競争力の強化が必要である。一種の外交政策として、日本の金融機関が海外でサービスを売り、稼ぐことができるようにしていかなければならない。

## 1 郵便貯金・郵便局の将来像

### (1) 郵便貯金の資金吸収

まず、郵便貯金の将来像を考えるに当たって、郵便貯金の全預金に占める割合の推移について見てみたい。これまで、1920年代後半、40年代半ば、1970年代、1990年代に郵便貯金の比率が高まっているが、理由はそれぞれ異なっている。20年代後半と40年代半ばについては、大恐慌や第二次大戦という要因により、民間銀行預金に対する不安から郵便貯金の比率が高まったと見られ、70年代には郵便局の店舗数の増大や定額貯金商品の優位性、90年代に入ってから、銀行の破綻などによる安全志向がその要因と考えられる。

金融商品を選択する際に何を重視するかという調査結果を見ると、近年、元本が保証されているかどうか、すなわち金融機関の安全性が最も高い選択理由となっている。一方、「全国銀行預金 / 郵便貯金」比率の決定要因をパネルデータから推定した結果を見ると、店舗の利便性、つまり近くに店舗があるかが重要であることが分かるほか、家計所得の大きさや銀行預金と郵便貯金の金利差にも依存している。また、マクロ的な金利動向にも依存しており、定額貯金が固定金利であることを反映して、金利上昇局面では銀行預金の需要の増大が大きく、逆に金利下降局面では銀行預金から郵便貯金へのシフトが発生することが分かる。

### (2) 国民のインフラとしての郵便局

郵便貯金の経費率を見ると、民間金融機関に比べて遜色ないものであった。その大き



な理由は、郵便・貯金・簡易保険という3事業を兼営していたことによる「範囲の経済性」と全国ネットという「規模の経済性」が働いていたところによる面が大きい。しかし、もはや国が貯金を集める必要はなく、民間金融機関に任せておけばいいといった指摘や、250兆円にも上る規模の資金を国が管理することへの批判、郵貯・財投が民間が負担している法人税などを払っていないことへの批判、民間金融機関の融資と住宅金融公庫などの政府系金融機関の融資の競合問題や財投出口事業機関の業務・財務内容の不透明性への批判などがあり、郵貯・財投の見直しの論点となっている。

郵便・貯金・簡易保険の3事業を分離することは、先に述べた「範囲の経済性」を失うことになる。むしろ、郵便局のネットを民間金融機関に開放し、いわば代理店として、店舗や販売網を持たない民間金融機関の商品を郵便局の窓口で販売し、リスク商品を含めて、国民の金融商品選択の幅を広げることが必要と思われる。その際、民業圧迫を避けるため、郵貯の預入限度額を引き下げることなども考えられる。

一方、国民にとってのナショナル・ミニマムを提供するという観点からの郵便貯金、郵便局の役割も考えておかなければならない。誰でも預金口座を持つことができ、どこに住んでいても郵便サービスを受けることができる制度を維持しておくことは必要であるが、そのために、現在の郵便局のネットワークを維持する方がよいのか、民間に委ねた上で国が一定の補助を負担するのがよいのかについては、コスト面からの比較検討をすることが必要である。

### (3)金融機関の店舗展開と都道府県別特徴

郵便局をはじめとする各金融機関の店舗展開について見てみると、都道府県別、時系列のパネルデータによる実証研究によれば、郵便貯金、民間銀行預金ともに店舗の利便性がプラスに働くという結果が得られる。さらに、都道府県別の金融機関の分布状況と家計の預貯金の関係を調べるため、「全国銀行の店舗数/郵便局数」の割合と「全国銀行預金/郵便貯金」の割合を比較してみると、それらが高い都道府県（東京、大阪など）と低い都道府県（鹿児島、島根など）はほとんど同じ順序であることが分かり、預貯金需要の説明要因として店舗網の利便性が強く効いていることを表している。なお、信用金庫預金についても、程度の差はあるものの、同様の結果が得られるが、農協貯金については、農協貯金需要を店舗数によって説明することはできない。これは、農協の店舗は地方に多い一方で、農協貯金の需要は大都市周辺で多いためではないかと思われる。

## 2 財投出口機関の将来像

### (1)政府系金融機関の経済効果の変遷

政府系金融機関による融資には、企業の設備投資を促進する効果があり、具体的には、利子軽減効果（低利融資による利払いの軽減が借り手の利潤を高める効果）、量的補充効果（借り手の資金制約を直接的に緩和する効果）、情報生産効果またはカウベル効果（政府系金融機関からの融資が当該事業のリスクの低さを顕示し、その事業への民間

金融機関からの融資を誘発する効果)がある。こうした効果の推移を見てみると、60年代から70年代にかけては利子軽減効果が高かったが、80年代後半からは、量的補完効果や情報生産効果が主たる効果となっており、90年代には利子軽減効果はむしろマイナスになっている。全体で見ても、投資誘導効果は70年代までは高かったものの、近年は大きな効果を有していない。

## (2)財投出口事業機関の政策コスト(補助金コスト)分析

政策コスト(補助金コスト)分析とは、財投の各出口機関が事業を行うに当たって現在から将来にわたって投入が見込まれる補助金等の総額を計算して、その割引現在価値を求める方法である。すなわち、現在から将来にわたって、どの程度の税負担が必要になるかということ割引現在価値で評価しようとするものである。これまでは、現在のバランスシートの評価に注目が集まり、必ずしも将来にわたる負担までを考慮に入れていたものではなかった。

各機関ごとの政策コスト分析の結果を見ると、最も政策コストが大きい機関は、日本道路公団で約3.5兆円規模(分析期間51年)に上っているほか、石油公団、都市基盤整備公団なども大きくなっている。もちろん、単純な数字の比較をするだけでなく、各機関の行う事業分野が様々であることや事業内容に応じて外部効果が存在することなどにも留意することが必要である。

政策コスト分析を行う際には、例えば道路公団であれば、有料道路から得られる収入がどれくらいになるかということが1つの要素であり、その前提として、有料道路を利用する車の台数予想といったものが必要となる。こうした将来予想の見積もりが政策コストに大きく跳ね返ってくることになるが、例えば本州四国架橋のケースでは、需要が過大に見積もられていたために、大きな赤字となって国民負担につながっている。実際には、これらの建設当初には、こうした政策コストの推計はなされていなかったのであるが、今後は、どのような需要予測をしているか、それはそのような根拠に基づいているかといった点について、説明責任を負うとともに、徹底した情報開示を行うことが求められる。インターネット等を利用して、政策コスト・事業内容を含むあらゆる情報を国民の前に開示し、それらの内容を比較できるようにすることが不可欠である。

## (3)財投出口金融機関

財投出口金融機関として、住宅金融の分野について検討してみる。我が国の住宅金融市場においては、住宅金融公庫を中心とする公的金融部門のシェアが高くなっている。特に90年代に入ってそのシェアは上昇しており、およそ40%にまで達している。これは、平成不況以降に実施された数次にわたる経済対策によって、公的住宅融資が拡充されたという面によるところが大きいと考えられる。

また、近年の公的住宅融資には、住宅投資を刺激しようという景気対策としての役割が期待されていると考えられるが、特に公的住宅信用残高と実質住宅残高の関係に注目

してみると、両者の間にはプラスの相関関係がある（クラウドディング・アウトは生じていない）ものの、その関係は平成不況以降大きく低下しており、効果が小さくなっている。また、公的住宅融資の規模の拡大が民間金融機関によって住宅資金貸出が圧迫されている可能性を否定できないという実証結果もある。

住宅金融公庫についても特殊法人改革の中で見直しが言われている中で、着地点を明確にし、そこに辿り着くまでのダイナミズムについて検討することが必要である。公的部門による民業補完、すなわち、民間でできることは民間に任せるという観点から、アメリカとドイツの例について見ると、アメリカの政策金融である中小企業の分野では、信用保証（債務保証）が大きな比率を占めているが、日本のような100%保証ではなく、モラルハザードを回避する観点からも、リスクに応じて保証割合を変える部分保証を採用しており、全体として85%程度の保証となっている。また、住宅金融の分野については、住宅債権の流動化を支援するためのものとして位置付けられている。一方、ドイツの場合には、政策金融機関が独自に融資するのではなく、民間金融機関に資金を供給してそこを通じて融資を行い、貸倒れリスクはその民間金融機関が負担するという手法を採っている。これにより、政策目的を達成するとともに、民業圧迫を回避できることになる。わが国の公的住宅金融においても、こうしたアメリカやドイツのような例を参考にして、民間住宅金融の支援に徹していくという方向が考えられるであろう。

### 3 日本の将来ビジョン～金融機関の国際競争力強化の観点から～

我が国では構造改革が進められているが、イギリスのサッチャー政権における取組との違いは、行き着く先が見えないということである。ここでは、我が国金融の将来ビジョンについて、日本の民間金融機関の国際競争力強化という点を強調しておきたい。

日本の民間金融機関には、国際競争力がない。その要因としていくつか考えられるが、まず、これまで日本の銀行業がもっていたのは、日本の製造業が強かったため、そこに頼っていればそれでよかったという事情があったことが挙げられる。アジアを中心とする海外においても、邦銀の金融サービス提供は日系企業に対するものが中心となっており、外資が行っているような地場の事業を積極的に支援し、地元の富裕層を取り込もうとするような動きが見られない。まずは、相手の市場を知り、競争を経験していかなければならない。

また、審査機能のあり方にも問題がある。日本の金融機関は、審査機能が国内の本店に一元的に集まっており、現地支店に裁量権が与えられていないということが、現地での積極的な取り組みにつながらないという面もあると思われる。本支店間の情報ネットを積極的に活用していくことが求められる。

さらに、人材面においても、国際的競争力を強化するための戦略、マネジメントができる役員が欠如していると思われる。産業空洞化に直面して国際競争力の強化に取り組んできた製造業の例を参考にしつつ、金融機関内部においてもインターナショナル・マインドを育成していくことが必要になる。

我が国金融機関の国際競争力を強化し、海外で金融サービスを売り、稼ぐことができるようにするためには、一種の外交政策として、国を挙げて戦略的に取り組まなければならない問題であるように思われる。

#### 参考文献

- (1) 吉野直行・和田良子「家計の金融資産選択行動のパネルデータ分析」、変革期の金融資本市場、(松浦克巳、吉野直行、米澤康博編)日本評論社、2000年3月、3-24ページ
- (2) Thomas Cargill and Naoyuki Yoshino (2000)「The Postal Saving System, Fiscal Investment and Loan Program, and Modernization of Japan's Financial System」、Crisis and Change in the Japanese Financial System, Chapter 8, pp201-230、Edited by Hugh Patric and Takeo Hoshi, Kluwer Academic Publishers, 2000,
- (3) 吉野直行・中田真佐男「財政投融资改革と今後の公的住宅金融」(中田真佐男氏との共著)季刊・住宅土地経済(日本住宅総合センター)、No38, Autumn、2000、PP.20-27、
- (4) Frank Robashik and Naoyuki Yoshino, "A Comparative Analysis of the Japanese and the German Banking System", JAPANSTUDIEN, Jahrbuch des Deutschen Instituts für Japanstudien der Philipp Franz von Siebold Stiftung, Band13, 2001, pp343-372.
- (5) 吉野直行・中田真佐男「財政投融资制度の改革と地方債市場の今後のあり方」、日本経済研究、No.44, 2002年3月。pp.167-187.

『日本とアジア諸国の相互依存の深化と「日本型金融システム」の在り方』(山上委員レポート)

## 【要旨】

- ・ 金融と実体経済とは密接な関係にあり、実体経済面での相互依存の深化とともに、金融面での関係も強化される。アジアにおける金融面での日本のプレゼンスは、対外直接投資、アジア向け与信残高とともに、アジア危機以降低下してきたが、既に底を打ち、下げ止まりしたと見ることができる。
- ・ アジア各国の不良債権処理はまだ道半ばにある。不良債権の発生ルートは各国で区々であり、日本とも異なっているが、その処理に当たって、金融機関と企業の再構築を同時並行的に進めていく必要性においては共通している。
- ・ 今後もアジアとの共生は必要であり、アジアの再生なくして日本の再生はなく、逆も同じである。邦銀が実体経済面でのアジア域内分業の深化を金融面でサポートすることが必要であり、また、金融危機など非常事態時には官民が協調した対応が必要である。
- ・ アジアとの相互依存の中で求められる日本型金融システムについては、資本市場に向かって開かれた形でリンクした企業と銀行の関係の構築、コーポレート・ファイナンスとノンリコース型のプロジェクト・ファイナンスの併用、企業との長期的な関係に基づくリレーションシップ・バンキングの長所の活用といった特徴を持つ新しい「市場型間接金融」が考えられる。

## 1 日本とアジア諸国の相互依存の深化

### (1)日本の製造業の空洞化

まず、金融と実体経済とはコインの表裏のような関係にあるということを念頭に置いて、日本の製造業の空洞化について触れたい。わが国企業の海外生産比率(製造業)は、2000年度実績見込みでは11.2%、2005年度計画では13.7%というように一段と高まるという方向にあり、最近ではアジア諸国、特に中国への日本企業の進出が目立っている。一般に製造業の空洞化のデメリットのみを見る向きがあるが、日本の労働集約的な製造業が途上国にシフトしていくことによって、日本はより知識集約的な方向へ産業の高度化が促進されるという面もある。しかも、そのシフトによって、途上国では生産財や資本財、技術への需要が増え、日本からの輸出が増えるということになる。理想的な見方ではあるが、日本とアジア諸国の経済関係はこうした双方に利益をもたらす相互依存関係の発展という側面に重きを置いて捉えるべきであろう。

2000年度の日本の輸出入で見てみると、対中貿易は247億ドルの日本の赤字であるが、対香港では255億ドルの黒字、対台湾では181億ドルの黒字となっており、広い意味での対中華圏全体では依然日本の黒字になっている。なお、日本の対中国輸出のかなりの部分は香港を経由して行われていると言われている。一方で、電子、電気機械の分野、いわゆるITの分野においては、現在、日本が中国に対しての輸出超になっている。

これは、中国からの輸出が伸びると日本から中国への生産財や資本財の輸出も伸びるという関係を表していると言える。ここで本質的な問題は、製造業が海外にシフトをするのに伴い、日本ではサービス業や知的集約的な産業の成長が必要になるということである。こうした産業の成長阻害要因があるとすれば、それを1つずつ取り除いて改善することが日本の産業の構造改革の重要な課題となる。

## (2)金融面、直接投資面での日本のプレゼンス

日本とアジア諸国の相互依存関係が深まってくると、必然的に金融や直接投資の活発化も進むはずである。まず、日本企業のアジアへの直接投資は、アジア通貨危機が発生した97年度をピークに低下してきたが、2001年度上期には底を打ったように感じられる。また、邦銀の対アジア融資（与信残高）についても、アジア通貨危機の97、98年以降減少しているが、ほぼ、下げ止まってきており、依然として、残高では米国を大きく上回り、主要国中最大である。中国向けに限って見ても、邦銀の与信残高は国別で主要国中トップである。こうした与信残高で見ると限りでは、法人のアジア諸国でのビジネスへの積極的な関与は続いていると言える。

## 2 アジア諸国の金融問題の類似と相違

### (1)通貨、金融危機の再発防止

アジア通貨危機とその後の状況について見てみたい。まず、グローバルな問題として、90年代以降先進国を中心に積み上がっている金融資産の巨額さと、特に米国でその投資運用面での移動性、ボラティリティが一段と高まっていることが挙げられる。先進国に累積した金融資産については、例えば日本の家計金融資産は約1400兆円、米国では約30兆ドルに達しており、そのほんの一部でも途上国に流入、流出しただけで当該国の実体経済は信用の膨張と収縮を繰り返し、大きく揺さぶられるという状況にある。こうした動きはアジア通貨危機の大きな要因の1つとも言える。そこからの教訓は、まず、ドルペッグ的な相場制度と資本移動の自由化という不整合な政策ミックスの反省ということだと思われる。この制度的な不整合は、特にタイやインドネシア、マレーシアで強かったが、海外の短期資本の流入を促しただけでなく、国内の民間部門でも外貨を借り入れて現地通貨に転換して使用するというバランスシートのミスマッチを過度に累積させた結果、短期資金流出とともに現地通貨相場の急落が起き、民間部門の現地通貨建ての返済額が大きく増加、その結果として、自己資本を毀損することになった。この流れが、中国を除いた他のアジア諸国の不良債権問題の発生の端緒と考えられる。こうした反省を踏まえると、マレーシア、タイ、インドネシアが短期資金移動と為替売買の管理規制を強化する方に回帰し、オフショア市場の縮小が足許で進んでいることはやむを得ないことであろう。一方、皮肉なことではあるが、中国はもともとこの面での自由化をしていなかったため、アジア通貨危機を回避できたとも言える。したがって、中国政府は、WTO加盟後も短期資本移動と為替の規制というものは当分継続したいと考えているよ

うである。

また、GDP に占める輸出比率を見ると、2000 年度で日本は 11.2%だが、アジアの国では 50%、あるいは香港に至っては 200%超と極めて高く、為替相場の変動が実体経済に大きなインパクトを与える。結局、資本、為替規制と管理フロートのな為替相場のセットというのが、こうした外需依存の国々の現実的な落ち着き場所ではないかと思われる。

日本の対外証券投資という観点から見てみると、機関投資家などを通じてほとんど米国、欧州に流れている。証券分野でも長期性の資金をもっとアジアに投資し、適正な投資利回りを得つつ、経済発展に寄与するということが本来は望ましいことだが、最近のサムライ債のケースを見ても、起債のプライシングや販売の際のリスク説明などまだディスクロージャーに問題の多いものもあり、今後の在り方を考えていく必要がある。

## (2) バランスシート調整と不良債権処理

アジア諸国の不良債権処理については、いずれもまだ道半ばの状況にあると言える。ただ、各国ごとに不良債権発生の原因はかなり相違がある。極めて概括的に言えば、タイ、インドネシア、マレーシアの金融機関の不良債権は、企業の外貨借入が原因で、通貨の大幅下落がバランスシートを悪化させ、それに続く実体経済の悪化が更に不良債権を増加させたと考えられる。一方、中国の 4 大国有銀行を中心とする不良債権については、80 年代に行われた国有企業改革で、国有企業に投入される資金が財政資金から銀行借入に代替されたということに端を発している。つまり、調達資金は市場化が試みられたわけだが、国営企業は依然従業員の社会福祉的な機能を担っており、かつ生産の非効率率もあって返済不能の債務が累積した。これに 90 年代前半の過剰融資、過剰投資が重なった。最終的にはかなりの部分を財政的に負担すると一般的には考えられている。

以上のとおり、アジア各国いずれも日本の不良債権とは発生経緯が異なる。ただ、処理のアプローチとして要約すれば、流動化アプローチと、言葉はよくないが、塩漬けアプローチというものに大別される。中国はいわば塩漬けアプローチが全面的に出ており、長期的な経済成長によって不良債権の解消コストを相対的に小さくする、つまり、成長が全てを癒すという考え方である。このため、資産管理会社の不良債権移転も簿価で行われている。その他の国は、程度の違いこそあれ、流動化アプローチであり、金融機関の整理統合を進め、資産管理会社 (AMC) の活用も含めて処理しようとしている。しかし、韓国など一部の国以外は各国とも足許の不良債権がむしろ経済の悪化とともに増えるという厳しい環境にあり、日本でもアジアでも、不良債権問題については金融機関と企業の再構築という問題を同時並行的に整合性をもって進めなければならない。

## (3) 間接金融と直接金融のバランス

戦後の日本の金融制度は産業銀行的なモデルで形成されたが、ドイツのようなユニバーサルバンクではなく、銀行と証券の間には米国よりも厳格な垣根があった。70 年代後

半からの資本市場の自由化の中でも、業際の垣根が抜本的に取り払われたということではなく、銀行にとっては、97年のビッグバンまで、産業銀行的なモデルの変革と証券分野への進出による業務の本格的な再構築というものが遅れざるを得なかった。このような日本のケースは、将来、他のアジア諸国が本格的な金融改革を進める際に非常に参考になる点であると思われる。また、最近、直接金融が進めば金融問題は改善するという意見が非常に目につくが、それにふさわしい企業の情報開示や企業経営者の意識変革、証券会社の投資家への説明責任といったものの体制がきちんと確立していない。しかも、そうした条件がかなり整備された米国の株式市場でも IT バブルの発生と崩壊が起こっており、ベンチャー企業の資金調達の困難も生じている。リスク・プレミアムの高騰など信用収縮的な現象も生じた。最近の中国株のブームに関して、直接金融体制の整備不十分による潜在的なリスクを感じる向きもある。

そこで、日本の金融の現状からアジア諸国へどのような示唆を引き出すことができるかと言えば、第一に、金融システムの適合性は経済の発展段階に応じて考えるべきだということであり、第二に、産業銀行モデルは、多くのアジア諸国のように貯蓄率が高い経済のキャッチアップ過程にある経済では適合性が高いモデルだということである。

アジア諸国と日本の課題を分けて考えると、日本では、家計金融資産を多様な形態の直接金融を通じて産業に流れるようにする環境整備が必要であるが、そのための条件として、証券会社は投資家へのリスク説明を今以上に徹底し、資金調達者は投資家のリスクに見合った適正なリターンを払うことが一層求められる。また、間接金融と直接金融の中間的な手段としてのローンの証券化を進め、資本市場で投資家と調達者の間に成り立つリスク・リターンが銀行と企業との間の貸出プライシングにフィードバックするような仕組みを強化することが必要である。これは間接金融のプライシングの適正化に有効であり、当面は、例えば公的金融機関の整理・統合で生じる貸出債権の証券化を通じて市場拡大に弾みをつけるということも考えられる。

一方、アジア諸国においては、直接金融化は経済の発展段階においてむしろ慎重に進めるべきである。一部の国では98年の危機後にようやく企業倒産法が整備されるといったような状況であり、環境整備がまだまだ不十分な国もある。そうした条件を軽視して資本市場化を進めれば、将来新たな危機の火種をつくることになると思われる。

#### (4) 公的金融の問題

公的金融機関の問題についても、その国の経済と金融の発展段階に対応した位置づけが必要である。戦後一定の時期に日本の政府系金融機関が果たした役割には異論はなく、キャッチアップ型の経済成長過程では産業インフラあるいは生活インフラの整備に多額の投資が必要であり、民間資本が担うのが難しいこうした分野が、公的金融によって行われることには一定の合理性があった。しかし、現在の日本では政策目的が形骸化し、市場規律も失われた融資が民間の融資を圧迫する形で行われていること自体が問題になっている。政府系金融機関の貸出残高を見ると、とりわけ住宅金融公庫の融資残高は家



計の住宅ローン残高の約 5 割を占めている。

一方、例えば中国について言えば、90 年代の前半に 4 大国有商業銀行である中国建設銀行、中国農業銀行、中国銀行、中国商工銀行は商業金融に特化し、一方、政策金融専門銀行として国家開発銀行や農業発展銀行などが設立された。中国の現在の発展段階においては、インフラ整備などの面でこうした政策金融機関は一定の意味があるが、日本の例に照らせば、経済の発展が進めば将来こうした公的機関の整理、退出ということが必ず必要になる。日本の特殊法人改革は、成功すれば将来の中国にとって大変よい例になると思われる。

### 3 日本型金融システムと邦銀の役割

#### (1) アジアとの共生

以上の議論を踏まえて、アジアとの共生、日本型の金融システムとは何かということについて考えてみたい。アジア地域の相互依存が深まり、日本の再生なくしてアジアの再生なし、また逆にアジアの再生なくして日本の再生なしという状況にある。これを十分認識しつつ、アジアとの共生については 2 つの側面から考える必要がある。第一は、実体経済面でのアジア域内分業の進化を金融面でサポートするという役割である。アジアでの実体経済における分業体制では、当面中心的役割を果たしていくのは規模の面でもテクノロジーの面でも依然として日系企業であると考えている。その日系企業の事業内容やアジア市場の状況について、総合的に情報を把握できる立場にあるのは日本の金融機関である。もちろん、部分的には欧米の銀行の方が優れたサービスを提供できる場合もあるだろうし、また、プロジェクトには欧米銀行の融資への参加もある。しかし、アジアでの企業活動を包括的にとらえたアドバイスや資金を供給することは、邦銀の持ついわば比較優位である。こうした業務を通じてアジア全体の経済発展と相互依存に貢献するというのが邦銀の 1 つの大きなフロンティアであると考えられる。

第二に、アジア危機のようなアジアの金融で非常事態が発生したときの邦銀の役割については、行政のリーダーシップの下で官民の協調が必要である。アジア危機の際には、韓国やインドネシアについて、実際にインターバンク取引でのクレジットラインの維持に関して、最大の融資残高を持つ邦銀が中心的な役割を果たした。アジアの政府の間では、チェンマイ・イニシアティブや将来的には AMF ( Asian Monetary Fund ) など安定したアジアの金融体制の検討が少しずつ進んでいるが、域内での最大の資金供給者である邦銀の協力は将来にわたって不可欠である。そして、官民協力によるアジア経済金融の安定は、結局、アジアのためというよりも、日本の経済、金融の安定に跳ね返るのではないかと思われる。

#### (2) 「日本型金融システム」の中での「市場型間接金融」

日本の銀行の在り方を考える際に、産業銀行モデルは日本の経済の発展段階において役割を小さくしているとは言っても、特にアジアの中での日本という位置づけを考えた

場合に、リレーションシップ・バンキングというコンセプトは一定の普遍性を持っている。仮に米銀の市場第一主義とは少し異なる新しい「市場型間接金融」と呼ぶこととして、その特徴について3つの点を指摘しておきたい。第一は、企業と銀行の関係が相対関係のなかで完結するのではなく、その一端が資本市場に向かって開かれているということである。このリンクの1つが貸出債権のセカンダリー市場としてのローン証券化市場であり、この中間的な市場の媒介を通じて貸出条件が市場のチェックやフィードバックを受け、リスク・リターンが適正化される関係を考えている。

第二に、全ての融資が企業に対するコーポレート・ファイナンスではなく、案件に応じてノンリコース型のプロジェクト・ファイナンスが併用されることが重要である。これにより、大きな事業が失敗した場合に企業全体が破綻してすべての融資が不良債権化するリスクを抑制できる。そのためには、事業の詳細、収益性を正しく開示するディスクロージャーやリスクに見合った資金調達コストの負担が必要になり、企業の投資規律の向上にも役立つことになる。

第三に、米国流のトランザクション・バンキングとは異なり、特に日本、アジアの市場を考えた場合には、企業との中長期的な関係に基づくリレーションシップ・バンキングの長所は残るのではないと思われる。企業と銀行の関係に係る時間軸の長さも、従来の産業銀行のような関係よりは短くなるが、取引1件ごとに完結するトランザクション・バンキングよりは長くなり、企業がその成長局面に応じて最適な金融機関を選択していくという関係に落ち着いていくと思われる。

こうした市場型間接金融とも表する新しいモデルを軸として、リスクとリターンの適正な関係を形成していく中で、日本型金融システムが、相互依存が深まるアジア地域における各国の経済、金融の発展と整合性をもった役割を果たすことになるのではないかと考えている。

## 【要旨】

- ・ 日本の金融市場に欠落していた重要な要素（の候補）は、「専門性の高い金融仲介機関」であり、「利用者にとって満足度の高い金融市場」であったと考えられる。
- ・ 銀行が全面的にリスクを負担することには限界があり、証券化や投資銀行的機能等による限定的なリスク負担に向けた工夫が必要である。また、信用リスクの評価能力（情報処理能力）の強化やそれを促進するインフラ（会計制度等）も必要である。
- ・ 専門家としての能力の保有を当然の前提として、投資に関する機能、資金調達に関する機能、ブローカレッジといった多様な金融仲介機能が必要であり、銀行の機能を代替する機関（機能）の登場が望まれる。
- ・ 個人金融資産については、預金の割合が高く、また、高齢者に集中しているという実態や、公的年金の不安定さ（支給年齢、給付水準等）がもたらす影響も踏まえた検討が必要である。

### 1 問題意識～仮説

現在の日本の金融市場は大変な苦境の状況にあるが、その要因としては、「何か重要な要素が欠落していた」ということではないか。欠落していそうなものとして、例えば、利用者本位制、競争原理、代替的市場、収益性、資本力、人材等々いろいろなものが考えられるが、これらが果たして本当に十分に揃っていたのかどうかということが問題になる。

金融市場とは、金融仲介機関による情報処理やリスク負担の能力によって具体的な姿や機能が付与されるものであり、金融仲介機関の関与の仕方が「金融市場」を決定すると言える。一方、資金供給者（主に個人）や資金調達者（主に企業）は、金融市場の利用者として位置付けられるが、金融市場の状態に左右されることが多く、通常、利用者が金融市場に積極的かつ直接的に影響を受けることは少ないと考えられる。

したがって、結論的に言うと、日本の金融市場に欠落していたものは、「十分なノウハウを有した専門性の高い金融仲介機関」ということであり、それ故に、利用者にとって満足のいく金融市場ではなかったのではないかと思われる。

### 2 金融市場、金融仲介機能の本来の姿

金融の流れとしては、簡単にまとめると、以下のような5つの形態があると考えられる。

( )直接的な金融の流れ：近代的な金融市場では例外的  
貯蓄部門 投資部門

( )通常考えられる金融の流れ：

[ 貯蓄部門 代理人 ] [ 代理人 投資部門 ]

- ( )金融に関する情報の統合：ブローカー的な代理人  
貯蓄部門 金融仲介機関（ブローカー） 投資部門  
（金融仲介機関に利益相反が生じうる 社会インフラ整備による解決）
- ( )金融に関する情報の統合とリスク負担：  
貯蓄部門 金融仲介機関（銀行等） 投資部門  
（金融仲介機関のリスク負担能力の問題が重要）
- ( )金融の流れとリスク負担の工夫：  
[ 貯蓄部門 金融仲介機関 ] 金融仲介機関 [ 金融仲介機関 投資部門 ]  
（投資顧問会社・投資信託会社、証券・証券化・デリバティブ等、投資銀行等）  
（投資理論やリスク移転技術の発展）

金融市場には、通常、金融仲介機関が何らかの形で介在しており、それが近代的な金融市場である。この意味で( )、( )、( )の形態が現実的であり、何もリスクをとらないブローカー( )、リスクを一括してとる金融仲介機関( )、貯蓄部門、投資部門それぞれに関与する金融仲介機関がいて、さらにその間にブローカー的なものがある複雑な金融取引市場( )も考慮されなければならない。

### 3 日本の現状と問題点

#### (1)銀行主体の金融の流れ

先の( )の形態での金融市場を考える。そこでは包括的にリスクをとる金融仲介機関が存在し、資金の流れを形成すると考えられるが、銀行をそのような金融仲介機関の代表として考えてみたい。なお以下の議論は銀行に限らず、包括的にリスクをとる金融仲介機関すべてに共通している。

まず、企業（非金融法人）の資金調達構造の推移を見てみると、借入が主体である一方、社債市場は未発達な状態が続いていた。むしろ、銀行システムを補完してきた受託銀行制度が90年代まで残され、また、金融債については、本来、民間企業が調達手段として発行すべき社債を、包括して長信銀等が出していたと位置づけることも可能と思われる。株式市場も規模としては大きかったが、一時は金融機関が40%以上を保有するというような持ち合い状況が支配的であった。そのような金融システムの脆弱性が表面化したのが97年であった。

もう1つ指摘しておく必要があるのは、財投システムについても、郵貯、簡保等の入口機関が集めた資金を出口機関としての公的金融機関に流す、すなわち、システム全体として、バランスシート上に資金をのせるという意味では、民間銀行と同じような資金の流れを形成していたことである。こうした資金の流れの問題点は、要はバランスシートにのせることで資金の性質（資金の大きさ、期間）を変換しているということと、信用リスクを負担しているということになると思われる。問題となるのは、信用リスクを負担する能力があるのかどうか、また、リスクを評価する能力があったとして、果たし

て十分なプレミアムをとっているのかどうかということであろう。敢えて言えば、これまでの「規制の時代」には銀行に対する保護があったから、そのような信用リスクに関する能力がなかったとしても十分な利潤が得られたが、金融自由化以降は、信用リスクに関する銀行本来の能力が問われるようになってきているということである。

## (2)銀行の情報処理能力に関する問題点

主に企業の信用リスクの評価とその価格付けという観点から、銀行の情報処理能力について考えてみる。一般的に銀行の貸出スプレッドがどの程度かということは明示的にはよく分からないため、ここでは、競争関係にあると思われる社債の市場について、例えば、シングルAの格付けのスプレッドの推移で見ると、波はあるが、現状は非常に低いスプレッドになっている。日米を単純に比較することが適切かどうかは別にして、十分なスプレッドを徴求しているかどうかという点については、アメリカに比べてスプレッドがきわめて低いという問題点を指摘する必要があると考えている。現在の不良債権問題は過去の貸付から生じているわけであるが、現在の貸付においても十分なスプレッドがとれてないのであれば、将来的にも、ここから新たな不良債権・損失が発生する可能性が十分にある。ましてや現在、国内の産業は構造改革を余儀なくされており、過去の平均値以上の信用リスクが発生する可能性を念頭において行動する必要があるだろう。

もう1つの問題点として、メインバンクシステムの下では、貸付企業の信用リスクが高まった時点で資金を回収することは極めて困難だということが指摘できる。資金を回収する、あるいは権利(貸付債権)を売却すると、その企業が危ないのではないかという風評リスクのようなものが発生してしまうため、実質的に、5年や10年という長期間にわたるコミットメントをしなければならなくなる。もう少し言えば、メインバンクシステムにおいては、銀行は、企業の経営体質が長期的に変質していくリスク、例えば衰退産業になってしまうリスクまで負担していると考えられる。メインバンクとしては、本来、同じ格付けの企業であっても、メインバンクとなっている企業に対してはプラスアルファのプレミアムを要求してしかるべきであり、逆に、それを要求できないのであれば、メインバンク機能を抑制すべきだろうと思われる。この意味で、メインバンク機能として、情報提供機能と資金貸出機能の2つがあるとすれば、投資銀行的に情報を提供するといった前者のメインバンク機能は残してもいいが、資金面での長期的コミットメントは抑制していくべきであろう。

以上のような十分なスプレッドの徴求やメインバンク機能の発揮は、個々の銀行が実質的に判断していく問題ではあるが、他方で信用リスクやメインバンク機能に関するリスク意識を高めるためには、時価会計のあり方を考える必要があるだろう。有価証券には時価会計が導入されたが、貸付債権に関してはまだ導入されていない。したがって、本当に価値のある企業貸付を行ったのかどうかということが十分に判断しにくい状況にあり、貸付債権に対する時価会計制度の導入が早急に望まれる。

また、公的金融機関、財投システムについては、リスク負担能力に関しては国の信用

力に依存しているため、直接的には大きな問題はないが、情報処理能力や信用リスク評価に関しては、銀行と同じような問題を抱えていると思われる。

### (3)銀行の機能を代替する機関（機能）が登場することへの期待

銀行の機能を代替する機関について検討するに際して、まず、先の（ ）の形態に沿って金融仲介機関の機能の簡便的な分類をすると、投資に関する機能（個人を中心とする貯蓄部門へのサービス提供）、資金調達に関する機能（資金調達する企業部門へのサービス提供）、それらをつなぐ金融仲介機関（ブローカレッジ）とに分けられ、それらが全体として1つのシステムを形成している。

資金調達に関する機能については、投資銀行的な機能、あるいはオリジネーター的といった企業に資金を貸してそれを証券化する機能、プロジェクト・ファイナンス的な手法で資金調達のアレンジをする機能といったものがある。従来は銀行があらゆる機能を一括して提供していたため、こうした資金調達形態に関して特化した機能が日本には不足していたと思われる。

投資と資金調達の中間にあるブローカレッジ的な機能については、従来の意味でのブローカーもあろうが、取引所（金融市場）もブローカーの一種として位置づけることが可能と考えている。個人的な理解としては、情報を交換する物理的な場所（建物など）やネットワークに基づくシステムを提供するということがブローカーの役割であり、そういう意味で、取引所も広い意味でのブローカーとして位置づけることができる。ブローカー機能に関して必要なインフラには、情報開示の問題や取引所の機能についてよく言われる売買価格の公表の問題などがあり、加えて、公正かつ公平な取引が行われているのかどうかの公的監視を強化するために SEC 的な機能も必要になるであろう。

投資に関する機能を提供する主体としては、投資顧問会社や投資信託などがあり、金融に関する権利の保管という意味ではカストディアンがある。投資資金というのは、元をたどっていけば、その大半は専門的な金融知識に乏しい個人を中心とする層から集めたものである。一方、投資顧問会社や投信会社というのは、投資の専門家として個人等に投資機能を提供する主体と位置づけることができる。そこで問題となるのは、投資顧問会社などに専門家としての能力があるのか、あったとしても専門家に相応しい意識を持って行動しているのかどうかということであり、また、そのような金融サービスに対するコストが適正なものかどうかという観点からも評価する必要がある。

まず、専門家としての能力に関しては、規制の時代、つまり専門的能力があまり必要なかった時代の感覚を現在も受け継いでいないかどうかを見ていかなければならない。逆に言えば、機関の独自性や機関独自のノウハウがどの程度蓄積されているのか、主要なファンドマネージャーやアナリストが辞めてしまった時にその機関のノウハウが消滅してしまわないかどうかという観点から、投資顧問会社等としての専門性を評価し、育成していく必要がある。投資意思決定の望ましいプロセスというのは、独自のデータベースに基づいて、その上に独自のアプリケーションをのせ、さらにその上にアナリスト

やエコノミストがいて、それからクォンツ・モデルを作る人がいるような体制であろうと思われる。あくまでもデータベースないしはアプリケーションがきちんとあれば、カリスマ的なアナリスト、エコノミストが辞めても一定部分のノウハウは会社に存続するということになる。このほか、年金基金なども一種の金融仲介機能を提供する機関として位置づける必要がある。年金制度は金融仲介サービスとは若干ずれるかもしれないが、資産運用に関しては、どういうファンドマネージャーを使うのか、どういう投資顧問会社を使うのか、どういう基本的なアセット・アロケーションを行うのかという基本的な設計を行っており、この意味で独自の専門家としてのノウハウを要求されることになる。

また、専門家に相応しい意識と行動に関しては、例えば、投資信託の解約率を見てみると、依然として高い状況（81年から90年までの平均が41%、91年から2000年までの平均が60%。99年と2000年が特に高い。）にあるが、望ましい姿は、やはり、中長期的な観点から安定したリスク・リターンの特性をもった運用を提供することであろう。専門家に相応しい意識と行動を担保するためのインフラとしては、情報の開示が1つの前提となるが、投資の方法、すなわちどういう投資スタイルをとるのか、どういう銘柄まで組み入れるのかということについて、きちんとした基準を顧客に提示する必要がある。また、アメリカのERISA法（従業員退職所得保証法）ではないが、プルーデントな行動を担保する法的規制も必要になるとと思われる。

最後に、コストの点については、投信についてかなり高いとの議論もあったが、現状はかなり改善してきていると認識している。ただし、高解約率の問題が依然として残っていることを考えると、まだまだ改善する余地がある。

#### (4)個人金融資産に関する問題点

視点を変えて、個人の金融資産という観点から若干付言しておきたい。個人金融資産の残高では、依然として預金が多く、世帯別で統計をとると、世帯主が60歳以上の世帯で個人貯蓄総額の63パーセント、住宅ローン等を差し引いた個人の純貯蓄総額の70パーセントを保有している。また、そういう世帯は、個人金融資産に有価証券を10パーセント以上組み入れており、平均水準より高いのだが、株式の比率は5%程度で平均水準並みである。したがって、こういう高齢者世帯の投資をどうするのが1つの問題になる。一方、銀行のポートフォリオについて若干触れると、国債がかなりの比率を占めており、銀行の本来の機能、投資に関する機能から乖離していることが分かる。

日本の高貯蓄率や個人の安全志向を考える上では、公的年金の問題は避けて通れない。公的年金の不安定性が個人金融資産にかなりの影響を及ぼしているのではないかと。意識調査を見ても、年金や老後に対する不安は依然として高く、中でも、若年層でそういう意識が高まっているのが最近の特色である。そこにはやはり公的年金の問題が影を落としていると思われる。国のバランスシートから見た公的年金の大きさ（公的年金関連債務）は、積立金で153兆円、将来給付部分まで評価すると800兆円弱にもなる。これだけのいわば潜在的な金融資産が公的年金として存在しており、その支給年齢や給付水準、

保険料といったものが不安定な状況に置かれている。また、想定給付水準自体がナショナル・ミニマムを超えている中で、公的年金の運用対象として、ナショナル・ミニマムを超えた部分に対して、株式や海外証券を組み込んだポートフォリオを間接的に提供しているわけだが、個人の選好を無視したようなこうした一律のポートフォリオを提供するのがよいことかどうかという議論も別の問題として残されている。



【要旨】

- ・金融業は、「金融製造業」と「金融総合サービス業」へ分化していくことが必要である。「金融製造業」においては、資本の効率的利用に関する概念展開力と金融技術がその競争力を左右し、「金融総合サービス業」においては、マーケティング技術、情報技術等が必要となる。
- ・金融システム設計のねらいは、機能的金融の視点に立ち、グローバル化の流れの中で我が国に価値（将来からのキャッシュフロー）をもたらすことができる金融的プラットフォームの構築にあり、資本の効率化を促すシステムによる日本の金融産業の国際競争力の確保が必要である。
- ・経済成長を継続するためにはリスクテイカーが必要である。スペキュレーション能力を育成するとともに、価格メカニズムや金融商品のリスク・セグメンテーション機能を重視することが必要となる。
- ・伝統的ビジネスモデルはリスク会計的にバランスしないものになっており、業態を超えたリスクの最適配分によりポートフォリオを再構成することが必要である。
- ・機能的金融の視点からの金融システムへの提案としては、ノンアセットビジネスへの促進、金融商品の多様化や金融的ビジネスの分化のための業態的制約からの解放、事業・信用リスクの分解を可能にする総合リスク取引所の創設などがある。

1 はじめに～機能的視点からの金融～

機能的金融の視点からみた日本型金融システムの将来ビジョンについて考えてみたい。日本において、現在金融システムに関して自ら解決しなければならない問題があるが、そこだけにとらわれているとシステム間競争に遅れていく。システム間競争の中では技術の競争も同時に進行しており、現在も止まっているわけではない。日本の金融機関にとって日本国リージョナルバンクとしての1つの道があることは間違いないが、ここでは、国際的な金融のプレーヤーをどういう形で作り出していくかという視点を中心に置いてみたい。

95年の日銀の報告書によれば、為替のデリバティブ取引において日本は英米に次いで3位であったが、2001年にはイタリアに次いで6位、それもかなり低いパーセンテージになっている。もちろん、これは単に為替デリバティブ取引をするかしないかという問題ではなく、ポイントは、リスクに対する視点がきちんと据えられていて、金融商品の持つ機能をきちんと生かした形で意思決定あるいはリスクの移転がなされているかということである。もう少し言えば、日本の金融技術あるいは金融のリスク・アロケーションについての知的ベースが十分達成されているかという問題と捉えることもできる。

機能的な視点から金融システムを議論する場合には、そもそも金融は金融商品を媒介にして作られるものであり、金融機関はそれをプロモートする役割でしかないというこ

とが重要である。また、世界の中で分散化しているグローバルな資金の出し手と取り手の間でのリスクの最適配分が実現され、その最適性が十分でない場合には、様々なリスクの移転や金融商品の発生、制度の変更を促す「不完備性の完備化プロセス」に常に巻き込まれ、しかもそれが瞬時になされてしまうということに留意しておかなければならない。

金融商品はリスク、リターン、時間の3要素を持っているが、その中でもリスクというものは信用リスク、市場リスク、保険リスクなど非常に複合的であり、これを識別し、管理することが非常に難しいというのは日本の現状を見ても明らかである。特に、信用リスクの背後には事業リスクがあり、そこでは、為替変動などの市場リスクも入り込んだ形で、企業の業績として信用リスクに反映されてくる。そのような中で、金融業の将来的な方向性としては、資本の効率的利用に関する概念展開力と金融技術がその競争力を左右するような「金融製造業」と、マーケティング技術や情報技術等が必要となる「金融総合サービス業」へ分化していくことが必要と思われる。金融商品に伴う様々なリスクを自らのアセットの中にプールし、管理していく主体をどのように位置づけるのかということは政策的な問題としてあるものの、その他の問題については、間接金融についても直接金融についても、市場の進化とともに進化をとげていくであろう。その意味では、間接金融と直接金融の中間的な形態としての「日本的な金融システム」というゴールは存在し得ず、あるのはそこへの調整としての「日本的なアプローチ」だと思われる。

## 2 金融システム設計のねらい

### (1) 資本の効率化を促すシステム設計

金融システム設計のねらいは、金融の機能的な視点に立って、グローバルの中で将来のキャッシュフローを様々な意味でわが国にもたらすことができる金融的プラットフォームの構築であると思われる。それは、当然のことながら、資本の効率化を促すシステムを設計できるかということになる。その場合、1400兆円と言われる資本をどういう形で効率的に利用し、利用させるシステムを設計していくかが問題となるが、その媒介となるのは「金融商品」と「競争」である。日本の金融機関が現在の状況になっている1つの理由は、「優秀さは競争の重圧から生まれる」ということが見過ごされてきたことであり、現時点においては、規制緩和こそが最も必要な金融業への産業政策であるとともに、国家的観点から見たリスク管理手段であろうと理解できる。また、グローバル化・自由経済化の中では、国家概念についても、国民経済単位から国際経済単位の別の概念への移行が見られる。

グローバル化の進展や低成長下の成熟社会の中では、我々の蓄積した資本を新しい概念でどのように展開していくかが重要になる。そのためには、資本利益率等による経営者評価などを通じて、ガバナンス面における政策とビジネスの分離を進めていかなければならない。日本の金融機関、特に大銀行が現在問われているのは、企業に資金を調達してもらうためには、資本効率性に関する新しい概念生産力をもって一緒に価値創造を

していく能力を持たねばならないということである。これは非常に高度な専門性に関わるものであり、専門性の高い、能力を持った金融機関になれるかどうか問われることになる。

## (2) 誰のための金融システムか

現在の銀行法 27 条においては、一定の要件を満たした場合に、国が銀行の取締役を罷免できる旨が規定されている。政策とビジネスを概念的に分離し、政策的にリスクをきちんと分離することが求められている中で、株主の権利と必ずしも整合的ではなく、ビジネスの制約要因になる可能性のあるこうした銀行法の規定がこのままでいいのかという疑問がある。

また、需要者主体の視点から見たときに、現在の生保・損保・証券・銀行といった業態別の概念は陳腐化しており、業態を解放していくが必要になる。業態の括りを前提としたビジネスの切り口から将来の競争力が出てくるかという問題があるとともに、リスクのとり方、配分という問題に関しても限界を持っていると考える。実際に、我々の社会において、金融商品が供給者主体的なものになっており、本来であればもっと資金が流れたりリスクを取り合ったりできるにもかかわらず、業態的な視点からの制約によって新しい商品が作られず、需要者からの選択の余地が狭められている。金融商品には、家計や企業に対するリスク・セグメンテーション機能があり、どういうリスク選好をもっているかを顕示していくプロセスがある。その意味で、金融商品をおろそかにしてはいけない。

一方、資本市場のリスクプール機能の充実も必要である。米国の同時多発テロ事件に関連して再保険の問題で起こったことやエンロンの事案で起こった問題でも、もう少し資本市場を積極的に使うことによって、海外からのリスクを我々が大きく取る必要もなくなるし、海外の人にも我々のリスクを取りに来てもらうことができるという視点が重要である。

## (3) リスクの取り手問題

経済成長を継続していくためには、リスクの取り手、リスクテイクが必要であり、これが資本主義の原点である。そのために、資本市場の活性化や保険リスクも含めたリスクの市場化が必要になり、それによって、再保険市場の流動性の限界等の問題が少しずつ緩和されていく。わが国では、スペキュレーション能力の育成、いわゆるリスクとリターンを理解する視点、それが長期的なキャッシュフローを生み出す源泉であるとの視点が欠けている。金融機関においても、投資家の教育プロセスにおいても考えていかなければならない大きな問題である。

リスクは金融商品の価値を決める一部であり、価格メカニズムを重視することによって、リスクの最適アロケーションが達成される。政策的にリスクの分散化を図るのは、その金融商品の持っている機能を変えることになるため、どういう理由で行うかをきめ

細かに理解していくことが必要である。

#### (4) 伝統的ビジネスモデルの陳腐化問題

業態問題に関してもう少し議論してみたい。現在のような低成長時代におけるリスク会計の観点から、バランスシートのアセットサイドとデットサイドの双方の持つリスクが時間軸の中でバランスする構造にあるのかどうか。例えば、生保の死亡リスクをデットサイドに置き、アセットサイドにマーケットリスク、特に株のような変動性の高いリスクを置いてバランスさせるというビジネスモデルは困難になっている。経済成長がある中ではこのようなモデルが自然であったかもしれない。また不動産の担保価値も将来のキャッシュフローから評価され、変動するという中で、リスク会計的にバランスしないビジネスモデルに固執していてもうまくいかない。一定の範囲内においてリスクが一定の確率的な現象として発生するものである限り、ポートフォリオ理論や大数の法則は有効になるが、今後は、こうした手段を通じて、例えば銀行の持っている信用リスクと生保の死亡リスクを結合させていく、あるいは混合させていくことで、結果として、より有効なポートフォリオを作ることができると考えられる。

そのような視点から現状を見ると、日本国全体のリスクを取り、日本経済の変動に晒されている銀行等の間接金融の主体には、リスクプールの仕方についてあまりにも選択がなく、今後の姿が問題になる。経営者の主体的な選択としてリスク・ポートフォリオを作ることがなされない限り、キャッシュフローは出てこない。例えば、生保と損保のリスクを組み合わせた家計用商品を作るといったことは自然であり、金融総合サービス業への流れだと言える。一方、企業に関わる事業リスクと保険機能を合わせていくプロセスが変わり始めており、保険機能を代替するものとしてのデリバティブ商品も増加している。損保について言えば、デリバティブの1つの形態として、イベント・トリガー・ファイナンス、すなわち、何か事故が起こった時に、例えば株券を発行したり、キャッシュフロー・ローンを出すというような形でこの分野に入り始めている。また、銀行と損保は、インベストメントバンキングを通じて統合の方向に向かっているようにも見える。

いずれにしても、伝統的な業態に根ざしたビジネス形態の仕切りを変えていかねばならない。それが日本の競争力の強さになっていく。

### 3 機能的金融の視点からの金融システムへの提案

以上の議論を踏まえ、機能的金融の視点からの金融システムへの提案の具体的な形として、いくつかの例を挙げてみたい。

ノンアセットビジネスへの促進。銀行がどのようなビジネス形態を選ぶかは経営の問題であるが、リスクが様々な形で市場化され、直接的に金融商品を市場で買えれば、金融機関・間接金融主体を媒介にせずに商品は流れ、結果として銀行経由の資金は少なくなる。その良い例が、不動産の将来のキャッシュフローを担保に投資家に商品

を提供する J-REIT である。不動産市場の活性化につながり、不動産リスクの証券化・市場化、金融商品化を通じて投資家への資金の流れのバイパスを政策的に作っていくことができる。このようなモデルは、ある特定のリスクに注目して、それを金融商品化するという形を採っており、応用可能性を持っている。ただし、J-REIT の場合には、2003 年にビルが供給過剰になるという 2003 年問題や、金利リスクに留意することは必要である。

業態的制約からの解放。需要者主体の視点から多様な商品を提供し、金融的ビジネスの分化を促すためには、業態的制約からの解放が必要である。そのためには、先に述べたポートフォリオ理論と大数の法則の総合的利用の中で、リスクを混合してプールさせることが重要である。保険リスクも事業リスク・信用リスクも基本的にはかなり関係し合っており、現在の金融主体から分化させる方向で、良いポートフォリオを作ることが必要である。こうした進化の中では、決済口座（ユニバーサル・アカウント）を承認するプロセスが入ってくる。リスクプール主体、すなわち具体的にポートフォリオを作っていく金融機関と決済口座との関係をきちんと系統的にデザインしなければならない。銀行などの金融機関が、預金者の資金による与信ポートフォリオの勘定を分離・設定し、決算報告などにより監視していくことが望ましい。それは、預金者は投資家でなく、それゆえ預金者の資金は金融機関の投資資金でないからである。与信以外のみずからの事業を行う場合には株主資本や社債調達などによってその資金をまかなうことが望ましい。これまでの銀行の損失の中には、新会社設立や海外進出など最初から調達コストさえ補えない事業も多かったと思われる。

総合リスク取引所の創設。事業リスク・信用リスクの分解を可能にするためには、そうしたリスクを取引する場が必要になる。企業が直接、自らの事業リスクを移転することが可能となるようなリスク取引所、例えば Chicago Mercantile Exchange (CME) や Chicago Board of Trade (CBOT) のような組織を積極的に作ってもいいのではないか。それを作ること自体が産業になるし、海外とのキャッシュフローやリスクの取引もできるようになる。

預金保険料率の見直し。平成 11 年に、一度金融機関に対して預金保険料率をリスクに見合うものにするという方向性が議論された。リスクに見合うリターンという関係は金融機関に対しても当然要求されるものであり、私的自治というコンセプトからきちんとしていくことが重要である。

中小企業金融問題。中小企業の問題は依然として残されている。ベンチャー企業と中小企業の仕分けの問題もあるが、中小企業については、資金の問題と同時に経営能力や経営判断の問題がある。仮に、社会全体の中で中小企業はリスクが大きいと見た時に、リスクの大きい部分（劣後部分）をどのように金融商品化するか。CBO(社債担保証券)というスキームの下では、中小企業に債券を発行させ、そのまま投資家に売るのではなく AAA などの格付けに仕分けて投資家が受け入れやすい形にするが、その時に一番の劣後部分に関してどういうリスクの取り方があるのか。一定のルールに沿って政府がと

るような仕組みも考えられる。

地銀のリスク管理技術の教育。地銀は、地域リスクや地場産業等のリスクを集中的に取っている。地銀が必ずしも中小企業に貸しているわけではないが、大銀行から金融商品を買ったりして、ある意味で機関投資家的な部分を持ち始めているのは観測されている。地銀の取るリスクをどういう形・パイプでどういうリスク管理主体に渡すのか、あるいは自分達が組織を作って集中的に管理するのかを考えないと、地域リスクや地場産業リスクを分散化することはなかなか難しいというのが現在の段階である。 のリスク取引所の創設のような視点も必要になるだろう。

## 【要旨】

- ・ 日本の金融は、規格大量生産型の近代工業社会の形成のために非常に特殊な条件でつくられており、金融機関に求められた性格は、可能な限り低コストで金融仲介を行う「金融仲介業」であった。
- ・ 近年の「知価社会（Knowledge Based Society）」においては、近代工業社会の前提はことごとく覆され、規格大量生産よりむしろ多様な知価創造が企業利益・経済成長の主要な源泉となる。
- ・ 「知価社会」においては金融には必ずリスクが伴うため、金融業は「金融仲介業」であると同時に「リスク分担業」である必要がある。また、情報公開により自ら販売する金融商品がハイリスク・ハイリターンかローリスク・ローリターンかを明示しなければならない。
- ・ リスク分担機能を発揮するためには、金融任意保険・再保険証券の売買を行う市場（新証券取引所）の設立や不動産証券の市場の確立により、流動性を高めていくとともに、SPC の設立を通じてハイリスク・ハイリターン金融を通常金融に取り入れていかなければならない。

## 1 時代が変わった

### (1)規格大量生産型の近代工業社会の特色

日本の金融は、規格大量生産型の近代工業社会の形成のために作られていた。経済学も、すべて近代工業社会を前提としており、限定された世界のものになっていると言える。まず、近代工業社会における特色としては、以下のような点が挙げられる。

「財」(コモディティ)の価値は不変である。価格は需給により高低しても、中長期的には不変なる価値(コスト+適正利潤)に収斂する。したがって、「財」の生産機能である施設や組織は常に有価値である(担保融資安全論)。

規格大量生産は有利かつ有益な方法であり、規格大量生産を行うほどの大企業・大組織が倒壊するおそれはない(大企業神話)。

技術やのれん価値は、連続的かつ累積的に進歩するものであり、技術を有する者が更なる技術を開発する可能性が高い。したがって、現在有する技術やのれん価値が急激に減少することはあり得ない(法人永久論)。

「財」に対する需要は数%程度のわずかな誤差で予測でき、熟練した経営者であれば、大幅な予測違いによって巨大な資産を失うことはなく、安定的経営が実現する(予測可知論)。

土地を含む資源の価値は極めて安定的であり、優れた資源を有する大組織は長期的に優位を保ち得る。これは 80 年代末から 90 年代初にかけて税調でも議論があったが、累進課税の合理性の根拠ともされていた原理である(階級論)。

国家は強大であり、経済に対する調整能力と情報に対する管理能力を確保しているため、安定した政治・社会状況にある国家においては、劇的な経済変化や情報パニックは起こらない（国家万能論）。

国家の強大さという点では、16世紀から続いているもので、1970年頃がピークであった。しかし、それ以降、為替統制ができなくなったことや石油ショックの発生などで国家の地位が低下し、また、現在では携帯のサイト等で金融機関の破綻情報が数分で全国へ広がるのに対し、国に届くまでには最低数時間かかるという状況にあり、情報管理能力の面にも問題がある。

個人（家計）は健全な貯蓄傾向を有しており、確実な利回りを最も求めており、リスクを好まないものである（ダイナスティーな発想）。

## (2)近代工業社会の下で生じた金融状況

以上のような近代工業社会の下で、金融の置かれていた状況や金融に対する考え方は、それぞれの特色に応じて、次のとおりであった。

「財」の生産機能、例えば鉄工所や綿花畑を担保とする金融は安全である。

こうした生産機能をもとに規格大量生産を行う大企業への金融は安全である。

技術やのれん価値を持つ老舗への金融は安全である。

熟練した経営者の企業は信頼に値する。

土地等の資源を担保とした金融は安全である。

安定した政治・社会状況にある国家やそれに属する巨大組織への金融は安全である。

家計に対して適切な金利を支払えば、預金は必ず集まり、かつ年々増加する。

以上のような前提の下で金融機関に求められた性格は「金融仲介業」であり、可能な限り低コストによって、金融仲介をすることであった。

## (3)近代工業社会の前提を覆した「知価社会」

近年の「知価社会（Knowledge Based Society）」は、上記の近代工業社会の前提をことごとく覆したが、その特色は、以下のとおりである。

「知価」（という「財」）の価値は可変的で、知価の価値、例えば新聞などの情報価値は社会的主観によって決定し、回復不能な変化を生む。知価の価値は社会主観に依存しており、デザインの流行遅れや新技術の登場で、ほとんど価値がなくなる。

規格大量生産が有利とは限らず、むしろ多様な知価創造こそが企業利益（資本蓄積）と経済成長の主要な源泉となる。

技術やのれん価値は、非連続的かつ突発的に生じ、かつ消滅する。avexと日本コロムビア、テイチクを比較してもわかるように、新規企業の株式時価総額の変化がそれを象徴している。技術において、例えば真空管？トランジスタ？ICという変化を見ても、古い技術は一挙に無価値になっていく。

知価に対する需要は予測が難しく、このため価格変動が著しい（2001年以降のアメ



リカの状態がこれを実証している)。

土地を含む資源の価値は可変的であり、特定の知価創造や社会主観の波及によって、土地資源価格は激変する。建築基準法などの問題もあるが、最近ではタダで寄附しようとしても受け取らないという実態も見られる。

知価社会において、国家は急速に弱体化しており、経済調整と情報管理の能力を失いつつある。

個人(家計)からは、現世代が貯蓄を行って将来世代へ資産を遺すという王朝的(dynasty)発想が消えつつあり、知価社会に馴染むにつれて、貯蓄は年金的発想と投機的発想に二分化し、必ずしも貯蓄が継続的に増加するとは言えなくなる(この点、日本は例外的に王朝的発想が保たれている)。

#### (4) これからの金融業に求められる条件

以上のような「知価社会」を踏まえ、これからの金融業には、次のような条件が求められる。

金融には必ずリスクが伴うため、金融業は「金融仲介業」と同時に「リスク分担業」でなければならない。

事業には急成長、飛躍的拡大が生じるため、金融業が資金提供者(預金者、投資者)に正しく報いるためには「大当たり」を取り込む機能が必要である。

金融業には、自ら販売する金融商品がハイリスク・ハイリターンか、ローリスク・ローリターンかを簡明な情報公開により明示する義務がある。前者はいわば馬券であり、後者は競馬場の入場券である。

金融業は、以上のような適性を全うするための大数保険(insurance)、時間保険(hedge)、デリバティブのマーケットを効果的に拡大しなければならない。

金融業者の優劣を明確にし、金融商品の内容を理解するアナリストを普及・増員する必要があり、例えば医者や弁護士ほどの数が必要である。

国家としての最終的役割は、思惑外れによって家計に与える損失を最小にして、国民を守ることである。金融市場には、馬券と入場券がある。馬券は外れても良いが、入場券は必ず目的を達成しなければならない。この区分と担当者を明確にする必要がある。

金融業の従業員は、金銭仲介者(broker)と金融胴元(dealer)とに明確に区分すべきである。

## 2 日本金融業の悲劇と無能力性

### (1) 不良債権の発生と対応策

日本の金融業が抱えている不良債権の大部分は、2000年以降の不況と資産価値の下落で生じたものである。企業利益と資産価値が2000年4月の水準を保っていれば、それほど大きな不良債権は生じなかったと考えられる。上述したような時代の変化からして、巨額の不良債権は不況期には生じ得ると考えられ、バブル期の特殊事情ではない。金融

業が、金融仲介業だけでなく、リスク分担業としての機能を備えなければ、このままでは5年に1回ぐらいのペースで公的資金の投入が必要になると考えられる。

不良債権問題への対応として、すでに存在する不良債権については、例えば、ペイオフ後6か月程度の猶予期間を与えて、資産総額1兆円以上の主要銀行に対して情報公開を義務付け、それを前提とした各銀行の対応を受け入れていく、例えば要望に応じて公的資金を普通株で投入するようなことも考えられる。公的資金の強制注入では効果は期待できない。

また、公的資金注人行に関しては、各銀行において社外役員を強化するとともに、公表義務連座制を導入するなど、監査法人に関する法規制を強化していかなければならない。なお、本人や官庁の意図とは別に世間に受けとめられないためにも、官僚が民間銀行に天下ることは厳禁することが必要である。

## (2)金融のリスク分担機能

金融業がリスク分担機能を発揮するためには、リスク分散のためのリスク保険マーケットを創造し、拡大することが必要である。現在の日本にはほとんど存在しない。また、ハイリスク・ハイリターン金融を通常金融（ノンバンクではなくバンク）に取り込むことによって、不良債権をカバーすることが必要である。これら2つの柱については、以下で具体的に述べることとする。

## 3 日本の金融構造のパースペクティブ

まず、日本の金融のあるべき全貌を明示する。金融の世界には、

自由で効率的な金融市場

地域や集団別の相対型金融

「もの好き」が利用する「お好み」金融

の3つが必要である。

個人（家計）及び法人（財の団塊）が、この何れをも誤解無く効率的に（低いコストで）選べるようにすべきである。これらは、それぞれの機能であり、特定の法人（銀行など）や行政機関のためのものではない。個人や法人は、こうした機能の中から好みに応じて、選択すればよいのである。

これが実現し実効するためには、絶え間ない競争と刷新によって、より有効な仕組みが出現するような競争環境を整える必要がある。

## 4 自由金融市場

自由金融市場は、資金を最適に配分するためのメカニズムである。したがって、

完全な自由

最低のコスト

金融商品に関する徹底した透明性（情報公開）

資金提供者の秘匿性（プライバシーの保護）

の4つを持つマーケットが望ましい。

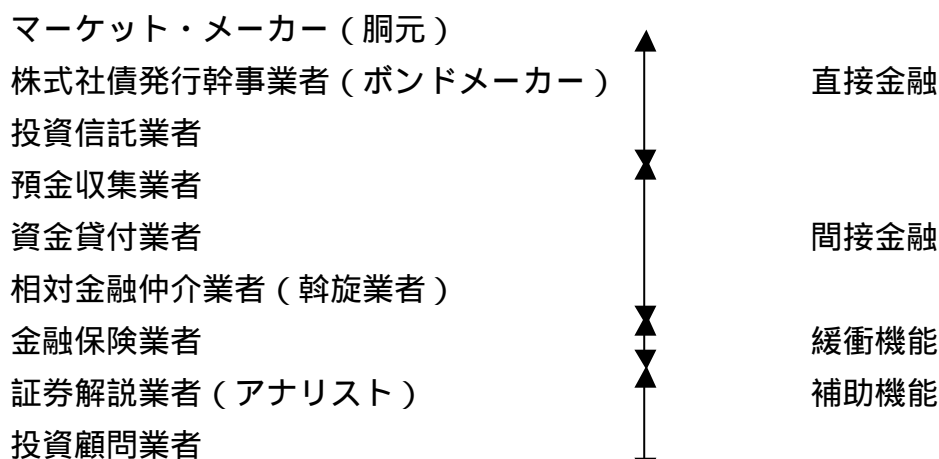
これを実現するためには、金融市場と金融商品を明確に色分けするとともに、複数の市場を育成し、市場間競争を促すべきである。

株式、国債、社債、プロジェクト債、金融債、不動産証券、保険証券及びその先物の市場を整備、各種業者の参入を呼びかける。

まず、日本の金融市場をこのような観点から作り変えなければならない。市場の安定性は、供給の透明性と消費の秘匿性で保たれるのであって、官僚の統制と介入では保てない。この点を明確にしておく必要がある。

## 5 金融業者の役割と位置付け

自由で効率的な金融市場を実現するためには、それぞれに役割を定めた金融業者を適正に位置付ける必要がある。



将来は、これらがそれぞれ健全に育つことによって、金融システム全体の頑健性を強めなければならない。

- (1) 現在の日本では、  
の銀行だけが巨大だが、銀行も金融仲介業務以外は極めて微力である。

自由なる金融市場の育成には、価格変動のあり得る金融商品を自ら組み上げ発売し、自己の危険負担で在庫し、保有し、売買するマーケット・メーカー（胴元）が必要である。この育成のためには税制上の優遇、社会的ステータスの付与、外国資本と外人タレントの導入などを促す必要がある。今日の日本のマーケットの最大欠点は、マーケット・メーカーの不在にある。

- (2) 金融商品の拡大する株式会社債発行幹事会社（ボンドメーカー）の育成も急がれる。一般の株式、社債だけではなく、プロジェクトファイナンス、消費者ローンやベンチャーキャピタルの束を債権化するボンドメーカーの機能と信用を強化するのが急務である。

政府、自治体、公団等は積極的にプロジェクトボンドや不動産証券を作り出し、その流通市場を拡大すべきである。

- (3) 投資信託は、家計を安全かつ大規模に金融市場に誘導するために機能する必要がある。銀行を含めて、この業務に参加を拡げるべきであろう。
- (4) 間接金融業者としての銀行の重要性は減じるものではないが、その資金運用に当たっては金融市場の活用と対金融の実行とに二分されることになる。銀行（預金収集業者）は安全確実に望む家計法人（入場券を買う人々）が対象だから、安全な仲介業者としてローコストに徹する必要がある。このため、効率、低給、保険取引の活用などを前提とした業務を行うべきである。
- (5) 金融保険業者は、金融業者の安全性を高めるためにヘッジや再保険機能を果たす。2003年4月からの全面ペイオフに当たって早急に保険業者を育成すべきだが、間に合わないので預金保険機構の中に任意保険機能（例えば預金者1人当たり3000万円まで保障する）部門を設けるとともに、引き受けた任意保険の再売却などを試行してみてはどうか。これが経験を積みれば民営化を進める。
- (6) アナリスト及び投資顧問会社の育成  
自由金融市場の育成に当たって必要なことは、家計に対して「納得」以上のリスクをかけないことである。  
このためには、各金融商品の性格を説明し理解させるアナリストや投資顧問業の広範で通常的な拡充が必要である。  
これにはアナリスト等の営業が成り立つように、金融商品などは複数のアナリストによる評価、格付けなどを義務付ける、発行者や監査法人の協力義務を明確にする、地域別業種別専門家を育成する、アナリストの責任を明確にするなどの措置が考えられる。
- (7) 情報発信者の義務  
自由金融市場の拡張にとって大事なものは、情報の充実と節度である。これを十分に整えるために、情報の普及（インターネット、CS放送、マスコミ）を図るとともに、攪乱的情報に対する罰則の強化と裁判の迅速化を図る。金融業者の虚偽、攪乱については厳罰が必要であろう。

## 6 具体的方法（政策）

- (1) 金融商品の種類を増やし、その流通を促進するための法整備、社会習慣の普及及び税制改革を急ぐべきである。また、政府や自治体、公団などが積極的に金融商品を発行発売し、市場を育てることも重要である。  
この点で日本は遅れているのだから、それを取り戻すためには、諸外国以上の積極策（例えば官公庁建物の証券化など）も考慮すべきではないか。  
また、郵便貯金などの運用に当たっても、自由な金融市場を活用すべきである。
- (2) マーケット・メーカー（胴元）の育成は最大のポイントである。このための法整備、会計基準、税制措置を急ぐべきである。また、政府の付与する格式においても、マーケット・メーカーを最上位とし、その判断と実行力を社会的に賞賛すべきである。  
また、内外からの多様な人材、能力を引き出す手段を採るべきである。

- (3) 間接金融の面では、合理的資金配分を主とする市場性分野と、特定の地域やコミュニティーを維持する社会的分野とがある。そのいずれも大切であり、それぞれに発展できる制度と条件を整える必要がある。社会的分野（相対金融）の存在を否定すると、間接金融全体が相対(めい)化する（今日の状況）になりかねない。

また、相対金融斡旋業者を明確に位置付けることで、その健全化を図るべきである。

- (4) 消費者ローンや中小企業に対する無担保ローンについても、大数化とヘッジ化によって健全な資金が円滑に流れるようにすることで、低金利化を促すべきである。

これと関連して、個人や小規模事業者に対する回収のルールと自己破産法規の再検討、守秘性の高い金融情報システムの構築を急ぐ必要がある。

- (5) 税制の方向

今日の金融関連税制は、規格大量生産社会の確立に貢献するようにできている。間接金融（預貯金優遇、ベンチャー金融不利）へ資金が集まるようになっている。これを抜本的に改める。

危険の高い新規企業への投融資こそ社会の進歩と経済の成長に役立つ、という観点で改める（ハイリスク金融の損失準備金制度を拡張、個人にも適用する）。

資産所得はフラット税率を原則とするとともに、損失を他の所得からも控除出来るようにする（ハイリスク・ハイリターン志向を強める）。

価値の変動性に対応して、金融収益の準備金制度を拡充する。

金融コンサルタントやアナリストの費用を、個人費用としても公認する。

- (6) 保険取引及び補助機能

自由な金融の発展にとって重要なことは、家計に対して納得以上のリスクを課さないことである。このためには、金融保険取引を拡充、大数化と時間つなぎとで金融商品を安定する機能が大切である（このことは、ハイリスク商品のコスト（金利）引下げにもなり、新規産業育成に貢献する）。

アナリストや投資顧問の充実も大切である。このためには金融商品発行者に対して、複数のアナリストの評価を受けることを義務付けること、アナリスト及び投資顧問の費用を税制上優遇すること、アナリストの評価制度と報酬伸縮性を徹底すること、金融業者や監査法人の協力義務などを制度習慣化する必要がある。

また、地方の企業の資金調達や情報入手を容易にするために、金融市場の多数化と地域別コミュニティ別のアナリスト集団、情報受発信機能を高めるべきである。

- (7) 金融行政のあり方

日本の金融市場を便利で、おもしろみがあり、コストの安い市場にすることが、金融行政当局の役目である。このために不透明な指導行政を止め、取締り行政に徹すべきである（先物空物規制などすべきではない）。

金融の公正と正当を守るのは、第一義的には金融機関と監査法人と金融コンサルタントの仕事である。このためにも監査法人とコンサルタントの強化とその責任の重大化を行うべきである。

金融犯罪に対する罰則を強化し、刑事裁判の迅速化を図るべきである。

金融情報システムの確立とともに、官民の守秘義務を強化する。

制度金融は原則として縮小廃止、政治社会目的で必要な金融に対しては、財政支出の面で利子補給等を付ける。このことによって「金融の財政化」を防ぐことが出来る。

## 7 結び

今日の金融体制の根底には、次の5条件が前提であった。しかし、今は全てが逆になった。

|           |            |
|-----------|------------|
| 人余りで活力十分  | 人口の少子高齢化   |
| 土地・資金不足   | 土地余り、資金過剰  |
| 物価上昇・経済成長 | 物価安定、成長力低下 |
| 規格大量生産は善  | 多様な知価の時代   |
| 日本は孤立した島国 | グローバル化の進展  |

それに対応して、金融市場の形態を次のように改めなければならない。

活力増進型

投資促進型

物価安定型経済への対応

知価創造型

世界競争に勝てる市場

このためには、

自由

納得

ローコスト

進歩競争

金融業者（プロ）の透明性

市場顧客の秘匿性

ルールの安定

の7原則を守るべきである。ここで重要なのは、市場の機能造りと官僚の自制である。