

# Intellectual Cabinet

The Tokyo Foundation



No. 62

インテレクチュアル・キャビネット february ●○ 2002

## 特集●金融再生の課題

### 【金融システム】「高度な資本市場」の確立を

池尾和人

日本に求められているのは、  
プロ同士が取引を行なう場としての資本市場の整備・確立と、  
市場と最終的取引者をつなぐ多様な仲介機関の登場である。

### 【金融システム】経済全体で金融リスクのシェアを

齊藤 誠

銀行がリスク加工や資産管理・保全に特化し、  
機関投資家がリスクの最終的引き受け手になって、  
経済全体で金融リスクのシェアリングを行なうべきである。

### 【銀行再編】メガ統合後の経営モデル再構築を

渡辺 努

日本の大銀行に必要なことは、  
中小銀行と同じビジネスモデルに固執するのではなく、  
新たなモデルの構築を目指すことである。

## 『Intellectual Cabinet』とは

『Intellectual Cabinet』は政策問題を議論するニューズレターです。ハイレベルの政策研究者が客観的な立場で政策 이슈を斬り、建設的で知的水準の高い議論を提供することを目的としています。また、健全で

建設的な政策論争を喚起するとともに、斬新な切り口で新しい政策提言を行なうことにより、日本の多角的な政策プロセスづくりに貢献することをめざしています。

(毎月1日・15日発行)

池尾和人 慶應義塾大学経済学部教授

いけお・かずひと

1980年代までの金融システムには2つの基本タイプが存在していた。1つは、「資本市場中心型の金融システム」と呼ばれるもので、イギリスやアメリカの金融システムがこのタイプに属していた。もう1つは、「銀行中心型の金融システム」と呼ばれるもので、わが国のほかドイツやフランスなどの欧州大陸諸国の金融システムがこのタイプに属していた。この2つのタイプの金融システムは、それぞれに長所、短所をもっており、いずれかのタイプのほうが全面的に優れているといえるものではない。

### 情報通信技術の発展は、ファイナンス理論のアイデアの実用化を可能にした

しかし、1980年代の半ば以降世界的には、金融システムの進化ともいえる動き（金融革新）が進行しており、「資本市場中心型」対「銀行中心型」というタイプ分けで金融システムのアーキテクチャーを議論するのでは、もはや十分ではなくなっている。この進化の特徴は、資本市場と金融仲介機関の間の関係が代替的なものから補完的なものに変貌してきているところに認められる。この点で、わが国でいまなお頻用されている「間接金融から直接金融へ」というスローガンは、世界的な動きからまったく外れている。

金融システムの進化を促している要因については、いくつか考えられる。たとえば、先進諸国に共通した現象として、人口構成の高齢化と資産蓄積の進行がみられ、そのことが金融システムに期待される機能の重点の変化を引き起こしているという事情が考えられる。

けれども、なかでも情報通信技術（ICT）の急速な革新がひととき大きな要因となっていることには異論がないだろう。情報通信技術の発展は、これまで取引費用の大きさから実用化できなかったファイナンス理論のアイデアの実用化を可能にした。

その典型が、各種のデリバティブ商品の登場である。資産価格の決定に関する原理的な解明は、1980年代の初頭にはほぼ完成の域に達しており、複雑なキャッシュフロー・パターンをもった商品についても価格付けの方法は知られるようになった。しかし、方法がわかっていて

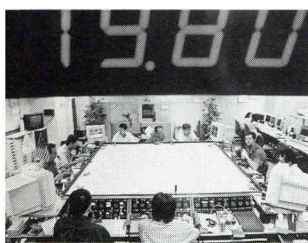
# 「高度な資本市場」の確立を

日本に求められている金融システム再建の方向は、

より立体的で補完的な資本市場と金融仲介機関の関係を作り出すことである。

具体的には、プロフェッショナル同士が取引を行なう場としての資本市場の整備・確立と、

市場と最終的取引者をつなぐ役割を果たす多様な仲介機関の登場である。



写真提供／毎日新聞社



2002.2.1

も、実際に（理論）価格を求めるためには、膨大な量の数値計算を行なう必要があり、高速かつ大容量のコンピュータがなければ、実用にならない。情報通信技術の発展は、そうした計算を安価で迅速に可能なことにした。

### 資本市場は、プロフェッショナルがフル・タイムで取り組む場となっている

こうした例はごく一端にすぎず、情報通信技術の発展を背景として、この間、金融取引の高度化・複雑化が急速に進行した。資本市場も、伝統的な株式市場や債券市場といった現物市場だけから、各種のデリバティブ市場を含む形に多様化した。そして、このように高度化・複雑化した金融取引に十全に対応することは、いまや個人のみならず、多くの企業にとってさえきわめて困難になっている。それゆえ、市場取引に参加するためにも、金融仲介機関のサポートが不可欠な状況になってきている。

換言すると、直接金融と間接金融という区分がもはや意味を失っている。最終的な取引者が資本市場に文字通り「直接」に参加することは、能力的・時間的制約から不可能に近くなってきている。資本市場は、もはや素人が片手間に取引に参加できる場ではなくっており、プロフェッショナルがフル・タイムで取り組むことが不可欠になっている。他方、金融仲介機関の側も、1機関だけですべての機能を提供することは、求められる個々の技能の水準が高度化しているので、経営資源の制約から無理になってきている。

### 金融仲介機関の役割分化が生じるとともに資本市場の性格が変質している

これらの結果として、1つの金融仲介機関が資金運用者（家計）と資金調達者（企業）を直接につなぐのではなく、金融仲介機関の役割分化が生じ、家計と資本市場をつなぐ金融仲介機関と、企業と資本市場をつなぐ金融仲介機関が、それぞれ登場してきている。それとともに資本市場は、そうした分化した（異なったタイプの）金融仲介機関が取引を行なう場という性格を強めている。逆にいうと、もし資本市場が存在しなければ、分化した金融仲介機関の間の分業が成り立ちえず、専門化は不可

能となる。

資金運用者と資本市場をつなぐ金融仲介機関の典型例は、投資信託や年金基金のような各種のファンドである。これに対して、資金調達者と資本市場をつなぐ金融仲介技術の代表が証券化である。自らの貸出債権をパッケージして証券化し、それによってリファイナンスを行なう金融仲介機関は、資金調達者と資本市場をつなぐ役割を果たしていることになる。そして、前者のファンドが資本市場を通して証券化商品に投資を行なうことによって、金融仲介の全過程がつながれ、完結することになる。

### プロが高度な取引を行なう資本市場の整備・確立と多様な仲介機関の登場が求められている

以上の意味で、金融革新の進展している諸国では、資本市場と金融仲介機関が相互に補完的に機能を高めあい、高度化・複雑化した金融取引を円滑に遂行する体制を作り上げている。日本の金融システムの機能不全は、こうした立体的な体制ができていないことに起因している。単に銀行がしっかりすればよいものでもなければ、直接金融市場を発達させれば問題が解決するものでもない。求められている金融システム再建の方向は、より立体的で補完的な資本市場と金融仲介機関の関係を作り出すことである。

具体的には、われわれの課題は2つである。1つは、高い技術力をもった本当に洗練されたプロフェッショナル同士が取引を行なう場としての資本市場の整備・確立である。もう1つは、市場と最終的な取引者をつなぐ役割を果たす多様な仲介機関の登場である。

こうした観点からすると、資本市場に個人を呼び込むといった観点からの努力は、当を得たものとはとうていえない。個人が直接に参加できる程度の技術水準の取引しか行なわれていない場で、日本の資本市場は十分だと考えているのか。現代では、プロによって個人の技量などでは及びもつかないような高度で複雑な取引が行なわれる場であってこそ、はじめて一級の資本市場だといえるのである。そうした高度な資本市場の確立とそれに個人を間接的に参加させる仕組みの構築こそが、優先的な政策課題とされねばならない。



写真提供／毎日新聞社

# 経済全体で金融リスクのシェアを

経済全体で金融リスクの十分なシェアリングができていないという状況は、現在の日本経済にきわめて深刻な問題を投げかけている。

基本的には銀行がリスク加工や資産管理・保全に特化するとともに、機関投資家がリスクの最終的な引き受け手になるべきである。

齊藤 誠 一橋大学大学院経済学研究科

さいとう・まこと

金融リスクの配分という視点からみた日本の金融システムには、①株価リスクの受け皿が限定され、②金利リスクと信用リスクが公・民の金融機関に過度に偏在しているという問題がある。いいかえると、株価、金利、信用のそれぞれの金融リスクについて、投資家や金融機関の間でリスク移転が円滑になされていないために、経済全体で金融リスクの十分なシェアリングができていない。

## 金融リスクの偏在は、現在の日本経済にきわめて深刻な問題を投げかけている

こうした金融リスクの偏在は、現在の日本経済にきわめて深刻な問題を投げかけている。第1に、市中銀行における信用リスクの集中は、不良債権問題として表面化してきた。しかし、そもそもは、貸し倒れをしてしまう可能性のある貸付債権のほとんどを銀行が自らで抱え込んでしまったところに起因している。いいかえると、日本の金融システムには、ローンを組成した銀行から他の金融機関や投資家に信用リスクを円滑に移転する仕組みが取り入れられていなかった。また、不良債権化してしまったローンを転売したり、証券化したりしていく仕組みも組み込まれていなかった。

第2に、民間金融機関における金利リスクの集中は、1998年以降に展開された大規模な財政政策で大量発行された国債を積極的に買い入れる過程でいっそう顕著になった。日本銀行による超低金利政策によって後押しされながら、民間金融機関からの旺盛な需要が国債価格を支え、長期金利が低位安定した。同時に、民間金融機関が長期金利の低位安定を期待したことが国債に対する需要を促進し、そうした期待が自己実現する形で長期金利の低位安定がいっそう定着した。その背景には、不良債権問題で収益基盤を失った銀行が新たな収益源として金利リスクを引き受けざるをえず、銀行側に金利リスクを移転するインセンティブが著しく弱まったという事情がある。

第3に、「株価リスクの受け皿が限定されている」という問題は、高い成長性を見込めるが、高いリスクも伴うプロジェクトへ資金供給をする担い手がないという問



2002.2.1

題に結び付けられている。上に述べたように、公・民の金融機関のポートフォリオにおいて国債保有が支配的になったことが、株式が保有される余地をいっそう狭める結果となった。公的年金基金のように、労働生産性やインフレに連動する債務構造からみれば、本来は株価リスクを引き受ける能力が高いファンドにおいても、国債過多・株式過少の基本ポートフォリオになっている。

### 金融リスクの偏在は 金融行政に対しても深刻な制約となっている

金融リスクの偏在は、金融行政に対しても深刻な制約となっている。金融リスクが銀行部門に偏在している状況は、そもそもBIS規制のフレームワークに馴染まない。銀行による信用リスクや市場リスクの引き受けを厳しく規制するBIS規制では、銀行が市場リスクや信用リスクを加工しても、早晚それらのリスクを移転し、他の金融仲介機関や投資家がリスクの最終的な引き受け手になることが暗黙に想定されているといってもよい。日本のように、銀行自体が市場リスクや信用リスクの主要な引き受け手である場合には、銀行の投融资行動を強く制約するBIS規制が日本経済全体のリスク引き受けキャパシティを著しく低下させてしまいかねない。

こうしてみると、金融システムにおけるリスク移転機能の不全、不良債権問題の深刻化、非効率的な金融規制枠組みは、いずれかがいずれかの因果関係にあるというよりも、すべてが相互依存の同時決定関係にあるといえる。これらの問題は、金融システムの転換との関係で同時に解決されるべき性格のものであろう。

### 銀行はリスクの加工、資産管理に特化し 機関投資家がリスクを最終的に引き受けるべきだ

現在までのところ、間接金融中心のシステムから直接金融中心のシステムへの転換という点では、個人(家計)に対する優遇税制によって株式市場の間口を広げるという方向性が提起されている。しかし、家計が直接リスクの引き受け手となるには、時間を要するであろうし、その限界もある。

そこで、金融リスクの移転における金融機能の分化を徹底していく必要が生じてくる。基本的には、「銀行」が

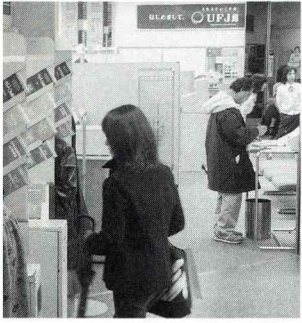
ローンを組成し、リスクを加工することや資産を管理、保全することに特化するとともに、年金基金や投資信託などの「機関投資家」がリスクを最終的に引き受けることに特化していかなければならない。いいかえると、銀行中心の間接金融と資本市場が機軸となる直接金融を橋渡しするような仕組みを導入しなければならない。その結果として、ローンの加工に特化し最終的な引き受けを限定する銀行部門は、資金規模からみると現在よりはるかに小規模なものになるであろう。

### 公的機関の株価リスクの引き受けについても システマティックな取組みが必要になってくる

金融リスクの移転システムを包括的に考える場合、すでに膨大な規模に達している公的金融の役割を再考せざるをえなくなるであろう。現在の公的金融制度を全体としてみると、定額貯金や住宅金融公庫に付されている金利オプションのために、経済全体の金利リスクを過度に吸収してしまう資産債務構造になっている。公的金融機関による金利リスクの引き受けは基本的に時間分散機能に支えられてきたが、近年、その仕組みも限界に達してしまった。先述のように、その裏側では、公的部門に代わって民間銀行が金利リスク引き受けキャパシティを積極的に提供するようになった。

また、これまでややもするとタブー視されてきた公的機関の株価リスクの引き受けについても、システマティックな取り組みが必要になってくるであろう。特に、労働生産性やインフレの変動に連動する債務構造を持つ公的年金については、少なくとも株式保有の理論的な可能性が開かれている。関連する課題としては、中央銀行が成長貨幣を供給する際の買い入れ資産として、長期国債のみを対象とするのか、株式も対象とするのか、という点も、すぐれてリスク移転の問題といえる。

公的機関や中央銀行の株式保有で常に懸念される企業経営に対するガバナンスの弱体化や、それらの公的運用機関に対する規律付けの困難さというコストも、そうした機関が株価リスク移転機能に関与することで生じるベネフィットとのトレード・オフで注意深く考察されるべきであろう。



写真提供／毎日新聞社

# メガ統合後の経営モデル再構築を

都市銀行の組織構造が変わらないかぎり、

メガ統合後に中小企業向けの融資姿勢が厳しくなることはない。

大銀行は、中小銀行と同じビジネスモデルに固執するのではなく、  
新たなモデルの構築を目指すべきである。

渡辺 努 一橋大学経済研究所教授

わたなべ・つとむ

わが国の銀行数（都市銀行から第二地銀）は、1991年3月末の154行から137行まで減少してきている。こうした背景には、不良債権問題を主因に銀行の破綻が相次いだこともあるが、同時に、生き残りをかけた銀行統合により銀行数が減少しているという面もある。

大銀行では、1999年8月に日本興業銀行、第一勧業銀行、富士銀行の間で3行統合が発表されたのを契機として、4大グループを中心に再編が進みつつある。また、地銀、第二地銀などリージョナルバンクでも、2000年以降、統合や合併の動きが活発化しており、今後大幅な再編が進むと予想されている。

一方、2001年5月にアイワイバンク銀行が、また同年6月にソニー銀行が開業するなど、異業種から銀行業への参入も活発化している。このようにわが国の銀行産業では、不良債権問題を契機として、①既存プレイヤーの退出、②既存プレイヤー間の統合、③新規参入、という大きな変化が生じており、産業構造の転換期にある。

## 日本の銀行再編も、より深いところではグローバルな動きの一環と捉えるのが適切だ

わが国の銀行産業の変化は不良債権問題と密接に関係しているが、銀行産業で変化が生じているのは日本だけではない。アメリカをはじめとする先進各国での産業構造の変化は日本に先行しており、変化の度合いも日本を上回るものがある。たとえば、金融業全体（銀行＋証券＋保険）でみると、1990年代の10年間に先進国におけるM&Aの事例は7600件、金額は1.7兆ドルに達する。1年間に760件、1日に2件のペースで金融M&Aが行なわれてきたことになる。このうちアメリカは件数、金額ともに全体の半分という圧倒的なシェアを占めている。また、欧州では「単一市場（Single Market）」プログラムの一環として域内各国の銀行に対して統一免許を付与するなど、銀行業務のクロスボーダー化に向けた制度整備が進んでおり、これが統合に拍車をかけている。

このように考えると、日本の銀行再編も、不良債権問題を直接の契機としてはいるものの、より深いところではグローバルな動きの一環と捉えるのが適切である。



2002.2.1

## 地銀、第二地銀などでは、再編が加速すると 中小企業向け融資が削減される可能性がある

では、銀行統合はなぜ進んでいるのだろうか。それは自明のことだと思う読者もいるかもしれない。たとえば、最近のメガ統合の記者会見では、規模の経済による費用削減にはじまって、貸出し先の分散によるリスク削減や、商品メニューの多様化によるクロスセル（同一顧客に追加的に商品売る）機会の拡大など、さまざまな理由が挙げられている。

経営者がこうしたメリットを意識して統合という重大な決断に踏み切っているのは事実であろう。しかし一方で、過去の統合事例を丹念に調べてみると、統合によって収益性が高まった事例は決して多くない。多くの実証研究によれば、日本でも欧米でも、平均的にみると、統合で収益性が高まっているという傾向は認められない。

成功例が少ないにもかかわらず統合の流れが続いているのは不思議な現象である。収益性以外の別なところに銀行統合の本当の理由が隠されているのか、あるいは、銀行経営者が統合の効果について幻想を抱いているか、どちらかであろう。

銀行統合の理由が判然としないにしても、事実として統合が進めば、経済にさまざまな影響が現われる。しかも、その影響は当事者である銀行だけに止まらず、広範に及ぶ可能性がある。たとえば、銀行統合が進むと貸出市場が寡占的になり銀行依存度の高い企業の資金調達に支障をきたすとの議論がある。また、大銀行は主として大企業に融資を行ない、小銀行は小企業に融資を行なう傾向があるので、統合で銀行が大きくなると融資先が大企業に偏るとの議論もある。

筆者が澤田充氏と共同で行なった実証研究によれば、地銀以下のクラスの銀行については、銀行規模が大きくなると中小企業向け比率が低くなる傾向が確かに認められる。これは、アメリカなどで確認されている事実と整合的である。地銀、第二地銀などのリージョナルバンクでは今後、再編が加速すると予想されるが、再編が進み銀行規模が大きくなると、中小企業向け融資が削減される可能性がある。しかも、アメリカの経験によれば、削

減される対象には企業価値（Net Present Value）が負の貸出先だけでなく正の貸出先も含まれる点には特に注意が必要である。

## 都市銀行の組織構造が変わらないかぎり 統合後に中小企業向け融資が厳しくなることはない

一方、都市銀行については、銀行規模と中小企業向け比率の間にこうした関係がみられず、資産規模の大きい銀行でも中小企業向け比率が高い例が目立つ。また、都市銀行の過去の統合事例をみても、統合後に中小企業向け比率が低下する傾向は認められない。この点で日本の大銀行は欧米の同クラスの銀行とは異なる。これらの実証結果は、日本の大銀行の組織構造、特に企業向け融資の意思決定に関係する組織構造が欧米と異なる可能性を示唆している。

欧米の大銀行で中小企業向け比率が低い理由として理論モデルが指摘するのは、組織の不経済性（organizational diseconomies）という考え方である。すなわち、中小企業向け融資の審査では、数量化の難しい情報、いわゆるソフトな情報をもとに審査を行なわなければならない。ところが、銀行組織が大きくなると、末端の融資担当者から本部の融資決定者までのラインが長くなり、ソフトな情報を届けることが難しくなる。その結果、大銀行では中小企業向け融資を効率的に処理できなくなり、中小企業向け比率が下がる。この考え方に照らしてみると、日本の都市銀行では、多大な時間と労力をかけて融資審査書類を作成し、これによりソフトな情報をハードな情報に転換していると解釈できる。

都市銀行のこの組織構造が変わらないかぎり、メガ統合後に中小企業向けの融資姿勢が厳しくなることはない。これは中小企業の経営者にとっては良いニュースであろう。しかし、大銀行の経営者にとっては悪いニュースである。大銀行の中小企業向け融資比率が中小銀行並みという事実は、大銀行の経営が中小銀行と同じビジネスモデルに基づいていることを意味するからである。

組織の不経済に苦しみながら中小銀行と同じビジネスモデルに固執するのか、それとも中小銀行には真似のできない新たなモデルを構築するのか、大事な分かれ目である。

# 保険危機の教訓

ジャマイカ、日本、韓国、アメリカにおける保険危機から学ぶもの

武田史子

(イエール大学大学院ポスト・ドクター)

**従** 来、保険セクターは、金融システムのなかでも安定的な分野であると見なされてきた。資産・負債両面の満期が長いこと、銀行セクターで見られる、取付およびその伝播といった危機からは免れていると考えられてきた。健全な保険セクターは、リスクを移転し、貯蓄を投資に振り向けることによって、効率的な資源配分を可能にし、経済成長に寄与する。加えて、取引費用を削減し、流動性を高め、投資における規模の経済性を活かすといった効果もあるため、金融システム全体の効率性をも向上させると考えられる。

保険セクターにおける近年の変化は、金融システムの安定性に対して潜在的な脆弱性をもたらすと見られる。とくに、国家間およびセクター間で、保険会社を含むM&Aや提携の増加など、金融の世界的再編が進むなか、金融グループ全体を監督規制できるよう、行政の改善が求められている。しかし、保険セクターについて、マクロ面からシステミックな分析を行なった先行研究は、きわめて限られている。

**過** 去の生命保険会社の危機においては、金融自由化と信用の急拡大の後の大きな価格変動が引き金となった。金融自由化は、ジャマイカ、アメリカでは他の金融機関との

競争上、銀行預金に近い短期の商品の導入を促した。信用の拡大は、ジャンク債やモーゲージなど、ハイリスクな投資を行なう誘因となった。

結果として、生命保険会社は銀行のように資産が長く、負債が短いという満期構成の不一致が生じ、価格変動に対して脆弱な体質を持つようになった。

**日** 本や韓国では、伝統的に生命保険会社の資産における貸出の比重が高いため、欧米諸国と比べると、資産の流動性が低い。貸出債権は長期不況や経済危機のなかで、不良債権化した。加えて、日本では、株価低迷による株式含み益の減少や、バブル期に設定された高い予定利率が、その後のデフレと低金利下で生命保険会社の経営を圧迫した。

さらに、銀行との間で株式や債務を相互に保有している場合、危機の伝播の可能性が高まる。破綻した生命保険会社のほとんどは、営業を停止し、保険契約をより健全な保険会社に移した。しかし、国によっては、損失をカバーするために、公的資金を投入し、国民に負担を負わせたケースもある。こうしたコストが生じることを防ぐためにも、監督行政の改善が求められる。

## Intellectual Cabinet BOARD

### ●リーダー ●サブリーダー ●メンバー (50音順)

香西 泰	島田晴雄	浅見泰司	池尾和人	伊藤元重	浦田秀次郎	大田弘子	北岡伸一
		小島 明	榊原清則	篠原総一	清家 篤	田中明彦	田村次朗
		西村清彦	船橋洋一	本間正明	山田厚史	吉田和男	若杉隆平

## エディトリアル・ノート

本号の特集では、日本の金融再生の課題と現状での問題の所在を検討した。

直面する不良債権問題の重さから、「不良債権問題の解決＝金融機能の回復」といった認識が生まれており、むしろ金融改革のビジョンが見失われていると懸念される。

不良債権の処理は、もちろん金融再生の必要条件ではあるが、決して十分条件ではない。不良債権の重しがはざれただけで自動的に、日本の銀行が必要とされている金融機能の提供を十全に行なえるようになるわけではない。

問題の一つは、銀行がすべての機能

を一体で丸抱えて遂行していることである。機能の分化とそれを支える金融機関と資本市場の間の重層的な構造が作り出されねばならない。私と齊藤誠氏は、ともにこの点を指摘している。渡辺努氏は、現下の銀行統合の実像を点検している。

(池尾和人)

Intellectual Cabinet No.62

2002年2月1日発行

(毎月1日・15日発行)

本誌は日本財団の助成を得て発行されています。

© 2002 The Tokyo Foundation

発行 東京財団研究推進部

〒107-0052 東京都港区赤坂1-2-2

日本財団ビル3階

TEL.03-6229-5502 FAX.03-6229-5506

URL: <http://www.tkfd.or.jp>

発行人 日下公人

編集人 堀岡治男

編集協力 中田雅与・新保秀樹

デザイン 山崎登

印刷 精文堂印刷株式会社