

Trust Sixty Foundation

日米金融システムの比較－現状から将来像

トラス60研究叢書

平成12年10月

日米金融システム研究会

はしがき

「日米金融システムの比較—現状から将来像」と題する本報告書は、財団法人トラス60から研究助成を頂き、統計研究会を事務局として委員の方々の活発な議論とこれまでの研究の蓄積ならびに新たな資料収集、研究の深化の過程を経て作成されたものである。

本研究の目的は、日米両国の金融システムの比較を通じて日本の金融システムの将来像を明らかにすることにある。具体的には、アメリカの株価とバブル、金融仲介業と資本市場の位置付け、日本のメインバンク制度や公的金融システム、金融機関の情報開示や外部評価システムと検査・監督体制、ベンチャー・ファイナンスと株式市場、金融機関の再生戦略に焦点を合わせて分析を行っている。

21世紀に向けて日本の金融システムの将来像が、なお混沌としており、進むべき方向も明瞭とはいえない状況にある。金融システム再構築の遅れが、日本経済全体の停滞をももたらしている。

こうした現状の下で、本報告書の分析が日本における金融システムの進むべき道とそのあるべき姿について少しでも有益な示唆を与えることができれば、望外の幸せである。この研究会では委員の研究発表ばかりでなく外部の研究者、実務家から数回にわたりヒアリングを行い貴重な話を伺うことができた。講師としておいで下さった方々には、深く感謝の意を表したい。

最後に、研究助成を始め多くのご支援を頂いた財団法人トラス60ならびに統計研究会のご担当役職者には深く感謝致したい。研究会には毎回出席し、快適な研究会運営の環境を整えていただいたばかりでなく、時には日本の金融の現状につきご助言を頂いたことに対して、研究会メンバーを代表して改めて感謝の意を表させて頂きたい。

2000年10月

東京大学 岩田 一 政

日米金融システム研究会構成メンバー

- 主 査 岩 田 一 政（東京大学教養学部教授）
- 委 員 鹿 野 嘉 昭（同志社大学経済学部教授・21世紀政策研究所主幹）
堀 内 昭 義（東京大学経済学部教授）
新 保 恵 志（東海大学教養学部助教授）
勝 悦 子（明治大学政治経済学部助教授）
広 田 真 一（早稲田大学商学部専任講師）
- 事 務 局 宮 崎 文 男（財団法人統計研究会事務局長）
本 橋 寛 子（財団法人統計研究会職員）

（所属等は1999年10月末現在）

目 次

はしがき	i
第1章 金融システム改革と資本市場の将来	岩田 一 政.....1
1. はじめに	1
2. アメリカ経済の問題と日米逆転	5
(1) 確率的に破裂する合理的バブル	5
(2) 日本の民間金融システムの再構築	7
(3) 異業種企業の参入と戦略的補完性の内部化	9
3. 公的金融システムのオプション・リスク	10
(1) 格子理論とオプション	10
(2) プット・オプションのリスク	11
(3) コール・オプションのリスク	13
4. 財政投融資制度改革の残された問題点	14
(1) 財投債発行と特例措置	14
(2) 政策コスト分析	16
5. 結び	17
(脚注) <参考文献>	19
図表	21

第2章 銀行と企業の取引関係：メインバンク制度の将来 広田真一	25
1. はじめに		25
2. 日本の銀行・企業関係めぐる最近の議論		28
(1) 通説		28
(2) 通説と矛盾するいくつかの観察事実		29
3. 銀行と企業の長期的関係の機能		32
(1) 情報の非対称性の緩和		32
(2) 暗黙の契約を通じたリスクシェアリング		33
(3) 企業ニーズにあった金融サービスの提供		36
4. 企業へのアンケート調査の結果		38
5. 銀行・企業へのインタビューの結果		42
6. おわりに		47
(脚注) <参考文献>		49
図表		53

第3章 銀行の外部評価システム

..... 鹿野嘉昭

1. はじめに		59
2. なぜ銀行の外部評価システムの確立が求められるのか		59
(1) システミック・リスクの存在が公的当局の関与を求める		59
(2) 市場での私的自治という新しい潮流		61
(3) 銀行破綻はどのようなときに発生するのか		62
(4) 重要性の高まるマネージメントリスク		63
(5) アメリカにおける銀行監督・規制体系の再編		64

3. 我が国における銀行規制監督体制の再編	66
(1) ルール型行政への移行を目指して早期是正措置が導入される	66
(2) 金融検査・監督体制も再編される	67
(3) 銀行監督・検査体制も再編される	68
(4) 破綻金融機関処理の枠組みも整備される	69
4. 情報開示と市場を通じるチェック・メカニズム	70
(1) ディスクロージャーの推進が市場での私的自治の基礎となる	70
(2) ディスクロージャーが法令化される	72
(3) 市場での私的自治と公的当局による監督規制は車の車輪	74
5. おわりに	75
(脚注) <参考文献>	77
図表	79

第4章 直接金融の進展

新保恵志

85

1. 株式公開市場の展開	85
(1) はじめに	85
(2) 米国の株式公開市場	85
(i) ナスダック	85
(ii) OTCブリティンボード (OTCB)	87
(iii) ピンクシート市場	88
(iv) 米国株式公開市場の特徴	88
(3) 日本の株式公開市場	90
(i) 店頭登録市場	90
(ii) マザーズ	91

(Ⅲ) ナスダック・ジャパン	91
(4) わが国株式公開市場の改善点.....	93
2. ベンチャー企業の社債発行上の問題点.....	96
(1) クレジット・デリバティブの現状.....	96
(2) クレジット・スワップの仕組.....	97
<参考文献>	101
図表.....	102

第5章 わが国銀行の再生のために—非金融業の新規参入を中心に—

.....勝 悦子	109
1. はじめに (問題設定)	109
2. 銀行の行動パターンとガバナンス構造	
—何故ユーザーへの良質なサービス提供がなされてこなかったか—	110
(1) 株主利益よりも規模の拡大を追求.....	110
(2) メインバンク体制とコーポレートガバナンス (企業統治)	111
(3) 銀行と企業との関係の変化	113
3. 異業種参入に関する金融監督委員会のガイドライン	114
(1) 金融監督ガイドラインの概要.....	115
(2) 考えられる問題点.....	116
(3) 欧米における銀行と商業の分離.....	118
(i) バーゼル・コアプリンシプル.....	118
(ii) アメリカのGLB法 (Gramm-Leach-Bliley Act)	119
(Ⅲ) 欧州における銀行と商業の分離.....	119
4. 免許申請を行った新規銀行の経営方針	121
(1) イトヨーカードー銀行.....	121
(2) ソニー	121

(3) ソフトバンク	122
5. わが国金融再生のために	123
(1) 邦銀の収益革命の必要性	123
(2) IT革命と金融イノベーション	124
(3) 審査能力向上の必要性（中小企業金融の拡充）	125
（脚注）＜参考文献＞	128
図表	130

第1章 金融システム改革と資本市場の将来

岩田 一 政

1. はじめに

かつてケインズは、市場における調整の失敗が長期的な停滞をもたらすと論じた。経済には労働市場、金融仲介のみならず技術・生産面など経済の各分野および複数の分野の間で、「補完性」が存在している。この「補完性」が存在する下での市場の調整がうまくいく場合とうまくいかない場合に対応した複数の均衡が存在する。最近のマクロ経済や経済制度の分析では、この補完性を主軸とした「調整ゲーム」がしばしば応用されている (Cooper(1998))。

「調整ゲーム」の特徴は、複数のナッシュ均衡が存在し、しかも経済主体の行動が他の経済主体の行動に対して正のスピルオーバー効果（外部性）を与える場合には、複数存在する均衡解を経済厚生観点から順序付けすることが可能なことにある。例えば、ある通貨を使用する人の数が増えるとすでにその通貨を保有している人の利便性が増加する。その通貨を保有していた人は、他の通貨や財を保有することも可能であったはずなので、当該通貨保有のオプション価値が増加すると言ってよい。

個人の経済行動に正の外部性が存在すると（ゲーム論ではこれを「戦略的補完性」と呼んでいる）、他の人々の生産活動が高水準にある状況の下では、個人の生産性はそうでない場合よりも高まることになる。複数の経済主体が将来の経済動向について強気の期待を抱いて、生産活動に励む場合には、個人が単独に生産活動に励む場合に比べて経済活動水準はより高いものになる。「戦略的補完性」が存在する状況の下では、ケインズのいう乗数効果（需要のスピルオーバー効果）が政府の政策のみならず個人の経済活動によっても発生することになる。

ケインズの乗数効果が、景気上昇局面ではより大きな値となるが、経済が停滞している場合には小さな値となることは現在の日本の財政政策の大規模な発動とその貧しい成果を観察すれば明瞭である。また、金融仲介が他の経済活動に対して外部性をもつとすれば、

日本における銀行部門の不良債権問題ショックは、経済全体に増幅された効果をもち、停滞を長期化させることになる。

調整ゲームは、「格子(lattice)理論」や supermodular game の応用によってその適用範囲が拡大している。例えば、経済主体の行動について「格子理論」を適用することが可能な場合には、複数の均衡解に関する経済厚生（経済厚生）の順序付けを行うことがより容易になる。「格子」とは、その内部に最大値（上界）と最小値（下界）が存在しており、その内部のいかなる2つの組み合わせも部分的に順序付けが出来る集合である。なお「格子」は、ゲーム論に応用されると supermodular game となる。supermodular game とは、

- (1) 経済主体の戦略が「完備した格子」(例えば、閉区間[0, 1]の実数)であり、
- (2) 各経済主体が高順位の戦略をとる場合には、自らも高順位の戦略をとることにより高い利得を得ることができること(反応曲線が右上がりであること)、
- (3) さらに各経済主体の利得の和を各経済主体の戦略の組み合わせの上界と下界からなる利得の和が上回る (supermodular) という条件を満たすゲームである (Milgrom and Roberts(1990))。この3番目の条件は、2人のプレーヤーの戦略を s_i, s_{-i} , 2人の戦略の組み合わせの上界を V 下界を \wedge で表し、各人の利得 R_i を2人の戦略の関数として示すと、

$$R_i(s_i, s_{-i}) + R_i(s_i, s'_{-i}) \leq R_i(s_i \vee s'_{-i}, s_{-i}) + R_i(s_i \wedge s'_{-i}, s_{-i}) \quad (1)$$

となる。この条件は、例えば、「戦略的補完性」のある2つの産業の（中間投入が他の産業の生産物である）生産関数として解釈することが可能である^(注1)。

なお、「格子」モデルは、オプションの価格付けにも用いられており、本稿で紹介する郵便貯金のプット・オプション・プレミアムや住宅金融公庫のコール・オプション・プレミアムの計測でも活用できる。

この「調整ゲーム」の枠組みで考えると、ここ10年の間アメリカは強気の良い均衡にあり、日本は不良債権問題に起因する金融仲介機能の麻痺もあって弱気の悪い均衡に陥っている。1996年以降日本政府は、金融危機は進行する中で民間金融システムについてはビッグバンを実行し、1997年には公的金融システムについては財政投融資制度の改革に乗り出した。

これらの改革を通じて日本の金融システムが全体としてどのような方向に向かうのかそ

の全体像はまだ明瞭とはなっていない。金融システムの重要な役割は、経済に存在するリスクを最適に配分することにある。この最適ナリスクの配分を市場を通じて行うための前提条件は、市場が完備していること（アロー＝デブリュウ証券がすべての市場で存在していること）である。ところが現実の金融資本市場は、完備してはいない。さらに、市場が完備したものであったとしても、異なる経済主体の誘因問題（代理人問題）、情報の非対称性、取引費用やモラル・ハザードの存在は、最適ナリスク配分を妨げるように働く。従って、資本市場に基礎をおくアメリカの金融システムが最も望ましいものであるという保証はどこにもない。金融システムは進化を通じて発展するものであるから、各国はこれまでの歴史的な展開の経緯を踏まえ、実験を積み重ねることによって最適なシステムを構築すべきである。

本稿は、日本における民間金融、公的金融改革の最終的な目標は、資本市場のもつ様々な機能を十分に活用できるような金融システムの構築にあることを主張しようとするものである。振り返ると戦後に民間金融システムにはフランスから「長期信用銀行制度」（日本長期信用銀行、日本債券信用銀行、日本興業銀行）が制度輸入され、公的金融システムには戦前から存在していた「財政投融資制度」（法律面では1951年の「資金運用部資金法」）が確立した。両者とも間接金融の仕組みのなかで資本市場の持つ機能を代替させようとするものであった。前者は金融危機の深まりの中で崩壊し、後者も郵便貯金・簡保資金や公的年金積立金の資金運用部への預託制度廃止が行われた。戦後に成立した2つの資本市場の部分的な機能代替政策の制度的な仕組みは、その役割を完遂することができず、廃止ないしは改革が行われたと解釈することができる。

金融システムの国際比較研究を精力的に行っているペンシルバニア大学のアレン＝ゲール (Allen and Gale(2000))によれば、アメリカ型金融システムは、金融資本市場を基礎とするものであり、その対極に金融仲介機関を基礎とするドイツ型金融システムがある。イギリス、日本、フランスはその中間に位置している。イギリスはアメリカよりも規制が緩やかであるが市場型システムに近く、日本、フランスは金融仲介機関型に近い。アメリカ型金融システムは、情報が広く公開されており、競争的環境の下でイノベーション促進的であるが、ドイツ型金融システムと比べて家計は市場リスクに直接さらされることになる。

他方、日本型金融システムは、これまで金融機関は外部からの乗っ取りの脅威にさらさ

れることなく、関係者間で合意形成を通じてリスク・シェアリングを行ってきた。この意味で先進国にキャッチアップする上で重要なプロジェクトのファイナンスに適合したシステムであると言える。留意すべき点は、銀行の株式保有を認めたメインバンク制度の下でのリスク・シェアリングは、経済に存在するリスクが銀行に偏在する仕組みになっていたことである。このため銀行に不良債権が集積すると、経済の金融仲介機能全体が麻痺する危険が大きなものになる。

同時に日本の銀行優位の金融システムは、ドイツ型金融システムと同様に、外部（資本市場）からの監視が行われにくいために内部の監視がうまく機能していないとコーポレート・ガバナンスが維持することが困難になる。ドイツでは、監査役会が銀行経営を行う執行役員を監視するとともに、社外の株主や労働組合の代表も監査役会に加わる形になっている。これに対して、日本では取締役による執行を監査役会がきちんと監視・監督することはなかった。

日本の監査役は、株主総会で選任され、取締役から独立した監査役会を構成する。アメリカでは、取締役会の中に監査委員会を構成するが、監査委員会を構成する取締役は証券取引委員会の指導もあってそのほとんどが社外取締役である。イギリスでは、監査人は株主総会で選任されるが、会計士協会の会員（勅許会計士）であることが必要とされている。日本の商法特例上の会計監査人にはほぼ相当するものである。日本の監査役は、アメリカよりも制度上は独立性が高く、会計監査人の監査の方法、結果や取締役が法令に従って職務を順守しているかどうかを含め取締役の監督の権限を有している。さらに株主代表訴訟がある場合には、会社を代表して対応することになっている。日本の監査役の実質的な機能と法制度上の機能には大きな大きなギャップが存在しているのである。

銀行にリスクが偏在した日本型システムにおいては、資産価格のバブル崩壊の影響は他国よりも一層深刻なものとなった。さらに日本の場合、金融行政当局が外部からの監視を代行していたが 1990 年代以降その機能が麻痺し、資本市場を通じる監視も存在しなかったために、銀行ならびに銀行の借入れに依存している企業のコーポレート・ガバナンスに空白状態が生まれた。

一方、アメリカでは、1970 年代以降金融市場の不安定性をかかえ、銀行危機の試練を受けてきた。1970 年代半ば以降、従来の金融理論を代表する「資本資産市場価格付け理論」(Capital Asset Market Pricing Model)に代わる「動学的な資産価格付け理論」(Dynamic

Asset Pricing Model)革命が、資本市場を舞台として実験され、金融イノベーションの実現に大きな成果を納めて来た。加えて 1990 年代には情報通信技術を経営のありとあらゆる局面に取り入れ (例えば、データ・ベース・マーケティング)、伝統的な銀行業から顧客ニーズに応えるファイナンシャル・サービス業へと変貌を遂げた。インターネットや電話のみで取引を行う「ネットバンキング」は、取引手数料の価格破壊を引き起こしている。

アメリカの製造業は、日本型生産システムを部分的であるにせよ生産現場に取り入れることによって復活し、再生した。日本の金融業もアメリカ型システムの優れた面を取り入れ、見習って張り合う(emulate)ことが求められている。

2. アメリカ経済の問題と日米逆転

アメリカ経済は、長期の繁栄を享受している。しかし、この強気の均衡は日本の 1980 年代後半と同様にバブルを伴っている。株式のファンダメンタル価格 (経済の基礎的要因である期待成長率や利子率、配当で決まる価格) の増加率が 90 年代後半の企業所得の増加率 (税引き前では 7.7%, 税引き後では 8.2%) に等しいとした場合、現実の株価の伸び (ダウ・ジョーンズ指数で 23.5%) はこれをはるかに上回っている。ファンダメンタル価格を上回る部分 (15.5%) は、「確率的に破裂する」バブルに起因するものとみなすことができる。注意すべきことは、すぐ述べるようにこの増加率はバブル価格の増加率そのものではない。

(1) 確率的に破裂する合理的バブル

バブルは、合理的期待の下でも発生しえる。現実の株価はファンダメンタル価格 (P_f) とバブル価格 (P_b) との和に等しい。ファンダメンタル価格の上昇率を g , バブル価格の上昇率を g_b で表すと、実際の株価の上昇率は、市場の裁定条件 (株式保有と国債保有の収益率が等しくなる条件) を満たす合理的期待の下でも以下の式で表すことができる。

(注2)

$$(P_{t+1} - P_t) / P_t = g (P_{f,t} / P_t) + g_b (P_{b,t} / P_t)$$

$$= g + (g_b - g) / [1 + (P f_t / P b_t)] \quad (2)$$

ファンダメンタル価格は企業収益の増加率と同じ率で上昇するものと仮定する。他方、バブル価格は、市場の裁定条件を満たす合理的期待の下で1プラス長期金利プラスリスク・プレミアム（0～3%）の率で増加する。さらに「確率的に破裂する合理的バブル価格」は、pの確率で存続し、(1-p)の確率で破裂すると仮定しよう。RPをリスク・プレミアムとすると

$$P b_{t+1} = [(1+i+RP) / p] P b_t \quad p \text{の確率で存続} \\ 0 \quad (1-p) \text{の確率で破裂} \quad (3)$$

留意すべきことは、バブルがpの確率で存続する場合には、バブル価格の水準は、pで割り引いた率だけ高いものとなることである。

この結果、バブル価格の増加率は、リスク・プレミアムがゼロであっても利子率を上回ることになる。

$$g_b = [(1+i+RP) / p] - 1 > i; 0 < p < 1 \quad (4)$$

ここで、(2)式において1995年時点の株価はファンダメンタル価格に等しく、バブル価格の上昇率が1995年から99年にかけての長期利子率(i=6.4%; リスク・プレミアム=0)に等しいと仮定するとバブル価格の上昇率は、ダウジョーンズ指数を取ると(1)式から38%と計算できる。バブル価格の上昇率が、ファンダメンタル価格の上昇(8%)を上回る部分の株価上昇率(12.5%)を上回るのは、破裂する確率が存在するからである。この値(38%)を(4)式に代入すると、バブルが破裂する確率(p)は、約4分の1(23%)と逆算することができる。同様の事実は、S&P指数についても該当する。ナスダック指数についてはバブル価格の上昇がより大幅であり、破裂する確率も0.33とより高いものとなっている。すでに2000年4月初旬にナスダック指数は30%程度下落し、部分的なバブル破裂が観察される。アメリカの株式市場は、4分の1程度の確率でバブルが破裂するリスクをはらんだ危うい状況にあると言わざるを得ない。もっともこの計算ではリスク・プレミアムがゼロであると仮定している。この仮定の下では企業収益の伸びが利子率を上回るためにファンダメンタル価格は長期的に発散してしまうことになる(横断性の条件が満たされない)。そこで発散解を回避するためにリスク・プレミアムを3%と仮定するとダウジョーンズやS&P指数の破裂確率はやや低下し、5分の1程度となる。しかし、ナスダック指数の破裂確率は31%とかなり高水準である。(図表1-1参照)

バブルが崩壊した場合、株価水準はファンダメンタル価格に戻ることになる。1995年
からファンダメンタル価格は毎年8%増加していたに過ぎないので、株価は現在の1万ド
ルを越える水準からその半分程度(ダウ6600ドル、S&P795)に下落しよう。現実
に2000年に入ってからダウ・ジョーンズ指数は1万ドルをはさんで不安定な動きを示
している。なお、ナスダック指数の下落は66%(1358まで下落)とより大幅なものにな
ろう。

以上の試算の重要な仮定は、企業収益(またはキャッシュ・フロー)の伸びを上回る株
価の上昇はバブル価格であるという点である。かりに株価指数に採用されている企業
の収益(またはキャッシュ・フロー)の伸びがマクロ的な企業収益の伸びを上回って
いるとすれば、破裂する確率もファンダメンタル価格も異なったものとなる。かり
に株価指数に採用されている企業の収益の伸びが16%であったとした場合、破
裂確率はダウジョーンズ、S&P指数について0.15前後であり、株価指数の下落幅
はそれぞれ16%、20%程度となる。しかし、ダウジョーンズ、S&P、ナスダ
ック指数の破裂確率は8%の企業収益の伸びを仮定した場合とほとんど変わらな
い。この場合、株価指数の下落幅は、ダウジョーンズ、S&Pでは2割程度であり、
ナスダック指数の水準は半分程度まで下落する。

なお、企業収益が16%増加するという仮定の下では、かりにリスク・プレミアムが3%
であったとしても株価は長期的には発散してしまうので持続しうる事態ではない。
かりに株価の上昇率が利子率を上回る場合には、個人は株を空売りすることにより
生涯を通じて保有する資源を上回る消費を行うことが可能になる。しかし、この
ポンジ・ゲームは維持が不可能である。何故なら空売りする株を購入する個人は
存在しないからである。この意味でバブルの非存在条件(消費の限界効用は非負
である下でのポンジ・ゲームの非存在条件)は、横断性条件と呼ばれている。他
方、重複世代モデルでは、利子率(資本の収益率)が成長率を下回る動学的に
不効率な均衡が存在する。この動学的に不効率な均衡においては、黄金律の成
長径路よりも過剰な資本蓄積が行われており、ペーパー・マネーや国債のみ
ならず有用な資産のいずれにおいてもバブルが存在しえる。しかし、現実の
経済が動学的に不効率な均衡にあるかという疑問が多い。何故なら、マ
クロ経済の生産関数がコブ・ダグラス型で近似できるとすると、国内投資率
(貯蓄率)が資本の分配率を上回るという過剰な資本蓄積が行われているよ
うには思われなからである。

(2) 日本の民間金融システムの再構築

アメリカ経済が良い均衡から悪い均衡へシフトした場合、アメリカ型システムの様々な弱点が顕在化することになる。例えば、低い家計貯蓄率や過大な経常収支赤字などによって持続的な中長期的な成長維持が困難になる。低い成長率であれば、現在の財政黒字も何時まで持続するか問題になるであろう。

日本の金融システムは、アメリカ型システムの優れた点、すなわち資本市場のもつ様々な機能を効率的に活用することを見習って張り合うべきであるが、アメリカの金融システムが最適なものであるという保証はどこにもない。金融システムは徐々に進化するものであるから、各国はこれまでの歴史的な経緯を踏まえ、実験を積み重ねることによって最適なシステムを構築すべきである。日本における金融システム改革の課題は、最適ナリスク配分を行う上で資本市場のもつ様々な機能を十分に活用出来るような金融システムを構築し、消費者にとって利便性の高いサービスを提供することにある。

日本の金融システムは、ビッグバンの実施、主要行への公的資金の投入後の銀行業のかつてない大規模な再編を通じて次第に機能麻痺の状態を抜け出しつつある。東京三菱を始め第一勧銀・富士・興銀の統合（みずほファイナシャル・グループの形成）、住友・さくらの系列を越えた対等合併、三和・東海の統合などにより世界でもトップ・クラスの資産規模をもつ4つのグループからなるメガ・バンクが誕生する。とりわけ、みずほファイナシャル・グループはドイツ銀行に次ぐ世界第二位の資産規模をもつことになる。東京三菱はさらに三菱信託銀行を巻き込み、三菱東京グループを形成し、住友・さくらも信託銀行を加え、三井・住友グループとなる。

残念ながらこれらの巨大銀行は、「スーパー・ドメスティック・バンク」であってもグローバルな市場を制覇する戦略を備えていない。これらの巨大銀行を収益面からみるとメガバンクとは言えず、世界トップクラスの銀行の3分1から2分の1程度に止まっている。バブル期に形成された過剰な銀行貸出を前提にすると、収益率を改善するには資産規模の大幅な縮小が求められる^(注3)。銀行の大型合併は、重複する店舗網やネットワーク、人員の合理化、削減をもたらすであろう。現在予想されている資産規模が維持される保証はない。

さらに、日本の民間銀行が、従来のビジネス慣行にとらわれず、また同じビジネスに対して価格競争のみで競争するという「横並び意識」の呪縛から解放され、十分に収益性のあるビジネスをダイナミックに展開できるのかまだ不明確である。

例えば、これまで慣行として行われて来なかったノン・リコースのローン（担保額以上に債務返済義務のないローン）について複数の日本の銀行がこぞってビジネスを開始したが、いずれも価格競争のみに重点をおいており、この分野で専門的知識の蓄積のある外資系金融機関は、日本における新たな分野開拓の試みをシニカルに傍観している。日本の銀行は、収益性に見合った価格付けを行うことなく低金利競争を継続して行うのであれば、従来の貸出市場と同様に超過供給と低収益に悩むことになるであろう。

さらに日本の民間銀行業弱点の一つは、法制度や税制などのインフラストラクチャーの不備もあって、「動学的な資産価格付け理論」に支えられた資本市場を中心とする金融技術革新（金融派生商品・証券化）に遅れをとっていることである。とりわけ、不動産の証券化の遅れによって停滞している不動産市場に新たなリスク・マネーが供給されず、地価がまだ下げ止まらないことは、銀行部門の経営基盤を脆弱にしている。

(3) 異業種企業の参入と戦略的補完性の内部化

日本の市場においては、金融ビッグバンの実施後 4 大銀行グループの形成によりウインブルドン化が回避されてよかったとの見方や 1960 年代における資本自由化を控えた鉄鋼業などの大型合併を回想する向きもある。いずれの見方も非金融企業による金融サービスへの参入という新たな挑戦を見落としている。

アメリカではグラス・ステイガール法を廃止し、業務分野規制を完全撤廃したが、非金融企業の金融サービス業参入は禁止した。1987 年に財務省が準備した「金融近代化法」では非金融企業の参入を想定していたが、コリガン前ニューヨーク連銀総裁らの「ポケット・バンク」（機関銀行）化の危険や巨大な非金融企業による市場の支配に対する恐れなどの指摘もあり、非金融企業の新規参入は禁止された。

しかし、情報通信の技術革新は目覚ましく電子商取引は予想もつかない程の潜在的な市場拡大の可能性を秘めている。金融業と情報通信業の間には、ネットワーク形成の上で明らかに「戦略的補完性」が存在しており、2つの産業の相互依存性は、supermodular game の枠組みで把握することが可能である。この戦略的補完性を活用し、内部化する企業に日本の金融サービス業の将来がかかっていると言っても過言ではない。とりわけ、電子マネーと電子商取引との融合やキャッシュ・カード、クレジット・カードなどの複合的な機能を備えた総合決済型 IC カードの登場により、流通業のもつリアルなネットワークと情報

通信業のもつバーチャルなネットワークに基礎をおく新たな金融サービス業の出現は、消費者にとっての利便性を飛躍的に増加させ、価格破壊を引き起こすであろう^(註4)。

日本の金融監督当局が、イトーヨーカ堂やソニーの新規参入に対して前向きな姿勢に転じたことは歓迎すべきである。8000店のリアルなネットワークと24時間稼働のATMによって銀行、生損保、証券の決済業務を行うことを目指すイトーヨーカ堂は決済専門銀行への特化、ソニーは、バーチャル・ネットワークを活用したネットバンクを主な戦略業務にしようとしている。このほか、トヨタ、日立、伊藤忠もそれぞれ自動車ローン、住宅ローンの証券化やクレジット・カード業務、イーバンクの設立、証券分野への進出を検討している。これら異業種企業の新規参入は、金融技術革新、ネットワークの面で、情報通信業と金融サービス業の間の戦略的な補完性内部化する試みであると言ってよい。異業種の新規参入は、日米金融サービス業優位を逆転させる可能性を秘めている。

3. 公的金融システムのオプション・リスク

日本の金融システムのユニークな点は公的金融の存在である。財政投融资制度を資本市場の発展・機能発揮促進型に改革出来るかどうかは日本の将来を左右することになる。

日本の財政投融资制度には、2つのオプション・リスクが存在している。入口の郵便貯金の大宗を占める(90%以上を占める)定額貯金は預け替え可能というプット・オプション(資産を売却する権利)が付いている。出口の政府系金融機関(とりわけ住宅金融公庫)には期限前償還というコール・オプションは付いている。

(1) 格子理論とオプション

この2つのオプションは、「格子」(lattice)を用いて説明することができる。金利はある確率で上昇し、下落するという確率過程にあると仮定する。図表1-2には、一定水準の金利から出発した場合に、金利が一定の幅だけ上昇するか、下落するか、それとも同一水準に止まるかその動向を「格子」を用いて示している。図表1-2の格子は、明らかに部分的に順序付けが可能な集合である。プット・オプション付きの金融資産を保有する人は、金利が上昇する場合には常に高い金利を選択する権利をもっている。逆に、コール・

オプション付きの金融資産（負債）を保有する人は、常に低い金利を選択する権利を持っている。他方、固定金利付きの金融資産を保有している人は、出発時点の金利を選択する他ない。将来金利がある確率の下で変動するとした場合、固定金利とオプションの権利を発動した場合の収益率の差がオプション・プレミアムということになる。

このプレミアムは、横軸に金利水準をとるとプット・オプションの場合は右下り、コール・オプションの場合は、右上がりの滑らかな曲線となるはずである（図表1-3）。金利が極めて低い水準にある場合には、将来金利が上昇する確率が増加するのでプット・オプション・プレミアム（定額貯金の預け替え権利の価値）は大きなものとなり、コール・オプション・プレミアム（住宅ローン期限前償還の権利の価値）は小さなものとなる。

(2) プット・オプションのリスク

貯金者は、貯金証書を売却する権利があるので高金利の時期に定額貯金へのシフト・集中が発生する。かりにこの高金利の定額貯金の満期時点で金利水準が低いと、運用金利である財投預託金利との逆ざや拡大から郵便貯金特別会計は赤字になる。

過去にも金利局面に応じて周期的に赤字・黒字が発生した。2001年4月以降は全額自主運用体制に移行することになっている。この移行以前においても、オプション・リスクをどのように管理するのか大きな問題である。

郵便局が提供する定額貯金のプット・オプション・プレミアムの大きさは、金利局面において異なるが0～1%程度であることが鎌田謙一郎（1993年）によって計測されている。

郵便貯金のオプション・リスクを管理する上ではいくつかの方策が考えられる。まず第一に、先物市場や金融派生商品を利用することにより負債面でのオプション・リスクを管理することが考えられる。ここで金融派生商品としては、ドイツ政府が発行しているプット・オプション付き国債が考えられる。ドイツでは、いつでも元本を償還するオプション付き国債を発行することによって市場の利子率が安定することを狙っている。この国債の保有者は金利が高い場合には、オプションを行使することによってキャピタル・ロス回避することが可能である。市場に存在する国債が償還されることになれば、市場利子率の上昇が抑制され、市場利子率の決定に自動安定化効果が備え付けられることとなる。

日本の債券市場にはそうしたオプション付き国債は存在しないが、郵便局はオプション

付き定額貯金を 1942 年以來提供してきた。定額貯金が市場で取引される債券であったとすれば、ドイツと同様にオプション取引を通じて市場金利の自動安定化効果を発揮したであろう。

第二のオプション・リスクの管理方法は、定額貯金の金利付けの見直しである。現在の郵政省と大蔵省の間での合意においては国債や民間の CD 金利や 10 年物国債の利子率を基準とした価格付けが行われることになっている。現在の超低金利の下でこの金利改訂ルールは機能していない。プット・オプション・プレミアムは、金利水準や将来の金利に関する市場の期待によって変化するので、現行の金利改訂ルールによって効率的な価格形成が行われるとは限らない。また、郵便貯金に市場性がないことをどのように考慮すべきか明確でなく、金利構造が順イールドから逆イールドに転換する際に、現在の金利改訂ルールがうまく機能する保証はない。

第三のオプション・リスクの管理方法は、負債面で多様化を図ることである。現在郵便貯金の 9 割以上は定額貯金から成り立っており、そのオプション・リスクを資産面での分散投資のみで管理することはかなり難しい。

郵便貯金制度は、今回の財政投融资制度の改革によって資金運用部への預託義務が廃止され、ファンドとしての性格を強くもつようになった。国債、地方債、財投債、財投機関債など安全資産を中心に資産運用するとすれば、公社債信託に近い巨大なファンドが誕生することになる。他方で、郵便貯金制度は振替・決済機能も果しており、ナローバンクとしての役割も果している。この 2 つの機能をもつ郵便貯金制度の ALM 管理は、負債面でオプション・リスクを抱えているので民間のナローバンクよりも流動性リスク、市場リスクは一層複雑なものとなっている。すなわち、負債と資産の期間構成のミスマッチを「デュレーション分析」（資産価値と金利変化に関する一次微分の項）によって整合的なものとするだけでは不十分で、オプション・リスク発生に伴う「負のコンベクシテイ」（資産価値と金利変化に関する二次微分の項）を管理する必要があるからである（注5）。

もとより国民の基礎的な金融サービス（ライフ・ライン・バンキング）提供の内容とその事業体の望ましい形態については民主的な討論と国会での議決によって決定すべき事柄である。一つ重要なことは、ファンドとナローバンクとしての 2 つの機能をもつ郵便貯金制度が資本市場の発展に与える影響である。資本市場の拡大と効率化を目指すのであれば、資産保有面では市場性のある債券を購入すべきであって、地方公共団体への直接融資や縁

故債の引受けは可能な限り回避し、レベニュー・ボンドやコミュニティ・ボンドの購入などを通じて地方への資金還流を行うべきである。

(3) コール・オプションのリスク

財政投融资制度に内在するもう一つのオプション・リスクは出口の政府系金融機関における繰上げ償還というコール・オプション・リスク（資産を購入する権利の発動リスク）である。とりわけ、1995年の民間住宅ローン規制緩和により住宅金融公庫から民間銀行のローンへと巨額の借換えが発生した。公庫融資の繰上げ償還額も累積すると30兆円を越えている。このコール・オプション・プレミアムは、岩田・服部推計（1998年）（図表1-4参照）によれば、金利水準に応じて変化するものの0～1%程度である。ここでプレミアムと金利水準の関係が滑らかでないのは、住宅ローン金利が規制金利であるためである。過去の高水準での公庫借り入れが期限前に償還されていると考えられるが、金利が高い状況の下ではコール・オプション・プレミアムは1%に近い水準にあった。住宅金融公庫が得べかりしプレミアム収入を累積すると1700億円にも達している。換言すると、この額に見合っただけ住宅金融公庫の赤字は拡大することになる。なお、住宅ローンには自己破産時に住宅資産を売却する権利（プット・オプション）も付いており、ありふれた金融商品でありながらリスク構成はかなり複雑である。

これらのオプション・リスクは資本市場の機能を活用することによって管理することが可能である。例えば、住宅金融公庫は、アメリカの公的住宅金融機関に見習って住宅ローンをプールして証券化した債券（パススルー債、モーゲッジ担保証券やその派生商品である担保化された債務証券）を発行することによってオプション・リスクを資本市場の投資家に分担してもらうことが可能である。繰上げ償還に悩む住宅金融公庫が果たすべき役割は、住宅ローンの量的拡大ではなく、資本市場におけるイノベーションに寄与するところにある。

今回の改革の結果、住宅金融公庫は、信託方式を利用して約2000億円の住宅ローンの証券化を行うこと（資産担保証券の発行）を決定した。この決定は、民間銀行による住宅ローン証券化の試みとともに、日本の資本市場の発展にとって大いに歓迎すべきことである。様々な方式を活用して、証券化を通じて証券市場の活性化と金融技術の革新が進展することを期待したい。

日本において銀行を中心とする金融仲介の機能不全により、不動産・土地市場への新規

資金の流入が途絶し、土地価格は未だに下げ止まっていない。アメリカの金融危機が日本よりも短期間で収束したのは、銀行を通じる間接金融以外に直接金融を通じる資金仲介のパイプが太かったためである。さらにアメリカの整理信託公社に集積された不良債権の処理に当っては、証券化手法のみならずオプションを活用して早期売却にインセンティブを付け加えたことも特記すべきである。整理回収機構は、アメリカの整理信託公社が採用した「エクイティ・パートナーシップ」を活用した不動産ファンドの持ち分売却形式による再開発手法を参考にすべきであろう。

歴史を振り返って見るとアメリカにおいてローンや不動産の証券化が大きく発展したのは住宅ローン証券化の成功によるところが大きい。資本市場の発展したアメリカにおいてさえ、住宅ローン証券化には政府支援機関（ジニーメイ、ファニーメイ、フレディマック）の積極的なイニシアティブの発揮と政府の支持が重要な役割を演じた。

日本のSPC法（特別目的会社法）は不動産証券化の普及を意図したものであるが、認可後に増減資、借り入れ、資産入れ替えを一切認めないなどその使い勝手の悪さのために最近大幅な改革が行われた。しかし、税制面での優遇措置の欠如が本来の目的達成を妨げている。不動産も資産運用に含めることが可能な「不動産ファンド」も新たに導入されたが、登録免許税の減免など税制上の優遇措置は与えられていない。

注目すべきことは、アメリカでは「アップ・リート」(upreit)の仕組みが認められており、優良な物件をリートに持ち込む際に取得価格との差の譲渡益に対する課税が繰り延べられていることである。日本のSPC法の場合には、不動産移転に関する登録免許税、不動産取得税など税率が半分になっており、特別土地保有税も非課税となっているが、譲渡益課税の繰り延べは認められていない。譲渡益課税をどのようなタイミングで実施するかは、総合所得課税体系のアキレス腱であるが、優良な不動産を証券化する場合のネックになっているのである。他方、会社分割など企業のダイナミックな事業展開に関しては、最近の税制改革で資産の移転に伴う譲渡益課税について適切な配慮が払われている。

4. 財政投融资制度改革の残された問題点

(1) 財投債発行と特例措置

中央省庁等改革基本法第 20 条第 2 項の規定に基づき郵便貯金、簡保資金、公的年金積立金の資金運用部への預託制度が廃止されることになった。本年 3 月に国会に提出された改革法案においては、財政投融资資金特別会計の負担において公債（財投債）を発行することができるようになった。この財投債は、国連の国民経済計算（SNA）の定義上では政府債務とされないが、事実上第二の国債と見ることができる。また、財投機関は財投機関債を発行して自ら資金調達することが求められている。そして財政投融资計画は、財政融資資金の長期運用等、産業特別会計の投資、政府保証の予定額を明らかにするものとして作成され、国会に提出されるが、あらかじめ財政制度等審議会の意見を聴取することとされている。

この法案が国会で可決された場合も、第二の国債である財投債による資金調達が大部分を占めることになると予想される。加えて移行期の特例措置として債券発行による金利上昇を防ぐために償還を迎える資金の借り換え分と新たに発行される財投債のうち半分は、郵便貯金、公的年金で引受けることになっている。年々この引受け額は縮小するもののこの引受け部分は従来の預託制度と実質的な変化はない。しかもこの引受け額がゼロとなるのは、35 年後のことである。

さらに郵便貯金の自主運用においても地方公共団体の直接融資を行うこととされているが、本来の改革の趣旨である資本市場の拡大、効率化の観点からすれば市場条件を反映した地方債の購入という形で融資すべきであろう。

資本市場のもつ機能を最大限に活用するという観点からすれば、量的拡大や資金量の確保を目標とする財政投融资計画の役割は過去のものとするべきである。改革で求められているのは、第二の財政投融资計画ではなく、財政投融资制度の財政政策への特化であり、複雑に入り組んだ特別会計と財政投融资制度、一般会計との関係の透明化である。財投機関が事業を行う上で一般会計、特別会計を問わず国民の負担となる（将来も含めた）コスト（補助金）がいくらであるかを見やすい形で国民に提示し、国会の議決を受けるべきである。重要であるのは、毎年の融資額ではなく、将来にわたる補助金の割引現在価値が真に国民のニーズに適合しているかどうか（ニーズ・テスト）という点である。ニーズ・テストが適正に行われているかどうか、最小費用原則で事業が運営されているか点検するところに国会の機能と責務がある。

(2) 政策コスト分析

財投機関には十分な政策コスト分析を行った上で事前に5-10年程度の期間にわたって供与すべき補助金額を決めておき、財投機関はその補助金の許す範囲内に事業対象や規模を絞り込むべきである。ここで政策コスト分析とは、将来にわたる事業の政策コストを補助金の割引現在価値を求め、事業期間にわたり補助金費用を合算したものである。

資金運用審議会懇談会検討会は、平成11年8月30日に「財政投融资対象事業に関する政策コスト分析」を発表した。ここでの分析では、5機関（住宅金融公庫、国民金融公庫、日本輸出入銀行、日本道路公団、中部国際空港株式会社）について、国（一般会計等）からの補助金、補給金、交付金を割引現在価値に換算し、国（一般会計等）からの出資金、無利子貸付金もその機会費用を補助金と同様に割引現在価値に換算し、補助金、補給金、交付金の割引現在価値と合算している。日本ではこれまで政策コスト分析が皆無であったことを考慮すると大きな前進である。単年度の補助金供与額と将来にわたる国民の負担の間にはかなりのギャップがある。

しかし、留意すべき点がいくつかある。まず第一に、一般会計と特別会計からの補助金供与がどのような関係にあるのかこの分析では明らかではない。情報開示の観点からは、特別会計がどのような役割を果たしているか明示すべきである。

第二に、事業に必要な資金をすべて民間市場から資金調達を行った場合に比べて費用が大幅に（半分程度に）削減されるという結果が示されているが、民間からの資金調達がどのような方法で行われるのか明らかではない。

諸外国の例を見るとカナダの輸出開発公社では、国際資本市場で資金調達を行っているが、その調達費用は国債を下回っている。これは輸出開発公社に暗黙の政府保証が付せられているとの前提の下で、金利スワップなど派生商品を活用した資金調達がグローバルな市場で行っているためである（岩田一政（1998年））。

世界銀行はグローバルな政策金融機関であるが、事業に必要な資金の多くを資本市場から資金調達を行っていることはよく知られている。民間から資金調達を行った場合との政策コストの差は、国家の信用力と財投機関の信用力の差に基づくものと解釈されるが、暗黙の政府保証のついた財投機関の信用力との差が倍以上のコスト差を生み出すという計算結果は、財投機関の信用力や資金調達能力や潜在的な金融面のスキルを過小評価しているのではなからうか。

また、地方公共団体の例であるが、フランスではローカル・バンク（以前は国営であったが現在は民営化されている）が、国際資本市場で直接資金調達ができない小さな地方公共団体の資金需要を束ね、国際資本市場での債券発行を通じて資金調達を行っている。資本市場は今やグローバルなのであるから、国際協力銀行を始めとする財投機関、とりわけ政策金融機関は自力で資金調達するスキルを身につけるべきである。

2001年度には、財投機関が発行する財投機関債は、総額で8665億円（33機関の内15機関）に止まり、全体の財政投融资計画33兆円の2%を占めるに過ぎない。財投機関が破綻した場合の法的処理も明確になっていない。財投改革はまだ道半ばと言ってよい。

第三に、この政策コスト分析が有用であるのは、事前に事業遂行に必要な補助金供与額を事前に確定できることにある。事前に確定した補助金総額を国会で審議すべきであるが、今回の改革ではそのプロセスが欠如している。

さらに政策コスト分析は、当該財投機関の民営化、廃止、存続を検討するデータとして国会や内閣府や国会の下での評価監視委員会での評価に活用すべきである。平成9年11月17日に自民党行革推進本部財政改革委員会から公表された「財政投融资の改革について」においては、行政における財投関連政策の評価システムの確立のために内閣府に3条委員会として評価監視委員会や「財政投融资に関する審議会」（または、経済財政諮問会議の下に「財政投融资制度検討委員会」）を設置すること、国会に「行政監視委員会」を設置することが主張されている。これらの評価監視委員会の設置についても早期に実現すべきである。

第四に、事前に確定した将来にわたる補助金を国会で承認することを（「事前補助金制度」の採用）前提として、財投機関は経営・収支見通しを確定し、市場を通じる資金調達（財投機関債）を円滑に行うことが可能になることを忘れてはならない。

5. 結び

日本の金融は、1990年代半ば以降2つの大きな改革に乗り出した。民間金融については日本版ビッグバンであり、公的金融については財政投融资制度の改革である。いずれも制度疲労を示している戦後日本の金融システムに抜本的なメスを入れる改革である。いず

れの改革もその目指す方向は、資本市場のもつ機能を最大限に活用できる金融システムの再構築にある。とは言っても、そのことはただちにアメリカ型金融システムをそのまま日本に移植することを意味してはいない。資本市場のもつ機能の生かし方はそれぞれ各国の歴史的な経緯、既存の制度に従って異なるものである。金融資本市場には、情報を発見・集計し、試行錯誤を通じて選択する機能があり、代表的モニターとしての金融仲介機関には、情報収集する上での費用を節約する機能がある。情報の収集と加工に関して金融資本市場と金融仲介機関は、相互補完的な役割を担っているのである。金融仲介機関にとっては、異業種企業のもつリアルな、そしてバーチャルなネットワークを活用し、消費者にとって利便性の高いサービスを提供することが至上命令になっている。21世紀を迎えるに当たり、金融仲介機関と金融資本市場との「新たな結合」を発見し、日本型金融システムを再構築する試みに総力をあげて取り組むべきである。

(脚注)

- (1) 戦略の組み合わせが部分的に順序付け可能な集合を格子という。例えば、2つの産業の間で(0, 0), (0, 1), (1, 0), (1, 1)の4つの戦略の組み合わせがあった場合、この組み合わせは順序付けが可能であり、かつ上限、下限がその集合内部に存在するので「完備した格子」である。ここで利得関数が $R = \min(s_i, s_{-i})$ である場合、本文の(1)式を満たすので supermodular である。格子、supermodular game とその応用については、Milgrom and Roberts(1990年)を参照されたい。
- (2) 確率的に破裂する合理的なバブルについては、岩田一政(1992年)9章2節を参照されたい。
- (3) 川本裕子(2000年)は、日本の銀行は世界トップクラスの収益率をあげるためには、利益3倍、経費25%減、資産55%減が必要であると説いている。
- (4) 小原由起子(2000年)は、コンビニ、銀行、Eビジネスの融合と決済の「オープン・システム化」が既存銀行を揺るがしていると論じている。
- (5) 負のコンベクシティとは、デュレーション(テラー展開した時の一次の項)と並んで利子率の変化が債券価格にどのような影響を与えるのかを示す指標(二次の項)である。オプション条項付きの債券の場合には、通常の債券価格と利子率との関係とは異なり、テラー展開した場合に二次の項(オプション調整コンベクシティ)が負になる。

<参考文献>

- [1] 岩田一政『現代金融論』日本評論社 1992年
- [2] 岩田一政・服部哲也「期限前償還とコール・オプション・プレミアム」住宅土地経済 99年春季号)
- [3] 岩田一政「財政投融資制度の将来」岩田一政・深尾光洋編『財政投融資制度の経済分析』日本経済新聞社 1998年
- [4] 岩田一政「財政投融資制度と日本型市場モデル：アメリカ、カナダとの比較」相関社会科学ライブラリー『現代日本のパブリック・フィロソフィー』新世社 1998年
- [5] 小原由起子『銀行革命勝ち残るのは誰か』講談社 2000年
- [6] 鎌田謙一郎「定額郵便貯金の実質価値について」金融研究 第12巻 第2号, 1993年
- [7] 川本裕子『銀行収益革命』東洋経済新報社 2000年
- [8] Allen, F., and Gale, D., Comparing Financial Systems, The MIT Press 2000

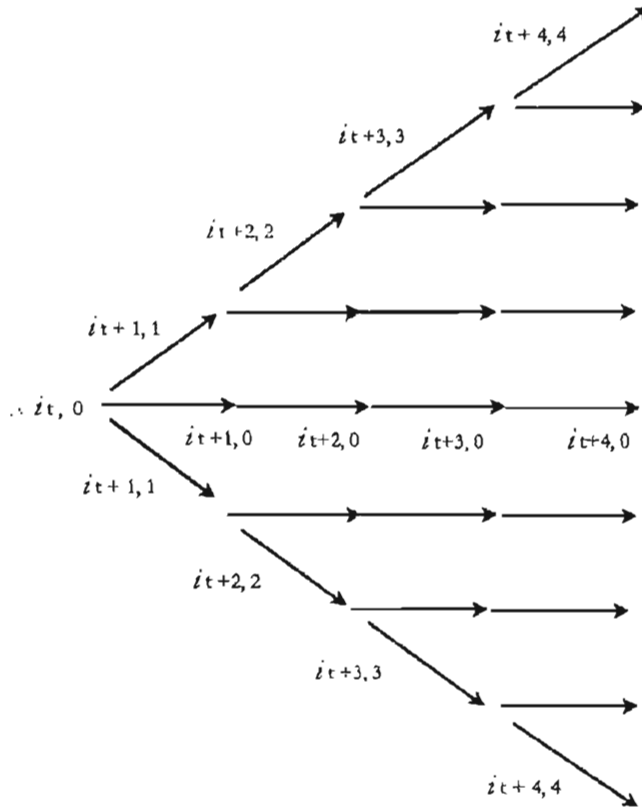
- [9] Cooper, R.W., *Coordination Game : Complementarities and Macroeconomics*, Cambridge University Press, 1998
- [10] Milgrom, P., and Roberts, P., "Rationalizability, Learning and Equilibrium in Games with Strategic Complementarities", *Econometrica*, 58, 1990

図表1-1 確率的に破裂するバブル価格（アメリカの1990年代後半）

	A. 破裂確立		破裂後の株価 (下落率)	B. 破裂確立		破裂後の株価 (下落率)
	RP=0%	RP=3%		RP=0%	RP=3%	
ダウジョーンズ	0.23	0.20	6601 (-44.1%)	0.22	0.20	9436 (-16.4%)
S&P	0.23	0.21	795 (-44.2%)	0.23	0.20	1136 (-20.0%)
ナスダック	0.33	0.31	1358 (-66.2%)	0.33	0.31	1941 (-51.6%)

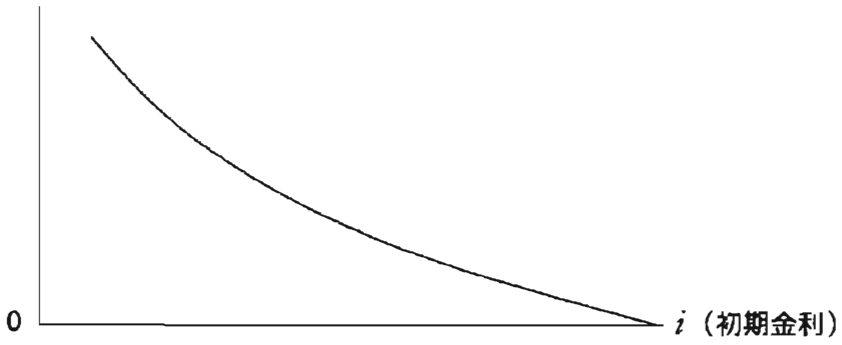
(注) Aは企業収益8%増加ケース、Bは企業収益16%増加ケース
 RPはリスク・プレミアムのこと。

図表1-2 格子とオプション

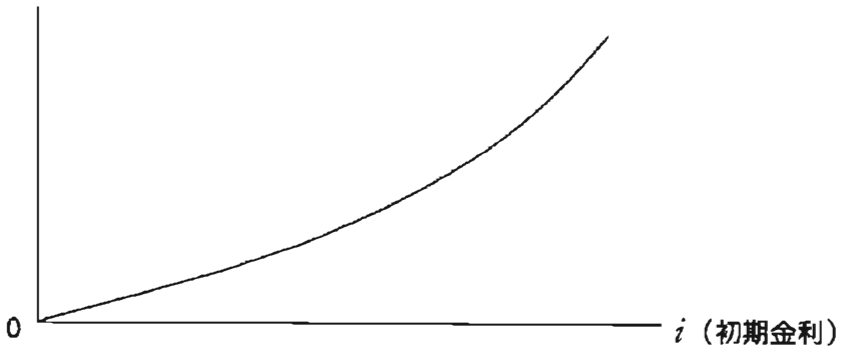


図表1-3 プット・オプション・プレミアムとコール・オプション・プレミアム

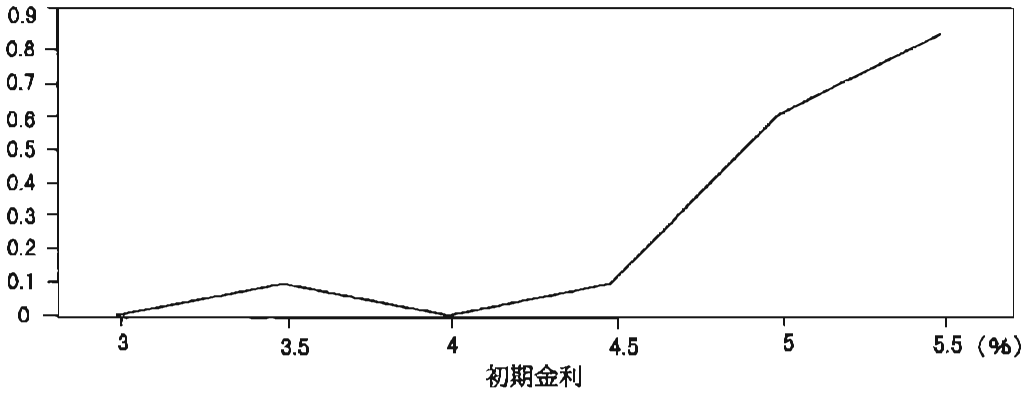
プット・オプション・プレミアム



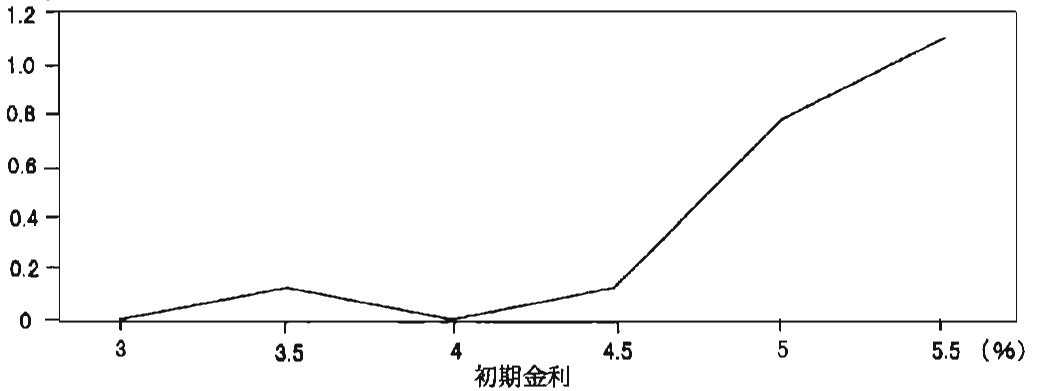
コール・オプション・プレミアム



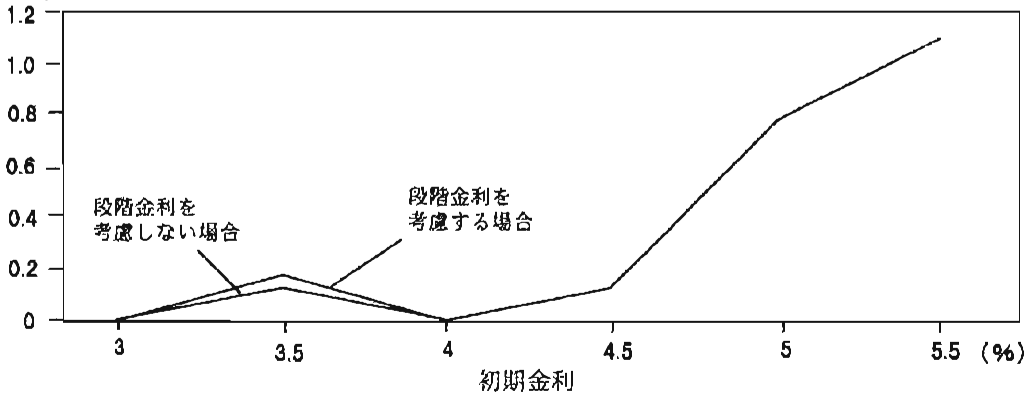
図表1-4-(a) 返済期間10年の住宅金融公庫融資のオプション・プレミアム (%)



図表1-4-(b) 返済期間20年の住宅金融公庫融資のオプション・プレミアム (%)



図表1-4-(c) 返済期間30年の住宅金融公庫融資のオプション・プレミアム (%)





第2章 銀行と企業の取引関係：メインバンク制度の将来*)

広 田 真 一

1. はじめに

本章の目的は、日本の銀行と企業の長期的な取引関係が、近年いかに変化しているのか、そしてまた今後どのようなようになっていくのかを考察することである。周知のように、日本の金融システムは間接金融優位といわれ、長い間、銀行が家計貯蓄の大部分を吸収しそれを企業に貸し付けることによって、資金仲介の中心的役割を果たしてきた。こうしたシステムのもとでは、銀行と資金の主な借り手である大企業の間には融資取引が繰り返し行われることになり、その結果、両者の間にある種の長期的な取引関係が生まれたのは、自然なことであった。同時に、日本においては、銀行の株式保有が認められていたことから、銀行と大企業の関係は単に融資取引を通じてだけでなく、銀行による企業株式の保有（あるいは企業による銀行株式の保有）によっても両者の結びつきが強化されてきた。

この銀行と大企業の長期的な取引関係のうち、最もよく知られているものがメインバンク関係（大企業とその主取引銀行との関係）である。メインバンクは、通常、その企業への融資量、株式保有量が取引銀行の中で最大で、しばしば企業への役員の派遣を行っていることでも知られている。このメインバンクと企業の間には密接な長期的・継続的關係が結ばれ、企業はそのメインバンクをめったに変更することがないといわれてきた。そして、企業はメインバンクとの取引をとりわけ重要なものと考え、借入残高を維持したり手数料業務を集中したりしてメインバンクに様々なメリットを与えてきた。そのかわりにメインバンクは、企業の営業・財務活動に必要な情報を提供したり、また企業の短期的な資金不足には迅速に融資を行って企業の流動性をサポートしてきた。さらには、企業が何らかの理由で経営危機に陥ったときには、メインバンクは、金利の減免、債権放棄、他の銀行への協力の要請、役員の派遣、再建計画の遂行などを通じて、企業を救済するのが慣例であった。こうして企業とメインバンクは、いわゆる長い目で見た「もちつもたれつ」の關係にあり、その中でお互いのメリットを享受してきたとみられる。

ただ、一般的によく言われるのは、こうしたメインバンク関係は、主として日本の高度成長期とそれ以後（60、70年代）にみられたものであり、80年代以降はその関係が大きく変質しているということである。特に、80年代前半から始まった金融の自由化、国際化、ならびに80年代後半のエクイティファイナンスの隆盛は、企業の銀行借入依存を低下させ、それにつれて企業とメインバンクの関係もかつてに比べて希薄化したと主張されることが多い。こうした意見は、いわゆる「企業の銀行離れ」論、「企業のメインバンク離れ」論として、80年代以降現在に至るまで、新聞・雑誌等で何度も表現されてきた。さらに、ここ数年の間におこった日本の金融をとりまく大きな環境変化、例えば、銀行の不良債権問題の社会問題化、社債・新株発行市場の完全自由化、さらには今後の企業会計制度の変更（時価会計の導入）などは、日本の金融システムを銀行中心のものから、マーケットを中心にしたものへ大きく変化させるとの予測がなされている。そして、こうした変化の中で、銀行と大企業の関係も、長期的関係をもとにしたウエットな（あいまいなはっきりしない）ものからマーケットでの取引を通じたドライな（透明ではっきりした）ものに移行していく、あるいは移行すべきであるというのが、現在のメディアでの通説であろう。

この通説は、最近の社会的風潮（市場メカニズムの活用を推進する風潮）からして理解しやすいものであるが、近年の金融理論の展開と照らし合わせてみると、それは必ずしも説得的とは思われない。銀行と企業の長期的な取引関係は、日本だけに存在している特殊なものではなく、英語では *Banking Relationships* ^(註1) と呼ばれるように、（程度の差こそあれ）他国でも広範囲に観察されている。この現実を反映して、特に90年代以降 *Banking Relationships* の機能に関する理論的研究が行われてきている。そのいくつかは後で紹介するが、これらの研究はミクロ経済学の新潮流の不完備契約アプローチ（*Incomplete Contracts Approach*）を応用して分析を行っているのが特徴的な点である。そして、そこで得られている1つの興味深い結論は、「金融市場での競争は長期的取引関係の価値を必ずしも減ずるものではない、長期的関係は競争的な金融市場のもとでも生き残る可能性がある」というものである。この理論的帰結は、上記のメディアの通説（80年代以降の日本の金融市場の自由化・国際化、あるいは今後の金融システムの市場化が、銀行・企業関係を希薄化する）に疑問を投げかけるものである。

さらには、日本の大企業とそのメインバンクの関係を現実に観察しても、近年それが本

当に変化しているのかどうかは疑わしい。例えば、広田（1999）は、日本の大企業約 500 社について、メインバンクを変更した企業の割合を調べ、それが 80 年代の前半・後半、90 年代の前半・後半のいずれの 5 年間をとっても約 2 %程度であることを示している。そして、この結果から、メインバンク関係は 90 年代に入っても極めて安定的であると主張している。また、後に示すように、最近の新聞等をもみても、大企業とメインバンクの関係がかつてと大きく変わっていない（あるいは今後も大きく変わらない）ことを推測させるような記事が散見される。これらの現実観察からすると、日本のメインバンク関係（あるいは銀行と企業の長期的関係）が本当に変わっている（いく）のかについて、再検討する余地があるように思われる。ただその際には、現実のメインバンク関係のどの部分に焦点を当てるのか、あるいはメインバンク関係のこういった機能を対象として議論をするのかを明らかにした上で、考察を進めることが必要であろう。

こうした問題意識のもとに、本章では、日本における銀行と大企業の取引関係の現状を吟味し、その今後の姿に関して若干の考察を行うことにしたい。本章から得られる主な結論は、次のようなものである。まず、現時点において、日本の銀行と企業の関係（メインバンク関係）は、通説が主張するようには希薄化していない。また、今後もその関係は継続していくとみられる。これは、効率化した金融市場のもとでも、両者の長期的な関係が、暗黙のリスクシェアリング、高度な金融サービスの売買といった価値ある取引を支える役割を果たすと期待されるからである。ただ、こうした役割は銀行・企業関係のかつての機能（情報の非対称性の解消）とは異なるため、これまでに意味のあった銀行・企業関係であっても、上記の新しい役割をもたないものは今後淘汰されていくと考えられる。

本章の構成は、以下の通りである。まず、次節において、日本の銀行・企業関係に関する通説を紹介するとともに、その通説とは矛盾するいくつかの観察事実を提示する。3 節においては、Banking Relationships に関する最近の理論的展開を紹介することを通じて、今後の銀行・企業関係を考察する際の基礎となる見方を提示する。そして、4 節では、大蔵省財政金融研究所（現：大蔵省財務総合政策研究所）のプロジェクトにおける企業へのアンケート調査のうち、メインバンク関係に関わる部分の結果を吟味・考察する。さらに 5 節では、実際の日本の大企業の財務担当者ならびに銀行の融資企画担当者へのインタビュー調査の結果を紹介する。最後に 6 節では、本章の結論がまとめられる。

2. 日本の銀行・企業関係をめぐる最近の議論

(1) 通説

前に述べたようにメディアにおいては、「日本の銀行と大企業の関係は、最近急速に薄れつつある」というのが支配的な論調となっている。そして、企業にとっての銀行・メインバンクの存在感は大きく低下し、両者の長期的な関係はこれまでのような機能を失いつつあるといわれている。例えば、日本経済新聞2000年3月30日は、「... あいまいな取引関係を引きずる時代はすでに去り、銀行も企業も新しい取引関係の構築を迫られている」と論じている。

こうした通説が語られる際、その根拠となっているストーリーの主なものには、「直接金融へのシフト」「不良債権問題による銀行の体力低下」「金融検査マニュアルの導入」「銀行の再編」「コミットメントラインの急増」「株式持ち合いの解消の動き」などがある。以下では、これらのストーリーの内容を簡単に紹介しよう。

まず1つめの「直接金融へのシフト」は、ここ数年、債券・株式市場の規制緩和が進んだ結果^(注2)、企業の資金調達が銀行借入から直接金融にシフトし、企業金融における銀行の存在感が低下したというものである。例えば、日本経済新聞2000年5月12日は「企業が株式や社債などの発行で市場から資金を調達する直接金融が、銀行から借り入れる間接金融を上回った。(中略)企業の銀行離れが鮮明になっている」と述べている。

2つめの「不良債権問題による銀行の体力低下」も、90年代後半以降によく語られたストーリーである。不良債権問題によって体力が悪化した銀行には、「『メイン』、『準メイン』といった関係に配慮する余裕はもはやなく、自らの収益力向上を優先せざるを得ない」(日本経済新聞99年1月30日)。こうした銀行は企業の経営危機に際して救済の役割を十分に果たさないであろうから、メインバンクの1つの重要な機能が失われたとみるのである。

3つめの「金融検査マニュアルの導入」とは、金融監督庁による銀行検査が2000年1月から同マニュアルに基づいて実施され始めたことを指す。金融検査マニュアルに基づく検査では、不良債権の償却・引き当て状況がより厳しくチェックされるようになった。このことから、今後はメインバンクが経営危機企業を支援・救済することが従来に比べて困難になると報じられている。

4つめの「銀行の再編」は、昨年からの大手銀行の合併・統合の動きである。大手銀行の合併・統合によって、それぞれの銀行と企業との間に構築されてきた長期的な関係が崩れる可能性があるといわれる。例えば、99年8月の興銀・第一勧銀・富士銀の統合の際に、丸紅社長の辻亨氏は「銀行の再編が進めば、企業と金融機関との関係も米国のような合理性を重視したものに一段と近づくだらう」（日本経済新聞99年8月21日）とのコメントを残している。

5つ目の「コミットメントラインの急増」は、99年3月の特定融資枠契約法の施行によって日本でもコミットメントライン（融資枠契約）が法的に認められて以後、企業が流動性確保の手段としてそれを盛んに使い始めたことを指している^(註3)。かつては、企業の一時的な資金不足は、メインバンクからの暗黙の了解で融通してもらうのが慣行であったが、今やコミットメントラインを設定すれば、企業は明示的な契約を通じて流動性リスクをヘッジできる。したがって、コミットメントラインの急増は、メインバンクがこれまで果たしてきた「流動性サポート機能」の必要性を低下させるものと推測されている。

最後の「株式持ち合い解消の動き」は、近年、銀行と企業が持ち合い株式を盛んに売却しているというものである。銀行・企業の株式売却は、当初は両者の業績悪化を引き金にして生じたものであるが、最近では企業会計制度の時価会計への移行がその動きを加速しているといわれる。新しい会計制度のもとでは、2002年3月期から持ち合い株式が時価評価され、期末の株価水準によって株主資本が増減する。そのリスクを避けるために、銀行・企業は持ち合い株式の処分を推し進めていると報道されている。また、企業年金の時価評価も両者の株式売却を後押しするとの説もある。こうした持ち合い解消は、銀行・企業関係の絆を弱めるといわれている。

(2) 通説と矛盾するいくつかの観察事実

ただ一方で、最近の新聞には、上記の通説（銀行・企業関係の希薄化）とは矛盾する記事がいくつかあることも事実である。

1999年2月9日の日本経済新聞の「トップに聞く企業戦略」という欄で、伊藤園の本庄八郎社長は、記者の「経営効率を重視するなら、株式の持ち合いも見直すべきでないのか」という質問に対し、「前期は銀行株を中心に11億円の株式評価損が発生した。だが、業績が悪化した場合などに備えて、銀行との良好な関係を維持しておくことは重要だ」

と答えている。伊藤園は、茶葉・緑茶飲料の両分野でトップのシェアをもつ優良メーカーであり、99年4月期には営業利益が125億円、経常利益が117億円とともに過去最高を記録した^(注4)。このことからして、伊藤園は資本市場での調達が容易であると思われるが、それにもかかわらず銀行との関係を大事にしようとしていることが注目される。また、同じく伊藤園の会長、本庄正則氏は、米国人アナリストの「損する株をなぜもっているのか」という質問に対して、「(過去に) 助けてもらった銀行には恩がある。たとえ株価がゼロになっても売らない」と答えている(日本経済新聞99年2月23日、()内は筆者が補足)。また、ニチメン常務の吉永稔氏も「銀行からいつでも借りられるように株式を保有することは大切」(日本経済新聞98年12月25日)と述べている。

これらの大企業の経営陣の談話は、企業が今でもなお銀行・メインバンクに「不足の資金需要への対応」「いざというときの支援」を期待している(またそれを前提にした両者の長期的関係がある)ことを示唆すると考えられる。事実、最近でも、青木建設、兼松・ハザマ・熊谷組などが、経営危機に際して債権放棄等の銀行の支援を受けている。

なお、今後の銀行・企業関係の行方をみる上で非常に興味深い事例が、2000年9月の熊谷組へ支援をめぐる鹿島の対応である。2000年8月31日、熊谷組は住友銀行を中心とした銀行団に4500億円の債権放棄を要請するとともに、業界最大手の鹿島に支援を要請した。これに対して、鹿島の梅田社長は、熊谷組支援に鹿島のメリットを見いだすのはむずかしいと述べた上で、それでも支援への協力に乗り出すことを表明した。その理由は、「熊谷組が法的整理ということになれば影響が大きい。金融機関が債権放棄による再建を目指しているのにできる範囲での協力をする」というものであった(日本経済新聞2000年9月7日)。そして、専務級役員と幹部クラスの2人を熊谷組に派遣することになった(同9月14日)^(注5)。鹿島はなぜ自らのメリットがないのに熊谷組を支援したのか? それは、鹿島がメインバンクの住友銀行との関係を重視したからだといわれる。9月6日の日本経済新聞には「鹿島には住友銀からの支援打診をむげには断れない面がある。同行は鹿島にとって主力取引銀行で、鹿島が今後とも安定した経営を継続するには同行との友好関係を維持する必要がある」との記事があり、また「住友銀の意向を無視するのは当社の利益に反する」という鹿島役員の談話を載せている。この鹿島の例は、企業が今後もメインバンクとの良好な関係を維持したいと考えており、またそのためには単にその銀行との取引においてだけでなく、その他の様々な面でもコストを支払う覚悟があることを示し

ている。

さて前項で、昨年春からのコミットメントラインの導入が、メインバンクの流動性サポート機能の重要性を低下させるという説を紹介した。しかし、新聞記事を詳細にみても、この説も必ずしも正しいとはいえない。その理由は、企業がコミットメントラインの契約を結ぶ場合には、そのメインバンクを主幹事（あるいは取引の中心）としているのが実状であるからである。例えば、日本経済新聞の記事によると、①藤沢薬品が三和、東海など11行と（99年5月11日）、②富士通が第一勧銀を主幹事に計39の金融機関と、また海外では第一勧銀を共同幹事として計15の金融機関と（99年10月20日）、③大和証券グループ本社が住友銀行など15行と（2000年8月23日）、④オリックスが三和銀行などと（同）コミットメントラインを結んでいる。しかし、これらの銀行はいずれも各企業のメインバンクである。すなわち、コミットメントラインの導入後も、その取引がオンバランス（融資）からオフバランス（コミットメントライン）に変わったとはいえ、やはりメインバンクが企業の流動性をサポートする中心的存在であり続けているとみられる。

最後に、銀行・企業間の株式持ち合いの解消であるが、その動きは最近確かに加速している。例えば、銀行（都市銀行、長期信用銀行、地方銀行）の保有株式の1年間の売り越し額をみると、96年まではほとんどゼロだったが、97、98年はそれぞれ約1兆円、99年には約2兆円に達している（日本経済新聞98年12月25日、99年12月28日）。また、読売新聞99年11月19日は、今後5年以内に都市銀行と長期信用銀行が持ち合い株を6兆円売却する予定であると報じている。ただ、こうしたフローの変化は確かに人々の注目を集めるものの、ストックベースでみると株式持ち合いはまだまだ支配的であるといわざるを得ない。全国銀行財務諸表分析（全国銀行協会）を用いて、2000年3月期末の銀行（都市銀行、長期信用銀行、地方銀行）保有株式の残高を計算してみると、それは約37兆円であった。したがって、もし上記の読売新聞の記事通りに銀行の株式売却が進む（今後5年間で6兆円）としても、それは現保有株式のせいぜい2割弱（6兆円／37兆円）であり、まだ8割以上の株式は売却されずに銀行の手元に残ることになる。^(注6)

さらに、広田（1999）は、日本の主要企業約500社について、そのメインバンクが企業の株式をどれだけ保有しているか（メインバンク持株比率）を調査し、それが90年代を通じてほとんど変化していないことを示している。ちなみに数値を上げると、メインバンク持株比率のサンプル平均値は、90年3月末に4.09%であったものが、95年3月末は4.14%、

98年3月末も4.14%と横ばいである(ちなみに99年3月末も調査してみたところ、4.11%であった)。この結果からは、銀行と企業の持株関係については、これまで密接でなかった銀行と企業の間では持ち合いが崩れることがあるとしても、企業とそのメインバンク・あるいはコアバンク(メインバンクを中心にした数行の主な取引銀行)との間では、従来通りの密接な持ち合い関係が続くのではないかと推測される。

以上のように、最近の新聞記事(あるいはデータ)の中には、興味深いことに、日本の銀行と企業の密接な関係が今なお続いている(あるいは今後も続いていく)ことを予想させるものがある。このことは「今後、日本の銀行・企業関係は希薄化していく」というメディアの通説はナイーブに受け入れられるべきでなく、それが再検討されねばならないことを示唆する。銀行と企業の長期的な関係はなくなっていくのだろうか、それとも今後も残っていくのだろうか。この問いに答えるためにはまず、その関係にはいかなる機能があるのか、そしてその機能は金融市場の環境変化によってどう変わっていくのかを考察する必要がある。そこで次節では、90年代に発展したBanking Relationshipsの理論を紹介・吟味し、後の議論の1つの土台とすることにしたい。

3. 銀行と企業の長期的関係の機能

銀行・企業関係を分析したBanking Relationshipsの理論によれば、両者の間の長期的関係には(1)情報の非対称性の緩和、(2)暗黙の契約を通じたりスクシェアリング、(3)企業ニーズにあった金融サービスの提供、の3つの機能があるとされる。これらの機能を順に説明し、それぞれが今後の日本の金融市場において今後も必要とされるものかどうかを検討してみよう。

(1) 情報の非対称性の緩和

銀行・企業の長期的関係が、両者の間の情報の非対称性を緩和して企業の資金調達を容易にすることは、これまでしばしば指摘されてきた(例えば池尾(1985)、Boot(2000)などを参照)。一般に、資金の貸し手が借手審査するには、ある一定の固定費用がかかるのが普通である。したがって、1回きりの取引(スポット取引)だと審査がペイしない

可能性があるが、同じ相手と何度も取引が行われる場合には、貸し手は借り手の信用状態に関して詳しい情報を生産するインセンティブをもつ。また、銀行と企業が、長期間にわたって複数の取引（貸出、為替、決済、預金など）を行うと、銀行の側に企業に関する情報が自然に蓄積されることになる。こうして、銀行・企業の長期的な取引は、両者間の情報の非対称性を緩和し（いわゆるエージェンシーコストを引き下げ）、企業により有利な条件での資金調達を可能にする。

ただ、この Banking Relationships を通じた情報の非対称性の緩和は、（われわれが目する）銀行と大企業の関係においてよりも、銀行と中小企業の関係で顕著にみられるものであろう。一般に、大企業に関しては、メディアの報道や各種財務諸表によって、かなりの程度の情報が得られる。また、資本市場で資金調達を行っている企業に関しては、証券アナリストや格付け機関によってもその収益性や信用力が評価されている。さらに、会計制度の透明化、企業へのディスクロージャーの要請といった最近の流れからすると、大企業の財務・営業活動に関する情報は、今後よりいっそう広がっていくものとみられる。したがって、現在のあるいは今後の日本において、銀行・大企業の長期的関係は、貸し手と借り手の情報の非対称性の緩和という面からは、それほど大きな意味をもち続けるようには思えない。^(注7)

(2) 暗黙の契約を通じたリスクシェアリング

銀行・企業関係の2つめの機能としては、両者が暗黙の契約 (Implicit Contracts) を通じて金融取引にまつわるリスクを分担可能なことがあげられる。

企業は、その金融・財務面の活動において、金利や為替の変動リスク、流動性リスク、資金調達リスク、倒産リスクなど、様々なリスクに直面するのが通常である。そして、企業は何らかの方策によって、これらのリスクに対処しなければならない。

これらのリスクのうち、他の主体との明示的な契約 (Explicit Contracts) を結ぶことによってヘッジすることが可能なものもある。例えば、マクロ的な金利の動きや為替の変動に関しては、金利・為替の先物（あるいはオプション）契約を事前に結んでおくことによって、それによって生ずる損失をカバーすることができる。

ただ、現実の企業の金融・財務活動は、複雑かつ多面的である。したがって、上記のような明示的契約を結ぶことを通じてヘッジできるリスクは、企業活動に伴うリスク全体の

ほんの一部に限られると言わざるを得ない。

一般に、将来の取引に関する明示的な契約を結ぶためには、起こりうる状況が事前に予測可能であり、各状況ごとに両者の間でいかなる取引が行われるかが明文化されなければならない^(註8)。しかしながら、現実の企業の金融・財務活動においては、事前に全く予測できない事態がしばしば発生する。例えば、主要取引先からの支払いの遅延で資金繰りが苦しくなる、(今後導入される時価会計のもとでは)保有株式の減価で信用力が低下し資金調達の条件が悪化する、経営者の不祥事で信用を失い業績が大きく悪化する、在庫が蓄積して借入金の返済が困難になる、不良品の発生により倒産の危機に瀕する、突発的な金融危機が起こり資本市場が機能しなくなるなど、将来起こりうる事態はほぼ無限に考えられる。いうまでもなく、こうした無限の可能性を、前もって予測することは不可能である。また、仮にそのうちのいくつかの事態を予測できたとしても、それに対処する契約を1つ1つ結んでいてはそのコストは計り知れないものになる。

最近の経済学においては、契約の不完備性(不完備契約: Incomplete Contracts)という考え方をを用いて、制度、慣習、組織の分析を行うのが1つの大きな流れとなっている^(註9)。契約の不完備性とは「人間の認知能力からいって、全てのことをあらゆる可能性ごとに事前に明示的な契約によって定めることは不可能である」ことを指す。今われわれが問題にしている金融・財務面のリスクヘッジの契約に関しても、まさにこの契約の不完備性の考え方が当てはまる。つまり、明示的な契約だけでは、企業が現実直面する金融・財務リスクのごく一部しかヘッジすることはできない。

こうした現実のもとで、有益だと考えられるのが暗黙の契約(Implicit Contracts)である。暗黙の契約とは、両者の間に何ら明示的な契約はないものの、将来起こりうる事態にそれぞれがどのような対応をとるのが、暗黙のうちに共通理解になっている状態をいう。さらに、暗黙の契約のもとでは、事前には考えが及ばなかった事態(細かい事態や全くの突発的な事態)に関しては、その時々状況に応じて両者が柔軟に対応する。例えば、企業と銀行の間に「企業が銀行からお金を借りるかわりに、企業が困ったときには銀行が可能な範囲で助ける」という共通理解があれば、これもある種の暗黙の契約である。こうした暗黙の契約があれば、企業・銀行は事前にあらゆる事態を想定せずとも、またその事態ごとに細かな明示的な契約を結ばなくとも、より広い範囲のリスクを分担することができる。

ただ、暗黙の契約の最大の問題点は、それに法的な拘束力がないことである。したがって、事後的に（事態が生じた後に）事前の契約を守らない方が得になる側が契約を破ってしまう可能性がある。上の銀行と企業の暗黙の契約においては、銀行の側が「企業が危機に陥っても助けない」とか、企業の側が「経営状態が良くなると銀行から借りるのをやめる」などが、そうした契約破棄の行動にあたる。しかし、暗黙の契約は、あくまでも両者間の「暗黙」の合意であるから、それを破られたとしても裁判所に訴えることはできない。したがって、暗黙の契約が効力をもちその機能を発揮するためには、両方が自ら契約を守るような（self-enforcing）メカニズムがなければならない。

Allen and Gale (2000) は、銀行と企業の暗黙のリスク分担契約において、長期的な関係（long-term relationships）が、両者に契約を守らせるメカニズムとして働くと主張する。今、銀行と企業が、現在のみならず遠い将来にわたっても、暗黙のリスク分担契約を結ぶことを考えよう。この場合には、短期的には契約を破ることが有利な状況でも、そうすることは長期的に見て望ましいこととは限らない。なぜなら、契約を破るとその時点で相手との信頼関係が壊れてしまい、その後二度と同様の契約を結べなくなると考えられるからである。したがって、将来にわたって同じ相手との関係を維持する（暗黙の契約を続ける）ことの価値が、契約を破ることによって得られる一時的利得を上回る限りは、双方とも暗黙の契約を遵守することになる^(注10)。すなわち、銀行と企業の暗黙のリスク分担契約は両者の長期的な関係を通じてのみ効力をもちうる。これが Allen and Gale のメッセージである。

このことを主張するために、Allen and Gale は簡単な経済モデルを提示している。そこで興味深いことは、銀行と企業のリスク分担契約を、生じた事態に応じて一方から他方へ所得の移転が起こるものとして定式化している点である。例えば、銀行から企業への（企業から銀行への）所得移転の具体的な形としては、マーケット金利以下（以上）での貸出、企業の緊急時の流動性の供給（平常時の預金の集中）、オフバランス取引の手数料の割引（上乘せ）、企業の救済・支援（銀行の安定株主となる）など、様々なものが考えられる。また、事前には予測できなかった突発的な事態が生じたときには、そのときの状況にあった所得移転の方法が行われればよい。重要なことは、企業の状態が悪いとき（銀行の状態がいいとき）には銀行から企業にメリットが与えられ、企業の状態がいいとき（銀行の状態が悪いとき）には企業から銀行にメリットが与えられるということが、両者の長

期的な関係の中で互いの暗黙の了解となっており、またその期待が裏切られることがないということである。

2節の(2)で紹介したいくつかの新聞記事の内容は、以上のAllen and Galeのストーリーと整合的であるように思われる。例えば、伊藤園の本庄社長、ニチメンの吉永常務のコメントは、「企業が困ったときには銀行が支援する、そのかわりの1つの条件として企業は銀行の株式を手放さない」ということが、両者の長期的な関係において暗黙の了解になっていることを示唆している。また、鹿島の熊谷組支援は、鹿島にとっては事前には全く予想しなかったことであろうが、住友銀行の長期的関係の中で銀行が困っているのをそれを助ける行動をとった(銀行へのある種の所得移転を行った)ものとしてみることができると、銀行・企業の長期的関係は、暗黙のリスク分担契約を有効にするという点で、今後もその機能を持ち続けるように思われる。

(3) 企業ニーズにあった金融サービスの提供

Allen and Santomero (1998), Allen and Gale (2000), Scholtens and van Wensveen (2000)は、近年の金融市場の発展は、金融機関の機能を大きく変化させていると論じている。資本市場の効率性・透明性の上昇によって、これまで金融機関に求められた役割、すなわち取引コストの削減、情報の非対称性の解消は、かつてほど重要ではなくなりつつある。その一方で、デリバティブ等に代表される金融技術の高度化の中では、それを評価・利用するための専門知識・能力が必要となり、金融機関にはそのアドバイザー的役割や付加価値をもった商品の設計が求められている。各種情報の提供はもちろんのこと、運用・調達のパートフォリオ戦略、流動性・金利等のリスク管理、バランスシート管理、オフバランスを含めた仕組み証券の創造、などがそれらの例である。すなわち、現代の金融機関は、これまでの貯蓄・投資の仲介者から、それぞれの企業・消費者のニーズにあった金融サービスの供給者へとその重心をシフトしているというのが、Allen and Santomeroらの主張である。

もし彼らの主張が正しいのだとすると、こうした金融機関の役割の変化は、銀行と企業の長期的関係の機能にいかなる影響をあたえるのだろうか。資本市場の効率化によって、銀行の情報の非対称性の解消の役割が小さくなっているという点からは、銀行・企業関係にはかつてほどの価値がなくなっているように思えるかもしれない。しかし実は、銀行が

金融サービスの供給者という新しい役割を果たすためにも、銀行と企業の間には長期的な関係があることが重要になると考えられるのである。それは、以下の2つの理由による。

まず1つ目の理由として、銀行が各企業に価値を生む金融サービスを提供するためには、そもそも相手先企業のことをよく知る必要があることである。その企業が現在直面している状況（例えば、現金が不足している、本社ビルの売却を希望している、今後1年間に資金需要が発生する可能性がある、海外工場への重点投資を考えている、弱点部門がある）を知ってはじめて、その企業のニーズにあった金融サービス（例えば、売掛債権の流動化、本社ビルの証券化、コミットメントラインの締結、金利・為替のデリバティブ商品の提供、M&Aの提案）を供給できる。そして、こうした企業に関する詳しい情報は、銀行・企業の長期的関係から蓄積されることが多い。すなわち、銀行が企業との関係を通じて企業の状態を詳しく知ることは、貸出取引における情報の非対称性を解消するだけにとどまらず、企業にあった金融サービスを提供することを可能にするのである。^(註11)

もう1つの理由は、銀行・企業の長期的な関係が、銀行のモラルハザードを抑止する役割を果たすことである。銀行が企業に提供する金融サービスは、そもそも企業にその専門的な知識・能力がないからこそ価値があるものだといえる。しかし、このことは逆に、企業の側が銀行から提供されたサービスの質を評価するのが簡単ではないことを意味する。こうした状況では、銀行が劣悪な金融サービス（純現在価値が負の仕組み証券など）を供給する、あるいは自らの利害に基づいた商品（他の企業用に開発してその後キャンセルになった商品など）を販売するなどのモラルハザード的行動をとる可能性がある。そして、その可能性が排除されない限りは、企業の側も警戒して銀行の金融サービスを購入しなくなってしまうであろう。

銀行・企業関係は、この銀行のモラルハザードを抑止する点で大きな意味をもつと考えられる。なぜなら、銀行が企業との間に長期的な関係をもつ場合、銀行が劣悪な金融サービスを提供してそのことが後に明らかになれば、それ以後はその企業との取引がなくなってしまう（大切な顧客を失ってしまう）と考えられるからである。すなわち、現在の企業との取引を長期的に続けることの価値が、短期的なモラルハザードから得られるメリットを上回る限り、銀行は良質の金融サービスを供給しようとし続けるであろう。

つまり、銀行の専門的な知識・能力を生かした高度な金融サービスは、銀行・企業間の長期的取引の存在を通じて、その品質が保たれると考えられる。このことは、メディア等

の通説とは反して、銀行・企業関係の存在が最近の金融市場の効率化の流れと何ら矛盾せず、むしろそれが発展したマーケットと共存する可能性を示している (Allen and Gale (2000))。

4. 企業へのアンケート調査の結果

以上のように、Banking Relationships の理論によれば、発達した金融市場のもとでも銀行と企業の長期的な関係は、ある種の機能を果たし続ける可能性がある。そこで本節では、現在あるいは今後の日本において、銀行・企業関係、より具体的にいえばメインバンク関係がどうなっていくのかを、大企業へのアンケート調査の結果を使って考察してみよう。

以下に示すのは、大蔵省財政金融研究所（現：大蔵省財務総合政策研究所）で 99 年 11 月に行った「わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関するアンケート調査」の結果の一部である。このアンケート調査は、上場企業 2286 社、店頭登録企業 200 社の計 2486 社を対象に行われ、そのうちの 1219 社から回答が得られた（返信回答率 49.03%）。本節では、そのうちのメインバンクに関する質問、Ⅲ-1-⑥、Ⅲ-1-⑥-1、Ⅲ-1-⑥-2 の結果を考察する。

まず、質問Ⅲ-1-⑥と、それに対する回答の選択肢は、次のようなものである。

質問Ⅲ-1-⑥

「今後メインバンクからの資金調達は、どのようにされますか？」

(1) 強化する、(2) やや強化する、(3) 現行通り、(4) やや弱める、(5) 弱める、(6) その他
この質問に (1)~(5) の回答をした企業のうち、財務データがとれる企業（全 1098 社）を全体のサンプルとして、それぞれの選択肢を回答した企業の割合を示したのが [図表 2-1] の一番上のグラフである。

これをみると「(1) 強化する」を選んだ企業は全体の 5.2%、「(2) やや強化する」は 8.4%、「(3) 現行通り」は 68.7%、「(4) やや弱める」は 13.6%、「(5) 弱める」が 4.2%である。すなわち、全体の 7 割弱の企業が「(3) 現行通り」と答えており、次に多いのが「(4) やや弱める」、続いて「(2) やや強化する」「(1) 強化する」「(5) 弱める」の順になってい

る。ここで興味深いことは、(1) (2) (3) (強化する、やや強化する、現行通り) を選択した企業の割合が全体の8割を越えていることである ($5.2 + 8.4 + 68.7 = 82.3\%$)。つまり、大部分の日本企業は、今後もメインバンクとの関係を弱めようとは思っていない。さらに、この結果が企業の規模によって異なるかどうかをみるために、回答企業をその総資産額で3つに分けたものが、[図表2-1] の下の3つのグラフである。これをみると、上記の結果は、企業の規模によっては大きく変わらないことがわかる。例えば、総資産1000億円以上の大規模企業群では、「(4) やや弱める」を回答した企業の割合が他の2つの企業群よりも若干多いが (15.4%)、それでも (1) (2) (3) (強化する、やや強化する、現行通り) を回答した企業の割合はほぼ8割に達している。^(注12)

次にこの質問に対する回答が、企業の財務状態によって変わってくるかどうかをみてみよう。そこで、[図表2-1] のサンプルのうち、格付投資情報センター (R&I) の格付けのデータ (99年3月末) が取れる255社を、その格付けによって4つの企業群 (BB以下、BBB、A、AA以上) に分類した。そして、企業群ごとにそれぞれの選択肢を回答した企業の割合をグラフにしたのが、[図表2-2] である。この [図表2-2] をみると、財務状態 (格付け) のいい企業ほどメインバンクからの調達を弱める傾向があることがわかる。例えば「(4) やや弱める」「(5) 弱める」を選んだ企業の割合は、格付けBB以下の企業群では16.0%であるが、格付けがAA以上の企業群になるとそれは24.1% ($20.7 + 3.4$) に達する。これは、格付けが高いほど資本市場での有利な調達が可能なことを考えると当然の結果であろう。しかし、同時に注意すべきことは、そのAA以上の企業群でさえ「(3) 現行通り」と回答している企業が全体の75.9%を占めていることである。つまり、財務状態が最も良好な企業、したがって資本市場へのアクセスが容易で当面の経営危機の心配のない優良企業でさえ、その多くがメインバンクとの関係をキープしようとしているのである。

さてそれでは、現時点で企業はメインバンクにどのような役割を求めているのか？ これを探ろうとするのが質問Ⅲ-1-⑥-1である。

質問Ⅲ-1-⑥-1

「(質問Ⅲ-1-⑥で) 「現行通り」または「強化する」「やや強化する」を選んだ企業にお聞きします。理由は何ですか？ 2つまでお答え下さい」

- (1) 不測の資金需要に応じてくれるので

- (2) 日々の営業斡旋に係る付帯的サービス・取引や情報等を提供してくれるので
- (3) 戦略的・敵対的買収から守ってくれるので
- (4) 経営危機の際に、救済してくれると思うので
- (5) 資金調達コストが安いので
- (6) 財務部門等に人材派遣をしてくれるので
- (7) その他
- (8) わからない

この質問には、前の質問Ⅲ-1-⑥で(1)(2)(3)を選んだ企業903社のうち824社が回答した。〔図表2-3〕には、各選択肢を選んだ企業の割合が表されている。一番回答の多かったのは「(1) 不測の資金需要に応じてくれるので」で、全体の約7割(70.8%)の企業がこれを選んでいる。次に約半数(50.2%)の企業が「(2) 日々の営業斡旋に係る付帯的サービス・取引や情報等を提供してくれるので」を回答し、以下「(5) 資金調達コストが安いので」(20.5%)、「(4) 経営危機の際に、救済してくれると思うので」(18.6%)と続く。このことから、企業がメインバンクとの関係を維持する主な2つの理由は、メインに「何かあったときの流動性の供給」と「サービス・情報の提供」を期待しているからということになる。この結果は、前節で指摘した銀行・企業関係の機能「暗黙の契約を通じたリスクシェアリング」「企業ニーズにあったサービスの提供」が、実際に日本のメインバンク関係に求められていることを示唆する。

さらに、回答企業を規模別、格付け別に分け、上記の質問の回答を比較したのが〔図表2-4〕〔図表2-5〕である。まず〔図表2-4〕は、規模別の回答結果である。これをみると、小・中・大のいずれの企業群においても「(1) 不測の資金需要」を回答した企業が最も多い。大規模企業群(総資産1000億円以上)では、この(1)を回答した企業の割合が73.5%に達している。また「(2) サービス・情報の提供」を選んだ企業の割合は、中規模企業群と大規模企業群で高くなっている。さらに、「(5) 低い資金調達コスト」に関しては、規模の小さい企業群ほどより多く回答していることがわかる。これは、企業規模が小さいほど情報の非対称性が大きく、メインバンクの情報生産を通じた調達コストの低下に期待していることを表していると考えられる。最後に「(4) 経営危機の際の救済」を選んだ企業の割合は、大規模企業群で他の企業群よりも大きくなっている(20.4%)。

次に〔図表2-5〕は、各企業の格付けでサンプルを4つの企業群を分けた結果である。

この図表をみてまず気付くことは、財務状態（格付け）がいい企業ほど「(1) 不測の資金需要」を回答する企業が少ないことである。これは優良企業ほど資本市場での迅速な資金調達が可能であることを反映しているとみられる。そして、最優良企業群（格付け AA 以上）で最も回答が多かったのは「(2) サービス・情報の提供」である。また、「(4) 経営危機の際の救済」を回答した企業の割合は、4つの企業群でいずれも約 16～17%である。ここで、最優良企業群（AA 以上）でも他の企業群とほぼ同じ数字になっていることは興味深い。さきほどの [図表 2-4] の結果とあわせると、大企業や優良企業でも、他の企業と同様に、メインバンクの「いざというときの救済」機能を期待していることがわかる。この機能は、「何かあったときの流動性の供給」機能とともに、（前節で説明した）銀行と企業の「暗黙の契約を通じたリスクシェアリング」の重要な要素となっているとみられる。最後に「(5) 低い資金調達コスト」は、やはり格付けの低い企業で回答が多くなっている。このことは、企業の財務状態が悪化したときにも、メインバンクからの借入においては、金利がそれほど引き上げられないこと（これもある種の暗黙のリスクシェアリング）を示していると考えられる。

さてそれでは、前の質問Ⅲ-1-⑥で、メインバンクからの資金調達を弱めると回答した企業について、その理由をみてみよう。Ⅲ-1-⑥で、今後メインバンクからの資金調達を「(4) やや弱める」あるいは「(5) 弱める」と回答した企業に尋ねた質問が、次のⅢ-1-⑥-2である。

質問Ⅲ-1-⑥-2

「（質問Ⅲ-1-⑥で）「弱める」「やや弱める」を選んだ企業にお聞きします。理由は何ですか？ 2つまでお答え下さい」

- (1) 株式・債券市場での調達が容易になるので
- (2) メインバンクの経営不安が自社株価に影響するので
- (3) 経営に介入されたくないの
- (4) メインバンクを中心にしたグループ・系列にとらわれない企業活動を望んでいるので
- (5) 負債比率をこれ以上高めてしまうと、格付けを下げってしまう可能性があるの
- (6) 事業資金をできるだけ内部留保で賄う体質を目指しているの
- (7) その他

(8) わからない

この質問には、質問Ⅲ－１－⑥で(4)(5)を選んだ企業195社のうち181社が回答した。それぞれの選択肢に回答した企業の割合が[図表2－6]に表されている。これをみると、一番企業の回答が多かったのは「(6) 事業資金をできるだけ内部留保で賄う体質を目指しているの」(55.2%)、次が「(1) 株式・債券市場での調達が可能になるの」(48.1%)である。つまり、内部資金の多い企業ほど、また資本市場での調達が可能な企業ほどメインバンクに頼らないということである。このストーリーは、1節で紹介したように、メディア等で「企業の銀行離れ」論、「企業のメインバンク離れ」論としてよく報じられるものである。[図表2－6]の結果は、今後メインバンクとの関係を弱める企業に関しては、この通説が確かに当てはまっていることを示している。

しかし重要なことは、日本の大企業の大部分が、この通説が示唆するようには動いていない、すなわちメインバンク離れをおこしているわけではないということである。先に[図表2－1]でみたように、今回のアンケート回答企業の約8割が「メインバンクとの関係を現状維持、ないし強める」と答えている。その理由は、最近のBank Relationshipsの理論が教えるように、大企業がメインバンク関係に「暗黙の契約を通じたりスクシェアリング」「ニーズにあった金融サービスの提供」を求めているからだと考えられる。このことは、日本においては(その形こそ変化しても)企業とメインバンク(銀行)の関係が今後も重要であり続けることを示唆していると思われる。

5. 銀行・企業へのインタビューの結果

かつて筆者は、現実の金融界における銀行・企業関係の動向を探るために、97年1～6月、99年2～3月に、企業の財務担当者、銀行の融資担当者へのインタビュー調査を行ったことがある。そのときのインタビュー結果は、広田(1998)(1999)にまとめられているが、そこでの基本的な結論は「日本の銀行・企業関係(あるいはメインバンク関係)は今後もまだまだ続く」というものであった。ただ、前回(99年2～3月)の調査から約1年半が経過し、その間の金融環境には無視できない変化が生じている。そこで、この新しい金融環境のもとで、銀行・企業関係の現状はどうなっているのか、また今後いかなる方

向に向かうのかということに関して何らかの知見を得るために、2000年9月に企業の財務担当者2名（上場電機メーカー財務担当者D氏、上場素材メーカー財務担当者B氏）と銀行の融資企画部勤務者1名（都銀融資企画部勤務者T氏）にインタビュー調査を行った。なお参考までに付け加えると、このうち上場電機メーカー財務担当者D氏、上場素材メーカー財務担当者B氏は、前回のインタビュー調査（99年2～3月、広田（1999）参照）でも協力をお願いした方である^(注13)。

以下では、そのインタビュー調査の結果を示すことにしたい。なお、インタビューの内容は多岐にわたったが、紙幅の関係上、次の3つの質問に対する答えとなる部分だけをまとめて紹介する。

【質問1】現在の日本において、大企業が銀行に求める役割は何でしょうか。

（答え）上場電機メーカー財務担当者D氏

「直接金融化・グローバル化の流れのもとでは、伝統的なローンはあまりいらぬ。銀行の役割は、オフバランス（特にコミットメントライン）での流動性の供給が中心となる。さらに、銀行からは、様々なアドバイス、ビジネスの提案（M&A、バランスシートのスリム化、資産・債権の流動化といった仕組み金融など）などが欲しい。そして、以上の役割はわれわれの業績が良好なときに求めるものだが、それと同時にやはり「いざという時」に力になってもらうことを期待している。企業にはいつ経営の母体を揺るがすような事態、企業の存続が危ぶまれるような事態が起こるかわからない。それは最近のそごう、雪印、熊谷組の例からもわかる。また、そこまでいかなくとも、マーケットでは格付け・業績がある一定水準以下に落ちると調達ができなくなる。さらには、1～2年前のように金融システム全体が機能麻痺をおこすようなこともある。こういった緊急の事態で、傘を貸してくれるか、その打開策を提案してくれるかとなると、やはり銀行との日頃からの密接なつきあいが必要となる」

（答え）上場素材メーカー財務担当者B氏

「流動性の保証、とくにコミットメントラインの供給である。あとは情報である。銀行産業というのは実は情報産業である。銀行は業界内の情報、経済・マクロ情報、新しい金融手法の情報などをもっている。われわれが何かを調べたいときは、取引銀行の中でその内容に詳しそうな銀行の調査部に聞くことが多い。また、銀行の方からも、金融情報を生か

した債権の流動化などの新金融サービスの売り込みがある」

(答え) 都銀融資企画部勤務者T氏

「ずばり情報である。銀行は、金利・為替・デリバティブなどの金融情報、不動産等の情報、取引先の情報、海外進出のノウハウ、また業界・マクロ情報をもっている。企業はこれらの情報提供、アドバイスを欲しがっている」

**[質問2] 現在、銀行と企業の関係、あるいはメインバンク関係はどうなっていますか。
またそれは今後、変化していくのでしょうか。**

(答え) 上場電機メーカー財務担当者D氏

「いざというとき」のために、銀行を絞り込んで数行を「メイン」「コア」と言う形で、それらと深くコミットメントを意識しあっている。これらの銀行とは年に1回ミーティングを行って、1年間の取引を review する（あの提案は良かった悪かったなどと意見を交換する）場を設けて、お互いのニーズを確認しあっている。こうしたつきあいによって、特にメインはわが社の活動・ニーズを深く理解していると感じることがある。また、契約ではないが、いざというときは助けてくれるだろうという期待がある。さらに、メイン・コアとの関係が薄いと、財務状態が悪化したときに格付けの下落り方も大きくなる。つまり、メイン・コアとの関係は、契約によらない保険としての機能を果たしているという感じである。

ただそうはいつでも、どんなメイン・コアでも OK というわけではない。いざというときに頼りになるのかならないのか、さらには自分たちの要求する情報・サービスを提供してくれるのかといったところが、関係を維持するにあたっては重要なポイントとなる。また、メイン1行とのみ深いつきあいをするのではなく、他にコアとして数行とつきあうのは、1つに頼り切るリスクを避けるためと、銀行間に競争原理を働かせるためである」

(答え) 上場素材メーカー財務担当者B氏

「現在、数行とコアバンクとしてつきあっている。決済業務はそのうちの都銀にたのみ、投資銀行的な業務はそのうちの長信銀にたのんでいる。その中でも特に都銀のX行と長信銀のY行との関係は大事にしたい。いろいろ金融の企画を考えても、決済・短期のことならX行に、証券・デリバティブ等のことならY行にたのもうかということになる。それは

「いざというとき」のためもあるが、やはりいつもつきあっているから当社のことをよく知ってくれているのが大きい。メインの「いざというとき」の救済機能に関しては、今後はどうしようもない企業でも助けるといったことは期待できない。株主代表訴訟制度がある限り、銀行が変な企業を助けると株主に訴えられるだろう」

(答え) 都銀融資企画部勤務者 T氏

「企業でも財務体質のいいところは、メインとの関係を弱めていこう。しかし、いざというときのために、企業はメインを1行はもっておきたいと考えるだろう。そして、企業とメインの関係には、やはり与信取引(貸し借り、コミットメントライン)があることが必要である。そうでないと、企業の情報(企業の業績、将来性、役員等に関する内部情報)が入ってこない。また、メインの流動性供給機能は重要である。なぜなら、メインがその額を貸す、その額のコミットメントラインを供給するというのが情報となって、他の銀行がそれに追従するからである。

ただ、これからは、銀行の側も単にメインだからというのではなく、サービスの中身で勝負しなければならない。これまでは、どこの銀行も同じことをしていたので、企業の側もどうせ頼むのならメインに頼んでおこうかという感じがあった。これからの時代はそうはいかない。また逆に、銀行の側に果たしてメインになるメリットがあるのかどうかということも問題になる。日常のサービスでは他行と同じように競争して、企業が危なくなっただけには助けないといけないというのでは、銀行としては割に合わない。

さらにメイン自身の信用力も問題である。最近、信用力の落ちたZ銀行をメインにしている企業が、わが行との関係を強化しようとしている。信用力のないメインは企業に見捨てられるということである」

[質問3] 近年の金融環境の変化(不良債権問題、金融機関の合併・統合、銀行検査方法の変化、時価会計への移行など)は、銀行と企業の関係(あるいはメインバンク関係)に何らかの影響を与えているでしょうか。

(答え) 上場電機メーカー財務担当者 D氏

「金融機関の合併、統合は、銀行と企業関係を金融グループと企業関係という方向に変えていく可能性がある。例えば1つのM&Aの案件について、そのアドバイス、相手企業のプライシング、資金調達、シンジケーション、通貨・外為リスクのヘッジなどに関し

て、1つの金融グループとしてどの程度のサービスを出せるかが勝負になってくる。

また、時価会計への移行は、株式持ち合いの程度を減少させるだろう。ただしそれはゼロにはならない。なぜなら、議決権をコントロールするためには、やはり安定株主が必要だからである」

(答え) 上場素材メーカー財務担当者B氏

「最近の大銀行の統合の動きにはとまどっている。銀行がなんでもやった(デパートのような)かつての時代から、それぞれの専門性を生かした業務に特化していくのが最近の流れかと思って、われわれも業務ごとに銀行・企業関係を築いてきた。しかし、今回の合併・統合で、銀行はまたデパートに逆戻りするようだ。この動きのもとで銀行とどのような関係をもっていくのか思案中である。また、合併・統合後は、かつての銀行・企業関係を支えていた人と人との結びつきが薄まっていく可能性がある。

あと、時価会計のもとでは、持ち合いは当然解消の傾向である。時価会計のもとでは、株式保有先の倒産等で当社の財務バランスが突然くずれる可能性がある。そんなことがおこると、なぜそんな株をもっていたのかと株主総会で責任追及されることになろう。また最近、株の益出シクロス取引の損益計上が禁止されたことも^(註14)、持ち合いの解消傾向を強めるだろう」

(答え) 都銀融資企画部勤務者T氏

「金融検査マニュアルに基づいたより厳しい銀行検査が行われるようになったが、そのことによって、メインバンクの「いざというときの救済」の役割が変わったとは思えない。銀行が企業を助ける、助けないの決定には、そのときの利益以外の目には見えない慣習が大きくかかわってくる。

近年の不良債権問題や銀行検査方法の変更で、銀行のリスク管理が以前より厳しくなったことは確かである。わか行でもここ2~3年は、信用リスクの計量化チームを作り、また企業ごとに行内格付けに応じてとるべき貸出金利を計算している。しかし、この「とるべき貸出金利」が実際の貸出金利になるわけではない。現実には、審査部が個々の案件をみて、行内格付けだけでなく他の様々な微妙な要因を考慮して貸出金利を決める。したがって、行内格付けでいうと1%のスプレッドをとるべきところが、現実には0.2%くらいになっている。ただ、実際の金利に与える影響は大きくないとしても、最近のリスク管理重視の流れで、企業ごとの信用度の色分けが明らかになったことだけは確かである。

また、時価会計への移行で、持ち合いは減っていく。株式保有にはリスクがあるし、投資として収益を生まない株式はお互いに減らしていくことになる」

以上が3氏へのインタビュー結果である。このインタビュー内容からは、大きく分けて3つのことがいえる。

まず第1に、日本の銀行・企業関係（メインバンク関係）は、現在も依然として維持されている（また今後も維持されるだろう）ということである。少なくとも3氏のインタビュー結果からは、金融環境が大きく変化した今日においても、企業は銀行（メインバンク）に流動性の供給、いざというときの救済、情報・サービスの提供等の役割を期待しており、そして銀行の側もそれを認識している。このことは、3節のBanking Relationshipsの理論や4節の企業へのアンケート調査の結果と整合的である。

ただ、その一方で、これまでの日本の金融にみられた「どんなメインバンクでもOK」という時代はもう終わったともいえる。銀行・企業関係（あるいはメインバンク関係）が存続していくためには、銀行がその経済的機能を果たせることが条件となる。そのために銀行の側には、企業のニーズにあった情報・サービスを提供する能力、また企業のリスクを分担するための高い信用力が求められる。そしてその点をめぐって、現在、銀行同士の（より現実的にはコアバンク同士の）競争が生じていると考えられる。すなわち、銀行・企業関係は、今だなお存在意義をもつものの、そこには「いい関係は残り、悪い関係はなくなる」という適者生存の法則が働いていくことになるだろう。

最後に、銀行・企業間の株式の持ち合いについては、今後解消の傾向が続くというのが3氏の共通した見方であった。ただ、それがどこまで進むのかについては、今回のインタビューでは明らかにできなかった。

6. おわりに

近年の金融環境の変化は、日本の金融システムの特徴といわれる「銀行と企業の長期的な関係」（あるいはメインバンク関係）を希薄化し、金融取引を銀行中心のものからマーケット中心のものへとシフトさせていくといわれている。本章では、このメディア等の通

説が現実に妥当しているのかどうかをいくつかの角度から再検討した。そして、そのための考察材料として、最近のいくつかの新聞記事、Banking Relationships の理論、大企業へのアンケート調査、銀行・企業へのインタビュー調査の結果を提示した。それによって得られた結論は、以下のようなものである。

まず第1に、日本の銀行・企業関係は（通説が主張するようには）希薄化していないということである。また、日本の多くの大企業は、今後もなお銀行（メインバンク）との関係を保持しようとしている。これは、企業が銀行（メインバンク）に、流動性の供給、情報・サービスの提供、「いざというときの救済」の機能を期待しているからである。そして、Banking Relationships の理論からすれば、銀行がこうした機能を効率的に果たすためには、企業との長期的な関係は今後も重要になると考えられる。

第2に、そうはいつでも、今後の銀行と企業の関係（メインバンク関係）は、かつてのそれとはかなり異なったものとなると予想される。そこでは、融資はそれほど重要ではなく、コミットメントライン・債権の流動化などの新しい金融サービスの供給、様々な情報の提供、リスク分担等が主な機能になると推察される。そして、これらの面で、銀行と企業に相互のメリットがない場合には、両者間にこれまでの長いつきあいがあったとしても、その関係を継続していくのは難しいとみられる。すなわち、効率的金融市場のもとでも、銀行と企業の長期的関係は必要であるが、それは経済的機能を実質的に果たすものだけが生き残るということになるだろう。

(脚注)

* 本章の分析に用いた企業へのアンケート調査は、大蔵省財政金融研究所（現：大蔵省財務総合政策研究所）の「わが国企業のファイナンスシステムとコーポレートガバナンスに関する研究プロジェクト」において実施されたものである。対象企業のアンケート結果と財務データを利用させていただいたことに関して、大蔵省財務総合政策研究所の増子信研究員、大村敬一特別研究官（早稲田大学教授）をはじめ、他のプロジェクトメンバーに対して感謝の意を表したい。また6名の実務家の方はインタビュー調査に快く応じて下さった。さらに、日米金融システム研究会のメンバー、龍谷大学社会科学研究所の皆さん、河村耕平氏（早稲田大学大学院）には、本章の内容について大変有益な議論をしていただいた。これらの方々に記して感謝したい。

- (1) Lending Relationships, Relationship Banking, Relationship Lending と呼ばれることもある。
- (2) 例えば、96年1月の適債基準の撤廃、同年4月の時価発行増資規制の撤廃。
- (3) ただ、2000年3月末の時点で大手十行（都銀九行と興銀）が設定したコミットメントラインの残高は4兆8千億円であり、これはまた十行の貸出残高263兆7千億円の1.8%にすぎない。
- (4) なお2000年4月期には、営業利益138億円、経常利益133億円と前年の記録をまた更新している。
- (5) ただ、同じく要請された熊谷組への資本参加については、「出資は経営責任を持つことにつながり、鹿島の株主に説明がつかない」（鹿島梅田社長）として見送っている（日本経済新聞9月7日）。
- (6) さらには、仮に銀行・企業間の株式持ち合いの解消が進んだとしても、それが企業年金の積み立て不足の穴埋めのためなら、両者の関係の希薄化にはつながらない。最近認められた新制度のもとでは、企業が保有株式を信託銀行経由で企業年金に拠出した場合（退職給付信託）には、その株式の議決権は信託銀行に移るが、株主総会での議決権行使の際に企業が信託銀行に賛成、反対などを指図することができる。したがって、企業は、保有株式を年金に拠出した後にも（表面的には持ち合いを解消した後にも）相手先企業に引き続き影響力を行使することができる。日本経済新聞2000年7月27日の記事は、この「退職給付信託」の利用企業が主要上場企業の3社に1社に広がっていると報道し、次のようなコメントを残している。

「株式の持ち合い解消が進んでいるが、企業には取引や利害関係から売却しにくい保有株式もあり、銀行株などのこうした株式を（退職給付信託で）拠出するケースが多い模様だ」（（ ）内は筆者が補足）。

- (7) ただ、大企業に関する情報についても、銀行・企業関係が公開情報以上のものを生み出す可能性があることは言及しておく必要がある。例えば、James (1987), Lummer and McConnell (1989) は、銀行が大企業に貸出を行う（あるいは貸出を更新する）という情報が、その大企業の株価に正のインパクトを与えることを実証している。
- (8) 将来に関する契約が結ばれるためには、さらにもう1つの条件、「将来起こった事態が第三者に立証可能 (verifiable) である」が必要である。この条件が満たされないと、将来契約を守らなかった主体に契約違反のペナルティを課すことができない。
- (9) Milgrom and Roberts (1992), 柳川 (2000) などを参照。また、この考え方から金融契約を考察したものとしては、Hart (1995) がある。
- (10) 「長期的関係のもとでは暗黙の契約が守られる」という結論は、財市場、労働市場の分析においてもみられる。例えば、Klein and Leffler (1981) は、競争的な財市場において、企業が品質の高い商品を生産し続けるのは、企業と消費者の間の（品質に関する）暗黙の契約があり、企業がそれを破ると消費者との長期的な関係（顧客）を失うからだとしている。また Kreps (1990) は、企業と従業員（あるいは取引先）の間にも暗黙の契約があることを指摘し、その内容を「企業文化 (Corporate Culture)」として解釈している。
- (11) この点に関して、興銀の西村頭取は「手数料稼ぎの一発勝負の外資系と日本企業を知り尽くしている興銀との差は歴然とある」と投資銀行業務における興銀の優位性を強調している（日本経済新聞99年5月9日）。
- (12) 参考までに、93年1月の富士総合研究所 (1993) のアンケート（上場、店頭、非公開企業の1131社対象）には、「今後メインバンクの必要性を感じますか」という質問がある。この質問に「感じる」と回答した企業の割合は88.8%となっている。この数字は、われわれの質問 III-1-⑥ に (1)~(3) を回答した企業の割合 (82.3%) より高く、(1)~(4) を回答した企業の割合 (95.9%) より低い。この結果からは、日本企業のメインバンクに対する意識が、富士総合研究所のアンケートの時点 (93年) と現時点とで変わっているかにどうかについて、はっきりしたことは言えない。

(13) ただ今回は、D氏には2名の部下の方が、B氏にも1名の部下の方が同席して下さった。以下本文中で紹介するD氏、B氏の意見には、これらの部下の方の意見が一部含まれている。

(14) 日本経済新聞2000年9月9日の記事を参照。

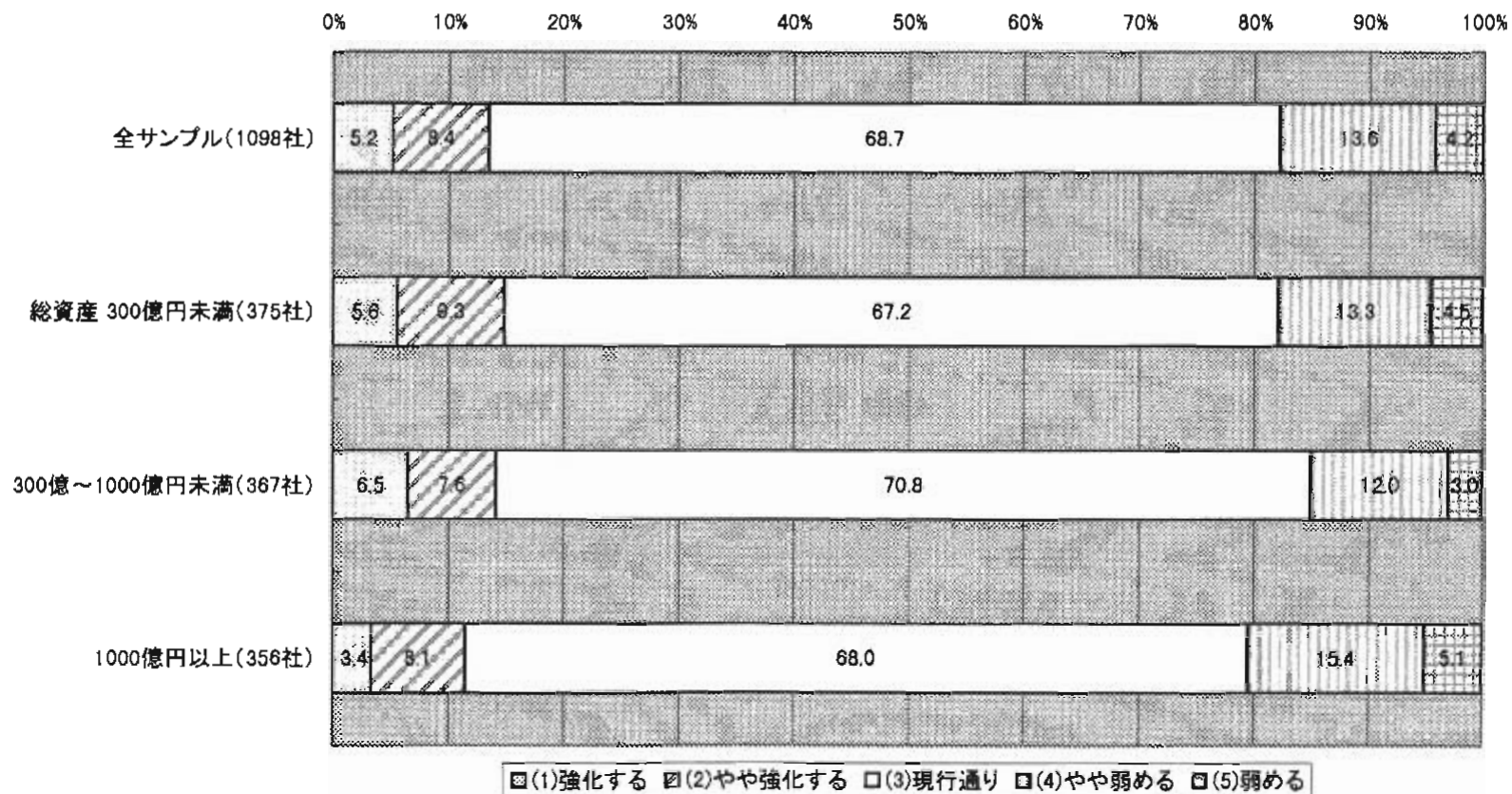
<参考文献>

- [1] 池尾和人(1985)『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社。
- [2] 広田真一(1998)「企業財務戦略と金融機関との関係」黒田見生他編『企業財務戦略ピクバン』東洋経済新報社、第2章所収。
- [3] 広田真一(1999)「銀行中心の金融システムは変化していくのか? : インタビュー結果を中心にした考察」『早稲田商学』第383号、1999年12月、pp. 143-168。
- [4] 富士総合研究所(1993)『「メインバンク・システムおよび株式持ち合い」についての調査報告書』。
- [5] 柳川範之(2000)『契約と組織の経済学』東洋経済新報社。
- [6] Allen, F. and D. Gale(2000), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, Cambridge Massachusetts.
- [7] Allen, F. and A. M. Santomero(1998), "The Theory of Financial Intermediation", *Journal of Banking and Finance* 21, pp. 1461-1485.
- [8] Boot, A. W.(2000), "Relationship Banking: What Do We Know?", *Journal of Financial Intermediation* 9, pp. 7-25.
- [9] Hart, O.(1995), *Firms, Contracts and Financial Structure*, Clarendon Press, Oxford.
- [10] James, C.(1987), "Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans", *Journal of Financial Economics* 19, pp. 217-235.
- [11] Klein, B. and K. B. Leffler(1981), "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance", *Journal of Political Economy* 89, pp. 615-641.
- [12] Kreps, D. M.(1990), "Corporate Culture and Economic Theory", in: Alt, J. E. and K. A. Shepsle (eds.), *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press.
- [13] Lummer, S. and J. McConnell(1989), "Further Evidence on the Bank Lending Process and the Reaction of the Capital Market to Bank Loan Agreements", *Journal of Financial Economics* 25, pp. 99-122.
- [14] Milgrom, P. and J. Roberts(1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall, New Jersey.

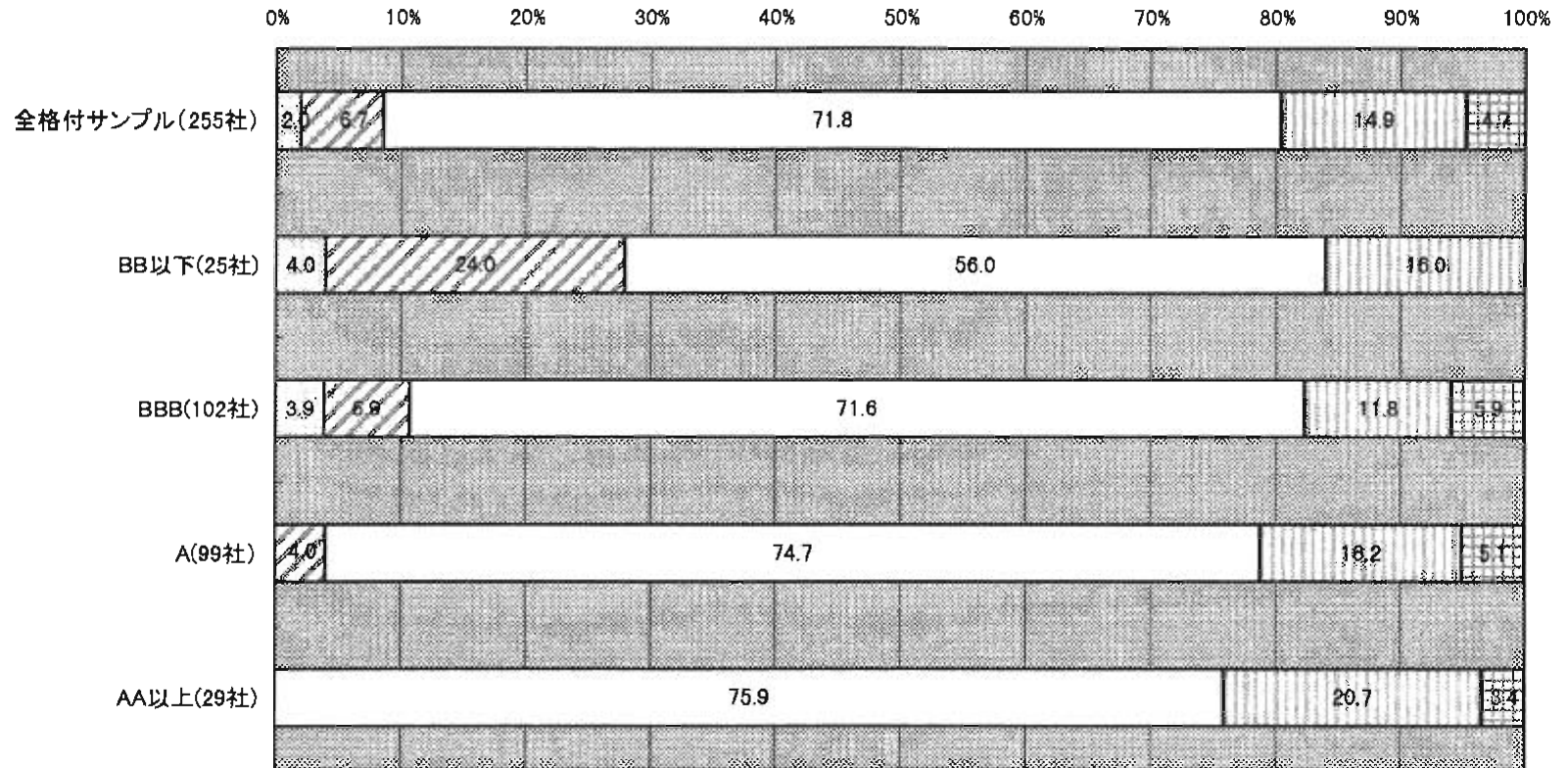
(奥野正寛他訳『組織の経済学』NTT出版、1997年)

- [15] Scholtens, S. and D. van Wensveen (2000), "A Critique on the Theory of Financial Intermediation", *Journal of Banking and Finance* 24, pp. 1243-1251.

[図表2-1] 今後メインバンクからの資金調達はどのようにされますか？
 (数字は全体に占める割合：%)



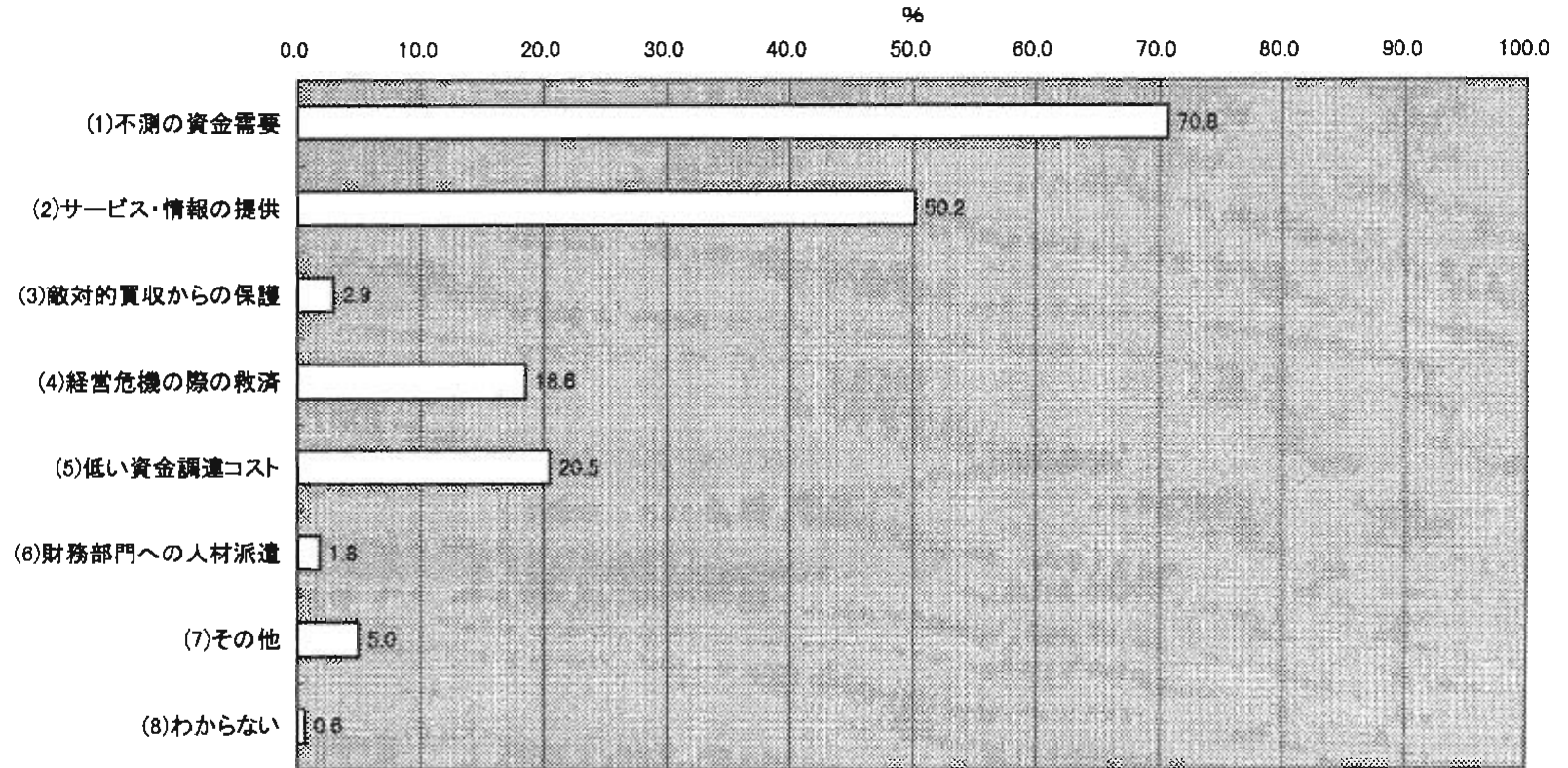
[図表2-2] 今後メインバンクからの資金調達はどうにされますか？
 (数字は全体に占める割合：%)



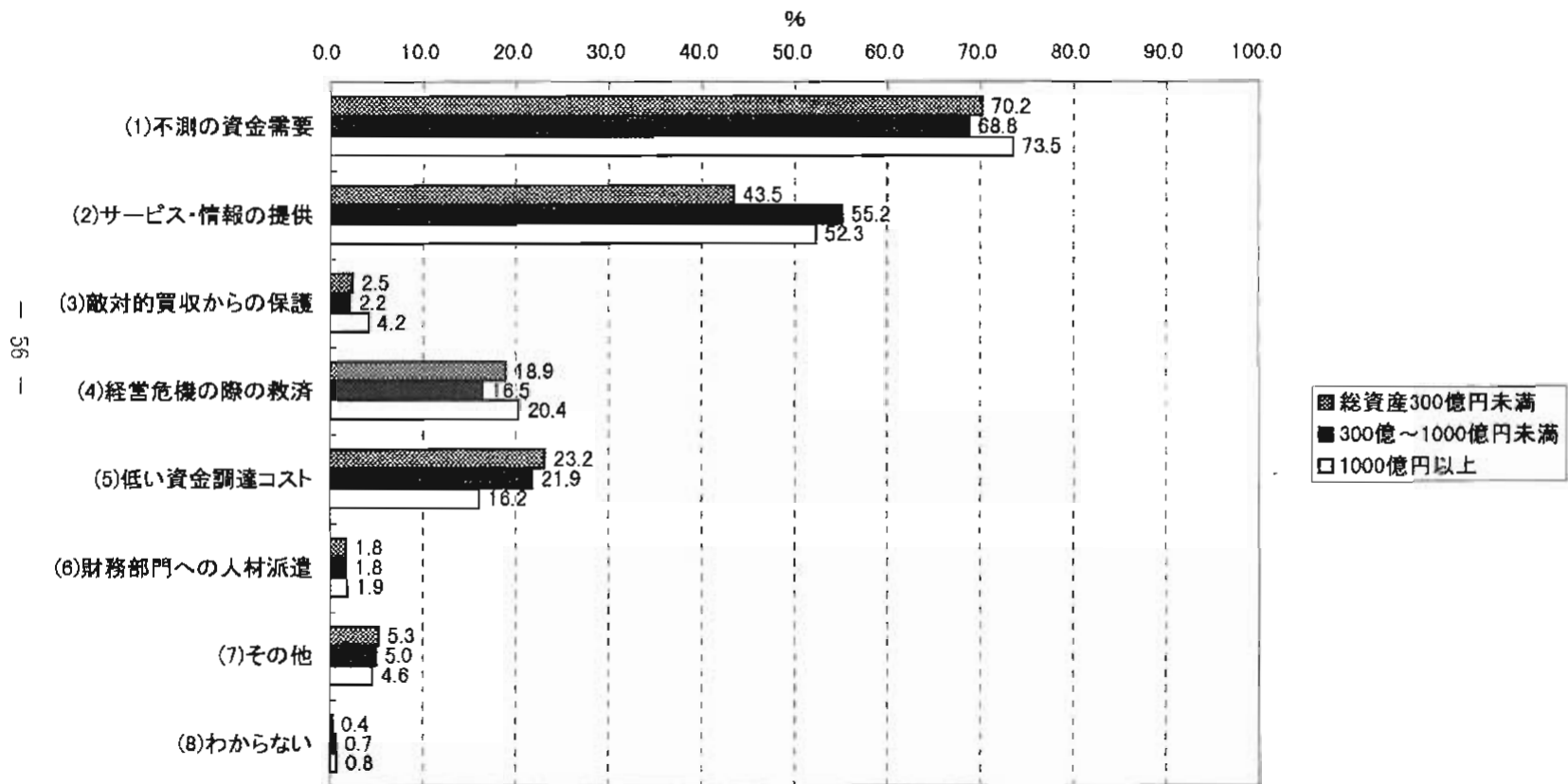
□(1)強化する □(2)やや強化する □(3)現行通り □(4)やや弱める □(5)弱める

[図表2-3]

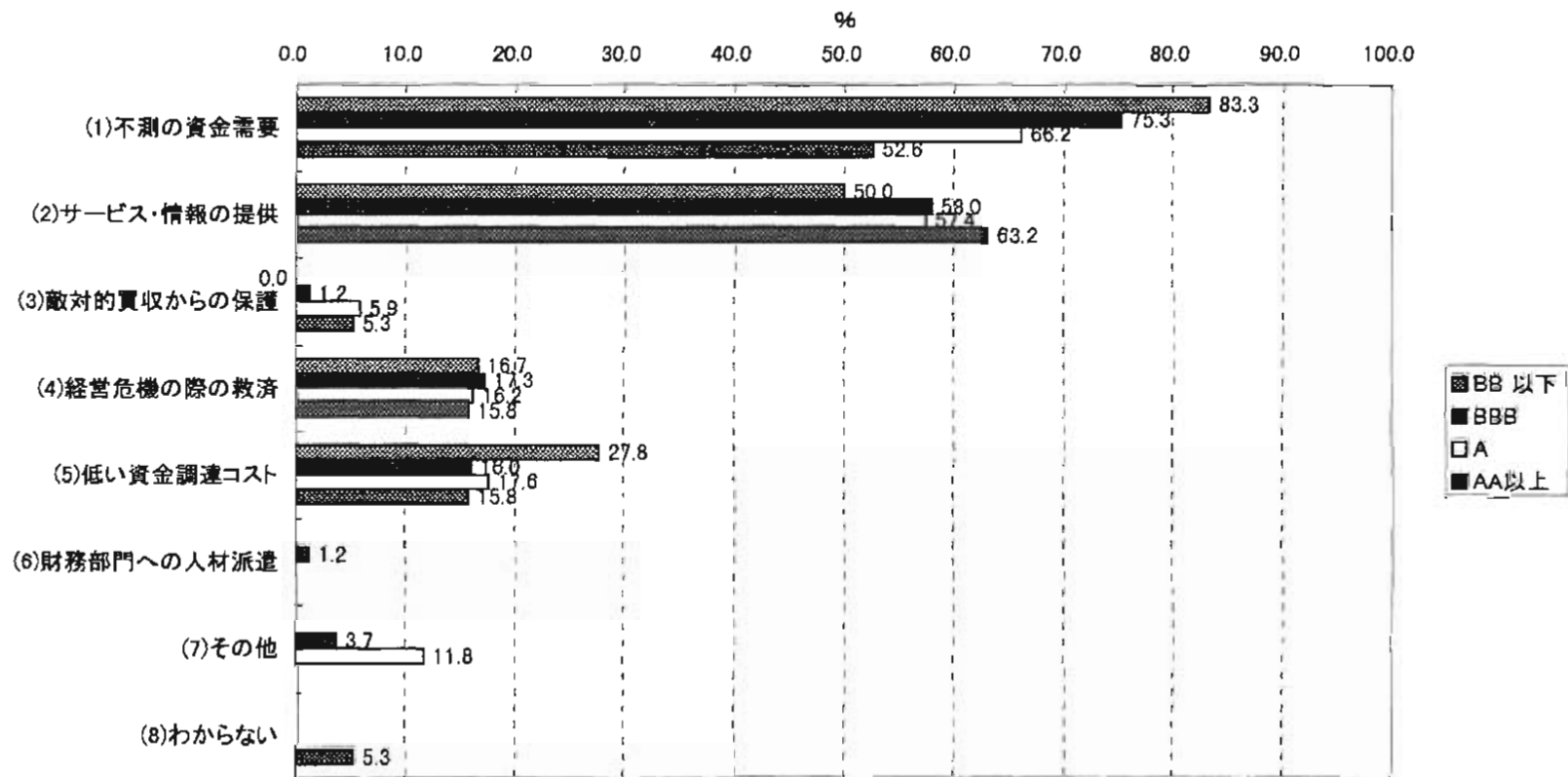
「現行通り」「強化する」「やや強化する」を選んだ企業にお聞きます：理由はなんですか？2つまでお答え下さい。
 (回答企業数 824 社、数字は各項目を選んだ企業の割合)



[図表2-4] メイン関係を維持する理由
 (規模別：総資産300億円未満285社、300億～1000億円未満279社、1000億円以上260社)

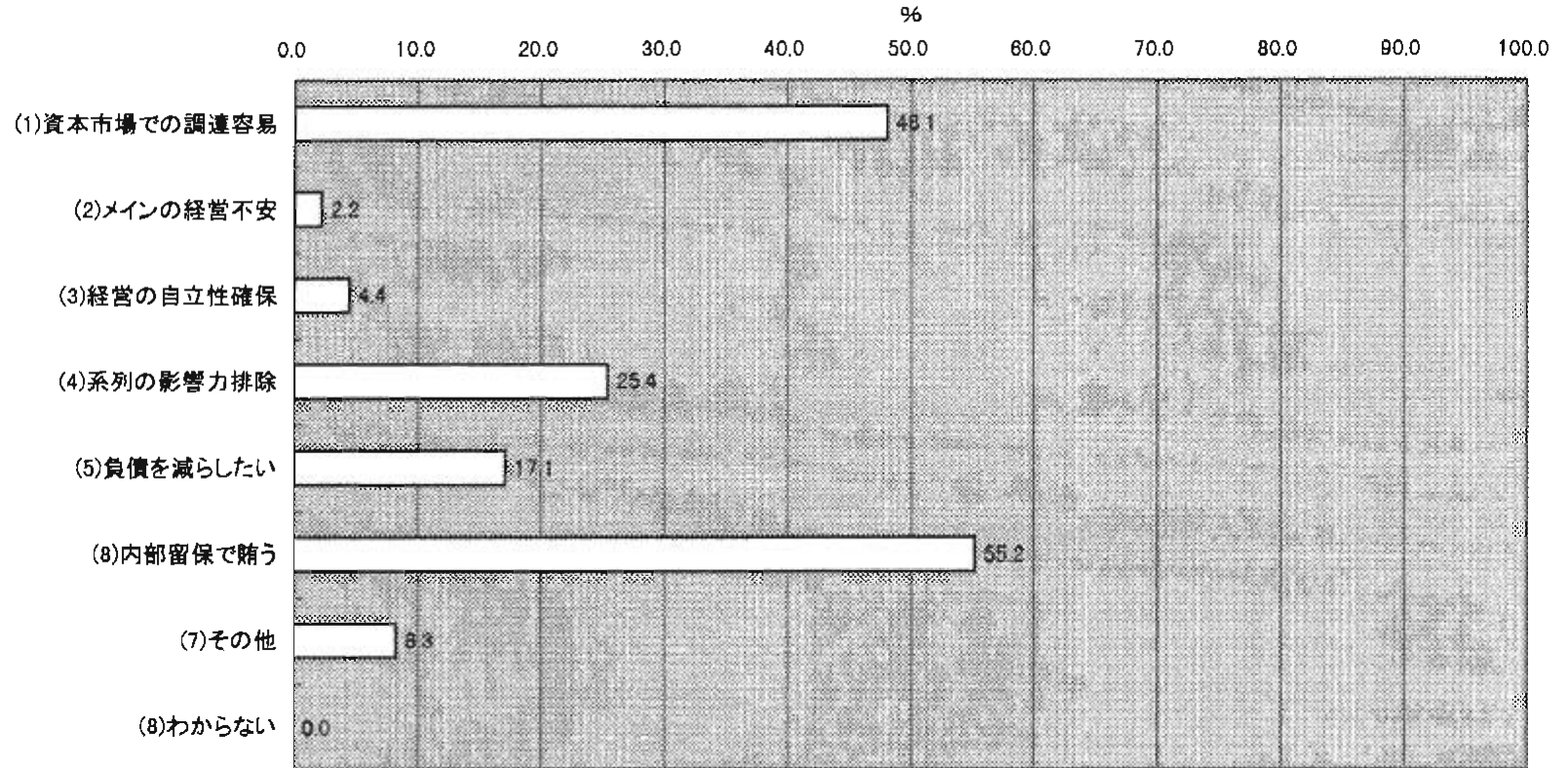


〔図表2-5〕 メイン関係を維持する理由
 (格付け別：BB以下 18社、BBB 81社、A 68社、AA以上 19社)



【図表2-6】

「弱める」「やや弱める」を選んだ企業にお聞きします。理由は何ですか。2つまでお答え下さい。
 (回答企業数181社、数字は各項目を選んだ企業の割合)



第3章 銀行の外部評価システム

鹿野 嘉昭

1. はじめに

銀行システムは信用面や資金決済面から経済取引を支えるインフラストラクチャーであり、国民経済が健全な発展を遂げるためには、その安定性を欠くことができない。それゆえ、ほとんどすべての国においては、公的当局による監督・規制を通じて銀行資産の健全性維持が図られているほか、金融危機の発生に備えて中央銀行による最後の貸し手機能や預金保険制度などといったセーフティネットが構築されている。しかし、銀行システムの安定性を維持するうえで最も重要なのは市場を通じた個々の銀行経営者に対する健全経営に向けた規律づけであり、政府・中央銀行による監督・規制はその効果を後押しするための措置と位置づけることができる。

本章では、このような銀行に対する外部評価システムあるいはコーポレート・ガバナンスのあり方を検討するとともに、日本型銀行システムの将来のあり方を展望しようとすることを狙いとする。以下、第1節において、銀行経営にかかわるコーポレート・ガバナンスの特徴を明らかにした後、第2節では、わが国における銀行行政、検査・監督体制の変遷について振り返り、いずれも裁量型からルール型に移行しつつあることを示す。第3節では、市場におけるチェック・メカニズムが有効に機能するうえでの前提となる情報開示のあり方について検討する。最後に第4節では、本章での議論を総括する。

2. なぜ銀行の外部評価システムの確立が求められるのか

(1) システミック・リスクの存在が公的当局の関与を求める

銀行に対する外部評価システムあるいはコーポレート・ガバナンスとは、平たくいうと、誰が銀行経営者の行動を監視し、どのような手法を用いて銀行経営者に対し健全経営の達

成に向けた規律づけを行うかという問題に帰着する。この問題に対しては、次のような回答がありえよう。すなわち、銀行も私的企業のひとつであるため、企業金融の理論が教えるように、銀行経営者に対する監視・規律づけ機能はその株主と負債提供者（預金者および投資家）が担っており、業績が株主等の期待に反すると株価の下落や資金調達金利の上昇を余儀なくされるというかたちでペナライズされる。そして、万が一経営に失敗した時には、株主や投資家の損失を最小限にとどめるべく、市場からの速やかな撤退が促されるというものである。これが基本であることは間違いない。しかし、銀行のコーポレート・ガバナンスに関しては、それだけで十分であるとはいえない。

というのも、銀行が破綻した場合、その悪影響がドミノ倒しのように瞬間に銀行システム全体に波及するというシステムック・リスクの顕現が避けられないからである。実際、システムック・リスクが顕現すると、銀行が担っている金融仲介機能や資金決済機能が麻痺するなど、銀行システムが全体として正常に機能しえなくなる。その結果、健全な借り手企業も資金繰りに窮して破綻に追い込まれてしまうといったかたちで、経済活動や国民生活に悪影響が及ぶことが懸念される。このため、銀行システムの安定あるいは信用秩序の維持・安定が経済政策上の重要な問題となるとともに、銀行システムの安定化に向けた諸施策の実施が公的当局に求められることになる。

このように、銀行システムが全体として安定的かつ効率的に機能することを確実なものとするためには、市場における競争、あるいは市場に備わったチェック機能や公的当局による監督・規制を通じて銀行経営者に対し節度ある経営を促すと同時に、システムック・リスクの発生を未然に防止するような仕組みを銀行システムのなかにあらかじめ組み込んでおくことが求められる。こうした諸施策を一般にブルーデンス政策（prudential policy）という。そのうち、経営の健全性確保を通じて銀行の破綻を未然に防ごうとする施策は一般に事前措置と呼ばれる。一方、取り付けの発生、決済上の事故などを契機として、個別銀行の破綻が銀行システム全体へと波及し、銀行システムが正常に機能しえなくなるというシステムック・リスクの顕現を防止しようとする措置を事後的措置あるいはセーフティネット（安全網）という^(注1)。

ブルーデンス政策はまた理念的には、図表3-1のように、公的当局あるいは民間ベースによるものか、事前規制もしくは事後措置かという2つの基準を軸として、①公的当局による事前的対応、②民間部門による事前的対応、公的当局による事後的対応、および

④民間部門による事後的対応に分けられる。このうち、①が通常、公的規制として論じられているものに相当し、銀行業務への参入規制、店舗規制、業務分野規制、金利規制といった競争制限的規制のほか、自己資本比率規制に代表されるバランスシート規制および検査・考査などからなる。②の代表的なものとしては、市場規律を重視する方策や各種業界団体による自主規制があげられる。一方、③の公的当局による事後的対応措置としては、預金保険、中央銀行による最後の貸し手機能および公的当局による救済措置の実施があるほか、④としては民間銀行間の相互保障協定や援助活動が指摘しうる。もとより、それぞれの措置の役割や内容は固定的なものではなく、情報化、グローバル化に伴う市場構造の変化に応じて変わりうるのはいうまでもない。

(2) 市場での私的自治という新しい潮流

このようにプルーデンス政策は種々の形態をとりうる。しかし、最近では、画一的で指揮・命令型の公的規制が相対的に後退する一方で、金融市場のなかにおいて自然発生的に形成されるチェック・メカニズムあるいは市場での私的自治（プライベート・マーケット・レギュレーション〈private market regulation〉）が重視されるようになってきている。例えば、国際銀行業務に従事する各国の大手銀行に適用されるB I S基準の自己資本比率規制の場合、導入当初は国際的な競争条件の衡平化を目的として各国一律の規制となっていた。これに対し、1996年1月に規制ルールが確定した市場リスク規制では、個々の銀行によるリスク管理手法の向上努力を後押しすることを狙いとして、銀行がリスク管理に際し高度なモデルを利用している場合には当該モデルをリスクの計測手法として認めるという内部モデル・アプローチが採用された。

各国の銀行監督当局により市場での私的自治の重要性が認識されるに至った背景としては、次のような事情が指摘できる。第1は、リスクの評価や管理という情報生産活動における専門化の一段の進展である。それがまた、借り手に対しては時価会計に基礎をおいた経営財務内容の開示を促し、市場でのチェック機能が有効に作用する土壌が形成されるに至った。第2は、官と民との間における情報格差の拡大である。かつては銀行監督当局や中央銀行が情報生産上優位な立場にあったが、金融の自由化、グローバル化、情報化の進展とともに両者の立場は逆転するにとどまらず、近年においては規制監督当局等と市場参加者との間でのリスク管理に関する知識や情報の水準にかかわる格差が拡大している。換

言すると、民間セクターの活動が公的介入を時代遅れのものとする環境の下では、銀行監督当局等が各種のリスクが顕現した場合における銀行システムへの悪影響を事前に評価のうえ遮断すること自体、不可能となっているにとどまらず、あえてそうした行動を採ったときには、逆にイノベーションを抑圧してしまう危険が大きくなっているため、市場での私的自治が重視されるようになってきたのである。

こうした銀行監督・規制に関する新しい流れはまた、セーフティネットの設計に対しても再考を求めている。すなわち、銀行システムの安定性維持というマクロ的な政策課題と、個々の銀行によるリスク管理向上に向けたインセンティブを後押しすることとの間での整合性をどのようなかたちで確保していくべきかが銀行監督当局や中央銀行に対し問われているのである。それゆえ現在では、銀行監督規制体系のデザインに際しては、①自律的・内生的に形成される市場での私的自治を基本とする一方、②公的規制に関しては、市場での私的自治の機能が最大限引き出せるよう誘因両立的な規制 (incentive compatible regulation) として再構成するのが望ましいという考え方が一般的となっている。

(3) 銀行破綻はどのようなときに発生するのか

それでは、一体、どのようなときに銀行は破綻あるいは支払不能の状態に陥るのだろうか。この問題について、銀行の抱えるリスクとの関連でなぜ銀行が倒産に至るのかという観点から改めて考えよう。

銀行は、貸し手＝余裕資金の保有者に対し預金という運用機会を提供する一方、借り手には金額、期間等の借入ニーズにちょうど見合った資金を供給することを通じて金融面から家計や企業の経済活動を支えている。こうした金融仲介機能を果たすことによって銀行は、①小口の資金を集積のうえ大口の貸出を行う、②短期の資金を長期の運用に振り向けるといった資産変換を行うと同時に、預金者に代わって資産運用に随伴する各種のリスクを負担し、その見返りに利潤を稼得している^(注2)。銀行はまた、資産変換に際しALM (Asset Liability Management、資産負債総合管理) 手法^(注3)に基づき、各種のリスクを最小にする一方で収益の最大化を図ろうとしている。その意味で、銀行経営の核心は金融仲介にかかわるリスクの管理およびALMに基づくリスク・収益管理にあるといえる。

いうまでもなく、銀行によるリスクの管理は、単にリスク負担を回避するのが目的ではない。銀行は、金融仲介を通じて自己資本により規定されるリスク負担能力の範囲内で一定のリスクを戦略的にテイクし、最も望ましいと判断されるリスクと期待収益との組み合わせ

わせを実現・維持すべく努めており、そうしたところに銀行の社会的な存立意義があるといえる。実際、銀行は資産運用に際し、図表3-2に掲げたように、①信用リスク、②市場リスクおよび③流動性リスクという3つのリスクに直面している。これらのリスクが適切に管理されている限り、リスクを負担する行為自体、とくに問題とはならない。銀行収益の源泉はリスク負担にあるため、そういったリスクを適切に管理することが銀行経営上の重要な課題となっているからである。それゆえ、銀行に対しては、個々の取引ごとに内在するリスクを分析・評価することはいうに及ばず、ある取引と他の取引にかかわるリスクの相互依存関係についても考慮に入れつつ、資産ポートフォリオ全体としてのリスクを正確に認識・管理することが重要となる。

(4) 重要性の高まるマネージメントリスク

古今東西の歴史が示すように、銀行融資がある特定の産業部門・企業に過度に集中し、いわゆる集中リスクを抱えるに至ると、マクロ経済情勢の変化とともにリスクが顕現し、破綻を余儀なくされる事例が多数観察される。したがって、個々の銀行においては、個々の借り手企業の健全性監視にとどまらず、融資を産業別・地域別・資金用途別に分散させることにより貸出ポートフォリオ全体としてのリスク分散を図るというリスク管理の徹底が求められる。というのも、銀行が、自己資本などとの関連でみたりリスク負担限度を大きく越えた、過大なリスクを抱える、あるいは各種リスクの事前審査および事後的な監視・管理体制が不十分な場合には、予想外の経済環境の変化に伴い元利金の返済が滞るとか、運用資産の市場価値が急速に低下する。これらはいずれも資産価値の急落を意味しており、それとともに銀行は債務超過の状態に陥る、あるいは流動性に事欠くというかたちで破綻を余儀なくされるからである。

わが国では1980年代後半にかけて急拡大をみた不動産関連貸出の多くがその後の資産価格の急落とともに不良債権化し、その処理が1990年代における銀行経営上の大きな課題となっていた。そうした事例が端的に示すように、銀行経営者がリスクの所在やリスクの集中に対する十分な認識を欠いたまま、特定分野に与信を集中させた時には、経営の健全性が少なからず損なわれる。このように考えると、適切なリスク管理システムの構築に加え、リスク管理上の情報が銀行経営者に的確に伝わるとともに、経営判断に有効活用される体制をつくりあげることの重要性が従来以上に高まっているといえることができる。そし

て、銀行経営のあり方に随伴するリスクを一般に、マネージメントリスクという^(註4)。

銀行経営の健全性維持は最終的には経営者、職員の倫理やモラルを拠り所とするものであり、銀行システムの安定維持のためには、マネージメントリスクについても、資産運用にかかわる各種のリスクと同程度に重視のうえ管理する必要がある。こうした観点のうえに立って、主要国の銀行監督当局および中央銀行をメンバーとして構成され、銀行監督政策の国際協調を図るうえで重要となる問題について各種の提言を行っているバーゼル銀行監督委員会では近年、銀行の内部管理体制強化に向けた提言を公表するに至っている。

(5) アメリカにおける銀行監督・規制体系の再編

アメリカにおいては1980年代後半から90年代初めにかけて、折からの不動産市況低落を背景とした貸し倒れの多発を背景として銀行の経営破綻が急増し、ピークとなった1988年には約250行が破綻した。この銀行破綻急増とともに、連邦預金保険公社(FDIC)に設けられた商業銀行向けの預金保険基金であるBIF(Bank Insurance Fund)の基金残高も急減することになった^(註5)。こうした事態の改善策が検討されるなかで、銀行破綻が急増していった背景には、①銀行監督当局による問題銀行に対する対応が事なかれ主義の横行と称されるように不十分であったり、後手に回ることが多かった、②資産内容の如何にかかわらず、各銀行一律の預金保険料率や自己資本比率規制が適用されるなど、銀行経営者に対し健全経営に邁進するよう仕向ける誘因メカニズムが埋め込まれていなかった、といったことがあるという見方が一般的となった。

このような銀行監督のあり方に対する反省のうえに立って、1991年に成立した連邦預金保険公社改善法(FDICA)に基づき、早期是正措置が92年12月期以降導入されることになった。この早期是正措置は、①銀行の自己資本充実度に応じて適用預金保険料率を変動させる可変的預金保険料を導入する、②銀行による新規業務分野への参入認可に際しては自己資本充実度を重視する、といったかたちで銀行に対しては健全経営および自己資本拡充に向けた誘因を与える一方で、③問題銀行に対する監督当局の対応を客観的な指標に基づきルール化し、監督当局による事なかれ主義あるいは問題先送りの対応を排除することを狙いとしていた。

図表3-3は、FDICAにより導入されたブルーデンス政策のうち問題銀行に対する早期是正措置(prompt corrective action、PCA)の概要を示したものである。早期是

正措置とは、自己資本比率があらかじめ定められた水準を割り込んだ問題銀行に対し、①自己資本の充実や業務の改善を求める、あるいは②営業を停止させる、といった所要の措置を実施のうえ、銀行システムの安定性を維持する政策手法のことをいう。この図表からも明らかなように、銀行は主として自己資本比率にしたがって5つのカテゴリーに分類され、それぞれのカテゴリーに応じて業務に対する規制措置の内容に強弱がつけられている。そして、自己資本比率が低下するにしたがって規制措置が厳しくなり、「危機的未達」状態に陥ると、事実上倒産とみなされ、90日以内に破産管財人が選定される。ちなみに、1993年6月末において「危機的未達」のカテゴリーに分類された商業銀行12行のうち9行については、同年11月までに閉鎖・清算された。

F D C I Aではまた、新たに導入された早期正措置の実効性確保を狙いとして、銀行経営者による財務状況の報告責任が強化された。この財務報告が銀行の資産内容を適切に開示していることを担保するためには、元利金の回収が大幅に遅延したり、先行き回収の見込みが薄い貸出債権などについては、「偶発的損失」として貸倒引当金が適切に積み立てられている必要がある。アメリカの場合、不良債権の引当・償却に関しては1970年代半ば以降、個々の銀行が内部的に設けた基準にしたがって実施した自己査定結果に基づき適正と判断される処理を行い、その適切性を銀行監督当局が実地検査において審査するという体制にあった。

こうした自己査定を通じる資産内容の健全性維持を一段と強化するとともに、銀行経営者の健全性維持に向けた行動を後押しすることを狙いとして、1993年12月には連邦準備制度理事会（F R B）、通貨監督局（O C C）などの連邦銀行監督機関により、資産の自己査定および貸倒引当金の積み立てに関する統一基準が公表された。このうち資産の自己査定については、先に述べた銀行監督当局による資産査定基準で示された貸出債権の分類区分に沿った自己査定ルールを策定し、当該ルールに基づき個々の銀行が独自の経営判断に基づき資産査定を行うとともに資産査定結果を反映した不良債権の引当・償却を実施し、その適正性を外部監査により確認することが定められている。この不良債権の引当・償却に関しては、監督当局の資産査定基準において、図表3-4のような引当・償却率が一応の目安として提示されているが、必ずしも強制的なものではない。

3. わが国における銀行規制監督体制の再編

(1) ルール型行政への移行を目指して早期是正措置が導入される

わが国における銀行監督に関しては、大蔵省（2000年7月以降は金融庁）が銀行法等に規定された監督権限に基づき金融行政を執り行う一方、中央銀行である日本銀行は取引銀行の資金繰りの安定化を媒介として信用制度の保持・育成に努めるという一種の役割分担が出来上がっている。このうち金融行政については、これまでの間、図表3-1の枠組みに即していうと、業務分野規制、店舗規制といった競争制限的な事前規制が重視されると同時に、規制措置の実施に際してはその時々における個別判断や裁量によるところが大きかったといわれている。そして、その際の判断基準となったのが銀行経営の安定性の確保であり、とりわけ競争力が弱いと考えられた銀行・業態における経営の安定が強く意識されていたとされることが多い。こうした銀行保護色の強い行政のあり方は、マスコミ等において「護送船団方式」と揶揄されることになった。

近年における金融の自由化、グローバル化、情報化の進展とともに銀行を取り巻く経営環境が大きく変貌するなか、裁量行政は高度成長時代からの負の遺産と化すとともに個々の銀行による革新的な動きを阻害するおそれが高まってきた。さらには、1990年代半ば以降における不良債権問題の拡大と銀行破綻の増大、銀行の海外拠点における不祥事への対応の不利などを契機として、金融行政の抜本的な改革を求める気運が急速な勢いで高まった。加えて、当局による裁量行政は諸外国から「不透明」という批判を受けるに至った。そのため、銀行監督・規制体系の抜本的な改編が強く求められるようになった。すなわち、経営革新に向けた活力を醸成するためにも当局の裁量的な判断を排し、あらかじめ定められたルールに基づく金融行政への転換が必要とされたのである。そうした状況下、大蔵省では1995年12月、従来の裁量型行政を廃止のうえ客観的なルールに基づく透明性の高いルール型行政への転換を表明した。

そして、先に述べたアメリカにおけるPCAを範として、BIS合意という国際基準に準拠した自己資本比率を客観的指標とし、自己資本比率の水準に応じてあらかじめ明示した行政措置を発動するという早期是正措置が、銀行による自己査定、外部監査の実施を前提として、新しい時代環境の下で銀行経営の安定性を確保するための監督上の手法・枠組みとして導入されるに至った。早期是正措置は、1年間の経過期間を経て1998年4月以降、

本格的に導入された。この措置の導入に伴い、自己資本比率という健全性を示す客観的な指標が一定の基準値を満たさない銀行に対し監督当局は、図表3-5に掲げたとおり、①経営改善計画の作成とその実施命令、②業務の一部または全部の停止命令など、必要な是正命令を出せることになった。なお、問題銀行に対する是正命令の発動は、いわゆる貸し渋り対策のひとつとして1999年4月まで1年間猶予された^(注6)。

(2) 金融検査・監督体制も再編される

この早期是正措置の導入とともに、銀行に対する検査のあり方も大きく変貌した。銀行検査とは、個々の銀行に直接赴き、当該機関の資産・負債はもとより各種のリスクにかかる審査・管理体制やバランスシートに現れない資産価値の変動についても評価するなど、その経営実態をより肌目細かく把握し、経営の健全性維持を後押ししようとする監督手法のことをいう。この間、公的当局が銀行から徴求した各種の資料や聞き取り調査に基づき経営動向や資産内容を分析するという監督手法は一般に、モニタリングと称される。

すなわち、金融検査においては従来、貸出金や有価証券等の資産の内容をある特定の時点で評価することにより、約定どおりの回収に疑義がある不良資産の規模および不良化の度合いを把握すると同時に、そうした不良債権に対する償却・引当が適正に行われているか否かを調査・査定する資産査定のウェイトが高かった。これに対し、新しい検査体制の下では、銀行による自己責任原則の徹底を図ることを狙いとして、資産査定のほか、リスク管理、内部検査、法令・規則の遵守状況についても銀行自らが内部検査を実施し、そうした資産の自己査定や内部検査の妥当性を当局が検証するというリスク管理重視型に変更された。このうち資産査定に関しては、自己査定結果の適正性確保を狙いとして、その結果を外部監査人が監査するという2重チェック体制が導入されている。

資産査定の手法として新たに導入された自己査定とは、各銀行が作成した資産の健全性に関する自己査定基準にしたがって個々の資産の健全度合いを自ら判断することをいい、資産査定基準については金融監督庁により図表3-6に掲げたとおり具体的に示されている。このうち、資産の回収に疑義が存するII分類以下に分類される資産が不良債権であり、そうした分類債権に対しては貸し倒れの危険度合いに応じた貸倒引当金を積み立てなければならない。金融検査・考査では、自己査定および貸倒引当金の積み立て状況が適正に実施されているか否かが調査・査定され、万が一問題が発見されれば貸倒引当金の積み増し

など厳正な処理が求められる。なお、貸出金の分類に際しては、債務者の財務状況、資金繰り、収益力等を基準として返済能力を判定のうえ、図表3-7に掲げたように、正常債権、要注意債権、破綻懸念先債権、実質破綻先債権および破綻先債権に分類した後、担保や保証の状況を勘案して所要の引き当てを行う旨義務づけられている。

また、各種リスクの管理状況に関する調査では、実際に第一戦の業務の現場に赴き、帳簿等取引関係書類やその他の資料の閲覧を通じて、信用リスク、市場リスク、事務リスクなどといった各種リスクが適切に管理されているか否かが調査される。この過程で明らかになった経営問題については、検査終了後、資産査定結果とあわせて経営陣に伝達され、問題点についてはその自主的な改善が促される。ただし、経営上重大な問題が発見された場合、金融監督庁は銀行法に基づき、是正命令や業務停止命令といった行政処分を行うことができる。

(3) 銀行監督・検査体制も再編される

この間、大蔵省の金融行政に対する批判が高まるなか、銀行に対する監督体制も大きく再編されることになった。すなわち、不良債権や銀行の破綻処理をめぐる議論が高まるなかで財政・金融に関連した各種の権限が大蔵省に集中していることが問題とされ、大蔵省がこれまで担ってきた金融制度の企画・立案業務と民間銀行等に対する検査・監督業務を分離することを内容とした金融監督庁設置法が1997年6月に成立した（施行は翌98年6月）。これを受け、金融監督庁が総理府の外局として98年6月に設置された。そして、大蔵省大臣官房金融検査部が担っていた銀行の検査・監督業務が同庁に移管された。さらに、都道府県が有していた信用組合に対する検査・監督権限については2000年4月、金融監督庁に移管された。

こうした動きとは独立して行政改革、中央省庁の再編に関する議論が高まり、1998年6月には中央省庁再編法が成立し、これまで23あった中央省庁は1府12省庁に再編されることになった。この中央省庁再編法は2001年1月に施行される予定にあるが、金融監督庁はその半年前の2000年7月に金融庁に移行し、金融に関する検査・監督に加え、大蔵省金融企画局が所管していた国内金融に関する企画・立案業務についても所掌することになった。さらに、2001年1月には金融機関の破綻処理・危機管理を1998年10月以来担当してきた金融再生委員会が廃止され、同委員会が担ってきた機能についても金融庁に移管されるなど、財政・金融の分離が実現する予定にある。一方、大蔵省については財務省に改組されると

ともに所掌事務も予算・決算、税制等に限定されたが、金融破綻処理制度や金融危機管理に関する事項については財務省に存置されることになった。

(4) 破綻金融機関処理の枠組みも整備される

また、金融検査や市場において退出を求められた問題金融機関を取引関係にある預金者や借り手企業を保護しつつ速やかに処理するためには、破綻金融機関処理のための枠組みが整備されていなければならない。わが国においても、これまでの間、「銀行は潰れない」という銀行不倒神話とは異なり、金融機関経営が行き詰まる事例が幾度となくみられた。もっとも、そうした問題金融機関は健全な銀行による吸収合併などを通じて一般預金者の目に見えないところで静かに処理され、姿を消していったため、そういった誤解が醸成されたと考えられる。大蔵省も、護送船団と称される金融行政の有効性を喧伝するため、あえて銀行不倒神話を否定することはなかったといえよう。

それはまた、わが国においては問題金融機関を処理・再生させるための制度的な枠組みが準備されていなかったことを意味している。そうであるがゆえに、問題金融機関の処理が先送りされ、結果として処理費用が膨大なものとなったということが出来る。実際、①不良債権の累増という経営上の問題から破綻に追い込まれた金融機関をどのように処理するのか、②経営不安に陥っている金融機関に対し、公的資金の投入も含め、どのような措置を講じるのか、といった問題に関する具体的なルールは、1998年10月に金融再生法および早期健全化法が成立するまでの間、信用組合を対象とした破綻処理の枠組みを例外として存在していなかったのである。

わが国における破綻金融機関処理の枠組みの整備は、1996年6月における金融三法（金融機関の経営の健全性確保法、金融機関の更正手続特例法、および預金保険法の改正）および経営破綻した住宅金融専門会社処理を目的とした特別法の成立から始まった。その後、銀行システム不安が高まるなか、1998年2月には銀行システム安定化法が成立し、預金者保護、銀行システムの安定化を目的とした金融機関に対する公的資金投入の途が拓かれた。しかし、金融機関に対する公的資金投入を国民に納得してもらうため、公的資金の投入対象は健全な金融機関に限るという原則が提示されたことから、健全な金融機関にまで破綻処理の枠組みを拡大する必要はないということになった。そのため、破綻処理の枠組みが銀行にまで拡充されるには至らなかった。

そして、1997年11月における北海道拓殖銀行の破綻を契機として、現行の破綻金融機関処理の枠組みでは普通銀行の破綻に対応できないという制度的な欠陥が明らかになった。こうした事態に対処するためにも、破綻処理の枠組みを拡充することが国民的な課題となり、1998年10月の金融再生法の成立に伴い、普通銀行をも含めた破綻金融機関処理のための枠組みがようやく整備された。その結果、破綻した金融機関については、①金融整理管財人による清算、あるいは②特別公的管理（一時国有化）という方法に基づき管理処分されることになった。ただし、金融再生法に基づく破綻処理の枠組みは2001年までの時限措置として位置づけられていたため、その恒久化が強く求められるようになった。こうした国民的な要請に基づき、2000年5月に「預金保険法等の一部を改正する法律」が成立し、翌2001年4月から施行され、ここにおいてはじめて破綻金融機関処理のための恒久的な枠組みが整備されたといえることができる。

この恒久的な破綻金融機関処理の枠組みの概要は図表3-8のとおりであり、平常時においては、破綻金融機関には金融機関整理管財人が派遣され、同人が破綻金融機関の管理処理を行う。この場合、金融整理管財人は1年を目途として破綻機関の受け皿金融機関への譲渡を目指す。受け皿が直ちに現われない時にはブリッジバンクを設立のうえ2年を目途として受け皿金融機関を探すことが可能となった。そして、破綻後3年以内に受け皿金融機関が現われない時には、当該破綻機関は清算される。一方、システミック・リスクの顕現など、危機的な事態の発生が予想される時には、公的資本注入、特別資金援助、一時国有化といった例外的措置の実行が可能となっている。

4. 情報開示と市場を通じるチェック・メカニズム

(1) ディスクロージャーの推進が市場での私的自治の基礎となる

以上のとおり、わが国における金融行政、監督・検査体制は、アメリカのそれを範として事前規制に重点をおいた裁量型から当局による恣意的な判断を排除するルール型に移行しつつある。しかし、それだけでは銀行に対する監視・規律づけ機構は十分であるとはいえない。先に述べたように、国際資本市場においては近年、市場での私的自治が銀行の健全性維持策として重視されるようになっており、わが国においてもそういった市場を通じ

たチェック・メカニズムが有効に機能するよう環境を整備する必要があるからである。もう少し具体的にいうと、連結ベースでの時価会計の導入および自己査定に基づく不良債権の早期処理体制の確立を媒介として、株主や投資家が財務諸表の分析を通じて個々の銀行の財務・資産内容の実態をより適切に把握できるよう会計制度を改めると同時に、経営・財務内容のタイムリーな開示（ディスクロージャー）が求められる。

このような流れのなかで、わが国政府においても、内外投資家によるわが国資本市場への広範な参加を促すためには、今や国際標準となった時価会計に基礎をおいた連結ベースのディスクロージャー制度を構築する必要があるという認識が高まり、1996年8月には会計制度の国際標準への移行が表明された。そして、1999年度決算から、次に掲げるようなかたちで会計制度の見直しと改革が進められることになった。

第1は、連結財務諸表制度の強化である。わが国企業においても企業形態が多様化するなか、企業の業績評価を行ううえでの基準として単体ベースの経営財務情報よりも連結ベースでの情報に対する投資家のニーズが急速な勢いで高まってきた。こうした投資家ニーズの変化を受け、わが国においても1999年度決算から、証券取引法に基づくディスクロージャー規制が適用される上場企業等を対象として、①支配力や影響力を勘案した実質基準に基づく連結財務諸表の作成、②税効果会計の強制適用、③キャッシュフロー計算書の作成、が義務づけられることになった。

第2は、金融商品にかかわる時価会計の導入である。わが国においては従来、有価証券、金銭債権やデリバティブなどといった金融商品については取得時価で評価されていたが、2000年度決算（銀行は1999年度決算）からは、一部を除き、期末時点での時価に基づき評価する扱いに変更された。なお、関係会社の株式については例外的に取得価格（原価）での計上が認められたほか、満期まで保有する債券および金銭債権については、額面金額と取得時価との差額を償還期に至るまでの間一定の方法に基づき貸借対照表上の価額に加減することを条件として、償却原価で計上する扱いになった。

第3は、年金会計の導入である。わが国においても、企業年金制度の充実とともに年金資産・負債の状況が企業の経営財務内容に大きな影響を及ぼすようになっている。こうした事態に対処するため、投資家からは企業年金等の退職給付債務の適切な会計処理とディスクロージャーの充実が求められるようになった。それゆえ、わが国においても原則として2000年度決算以降、①現在までに発生した退職給付総額（退職金および年金の合計）の

現在価値を算定する、②厚生年金基金など外部に拠出した年金資産については時価評価を行い、退職給付債務の総額との比較において発生する積み立て不足額については、貸借対照表の負債の部に退職給付引当金として計上する、ことが定められた。

(2) ディスクロージャーが法令化される

また、銀行によるディスクロージャーおよび預金者等に対する情報の提供についても、法令に基づき新たに義務づけられることになった。ディスクロージャーの法令化である。銀行のディスクロージャーについては従来、全国銀行協会が定めた統一開示基準に基づき個々の銀行が自主的に行うという扱いにあった。しかし、銀行に対する預金者や投資家の信認を確保するためには適正な開示が不可欠という認識が高まり、そうした流れのなかで1998年12月施行の改正銀行法においてはディスクロージャーに関する規定が罰則付きで設けられることになった（これを受け、全銀協の統一開示基準は廃止された）。

ディスクロージャーについては、銀行の財務・資産内容にかかわる詳細なデータの公開と観念されることが多い。しかし、その本質的な意義は、経営・財務内容を預金者や株主に広く公開することにより個々の金融機関経営者に節度ある経営を促すところにある。その意味で、ディスクロージャーは、市場において銀行経営者を監視・規律づけるうえでの基礎を形成しているといえることができる。アメリカの場合、一般事業法人はもとより大手銀行においても、ディスクロージャーは投資家あるいは市場との間で良好な関係を維持・確保していくうえでの重要な手段として広く認識されており、証券取引委員会（SEC）が定めた開示基準を大きく上回る財務情報を戦略的に開示する事例も少なからずみられる。

これに対し、わが国の銀行の場合、ディスクロージャーについては長年にわたって消極的であったといわざるをえない。銀行経営者においては不良債権残高など、経営の機微にかかわる情報に関してはなるべく銀行内部に秘匿しておきたいという意識が強く、それが抑制的な対応を招来したといえることができる。ちなみに、わが国銀行の不良債権残高が開示されるに至ったのは、地価下落とともに日本の銀行の資産内容が急速に悪化しているのではないかと憶測が海外において高まりつつあった1993年3月期決算からであった。ただし、その場合でも、大蔵省が不良債権残高の集計値のみ公表するという異例の形態をもって開示された一方、個々の銀行による開示は94年3月期決算以降に持ち越された。

このようにして銀行による不良債権の開示は始まったが、不良債権は破綻先債権と延

滞債権だけに限定され、金利減免等債権は開示の対象から除外されていた。それゆえ、都市銀行11行が1994年3月末における不良債権額は9.9兆円、これに対する貸倒引当金は3.2兆円、有価証券の含み益は13兆円にもものぼるため、不良債権の累増は大きな経営問題になっていないと説明しても、内外投資家からの信頼をうるには至らなかった。彼らは、不動産融資の大量焦げ付きを主因として危機的状況にあった住宅金融専門会社など、問題ノンバンク向け債権の多くが金利減免等債権の範疇に含まれ、不良債権として開示されていないという事実を承知していたからである。

そうしたなか、1994年12月に公表された東京協和信用組合および安全信用組合という東京2信用組合の破綻は決定的であった。この2信組の破綻を契機として、内外の投資家においては地価の持続的な下落とともに不良債権がさらに増大しているのではないかという疑念が急速な勢いで高まるとともに、より詳細なディスクロージャーを求める声が日本の銀行に数多く寄せられるようになった。これを受け、公表不良債権の対象が漸次拡大されることになった。すなわち、1995年9月中間決算からは口頭ベースで金利減免等債権額が自主的に公表されることになった。次いで、96年3月期決算から都・長銀・信託については金利減免等債権および経営支援先に対する債権額まで、地方銀行以下の業態については延滞債権まで不良債権の開示対象が拡大された。そして、1998年3月期決算からは、これまでの間、不良債権から除外されていた①利息の支払いが3か月以上滞っている貸出金、および②変更後の貸出金利が公定歩合水準を上回っている金利減免債権についても、公表不良債権に含まれることになった。

しかし、不良債権の開示対象が投資家の要請により漸次拡大するという消極的な対応がかえって投資家の不安心理を煽ることになり、内外の銀行間市場においてはジャパン・プレミアムが発生するなど、日本の銀行システムに対する不安が高まっていった。とりわけ、1998年3月期における不良債権公表は、こうした不信感の高まりに拍車をかけた。極端な経営不振に陥っていた銀行を中心として、不良債権額を意図的に過小評価するとか、不良債権そのものを連結決算対象外の関連会社に移し替えるという一種の「不良債権隠し」が行われ、公表不良債権額が予想されたほどの規模で増大しなかったからである。いずれにしても、後手に回った不良債権の開示が逆に投資家の不安心理を高め、金融不安を煽る方向で作用したことは否めない。それはまた、市場と真剣に対峙するためには、厭な情報でも積極的に開示することの重要性を示唆していると解釈できる。

(3) 市場での私的自治と公的当局による監督規制は車の両輪

一方、バブル期において銀行融資が不動産・ノンバンク・ゼネコンという3業種に集中していった背景としては、与信判断に際し個別案件ごとの審査が重視される一方で貸出ポートフォリオ全体としてのリスクを管理するという発想が希薄であったという審査・管理体制の下で、高収益性を目の前にしてリスク管理意識が全体として後退していったことが指摘できる。しかし、本来であれば、個々の金融機関が過度のリスクを負担しようとしていることが明らかになった時点で、市場からは株価の下落、調達金利の上昇といった警告信号が発せられる。残念ながら、バブル経済期における不動産関連融資の膨張に対しては、そうした市場の監視・規律づけは有効には機能しなかった。投資家自身も、銀行株価の高騰を前にして、足許における銀行決算の高収益性の陰に潜んでいたリスクの大きさを十分理解しえていなかったからである。

実際、大手格付け会社であるムーディーズ社では1989年秋、アメリカの貯蓄金融機関の破綻事例に基づき、資産価格が反落した暁には日本の銀行は膨大な不良債権に直面するとして大手銀行の格付けを引き下げる挙に出た。しかし、その当時、日本の銀行は株価が高騰するなど絶頂期にあったため、そうした警告は内外投資家から顧みられることはほとんどなかった。加えて、日本の銀行は88年ごろから自己資本の充実を目的として、転換社債の発行や時価発行増資を相次いで実施し、ほとんどの場合、成功裡に終わった。このこと自体、内外の投資家が日本の銀行の財務内容を高く評価していたことの証左とも考えられる。なお、この当時、日本の大手銀行の多くは有価証券報告書などを通じて業種別貸出残高を公表しており、その意味で、投資家が経営財務内容の開示不足に伴い銀行のリスクを適切に評価しえなかったとして彼らを擁護することはできない。

この点に関連して、大蔵省による規制・監督あるいは銀行保護行政が銀行経営者におけるモラルハザードを生み、それがバブル期における異常なまでの不動産関連融資の増大を招いたと主張されることが多い。しかし、この議論もよくよく考えると、怪しい。護送船団方式と揶揄される大蔵省による銀行保護行政を全面的に信頼し、投資家が銀行に対する監視を放棄していたのであれば、それこそ投資家においてモラルハザードが発生していたことを意味しているからである。このことはまた、市場での私的自治が有効に機能するか否かの鍵は、ディスクロージャーのみならず、監督当局の対応姿勢のあり方が握っていることを示唆している。市場での私的自治を機能させるためには、日本の銀行監督当局

に対しては、マクロ的な銀行システムの安定性維持のみを重視し、問題銀行に対しては市場において淘汰させるという発想の転換が求められる。

5. おわりに

以上のとおり、銀行の外部評価システムのあり方に関する考え方は近年、金融のグローバル化、情報化の急速な進展とともに大きく変貌を遂げている。すなわち、これまでの間は、事前規制が主流となっていたが、最近では金融市場において自然発生的に形成される市場での私的自治が重視されるようになってきている。その背景としては、①リスクの評価や管理という情報生産活動における専門化の一段の進展や、②官と民との情報格差が拡大し、官が民の行動に追いついていくことが困難となってきた、といった事情を指摘することができる。いうまでもなく、こうした外部評価システムをめぐる環境変化が最も早く顕現したのはアメリカにおいてであり、同国では1990年代前半にそういった環境変化に柔軟に対応できるよう銀行監督規制の再編が実施された。それが、自己査定に基礎をおく早期是正措置や可変的預金保険料の導入であった。

一方、わが国の場合、銀行を取り巻く環境が大きく変貌を遂げたにもかかわらず、護送船団方式と揶揄されるように、関係者間の利害調整を重視した裁量的な事前規制が1990年代半ばまで維持された。そうしたなか、銀行においては監督当局と協議すれば多くの問題は解決可能という意識が醸成され、市場からの監視・規律づけ機能の重要性が等閑にされてきたといえることができる。それは、後手に回った不良債権のデスクロージャーが内外投資家の不信感を強めたことから明らかである。そして、わが国においても90年代半ば以降、遅れ馳せながら、市場での私的自治を重視のうえ、公的規制についても、アメリカでの事例を範として自己査定や早期是正措置が導入されるなど、そういったメカニズムが有効に機能しうる誘因両立的な規制として再構成されるに至っている。

しかし、それだけで十分であるとはいえない。市場での私的自治は、投資家が自ら負担する資産運用リスクの最適配分に基礎をおくものであるため、第1に、投資家自身がリスクに晒され、モラルハザードに陥ることのない環境を維持する必要がある。そのためにも、監督当局に対しては、問題金融機関についてはルールにしたがって粛々と整理することが厳に求められる。第2に、投資家が公表データでもって個々の銀行の経営内容の良し悪し

が判断できるよう、時価会計に基礎をおいたディスクロージャー体制の一層の整備が求められる。第3には、銀行経営者に対しては、ディスクロージャーは投資家あるいは市場との間で良好な関係を維持するうえでの重要な手段と認識のうえ、戦略的に対応していくことが期待される。

いずれにしても、日本の金融は、これまでの間、大蔵省・日本銀行を頂点としたピラミッド型の意思決定機構を前提としたうえで、関係者間の利害調整による問題解決を行動原理として動いていたため、銀行に対する外部評価システムはとくに必要とされなかった。しかし、金融の自由化、グローバル化、情報化の進展とともに日本経済自体が市場を核として動くようになってきたため、日本の金融の姿も変わらざるを得なくなっている。その典型例が護送船団行政の放棄であり、今後、日本の金融も市場での私的自治を基本原則として動かざるを得ない。これは非常に厳しい帰結であるが、日本経済をグローバルスタンダードに合致した活力溢れるものとするうえで避けて通ることはできない。そのためには、銀行監督規制体系を、市場での私的自治が最大限引き出せるよう誘因両立的な規制として再構成するとともに、その実効性を確保していくことが強く求められる。

(脚注)

- (1) ここで留意を要するのは、事前規制、事後措置という分類はあくまでも便宜的なものに過ぎないということである。事後措置が預金債権の安全性あるいは銀行システムの安定性を確保・保証するうえで十分なものであると預金者が事前的に判断すれば、事後的な対応策であったとしても、銀行取引に対する信頼感を補強する方向で作用し、事前規制と同等の効果を有すると考えられるからである。ちなみに、マネタリストの総帥であるミルトン・フリードマンは、代表的な事後措置である預金保険制度の創設は第二次世界大戦後におけるアメリカの銀行システムの安定性を確保・維持するうえで大きく貢献したと述べているが、この指摘は、そうした点を意識したものと考えられよう。
- (2) こうした銀行機能に関する最近の議論に関しては、池尾(1996)、藪下(1995)などを参照。
- (3) ALMとは、資産・負債のミスマッチ・ポジション管理に関する経営管理手法のことをいう。ALMにおいては一般に、資産・負債項目ごとに想定された先行き金利予想に基づき、その金利予想に相応するような資産・負債の量的・期間的構成のあり方が種々検討されるとともに、その結果、最適と判断された満期構成上のポジションが造成される。
- (4) ちなみに、アメリカにおいて1980年代に生じた銀行・貯蓄金融機関の破綻事例をみると、①過度の量的拡大政策の追及、②行き過ぎた業務の多様化、③正式な審査手続きを経ないトップダウンの融資決定など、経営陣や経営体制面に関し何らかの問題が指摘されることが多い。
- (5) 実際、B I Fの基金残高は1988年末の141億ドルから91年末には△70億ドルにまで減少した。
- (6) このほか、大蔵省では1998年6月、行政指導の根拠となっていた金融関係の通達・事務連絡を全廃した。そして、これら通達のうち法令の解釈や執行にかかわり、行政上不可欠なものについては、省令・告示等に移行のうえ最小限の範囲において改めて定められることになった。

<参考文献>

- [1] 池尾和人(1996)『現代の金融入門』、筑摩書房
- [2] 鹿野嘉昭(1998)「銀行資産の健全性と不良債権の引当・償却制度」、渡辺慎一編『金融危機と金融規制』、アジア経済研究所
- [3] 日本経済新聞社(2000)『金融迷走の10年』、日本経済新聞社
- [4] 日本銀行金融研究所(1995)『わが国の金融制度』、日本信用調査
- [5] 日本銀行信用機構局(1992)「米国の預金保険制度を巡る最近の動向」、『日本銀行月報』

- [6] 堀内昭義 (1999) 『日本経済と金融危機』、岩波書店
- [7] 藪下史郎 (1995) 『金融と情報の経済理論』、東京大学出版会
- [8] 吉富 勝 (1998) 『日本経済の真実』、東洋経済新報社
- [9] Diamond, D. W. (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*
- [10] Diamond, D. W. and P. H. Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*
- [11] Schadrack, F.C. and L. Konobow (1994), *The Basic Elements of Bank Supervision*, Federal Reserve Bank of New York

図表3-1 プルーデンス政策の類型

	実施・運営主体	
	公的当局	民間部門
事 前 的 措 置	競争制限的規制 バランスシート規制 金融機関検査・考査	市場によるチェック 業界の自主規制
事 後 的 措 置	中央銀行貸出 預金保険 公的当局による救済	相互援助制度 預金保険

図表3-2 金融取引に潜むリスクの種類と内容

リスクの種類	リ ス ク の 内 容	
信用リスク	<p>与信先（貸出先、保有有価証券の発行体、債務保証先等）の財務状況の悪化等により、与信にかかる資産の価値が減少ないし消失し、損害を被るリスク。典型的には、貸出先が倒産し貸出の元利金返済が行われなくなるケースが挙げられる。</p> <p>海外向け与信においては、与信先の属する国の外貨事情や政治・経済情勢等により損害が生じるといったカントリー・リスクが存在する。</p>	
市場リスク	金利リスク	金利変動に伴うリスクで、資産と負債の金利改定期間や金利改定幅が異なることにより利益が低下ないし損失が発生するリスク。
	価格変動リスク	有価証券等の価格変動に伴って資産価格が減少するリスク。金利上昇や個別企業の業績悪化等に伴って債券価格・株価が下落するケースなどがある。
	為替リスク	外貨建資産・負債についてネット・ベースで資産超または負債超ポジションが造成されていた場合に、為替相場が当初想定されていた方向と逆方向に動くことによって損失が発生するリスク。
流動性リスク	金融機関が運用と調達の間隔のミスマッチあるいは予期せぬ資産の流出等により、通常よりも著しく高い金利での資金調達を余儀なくされたり、マーケットからの資金調達自体が不可能となるリスク。	

図表3-3 早期是正措置 (prompt corrective action) の概要

	自己資本比率			措置の具体的な内容
	リスク・アセット・レイシオ		レバレッジ・レイシオ	
	Tier1+Tier2 / リスクアセット	Tier1 / リスクアセット	Tier1 / 総資産	
充 実 (well capitalized)	10%以上	6%以上	5%以上	○ 記当ないし役員報酬の支払後に最低自己資本比率が未達である場合は、同支払を禁止 (本措置は以下のグループについても同様) (充実に分類された機関には、立ち入り検査の頻度の軽減 (12ヶ月→18ヶ月) などの特典が与えられる)
適 正 (adequately capitalized)	8%以上	4%以上	4%以上	
未 達 (undercapitalized)	8%未満	4%未満	4%未満	○ 緊密なモニタリングの実施 ○ 自己資本再建計画の提出を義務づけ ● 持株会社が本計画の履行を保証の要 ● 本計画の提出・履行を怠った場合は1ランク下の扱い ○ 総資産の拡大を禁止 ○ 買収・支店設置・新規業務進出の際は当局の承認を得る要 ○ 場合により1ランク下のグループに対する措置を適用
大 幅 未 達 (significantly undercapitalized)	6%未満	3%未満	3%未満	○ 増資・合併などによる自己資本再建を義務づけ ○ 一部業務の変更・削減・中止を義務づけ ○ 取締役会の刷新を義務づけ ○ 預金金利水準を制限 ○ 総資産の拡大を禁止、ないし縮小を義務づけ ○ 子会社の売却なし生産を義務づけ ○ 場合により1ランク下のグループに対する措置を適用
危 機 的 未 達 (critically undercapitalized)	-	-	2%以下	○ 業務内容などを制限 (大口取引、HLT 与信、会計手法の大幅な変更、過剰な給与支払などの禁止) ○ 劣後債の元利払いの禁止 ○ 本グループに分類後90日以内に破産管財人ないし財産翰林を選任 ● 当局の最良により最長270日間、管財人などの選任に代わる措置をとることも可能 (90日ごとに再検討の要)

(注) 1) Tier1 資本 = 株主資本 + 永久優先株 + 連結子会社に対する少数株主持分

Tier2 資本 = 期限付優先株 + 劣後債 + 貸倒準備金*

* 1993 年以前はリスク・アセットの1.5%まで、93年以降は同1.25%まで。

なお、「未達」および「大幅未達」については、三つの自己資本比率のうちいずれか一つでも表中の基準に該当すれば分類の対象となる。

2) なお、監督当局は、上記3グループに属する機関が不健全かつ危険な状態にあると判断した場合、当該機関を1ランクずつ下のグループに属するものとして取り扱うことができる。

3) CAMEL総合レート1 (最上級) を獲得しており、かつ業務規模を大幅に拡大中ないし拡大を計画中でない場合は、それぞれ3%以上・未達で可。

4) 有形資本 / 総資産。

有形資本 (tangible equity) = Tier1 資本 + 累積型永久優先株* (および関連剰余金)

* 累積型とは優先的利益配当の一態様で、ある年度における配当が一定額に達しない場合、不足額が次年度以降に累積されていくもの。

(資料) 日本銀行信用機構局[1992]。

図表 3-4 アメリカにおける銀行貸出の自己査定基準と引当・償却比率

査定区分	自己査定基準	引当・償却比率
正常債権 (pass)	・ 妥当な信用リスク。元金金が約定どおりに返済されているほか、先行き特段の悪化懸念もみられない	過去における実績率
要注意債権 (special mention)	・ 現状大きな問題はないが、先行きの悪化材料を背景として信用リスク懸念がいくぶん高まる	
回収遅延債権 (substandard)	・ 借入企業の業績が適切に是正されない限り、銀行が損失を被るリスクが高まるなど、信用リスクの顕現が懸念される	15%
回収懸念債権 (doubtful)	・ 債権の全額回収が困難で、大幅な損失を被る確立がきわめて高い	50%
回収不能債権 (loss)	・ 回収不能	100%

(資料) Schadrack & Konobow[1994]。

図表 3-5 早期是正措置の概要

区分	自己資本比率		措置の内容
	現行の国際統一基準	修正国内基準	
1	8%未満	4%未満	経営改善計画の作成およびその実施命令
2	4%未満	2%未満	増資計画の策定、総資産の増加抑制・圧縮、新規業務への進出禁止、既存業務の縮小、店舗の新設禁止・既存店舗の縮小、子会社・海外現法の業容の縮小・新規設立の禁止、配当支払の抑制・禁止、役員賞与等の抑制、高金利預金の抑制・禁止等の命令
3	0%未満	0%未満	業務の一部または全部の停止命令 ただし、以下の場合には第二区分の措置を講ずることができる。 ①金融機関の含み益を加えた純資産価値が正の値である場合。 ②含み益を加えた純資産価値が府の値であっても i) それまでの経営改善計画や個別措置の実施状況と今後の実現可能性、ii) 業務収支率等収益率の状況、iii) 不良資産比率の状況、等を総合的に勘案の上、明らかに純資産価値が正の値となる見込みがある場合。 なお、同区分に属さない金融機関であっても、含み損を加えた純資産価値が負の値である場合や、負の値となることが明らかに予想される場合は、業務停止命令を発出することがありうる。

(注1) 全ての金融機関に対し、流動性不足等を原因とする業務停止命令(銀行法第26条第1項、第27条)を発出することがありうる。

(注2) 制度の導入時に第二区分または第三区分に該当する金融機関であっても、当該禁輸期間がすでに合理的と認められる経営改善計画を策定し、同計画が陽か雨滴短時間で確実に達成できると見込まれる場合は、当該金融機関の属する区分より上の区分の措置を講ずることができる。

図表 3-6 資産査定における分類区分

I 分類	II 分類、III 分類およびIV 分類としない資産
II 分類	債権確保の諸条件が満足に満たされないため、あるいは、信用上疑義が存する等の理由により、その回収について通常の度合いを超える危険を含むと認められる債権等の資産
III 分類	最終の回収について重大懸念が存し、従って損失の発生の可能性が高いが、その損失額について合理的な推計が困難な資産
IV 分類	回収不可能または無価値と判定される資産

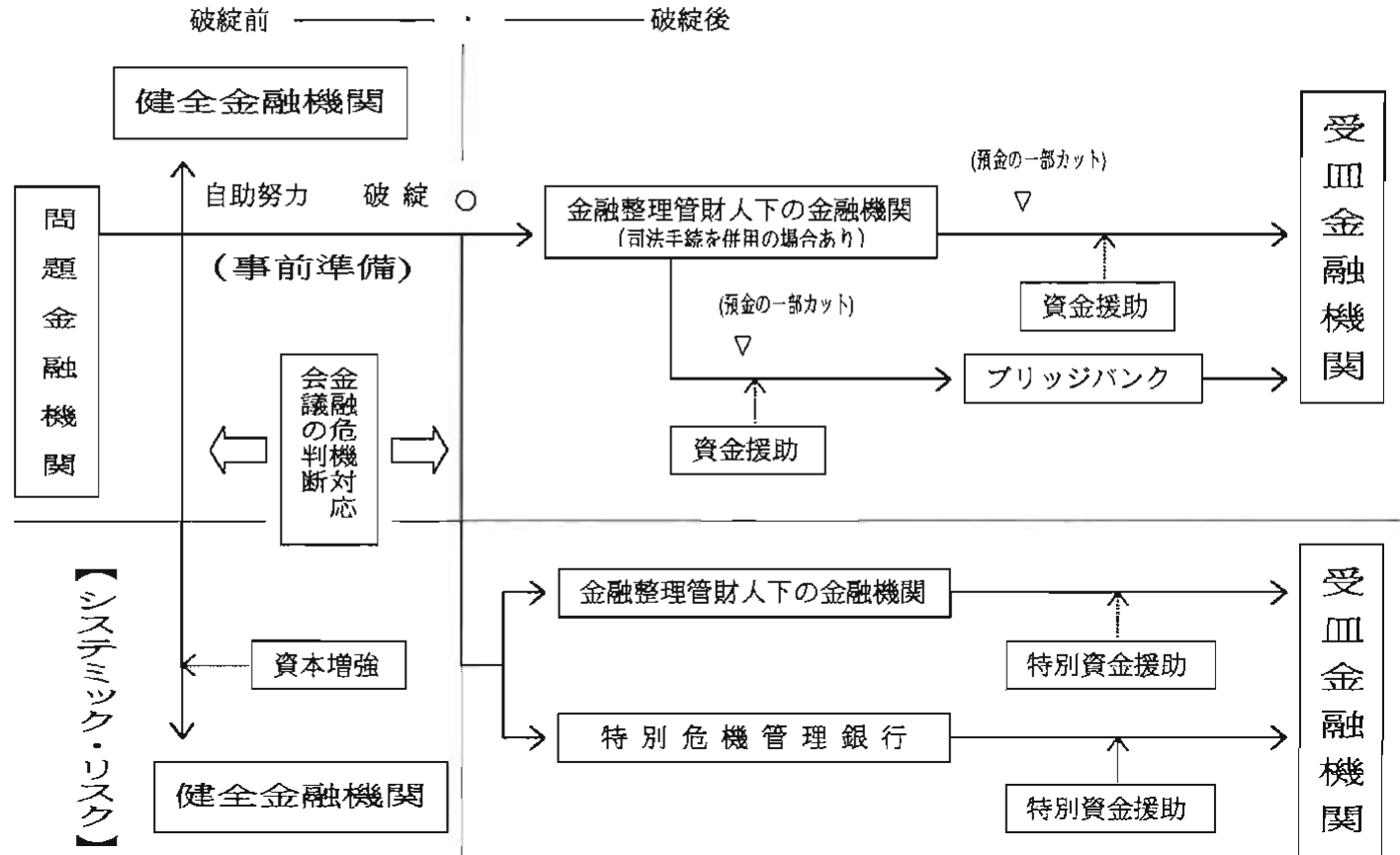
(注) 資産査定において、II、IIIおよびIV分類手に区分することを「分類」といい、II、III、およびIV分類とした資産を「分類資産」という。また、II、IIIおよびIV分類としないことを「非分類」といい、分類資産以外の資産（I 分類資産）を「非分類資産」という。

図表 3-7 貸出金の分類基準

区分	債権の分類	正常運転資金等	有料担保・保証分	その他の担保・保証分	カバーのない部分
1	正常先債権：業況が良好であり、かつ、財務内容にも特段の問題がないと認められる債務者に対する債権	非	非	非	非
2	要注意先債権：貸出条件に問題のある債務者、履行状況に問題のある債務者、赤字決算等で業況が低調ないし不安定な債務者などに対する債権	非	非	非 II	非 II
3	破綻懸念先債権：現状、経営破綻の状況にはないが、経営難の状態にあり、今後、経営破綻に陥る可能性が大きいと認められる債務者に対する債権		非	II III	III
4	実質破綻先債権：法的、形式的な経営破綻の事実、発生していないものの、深刻な経営難の状態にあり、再燃見込みがたたない状況にあると認められるなど、実質的に経営破綻に陥っている債務者に対する債権	—	非	II III	IV
5	破綻先債権：破産、生産、会社整理、会社更正、和議、手形交換所における取引停止処分等の事由により経営破綻に陥っている債務者に対する債権	—	非	II III	IV

(注) 非…「非分類資産」

図表3-8 特例措置終了後の破綻処理の全体イメージ





第4章 直接金融の進展

新 保 恵 志

1. 株式公開市場の展開

(1) はじめに

わが国では、このところベンチャー企業育成論が花盛りである。この背景には、米国経済が8年以上にわたって景気上昇の波に乗り、好景気を謳歌しているのはインターネット関連を中心とした様々な企業が次から次へと誕生し、景気の上昇を牽引しているとの見方がある。米国では、新規雇用の約7割がこのようなベンチャー企業によってもたらされているとの統計もあり、このような事実に基づいて、日本では景気の上昇のみならず、雇用促進の側面からもベンチャー企業を育成しなければならないという思惑もあるようだ。

ベンチャー企業育成の必要性は、従来より声高に叫ばれてはいた。しかし、その声が実践に結び付くことには様々な困難があったように思われる。例えば、今から10年前の、いわゆるバブルといわれた時代にもベンチャー企業育成論は花盛りであったが、ベンチャー企業の育成が本格的に緒につくことはなかった。それが、本格的に動き始めたとの認識を広めたのは、1999年11月の東京証券取引所のマザーズの創設や2000年6月の大阪証券取引所のナスダック・ジャパンの創設であろう。

問題は、果たしてこれらの器がベンチャー企業育成のための機能を果たし得るかどうかということであろう。本稿では、ベンチャー企業育成のための仕組み・制度に関する日米比較を行い、そのうえで日本のベンチャー企業育成にとって何が必要か、あるいはベンチャー企業を支える仕組みという点から資金調達—株式公開と普通社債発行—の側面から考察することにした。

(2) 米国の株式公開市場

(i) ナスダック

米国の新興企業向け株式公開市場といえば、ナスダックである。しかし、その詳細についてはあまり語られることはない。日本での議論は、ナスダックという器に対する賛辞があるばかりで、その内容—上場基準など様々な規定—に関する議論はあまり聞いたことがない。

ナスダックには、比較的規模の大きな会社を取り扱うナショナル・マーケットと、新興企業など比較的規模の小さい企業を取り扱うスモールキャップ・マーケットがあり、それぞれに株式公開基準が設けられている（図表4-1・4-2参照）。この株式公開基準で注目すべきは、マーケット・メーカー規定並びにコーポレート・ガバナンス規定である。

マーケット・メーカー規定とは、株式の価格付けを行う複数の業者（証券会社）の存在が必要であるということを規定しているものである。証券取引においては、価格が売買を行う際のシグナルとなって取引が行われる。また、ある株式について常に売買が行われているわけではない。従って、気配値という形で売買の目安となる価格を投資家に提示することが極めて重要となる。

コーポレート・ガバナンス規定も、極めて重要な位置付けがなされている。これは、“財務情報の正確かつ公正な公開”と“複数の独立取締役による企業監査”を求めている。これは、公開された企業情報の開示（ディスクロージャー）が適正に行われているかどうか、すなわち、企業内容の正確な姿が投資家に伝わっているかどうかということをチェックする上でも重要なことであるからだ。わが国でよく見られる粉飾決算を防止する上でも極めて重要な規定であることは間違いない。

ディスクロージャーに関して興味深い点は、その徹底ぶりである。米国の場合、自己責任原則が日本より徹底している。自己責任原則の徹底に不可欠なのが企業が行うディスクロージャーであるというわけだ。その中でもリスク情報に関するディスクロージャーは特筆に値する。例えば、株式公開企業の目論見書の最初に記載されているのが分厚いリスク情報である。なぜ、このように分厚いリスク情報の開示が行われているのか。それは、リスク情報に記載されていないことで株主が損失を被った場合、株主側から訴訟が起こされる危険性があるからである。従って、企業経営者は自らの身を守るためにもリスク情報に神経を尖らせる。一方、投資家もリスク情報によって当該企業の最悪の場合を自ら想定することができる。

図表4-3は、ネットスケープ・コミュニケーションズ社のリスク情報である。全部で

18項目ある。この中で、同社はマイクロソフトが独占的に提供するパソコンの基本ソフトWINDOWS 95上で機能するブラウザソフトにおいて、マイクロソフトの製品が競争上優位になるかもしれないとのリスクを示唆している。投資家は、これによってネットスケープ・コミュニケーションズ社のマイナスの部分を確認することができるのである。このようなリスク情報の開示は、日本の情報開示には見られないものであることはいうまでもない。

さて、図表4-1、4-2でも示したように、ナスダックには継続登録基準というものが存在する。継続登録基準を満足することがなければ、ナスダックでの株式公開、株式売買は不可能となる。日本でいうところの上場廃止と同じである。では、ナスダックでの株式公開が不可能となった企業は、その後どうなるのであろうか。実は、継続登録基準を満たすことができなくなった企業は、OTCブリティンボード(Over-the-Counter Bulletin Board)やピンク・シートというマーケットに移行し、株価は存在し続けるのである。

(ii) OTCブリティンボード(OTCBB)

OTCブリティンボードとは、原則ナスダックや証券取引所に上場されていない株式について、コンピューターの画面にリアルタイムの取引相場、取引量、最終売買価格を表示する取引相場提供のサービスを行うものである。

OTCBB銘柄に関しては、証券取引所の上場基準やナスダックの株式公開基準に該当する基準はないため、未公開株式であるとされている(OTCBBとナスダックの違いについては図表4-4参照)。ある株式の銘柄がOTCBBで取引されるためには、マーケットメーカーたる証券会社が全米証券業協会(NASD)の規定したFORM211という様式に必要事項を記載して、全米証券業協会のOTC準拠部門に報告することで登録番号を入手し、電子取引の対象となる。マーケットメーカーが当該株式を登録するかどうかは、マーケットメーカーの自己責任の下に行われる。

ところで、従来よりOTCBB銘柄については価格の不透明性が指摘されていた。また、OTCBB銘柄の取引量、取引金額の少なさも問題となっていた。そこで、取引を活発化するために企業情報の開示を行い、投資家からの信頼を取り戻すために1999年1月SEC(証券取引委員会)はOTCBB適格ルール(Eligibility Rule)を設けた。これは、1999年1月4日以降にOTCBBに参加する企業は、EDGARデータベース(SECの財務

情報開示システム)に米国会計基準に基づく最新の財務情報を登録しなければならないというルールであり、登録しない企業はOTCBBでの取引は禁止されるというものである。つまり、OTCBBにおいても、ナスダック同様、財務情報の開示の厳格性が求められるようになったという点が、このルールの最大のポイントなのである。

(iii) ピンクシート市場

ピンクシート株式とは、証券取引所やナスダック及びOTCBB以外で取引されている株式で、これらの株式相場がピンクの用紙に記載されていることからピンクシートと呼ばれている。

ピンクシートへの登録は、マーケットメーカーである証券会社が全米証券業協会(NASD)の規定したFORM211という様式に当該企業の必要事項(財務内容の情報、経営者、事業内容など)を記載して、全米相場事務所(National Quotation Bureau: NQB)に届け出ることによって完了する。ピンクシート市場における株価相場並びに取引量は、有料で登録した投資家のみがオンラインで見ることができる仕組みになっている。

ピンクシート株式は、証券取引所やナスダックのように上場基準や株式公開基準がない。また、OTCBBのようにSECのEDGARデータベースに財務情報の開示が求められているわけではない。つまり、財務情報の詳細が不明なため、取引するには極めてリスクの大きい株式であると認識されている。ただし、既述のように、OTCBBが1999年1月以降、SECのEDGARデータベースに財務情報の開示登録義務を課すことになったため、今後は財務情報の詳細な開示を避けたい企業がピンクシート株式市場に移行する可能性が出てこよう。

(iv) 米国株式公開市場の特徴

米国には株式公開市場としてのナスダックがあるが、ナスダックの継続基準を満足しない企業に対してはOTCBBやピンクシートという市場が用意され、これらの市場で企業の株式は取引されることになる。逆に、最初にOTCBBやピンクシートという市場で株式が売買されていた企業が成長して、ナスダックで株式公開する企業もあるわけである。その意味で、米国の株式公開のための市場は多層的に構成されているということができよう。そこで、ナスダック、OTCBB、ピンクシートの各市場の比較を見ることによって、

米国の株式公開市場全体の特徴を見ることにしてみる（図表4-4参照）。その特徴とは、

- ① 各市場にはマーケット・メーカー（値付け業者）が存在し、彼等が株式の価格、あるいは気配値を付けている。これは株式が取引されるための最低限の必要条件である。なお、NASDAQとOTCBBについては、電子取引により株価をリアルタイムで知ることが可能となっている。
- ② NASDAQとOTCBBについては、財務情報については米国会計基準の基づいた開示が義務付けられており、特に、最近ではEDGARデータベースによってインターネットで即時に無料で、投資家は入手することが可能となっている。また、NASDAQについては、コーポレート・ガバナンス要請に基づいて、財務情報に誤りや粉飾がないか、チェックが行われる。
- ③ NASDAQの継続基準を満足しなくなった場合、公開廃止となるが、株式が流通しなくなるわけではない。そのような株式はNASDAQより下位のOTCBBやピンクシートに移行するが、投資家にとっては株式の流通性は確保される一方、企業にとっては捲土重来を期して、再公開のチャンスも残されている。

実は、米国ではNASDAQ、OTCBB、ピンクシート市場さらにはその株に位置するローカル・マーケットを総称して株式公開（Initial public offering: IPO）市場と呼んでいる。この多層的な株式公開市場の構造が企業の株式公開を支えているわけであるが、この株式公開市場を投資面から支えているのが、ベンチャー・ファンドやベンチャー・キャピタル、エンジェルといわれる投資家の存在である。しかし、彼等は単に投資を行うだけではない。

例えば、エンジェルの中には自ら社外取締役となってベンチャー企業の経営に参加したり、企業経営をチェックするものもいる。あるいは、優秀な人材や新しいビジネスを紹介したりするものもいる。資金面だけでなく、経営に積極的にタッチしていくのである。また、ベンチャーキャピタルもその役割は単に資金面だけではない。創業間もないベンチャー企業に対しては取締役を派遣して企業を育てていく。あるいは、時に応じて公認会計士を派遣して財務コンサルタント的なアドバイスを行ったり、マーケティングの専門家を派遣してアドバイスを行うこともある。つまり、投資家たるベンチャー・キャピタルやエンジェルが、投資面のみならず極めて多面的な機能を発揮して、ベンチャー企業を育ててい

るのが米国の大きな特徴となっている。以上のような米国の株式公開市場の全体構造をまとめたものが、図表4-5である。

(3) 日本の株式公開市場

(i) 店頭登録市場

わが国において従来から存在する株式公開市場といえば、店頭登録市場であった。店頭登録市場には店頭登録基準があり、ベンチャー企業育成の必要性が強く叫ばれたことから、わが国でも1999年1月に選択性登録基準として新たに改定され、一般企業向けとベンチャー企業向けの2つの登録基準が設けられた(図表4-6参照)。

この選択性登録基準は、それ以前の店頭登録基準に比べてかなり緩和されたものになっており、特に、ベンチャー企業については純資産額や利益額を不問にするなど、かなり条件は緩和されていた。しかしながら、ベンチャー対象企業を限定(設立後経過年数や主たる事業の営業活動年数、事業の企業化に要する費用などによる)していたり、時価総額などの要件もあり、現場のベンチャー企業からは登録基準の厳しさを指摘する声が聞かれた。財務情報の開示(ディスクロージャー)についてはベンチャー企業が四半期報告を義務付けられているが、一般企業は半期報告となっている。なお、店頭市場の運営主体である日本証券業協会では、2000年より企業に対して四半期開示を促しており、2002年を目途に店頭登録企業すべてに対して四半期開示を義務付ける方向性で検討している。しかし、米国ナスダックにあるような、開示された財務情報や企業の経営内容をチェックするためのコーポレートガバナンス要請規定はない。

店頭登録市場では、株式売買におけるマーケットメイク制度の導入も徐々にではあるが進展している。取引が成立しにくい銘柄に関しては、積極的に売買に関与して株式の流動性を高めるようにしている。なお、これに関連して日本証券業協会では気配公表銘柄制度(通称グリーンシート制度)を設けている。これは、店頭売買有価証券(店頭登録銘柄)以外の店頭有価証券について気配値の公表を行うものであり、次の4種類に分類される(なお数字は2000年8月末時点)。

- ①エマージング銘柄(ベンチャー、新興企業銘柄): 14銘柄
- ②フェニックス銘柄(上場・店頭登録廃止銘柄): 5銘柄

③リージョナル銘柄（上記以外の企業）：28 銘柄 計 47 銘柄

（ii）マザーズ

東京証券取引所は、“今後成長性が期待される分野に属する事業”または“新たな技術・着想に基づく事業”を主要事業としている企業をベンチャー企業とみなし、幹事証券会社が「高い成長力を有する理由」を記載した書面を提出すれば、株式公開時に債務超過や赤字であっても以下の要件（基準）を満たしていれば、マザーズにおいて株式公開が可能になる、としている。

- ①上場時に 1000 単位以上の公募増資を行い、新たに 300 人以上の株主を作る
- ②上場時（上場日）の時価総額が 5 億円以上
- ③成長力が認められる事業についてはすでに売上高が計上されている

なお、以上の要件以外では以下のような義務がある。

- a. 事業計画が予定通り進行しているかどうかを、より高い頻度で投資家が確認することができるように、一部・2部上場企業に課している法定開示やタイムリー・ディスクロージャーに加えて、投資家保護策として、四半期ごとに業績の概況を開示する。
- b. 株式公開後 3 年間はアナリストなどへの会社説明会を年 2 回開催する。

以上のようにマザーズの特徴は、店頭登録基準にあるような株式会社としての設立経過年数基準などの制約がないことである。その意味では、店頭登録基準より公開基準は緩和されていると言える。公開基準は緩和されているが、投資家が求めているのは公開企業の将来性や企業経営内容のチェックであるから、その点に関するディスクロージャーや投資家・アナリストへの説明（IR：インベスター・リレーション）を行うように、企業に対して求めていることがうかがえる。ただし、米国ナスダックのような経営内容や財務情報のチェックを行うコーポレートガバナンス要請規定はない。

なお、株式公開のための審査期間は 1 か月程度であり、株式公開申請から実際の公開までに要する期間は、既存の 1 部や 2 部市場の上場に要する期間－6 か月－に比べて、3 か月程度と短縮されている。2000 年 9 月時点での公開企業数は 16 社となっている。

（iii）ナスダック・ジャパン

2000 年 5 月に大阪証券取引所内に創設され、同年 6 月より株式売買取引が開始された

ナスダック・ジャパンの株式公開基準は図表4-7の通りである。この公開基準—スタンダード基準とグロース基準—は、後述する米国ナスダックの公開基準—ナショナル・マーケット並びにスモールキャップ・マーケット—を1ドル=100円で換算した基準となっている。このような基準を設定した理由として、日米で同時に株式公開した場合を想定して、同じ基準にしているとのことである。

公開基準全体としては、マザーズと比べると、純資産、時価総額、税引前利益などの選択性基準があることから、若干厳しい基準であるように思われる。また、マザーズには設定されていない株式公開維持基準がナスダック・ジャパンには盛り込まれている（図表4-8参照）。これは、米国NASDAQの継続基準に該当するものである。

また、ディスクロージャーに関しては、マザーズと同様、四半期ごとの業績報告を求めているが、東京証券取引所のマザーズのようにアナリストなどへの会社説明会を年2回開催する、というような規定は盛り込まれていない。

ナスダック・ジャパン市場は企業からの積極的なディスクロージャーを求めているとし、その具体例としてMD&A (Management's Discussion and Analysis of Financial Condition and Results of Operations: 経営陣の財務状況及び企業業績に対する検討・分析結果) を開示している。しかし、その一方で、経常利益や主な資産・負債の変動を最低限の開示とし、貸借対照表及び損益計算書に関する公認会計士の監査手続きを必要とはしない、としている。この点については、問題なしとしない。公認会計士の監査はもちろん絶対的なものではないが、これでは、開示された情報の正確性を誰が保証するのか。正確なディスクロージャーを重要視する米国のナスダックを模範とするのであれば、最低でも公認会計士の監査は必要なのではないか。

さらに、米国のナスダックにならって、公開時に提出する有価証券届出書にリスク情報の積極的な開示を求め、実際に米国ナスダック市場で開示されているリスク情報の事例集を作成し、株式公開予定会社の参考に資することになっているとしている。しかし、むしろ、先にネットスケープ・コミュニケーションの例にも示したように、かようなリスク情報の開示を義務付けるべきではないか。企業は、資金を必要としているのであれば、自社にとって都合の悪い情報こそ投資家は必要としているということを認識すべきであろう。そのためにも、リスク情報の徹底開示を義務付けるべきであったといわざるを得ない。

情報開示についてもう一点付加するならば、開示される会計基準を国内会計基準ではな

く国際会計基準にすべきであろう。ナスダック・ジャパンを国際的な市場にしたいというのであれば、国際会計基準を採用するのは当然である。因みに、ヨーロッパのベンチャー企業向け株式公開市場であるドイツのノイア・マルクトやフランスのヌーボ・マルシェは国内会計基準と国際会計基準の両方の基準で作成された財務情報を自国語並びに英語で開示し、国内のみならず国外からも、この両市場に成長資金が流入していることは注目に値する。今や、国際的な市場を目指し、海外からの資金をも取り込むためには、財務情報における国際会計基準の採用は当然であるということ認識すべきであろう。

なお、ナスダック・ジャパンの2000年9月時点での公開企業数は27社となっている。

(4) わが国株式公開市場の改善点

わが国の株式公開市場はこれまでも数居が高いといわれてきた。そのため、いわゆるベンチャー企業がなかなか育たないと言われてきた。そのような状況を踏まえて東京証券取引所のマザーズや大阪証券取引所のナスダック・ジャパンが創設されたわけである。かようなベンチャー企業の資金調達のための場が提供されたことを受けて、ベンチャー企業向け投資も活発になるとの意見も見受けられる。しかし、ベンチャー企業向け投資が投資行為の一つとして一般化されている米国の株式公開市場との比較を行うと、わが国株式公開市場には、まだまだ改善すべき点が多々あるようである。

米国の株式公開市場の全体的な構造を再度鳥瞰すると、以下のような特徴が指摘できる。

- ①米国には株式公開市場としてのナスダック、OTCBB、ピンクシート、さらにはローカル・マーケットなど多層的な市場が存在する。
- ②各市場にはマーケット・メーカー（値付け業者）が存在し、彼等が株式の価格、あるいは気配値を常時付けている。
- ③NASDAQとOTCBBについては、財務情報については米国会計基準に基づいた開示が義務付けられており、特に、最近ではEDGARデータベースによってインターネットで即時に無料で、投資家は入手することが可能となっている。また、NASDAQについては、コーポレート・ガバナンス要請に基づいて、財務情報に誤りや粉飾がないか、チェックが行われるうえ、株式公開時には詳細なリスク情報の開示が行われる。
- ④NASDAQの継続基準を満足しなくなった企業はNASDAQより下位のOTCBBやピンクシートに移行するが、投資家にとっては株式の流通性は確保される一方、企

業にとっては捲土重来を期して、再公開のチャンスも残されている。

- ⑤米国の株式公開市場を投資面から支えているベンチャー・ファンドやベンチャー・キャピタル、エンジェルといわれる投資家は、単に投資を行うだけでなく、ベンチャー企業の経営に参加したり、企業経営をチェックするなど、資金面だけでなく、経営に積極的にタッチしていく。つまり、投資面のみならず極めて多面的な機能を発揮して、ベンチャー企業を育てている。

一方、わが国の株式公開市場の特徴として以下の点が指摘できる。

- ①市場として店頭登録市場やマザーズ、ナスダック・ジャパンがそれぞれ独立に存在しており、多層的な市場にはなっていない。
- ②マーケットメーカーの存在は義務付けられていない。従って、株価が付けられていないときもある。
- ③ディスクロージャーについては四半期報告がほぼ一般化してきたが、開示された財務情報の適格性を保証する、あるいはチェックを行う、米国のコーポレート・ガバナンス要請規定のような制度は存在しない。また、投資家にとって必要不可欠である経営にまつわるリスク情報の開示も義務付けられていない。
- ④上場維持基準を満たさなくなった企業は、上場廃止になるしか道は残されていない。上場廃止の場合、株価は存在しなくなり、株式の流通性はほとんど喪失される。投資家にとって多大な損失が表面化するが、問題はそれだけではない。企業にとっても上場廃止の烙印を押され、捲土重来の機会を与えられなくなる可能性が高い。
- ⑤投資家を見ると、従来よりベンチャーキャピタルは存在したが、エンジェルのような個人投資家はほとんど存在しないと言っても過言ではなく、ベンチャーファンドもできたばかりという状態である。つまり、投資家の層が極めて薄い。加えて、これらの投資家は資金提供面のみ機能に限定されており、米国のように、企業経営に様々な形でかかわって、企業を育てるという機能は未だ持ち合わせていない。

このような日米の株式公開市場の特徴の違いは、市場の構成の違いとなって現れる。それを示したものが図表4-9である。これを見ても分かるように、米国がピラミッド型市場構造となっているのに対して、日本は逆ピラミッド型構造となっている。つまり、株式

公開市場の底辺が薄いのである。

以上、米国との比較において日本が改善すべき点は以下の諸点であると思われる。

①マーケットメイク銘柄の拡充

1998年7月、日本でもマーケットメイク制度がスタートしたが、2000年8月末時点でマーケットメイクの対象は店頭有価証券の47銘柄のみにとどまっている。重要な点は、マーケットメイクの対象銘柄をより拡大することであろう。価格が無ければ株式取引の拡大は望めないからである。証券会社が自主的に気配値を、例えばインターネット上で公表しても構わないし、マーケットメイク銘柄専用の情報紙を有料で提供しても構わないのである。これらは、米国に見られるような多層的市場の代替的市場となり得る。

マーケット・メイクを行うということは、証券会社にとってリスクを取るということに他ならない。日本の証券会社はこれまであまりにも固定手数料体系の元でリスクを取ることに消極的であった。護送船団行政の弊害である。その意味では、証券会社の創意工夫が求められている。

②ディスクロージャー内容の統一と徹底

投資家が最も必要としているのは企業に関する正確な情報、すなわち財務やリスクに関する正確かつ統一された情報である。わが国では、店頭市場、東証マザーズ、ナスダック・ジャパンの情報開示内容や開示資料は各市場により異なっている。一方で、各市場とも企業の業績予想を開示しなくともよいとしている。このような事実の背景にあるのは、投資家を軽視していることである。つまり、株式を公開する企業を優先するあまり、投資家がないがしろにされている、ということである。投資家サイドに立てば、少なくとも財務会計基準を国際会計基準に統一したうえで、日本語と英語で情報開示すべきであろう。なぜなら、国際会計基準によって財務情報を開示していれば、例えば、国内の投資家が資金を提供しなくとも、リスクを取ってくれる海外の投資家がいるかもしれないからである。国内会計基準かつ日本語のままでは海外の投資家が投資してくれる期待は全くないからである。また、何よりも大切なことは、企業が資金を必要とするならば、自社にとって都合の悪いことも開示しなければならないという意識が求められている、ということである。さらには、日本では開示された情報に対するチェック機能はほとんど働いていないが、これをチェック機能を強化する

ためにはコーポレート・ガバナンス要請規定も必要となる。

なお、多様な投資家の育成は一朝一夕には達成し得ない。アメリカでは小学校から証券取引を授業の中に取り入れているくらいである。その意味では、日本とアメリカでは証券取引に対する意識の差が大きい。この点は、時間を掛けて意識の醸成を図っていくべきであろう。

日本のベンチャー企業の株式公開市場は緒についたばかりである。なんでもアメリカの真似をする必要はない、との意見も聞こえてきそうだが、アメリカの制度は証券取引において当たり前のことである。日本も、当たり前のことを実行しなければ、世界から取り残されてしまうということを肝に命じるべきであろう。

2. ベンチャー企業の社債発行上の問題点

株式での資金調達同様、中小企業、なかんずくベンチャー企業にとって社債での資金調達も重要であることはいうまでもない。しかし、わが国ではベンチャー企業の社債発行は一部の私募債などを除いて、ほとんど発行されていないといっても過言ではない。特に、1996年1月に社債発行時における適債基準が撤廃されたが、その後もベンチャー企業が自身の信用力に基づいて公募普通社債を発行するというケースはほとんど見られない。

ところが、欧米、特に米国では信用力の相対的に低いベンチャー企業でも公募普通社債を、いわゆるジャンクボンド（信用力が低く利回りの高い社債）として発行することは頻繁に行われている。日本では、なぜベンチャー企業の公募普通社債が発行されないのだろうか。ここでは、この点に関する解明を行うとともに、リスクの分散という形を取る—いわゆるクレジット・デリバティブを用いる—ことによってベンチャー企業にも公募普通社債発行の道が開けることを示す。その際、鍵を握るのはデフォルト統計である。

(1) クレジット・デリバティブの現状

日本においてベンチャー企業の公募普通社債が発行されない大きな理由は、ベンチャー企業の信用力が低いため、換言すれば債務償還能力が低いため、その様なクレジット・リスクの高い社債に投資する投資家がないということであろう。

これに対して米国では、リスクの高い社債に投資する投資家、例えばミューチャル・ファンドやベンチャーファンドなどが存在する。しかし、そのような投資家の存在のみならず、クレジット・リスクを分散する手法がベンチャー企業の公募普通社債発行を支えている。それが、クレジット・デリバティブといわれる手法である。

この手法を図式化したものが図表4-10である。例えば、あるベンチャー企業Xの発行した社債（満期10年）を保有する機関投資家Aがいるとしよう。この投資家Aはこの社債を保有するリスクを外したいと考えている。一方、機関投資家Bはある対価を得て、この社債のクレジット・リスクを取ってもよいと考えているとする。投資家Aは今後8年間のクレジット・リスクを投資家Bに負担してもらう対価として、この社債の元本1億円に対してLibor+60ベーシス・ポイント（bpと略。1ベーシスは100分の1%）分を投資家Bに対して支払う。これに対して、投資家Bは投資家AにLiborを支払う（実際は投資家Aが投資家Bに対して60bpを支払うのみ）。このとき、もし、企業Xがデフォルト（債務不履行）を起こした場合には、投資家Bが投資家Aに対して元本1億円分を支払うのである。このような方式をクレジット・スワップと呼んでいる。通常のスワップであれば金利の交換だけであるが、この契約では社債発行企業がデフォルトを起こした場合に、契約した社債の元本部分を投資家Bが補填する（Aに対して支払う）というところが、通常のスワップとは大きく異なる点である。

(2) クレジット・スワップの仕組み

このクレジット・スワップで大きなポイントとなるのは、投資家Aから投資家Bに対して支払われるLibor スプレッド（以下スプレッドと略）、このケースでは60bpの部分である。実は、このスプレッドは企業Xの信用力、換言すれば債務不履行確率によって決まってくる。以下では、スプレッドの決定方式について考察する。

スプレッドは、債券がデフォルトを起こすリスクをカバーするために投資家が必要とするプレミアムであろう。ここでは、仮にデフォルトが発生した場合の債券回収率が0というケースを想定して、投資家が必要とするスプレッドの水準を導き出す。

今、X社の格付けがBBBとする。BBBの8年間に該当する累積デフォルト確率は図表4-11より3.2%である。格付けBBBでy年の累積デフォルト率をD、とすると、

$$D_8 = 0.032$$

過去、8年間のデフォルトが毎年同じ確率 d_8 で起きたと仮定する。このように規定すると、8年間全くデフォルトが発生しない確率NDは

$$ND = (1 - d_8)^8$$

従って、8年間のうちにデフォルトが起きる確率、つまり8年間の累積デフォルト確率D8は以下のように表現できる。

$$D8 = 1 - (1 - d_8)^8$$

ここで、 $D_8 = 0.032$ であるから、これを解くと、

$$d_8 = 0.00405$$

これにより、この債券は毎年デフォルト確率が0.00405(=0.405%)であると仮定して、考えることができる。今、クレジット・リスクのない満期8年の国債の利回りが2.5%であるとする。ここで求めたいのは格付けBBBの社債のデフォルト・リスクをカバーする利回りである。これを r とすると、 r と2.5%の差がスプレッドとなる。

投資金額を100とすると、国債はリスク・フリーであるから、国債に投資した場合に得られる1年後の投資資金Rは

$$R = 100 \times (1 + 0.025) = 102.5$$

一方、格付けBBBの社債に投資した場合に得られる投資の期待値E(期待額)は、この社債のデフォルト確率 d_8 の下では

$$E = (1 - d_8) \times 100 \times (1 + r)$$

いかなる債券に対してもデフォルト率を考慮した投資の期待値が同値であることを勘案すれば、投資家にとって最終的には以下の均衡状態が成立するはずである。

$$R = E, \text{ すなわち、} (1 - d_s) \times 100 \times (1 + r) = 102.5$$

上式に $d_s = 0.00405$ を代入して r を求めると、 $r = 0.029168 = 2.9168\%$ となる。従って、必要なスプレッドは $0.4168\% (= 2.9168 - 2.5)$ となる。本例のクレジット・スワップでは、投資家Aが投資家Bに対して $60\text{bp}(0.6\%)$ のスプレッドを支払っているから、少なくともこの水準は、デフォルト・スタディから計算される必要スプレッドを上回っている。したがって、市場でクレジット・リスクを取る投資家は、そのリスクに見合った十分なりターンを得ていると言えるのである。因みに、 60bp は以下のように分解されると考えられる。

$$60\text{bp} = (\text{債券のデフォルトによる損失の可能性をカバーするのに必要な } 42\text{bp}) + (\text{あえてクレジット・リスクを取ったことに対するリスク・プレミアムの } 18\text{bp})$$

なお、このケースでは債券回収率が0の場合を取り上げたが、債券回収率が0ではない場合は、必要スプレッド S は以下のように計算される。

$$S = \text{債券回収率が0の場合のスプレッド} \times (1 - \text{債券回収率})$$

以上がクレジット・スワップの簡単な概要である。ただし、クレジット・スワップを利用するに当たっては、以下の諸点に留意する必要がある。

- ①デフォルト・データはあくまでも過去のものであること。
- ②デフォルト・データは格付け機関によって異なるものであること。
- ③デフォルト・データはデータを取る期間によって変動するものであること。
- ④デフォルト・データはあくまでも、ある格付けのカテゴリー（例えばAAA, BBB）に関するものであって、個別の債券にすべて当てはまるものではないこと。
- ⑤デフォルト・リスクは、マクロ経済状況や政治状況など様々な要因によって決定され

る。理論的なデフォルト・リスクのみでスプレッドにアプローチすることは、その他のリスクを排除することになる危険性があること。

このような留意点はあるものの、クレジット・スワップはリスクの分散に有効であることは間違いない。例えば、本例でいえば、債券を複数の債券のバスケットにすることも可能であるし、逆に、リスクを取る投資家も単体ではなく、複数の投資家がリスクをとるといようなバリエーションも考えられる。

クレジット・スワップが広範に利用されるためには、債券デフォルト統計が整備される必要がある。現在の日本では、債券デフォルト実績が少ないためにデフォルトに関連して、どの様なリスクが発生するか不明な点が多いのではないだろうか。例えば、クレジット・スワップ契約後にクレジット・リスクが上昇する場合の研究や、その場合のスプレッドの計算方法など、リスクに関する様々な分析・研究が、債券デフォルト統計が整備されていないために進んでいないという問題点があるのではないか。このような問題点を解消するためにも、格付け別の債券デフォルト統計の整備を着実に進めなければならない。

そして、クレジット・スワップを含むクレジット・デリバティブ市場が拡大すれば、リスクの分散を図ることによってベンチャー企業など信用力の低い企業も公募普通社債を発行することが可能になると思われる。

<参考文献>

- [1] 出縄良人著「未公開株式市場が日本を救う」メディアバル、1998年
- [2] 日本証券業協会ホームページ “<http://www2.jsda.or.jp>”
- [3] 公認会計士横山明氏のホームページ “<http://www.hi-ho.ne.jp/yokoyama-a>”
- [4] ナスダック・ジャパンのホームページ “<http://www.nasdaq-japan.com>”
- [5] 東京証券取引所のホームページ “<http://www.tse.or.jp/mothers>”
- [6] 米国NASDAQのホームページ “<http://www.nasdaq.com/>”
- [7] ドイツのノイア・マルクトのホームページ “<http://www.neuer-markt.de>”
- [8] ヨーロッパのEASDAQのホームページ “<http://www.easdaq.com/>”
- [9] 島義夫著「信用リスク、格付け、債券投資入門」シグマベイスキャピタル、1997年
- [10] Moody's “Corporate Bond Defaults and Defaults Rates,1970~1994”
- [11] S&P “The relation between ratings and defaults” 1995年

図表4-1 NASDAQナショナル・マーケットの株式公開基準

対象要件	当初の登録基準			継続登録の基準	
	オプション1	オプション2	オプション3	オプション1	オプション2
純有形資産 (百万ドル)	6	18	-	4	-
発行済み株式総額 (百万ドル)	-	-	75	-	50
or					
総資産 (百万ドル)	-	-	75	-	50
and					
売上高	-	-	75	-	50
税引前利益 (百万ドル) (直近の事業年度または前3期のうち2期)	1	-	-	-	-
流通株式数 (百万株)	1.1	1.1	1.1	0.75	1.1
流通株式数の時価総額 (百万ドル)	8	18	20	5	15
事業実績 (年)	-	2	-	-	-
取引株式の最低価格 (ドル)	5	5	5	1	5
株主数	400	400	400	400	400
マーケットメーカー (値付け業者の社数)	3	3	4	2	4
コーポレート・ガバナンス	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes

(注)

1. 純有形資産とは総資産（営業権を除く）から総負債を控除した金額
2. 流通株式数とは、発行会社の取締役または役員または総発行済み株式の10%以上を保有するものが、直接または間接に保有していない株式数
3. コーポレート・ガバナンス要請規定
コーポレート・ガバナンス要請規定は多岐にわたるが、大雑把に言えば、“財務情報の適切な公開”と“複数の独立取締役(Independent Directors)による企業監査”を意味している。前者は、FASBが定めた会計基準に則って財務情報を開示することを求め、後者は、企業側に最低2名の独立取締役を取締役に置き、かつ独立取締役が過半数を超える監査委員会を設置したうえで、企業の財務報告の監視を求めている。

(表の見方)

1. 企業は、当初登録基準のうちオプション1～オプション3のどれか1つの基準を満たしていれば登録可能。同様に、継続登録基準のうちオプション1～オプション2の、どれか1つを満たしていれば継続登録可能。
2. 当初登録基準のオプション3は、発行済み株式総額または総資産 75 百万ドルおよび売上高 75 百万ドル以上であることを要件とする。

図表4-2 NASDAQスモールキャップ・マーケットの株式公開基準

対象要件	当初の登録基準	継続登録の基準
純有形資産 (百万ドル)	4	2
or		
発行済み株式の総額 (百万ドル)	50	35
or		
税引前利益 (百万ドル) (直近の事業年度または前3期のうち2期)	0.75	0.5
流通株式数 (百万株)	1	0.5
流通株式数の時価総額 (百万ドル)	5	1
取引株式の最低価格 (ドル)	4	1
事業実績 (年)	1	-
株主数	300	300
マーケットメーカー (値付け業者の社数)	3	2
コーポレート・ガバナンス	Yes	Yes

(注)当初の登録基準並びに継続登録の基準は純有形資産あるいは発行済み株式総額あるいは税引前利益のうちどれか1つを満たしていればよい。

図表4-3 ネットスケープ・コミュニケーションズ社のリスク情報

・操業後間もないこと：累積赤字の存在	・インターネットへの依存度
・四半期業績の変動可能性	・重要人物への依存度
・市場の発展	・所有権
・競合関係	・国際的な業容拡大によるリスク
・新製品の開発と技術の変化	・ライセンス取得期間の長さ
・発展していく流通機構	・株主の集中度
・事業運営の拡大	・公開株が以前にないこと
・安全に対するリスクとシステムの流通	・将来の適切な株式販売
・政府の規制と法的面での不確実性	・特定の約款規定の効果

(資料)出縄良人著「未公開株式市場が日本を変える」P49

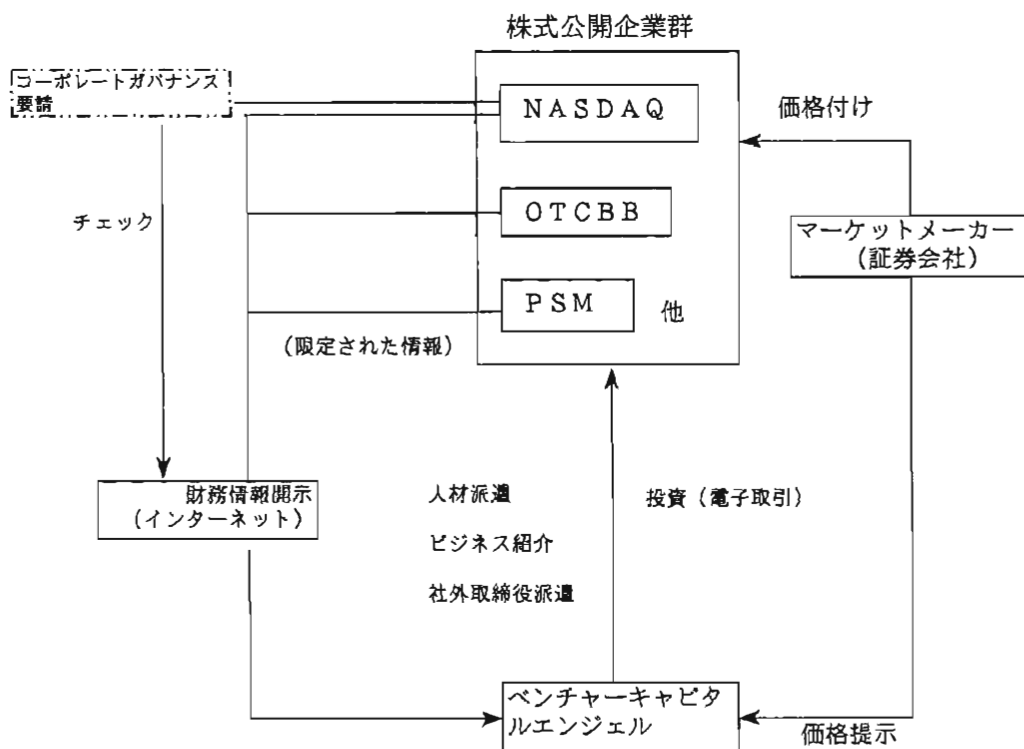
図表4-4 NASDAQ、OTCBB、ピンクシートの相違点

	NASDAQ	OTCBB	ピンクシート
株式公開基準	○	×	×
登録手数料及び取引維持手数料	○	×	×
登録維持及び市場維持に関する要請	○	○	×
国内に関するリアルタイムの取引相場	○	○	△(注)
登録期間(申請から登録までの期間)	6~8週間	3日	登録制度は存在しない
財務情報の開示義務	○	○	×
コーポレート・ガバナンス要請	○	×	×
マーケット・メーカーの存在	○	○	○

(注)○は“あり”、×は“なし”を意味する。なお、ピンクシートの取引相場は一日に一回のみ気配値が掲示されるため、△とした。

(資料)出縄良人著「未公開株式市場が日本を救う」並びにナスダックのホームページを参考に筆者作成

図表4-5 米国株式公開市場の構造



(注) 筆者作成

図表4-6 日本の店頭登録基準（選択性登録基準：99年1月1日より採用）

	ベンチャー企業向け	一般企業向け
対象企業	以下のいずれかを満たせば可 ・設立後10年以下 ・主たる事業の営業活動年数が10年以下 ・事業の企業家に要する費用が売上高の3%以上	不問
発行済み株式数	不問	
株主数	発行済み株式数が1000万株未満の場合 300人以上 発行済み株式数が1000万株以上2000万株未満の場合 40人以上 発行済み株式数が2000万株以上の場合 500人以上	
純資産額	不問	直前期末の単体及び連結がともに2億円以上
利益額	不問	直前期の単体及び連結がともに当期純利益が計上されていること
時価総額	5億円以上（登録日）	不問
ディスクロージャー	四半期報告を義務付け	従来通り（年2回：半期報告）
財務諸表の監査意見	直前期の監査意見が「適正」であること（監査報告書2期分必要）	
その他	（注）	

（注）その他には以下の項目が含まれる。1. 単位株制度を採用していること。2. 公告を一般日刊紙に掲載すること。3. 申請日前3年以内に登録を取り消されたものでないこと。4. 証券取引所に上場されていないこと。5. 株券の様式が、協会の定める様式に適合していること。6. 株式の名義書き替えに関しては、名義代理人を設置すること。7. 株式の譲渡制限を行っていないこと。

（資料）日本証券業協会ホームページ

図表4-7 ナスダック・ジャパンの株式公開基準

	スタンダード			グロース
	A	B	C	
純資産	6億円	18億円	—	総資産4億円
時価総額	—	—	75億円または	または時価総額50億円
総資産・総収入	—	—	75億円かつ75億円	または税引前利益7500万円
税引前利益	1億円	—	—	—
最低不動株数（注1）	1100	1100	1100	1000
最低株式公開（注2）	500	500	500	500
設立経過年数	—	2年	—	1年または時価総額50億円
浮動株時価総額	8億円	18億円	20億円	5億円
ディスクロージャー	四半期報告			四半期報告
コーポレートガバナンス要請	なし			なし
マーケットメーカーの存在規定	なし			なし
株主数	400人			300人

（注1）：役員及び10%以上の株式を有する株主以外が保有する株式。（注2）：5万円額面の場合

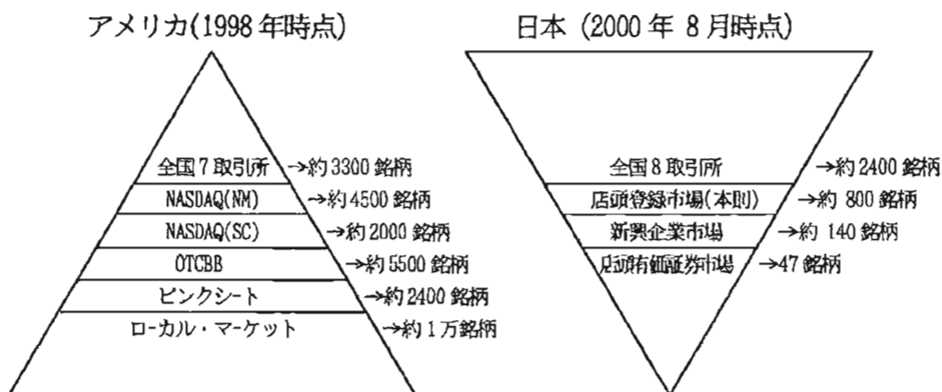
（資料）ナスダック・ジャパンのホームページ <http://www.nasdaq-japan.com>

図表4-8 ナスダック・ジャパンの株式公開維持基準

	スタンダード		グロース (ベンチャー)
	A及びB	C	
純資産	4億円	—	純資産2億円
時価総額	—	50億円または	または時価総額35億円
総資産・総収入	—	50億円かつ50億円	または税引前利益5000万円
税引前利益	—	(注1)	(注2)
最低浮動株数	750	1100	500
浮動株時価総額	5億円	15億円	1億円
株主数	300人	300人	200人

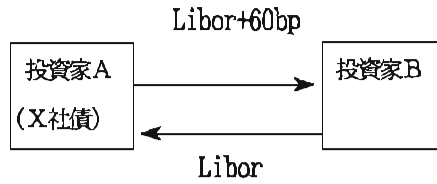
(注)1. 時価総額50億円以上、または総資産50億円以上かつ総収入が50億円以上の2つのうち、1つ以上を満足すること
 2. 総資産2億円以上、または時価総額35億円以上、または税引前利益5000万円以上の3つのうち1つ以上を満足すること
 3. 株式公開維持基準の適用は、即時適用ではなく1年間の猶予期間あり。
 (資料) ナスダック・ジャパンのホームページ “<http://www.nasdaq-japan.com>”

図表4-9 証券市場の日米比較
 一株価がついている銘柄数比較



(注) 1. NM: ナショナル・マーケット、SC: スモールキャップ・マーケット
 2. 新興企業市場とは、店頭株(選別性基準)、マザーズ、ナスダック・ジャパンの3市場を指す
 3. 本図表は出淵良人著「未公開株式市場が日本を救う」P45を参考に最近の情勢を踏まえて作成

図表4-10 クレジット・スワップの実例



図表4-11 格付け別累積デフォルト確率(%)

—1980年発行社債・発行後5年目～15年目—

	5年	6年	7年	8年	9年	10年	11年	12年	13年	14年	15年
AAA	0.0	0.0	0.0	0.9	0.9	0.9	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
AA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7	1.4	2.1	2.1
A	0.5	0.5	1.3	1.6	2.3	2.3	3.1	4.2	4.2	4.4	4.4
BBB	1.8	2.9	2.9	3.2	3.8	4.7	6.7	8.5	8.8	8.8	8.8

(資料) Moody's "Corporate Bond Defaults and Defaults Rates, 1970~1994"



第5章 わが国銀行の再生のために —非金融業の新規参入を中心に—

勝 悦 子

1. はじめに (問題設定)

そごう問題に象徴されるように、わが国金融機関の不良債権問題、企業の過剰債務問題は未だ完全には解消されておらず、引き続きわが国マクロ経済の足枷となることが懸念されている。一方で銀行の業務純益は高い水準を記録し、また自己資本比率も国際的に高いレベルに戻った。しかしこれは巨額の公的資金の自己資本への注入、超低金利政策などの補助金的政策がとられているからに他ならず、自律的体力強化の段階には至っていない。さらに、莫大な業務純益を生み出しても、現在はそのほとんどが不良債権処理にあてられており、将来を見据えた戦略強化とまでには至っていない。

実物経済が健全に発展していくためには、銀行の情報技術革新等による新商品やサービスの開発が急務であるにもかかわらず、既存銀行の内部からそうしたイノベーションが生まれる素地がでてきていない。これは銀行のガバナンスのあり方と大きく関わっている。こうした土壌が、異業種参入による競争活発化やITを中心とした金融サービスにおけるイノベーション促進が一般に広く期待されている理由となっている。異業種参入については、eビジネスによる金融取引の効率化、コストの低減、競争促進による金融業へのインパクト、事業親会社が金融子会社を保有することに伴うシナジー効果等が期待されている。とりわけ金融サービスの向上、金融イノベーションの起爆剤としてのその役割は大きく、また将来的にはネット銀行の中核となる可能性がある。

一方金融システムは効率性増大だけでなく、当然のことながら同時に安定性を確保していく必要がある。金融システムの安定性が損なわれれば、それに伴う社会的コストは莫大なものになるからである。すでに、一時国有化されていた旧長期信用銀行、旧日本債券信用銀行が投資組合、事業法人に売却されており、またイトーヨーカ堂、ソニーなどが免許申請を行うなど、わが国においても事業法人の子銀行が広く誕生しつつある。免許付与

という「入り口」を厳しくしてシステムの安定を図ってきたわが国においては、金融サービスの効率化とのバランスをとりつつも、免許付与や免許後の監督のあり方について再考する必要性に迫られている。また、レシプロの観点からみると、異業種参入の問題は、銀行の他のサービス業への進出についても再考しなければならないことを示唆している。

本稿は、異業種参入について、金融システムの安定性、ブルーデンス政策からみた側面と、IT活用などの金融イノベーションの二つの側面から再検討するものである。異業種参入が歓迎されるのは、裏を返せばわが国既存銀行の金融サービスが不十分であったことを示すものである。何故邦銀は低位のサービスに甘んじていたのか、経営理念が見えないのは何故かについても、わが国コーポレートガバナンスや外部規律のあり方をも含め論じることとする。さらに、国民経済の発展の基盤であるわが国金融システムの革新、経営刷新のためには何が必要か、また当局の金融行政のあり方についても触れることとする。

2. 銀行の行動パターンとガバナンス構造

－何故ユーザーへの良質なサービス提供がなされてこなかったか－

(1) 株主利益よりも規模の拡大を追究

バブル経済崩壊後、銀行の自己資本は大きく毀損し、「貸し渋り」が顕在化してマクロ経済にマイナスの影響をもたらされた。97年には北海道拓殖銀行破綻、98年には長期信用銀行、日本債券信用銀行の破綻と大手銀行の破綻が合いつき、債権回収が活発化しマクロ経済は急速に冷え込んだ。国際金融市場ではジャパンプレミアムが顕在化して、邦銀は国際銀行業務からの事実上の撤退を余儀なくされた。このように、不良債権問題が肥大化したことが、邦銀の活動範囲を狭め、また財務内容を悪化させて収益の足を引っ張る形となり、日本経済低迷の一要因となった。

しかしそもそもこのように不良債権問題が肥大化し邦銀の競争力が急激に低下したのは、適切なマクロ経済政策が採られなかったことに起因するだけでなく、80年代半ば以降のバブル経済形成の過程での銀行のビヘイビアに求められる。何故邦銀は不動産担保貸出に傾注し、規模の拡大ばかりを追究したのか。それは、それまで日本型システムが内包してきた銀行を中心とした企業システムの「内部矛盾」に求められよう。

そもそも「護送船団型行政」によってわが国銀行には競争原理が働かなかったといった通説が根強い。しかし、企業戦略が売上高重視、シェア重視のもとで行ってきた薄利多売といった日本企業の理念は金融機関も例外ではなく、銀行間競争は従来から相当激しかったということが指摘できる^(註1)。製造業においては、これは貿易相手国との経済摩擦という形で顕在化したが、一方で強烈的な国際競争にさらされていることから、相当の経営努力がなされてきた。金融業においてのこうした企業行動パターンは大企業の銀行離れのもとでの貸出競争として顕在化し、80年代後半のバブル経済を醸成する間接的要因となった。

こうした企業行動は、銀行収益を侵食し、収益機会の喪失をもたらした。邦銀は長らく伝統的仲介業務からその収益のほとんどを得てきたが、実は競争激化のなかで薄利多売、すなわち低いマージンに甘んじてきたといえる。規制金利時代にはそれでも規模追求のもとで利益を確保できたが、規制緩和や大企業の銀行離れが顕在化するにつれ、銀行は新たな収益源を求めようになった。通常企業は収益性が減退すると資産を縮小させるという行動をとるが、邦銀の場合は資産を拡大させながら資産効率を落とす形で収益性を低下させた(川本、2000)。これは、邦銀がいかに資産規模にこだわっているかの表れでもある。資産残高を重視したのは、規制時代には資産規模の大きな銀行ほど競争上有利な地位を確保でき、また名声を高めることにより企業や個人との取引が容易となったためと考えられる。

かかる状況では邦銀は貸出リスク分析を必ずしも的確に行う必要はなく、リスクに見合ったプライシングを行うことはなかった。こうした問題はとりわけ中小企業金融や消費者ローン等に見受けられ、これら分野においてはノンバンク程には蓄積データもなく、信用リスクの定量的計測もなされていなかった。この結果、資産規模では邦銀は世界ランキング上位に位置しているものの、自己資本収益率(ROE)や自己資本比率をベースに比較すると邦銀は他国先進諸国銀行に比べ競争力が大きく劣っている。現在でも公的資金の投入により自己資本比率については外国銀行と比肩する水準に押し上げられているものの、収益性の確保が依然大きな課題となっている。

(2) メインバンク体制とコーポレートガバナンス(企業統治)

こうした銀行(あるいは製造業)の行動パターンは、わが国の株式保有構造やコーポ

レートガバナンスと大きく関連している。わが国では長らくメインバンク制が採られてきたされるが、歴史的にみると、戦時体制化において企業に対し特定の金融機関の信用割当を行ったことが契機になったとされる。しかしそれが長期的に続いたのは経済合理性があったからに他ならない。わが国メインバンク制の特徴は、第一に、銀行は株主であると同時に最大の債権者であること、第二に、企業と長期的かつ総合的リレーションシップを有していること、第三に、企業の情報を入手し、企業が経営困難に陥った時には企業再建、清算の主導権を有していること、第四に、資本関係のみならず人的関係も非常に強いこと、である。

銀行と企業のリレーションシップが長期にわたることを重視するのが「暗黙の契約理論」である。この場合、情報が大きな意味をもつ。長期的かつ総合的リレーションシップがあることは、情報費用を低下させ、銀行にとってはコスト面で大きなメリットがある。すなわち継続的な取引を維持していると企業情報が蓄積されるが、新規企業と同様の取引をするには多大なコストがかかる。このため銀行は短期的な利潤の最大化よりも銀行顧客との安定的かつ長期の取引継続を望むことになる。

企業サイドから見れば、長期的な関係を維持することにより柔軟に融資を受けることができるといったメリットがある。銀行の企業財務の監視にはコストがかかるのにもかかわらず、あえてメインバンクがそうした代表的監視者となる理由は、総合的取引を継続することによって、預金、外国為替、社債受託などで様々な見返りの取引が期待できることにある。

さらに、長期的関係を維持していることは、銀行の貸付金利等のプライシングにも大きな影響を与える。すなわち、取引の継続性が実質的に確約されている場合には、その時々短期金利の動向に左右されて金利を変動させることなく、より長期的、かつ硬直的な貸付金利のプライシングが合理的な行動となる。そしてこれは企業にとっては金利リスクの軽減をもたらし、また規制金利下においては銀行に収益の安定性をもたらすことになる。

このように顧客へのサービスに対するプライシングは硬直的となり、リスクに見合った価格付けを行うインセンティブは働かない。また、高度成長期には、資金不足の状態にあった企業は機動的に借入れが可能なメインバンクの利便性は高く、店舗規制などで預金が制約され短期資金市場に依存せざるを得なかった都銀に対して中央銀行が潤沢な資金を低利で銀行に信用供与し、こうした成長通貨の供給が需給バランスを緩和した。

こうしたなかでは、取引関係の緊密な企業以外の主体へのサービスの提供という面で競争原理は働かず、また金利規制や商品性が限定されていたもとは預金獲得競争は激化したものの、必ずしも家計に対する金融サービスの質向上の面では十分な競争原理は働かなかった。

(3) 銀行と企業との関係の変化

このような緊張関係の希薄な銀行と企業の関係が近年、とりわけ 1997 年以降急激に変化した。その理由としては以下の点があげられる。

第一は金融規制緩和の潮流である。もともと 1970 年代以降、企業のキャッシュフローは潤沢となり、また信用格付けが上昇するにつれ、大企業は証券市場での調達が可能となり銀行へ依存する必要がなくなった。この結果銀行は新たな収益源を求めて業務規制の緩和を必要とした。とりわけ 1985 年の日米円ドル委員会や 1980 年代の国債大量発行時代を背景に、業務規制、金利規制は徐々に緩和されていき、1992 年には金融制度改革法が成立した。また、1997 年に公表されたビッグバン構想のもとの金融規制の包括的なディレギュレーションがなされ、金融機関の間の競争が激化したことである。

第二は、持合い解消や資本構造の国際化といった環境下、株主利益重視の概念が変化し、コーポレートガバナンスの強化のもとで銀行自体のガバナンスが変化していることである。

従来銀行経営への規律付けについては、①従来大蔵省を中心とする規制や監督の権限が非常に強かったので、株主が銀行経営をモニタリングする必要を感じなかったこと、②銀行株式保有者は多くが銀行借りに依存しているため株主の立場が弱かったこと（深尾、2000）などにより、従来株主の経営へのチェックが働きにくい構造になっていた。さらに、③銀行の主な株主は系列生命保険会社など非公開相互会社であり、強固な両者の株式持合関係により、銀行の経営規律へのインセンティブが働きにくい構造にあったことも、銀行の経営規律が甘くなっていた背景として指摘できよう。

銀行の行動についての規律付けはわが国では甘くなりがちであったが、持合解消が進んでいること、規制緩和のもとで銀行破綻が現実のものとなったこと、株主構造の国際化が進んでいることにより、銀行経営に対する市場の規律付けが機能するようになったことが近年の特徴として指摘できる。

第三に、従来わが国の企業会計制度は、時価会計が用いられていなかったため、企業財務諸表の価値を低めていた。逆にいえば、前述の企業と銀行、そして監督当局の間に関係に緊張関係が必要でなかったため、ディスクロージャーが的確に行われる必要がなかった訳だが、これは株主の企業経営へのチェックを不十分なものとしてきた。しかし近年の会計基準の変更により、企業と銀行の間、銀行と株主との間には緊張関係が必要となった。会計基準が時価へ移行するとともに、銀行保有株式の保有リスクが顕在化し、経営者のみならず株主の銀行経営へのチェックが厳しくなった。

第四に、1997年の北海道拓殖銀行の破綻、98年の長期信用銀行、日本債券信用銀行などの実質破綻に伴い、「一行たりとも潰さない」という暗黙の原則が名目的に崩れ、銀行経営に対する目が厳しくなったことである。

銀行経営に対する規律付けが厳しくなり、また持合解消のもとで銀行が従来有していたポジションが侵食されるようになったこと、さらに銀行間競争が一層厳しくなってきたことを背景に、ユーザー本位の考え方が浸透しつつあり、ユーザーへの良質かつ低コストのサービス提供^(注2)が必要となってきたといえる。こうした環境変化が、最近の異業種の銀行参入が歓迎される背景にある。とりわけ預金者へのサービス提供や多様なサービス提供が不十分であったために、異業種の参入が、銀行経営への意識改革をさらに促進し、サービス向上をもたらす起爆剤となることが期待されているのである。

また、決済業務や貸付業務が資金の付け替えに過ぎず情報産業と表裏一体であるが故に、情報通信技術の飛躍的発展が銀行業のネットビジネスの可能性を飛躍的に高めている。新規参入の銀行は全てネットバンキングを視野に入れており、ITを利用することにより非常に廉価で金融サービスを提供できるようになった。こうした価格競争が促進されることは、従来の横並びのサービスを打破するという点で歓迎されるべきであろう。

3. 異業種参入に関する金融再生委員会のガイドライン

銀行間競争を激化させるためにいざずらに新規参入を認めることは、金融システムの安定化や公共性といった観点からは望ましくない。というのも北拓や長銀等の破綻からも明らかかなように、破綻処理に伴う公的費用は巨額なものであり、また破綻の影響は極めて長

期間にわたり、マクロ経済に多大な影響をもたらすからである。わが国金融システムは戦後一貫して「入口」で免許審査を厳格にし新規参入を制限することで、安定性が維持されてきたが、銀行の破綻も現実のものとなっており、如何に金融の効率性増大と安定性確保のバランスを図るかが大きな課題となってきた。異業種の新規参入は、一般事業会社の銀行子会社の保有を意味し、商業と銀行の分離といった本源的問題を抱えている。銀行法改正法が2001年度にも施行される予定になっているが、金融と異業種との相互参入については、産業界と金融業の既得権益もからみ、どのような形となるか現在議論がなされている。

(1) 金融再生委員会ガイドラインの概要

本年8月5日金融再生委員会・金融監督庁は「新たな形態の銀行業に対する免許審査・監督上の対応（運用上の指針）」を公表した。広くパブリックコメントを求め作成されたものであるが、同指針によれば、当局の異業種参入への指針は以下の5つに大きく分けられる。

第一は、子銀行の事業親会社からの独立性確保である。これについては、親会社が事業会社である場合、親会社の事業戦略上の要請により子会社の健全性が損なわれないように銀行経営の独立性確保に特に留意する必要がある。したがって役員や経営体制など健全性が損なわれていないかに特に注意して免許審査、免許後の監督を行うというものである。この場合、銀行の経営方針に重大な影響を与えうる主要株主の定義は、原則議決権の20%以上を自己の計算において所有する国内法人および海外法人とされる。この比率は後述するような欧米の基準に比べ、高いものとなっている。

第二は、事業親会社からの事業リスクの遮断である。銀行経営に関して独立性が確保されたとしても、親会社と子会社との関係が深い場合、意図せざる親会社のリスクが子会社に及ぶ懸念がある。このため、大口融資規制やアームズ・レングス・ルール（ARMS）の適用が当然のことながら、①事業親会社の財務状況が悪化した場合もこれに対する支援を行わない、②事業親会社の業績悪化に伴う子会社株式売却および預金引出しを想定した健全化対策の徹底、③事業親会社と営業基盤を共有している場合には親会社破綻により営業継続が困難にならないような措置を講ずる、などのリスク遮断策が講じられているかが免許審査において精査されることになる。また免許後の検査についても、リスク遮断策の履行

状況や親会社の財務状況につき定期的な報告を求めることになり、不十分な場合には銀行法第26条に基づく業務改善命令を出すこともできる。

第三は、親会社が総合的な事業展開を図る場合の顧客の個人情報保護である。顧客情報の相互利用を行う場合、免許審査においては、事前に顧客本人の明示的同意を得るような運用体制になっているかを精査し、免許後についても子会社に対する検査、報告徴求等によりこれを確認するとされた。

第四は、資産構成が有価証券に偏っている場合などの収益性やリスク管理の問題である。資産構成が国債など有価証券に偏っている場合、信用リスクが少ないことから所要自己資本は極めて少なくなるものの、金利リスクや事務リスク等は依然残る。また、信用リスクを採らないことはリターンが期待できないことを意味し、将来の収益見通しに関する審査が必要である。また、金利リスク等が大きいと思われることから、ALM管理等が適切に行われているかどうか、収益源は確実で安定的であると見込まれるかどうか、さらに確実な決済の確保が見込めるかどうかも審査されることになる。免許後についても、自己資本の維持、ALM体制の確保、収益源の確保についても、報告徴求により検査されることになる。

第五は、ネット、ATM等非対面取引を専門に行う場合の顧客保護に関するものである。実効性のある利用者保護の必要性の観点から、免許審査時において、システムダウン等に伴う顧客対応、顧客からの苦情相談体制、本人確認の義務履行等、無店舗営業であっても適切に対応しうるための体制が整備されているかどうか留意しなければならない。また、顧客の一時大量流出に備えた流動性確保の方策が十分かどうか、システムに関する安全管理体制が十分かどうか、システムの陳腐化等の場合でも一定の収益が見込めるかどうかについても十分審査されることとなった。また免許後についても検査、報告徴求等により確認されることとなった。既存銀行についても、これらは基本的に適用されることとなった。

(2) 考えられる問題点

このような金融再生委員会のガイドラインについては、様々な問題点が指摘されている。第一に、不適格な主要株主（議決権の20%以上を有する株主）を排除し得る権限を監督当局に付与するかどうか、という点である。後述するようなバーゼル・コアプリンシ

プルによれば、「一定の基準に満たない企業の申請を却下する権限を当局がもつべきこと」と厳格な基準を設けているが、わが国の場合、そうした厳格な基準が法的には設けられていない。

第二に、事業親会社の検査を含む十分な検査体制を当局が構築できるかどうか、である。まず、金融当局である金融庁の検査体制が適切かつ十分なものであるかどうか、また事業親会社の規制当局は金融当局ではなく通産省等であり、わが国独特の縦割り行政の弊害から、親会社に対する踏み込んだ検査ができるかどうか、といった問題がある。現行銀行法では一般事業会社への検査権は規定されておらず、規制当局が親会社に対する検査権限を具備することは必要である。

第三に、後述するようにB I Sの基準では審査の対象となる事業親会社の定義は「株式保有比率 10%以上」となっており、金融再生委員会のガイドライン 20%以上に比べ広い範囲となっている。審査する対象を拡大させ、きめ細やかな監督体制を構築することが必要である。例えば、この区分をさらに細分化し、30%以上の保有比率を有する場合はさらに厳格な規定を織り込むなどの施策が必要と思われる。

こうした懸念に対し、大口融資規制の強化や、あるいは新規参入銀行への高い自己資本比率規制の賦課といった方策で対処することが伝えられている。例えば日銀は、これら新規参入銀行子会社との当座預金取引契約を結ぶ際の基準として、通常より高い自己資本比率を求めていく考えを示している。ネット取引や独自の店舗を持たず親会社の営業基盤に依存する場合のリスクに見合った自己資本比率や、親会社からリスク管理や与信審査が独立しているか、あるいは緊急時の対応が適切かなどを基準とするとされている^(注3)。もちろん金融システムの安定性を考えるとその規制・監督体制はかなり厳しいものとならざるを得ないが、それが新規参入の銀行活動の手足を縛る可能性もある。すなわち既存銀行との差別化が希薄となり、そのインパクトが薄らぐ可能性もある。

しかし、緊急避難措置として旧国有化銀行への投資ファンド等の買収は致し方ないにせよ、安定性の観点からは、事後的な監督体制を強固なものとしなければ、将来に禍根を残す可能性がある。例えば10月5日付日本経済新聞によれば、英国金融監督当局(F S A)のデービス理事長は、「投資ファンドやベンチャーファンドが銀行を持つのは理屈上は不可能ではないが、銀行売買をトレーディングのように考える人々に承認を与えるのは、慎重になるだろう」として、投資ファンドなどによる銀行買収に否定的な見方を示している。

異業種に限らず、銀行の主要株主が不当にその権利を行使することは起こりうる。従来わが国ではそうしたケースがほとんどなかったので規制が必要なかった訳であるが、今後銀行の株主が多様化する現状においては、銀行の株主との取引をチェックする仕組みや、株主資格そのものをチェックする仕組みが必要となろう。

金融システム安定性確保のためにはこうした規制やチェック強化はせざるを得ない。また、既存銀行の金融サービスの多様化、効率化の促進、eビジネスへの積極的取り組み等が重要な課題になるなかで、現行銀行法では他業禁止規定がネックとなる可能性がある。銀行の、ネット上での銀行業務以外の多様なサービス提供については、現法では不可能であり、ネット取引に伴う新サービスをどの程度認めるかについても現在議論されている銀行法改正のポイントのひとつとなっている。

(3) 欧米における銀行と商業の分離

(i) バーゼル・コアプリンシプル

バーゼル・コアプリンシプルは、97年4月にG10中央銀行総裁会議での了承を得てバーゼル銀行監督委員会が公表したもので、25の諸原則からなる。同原則は、実効的な銀行監督の前提条件、健全性規制、継続的な銀行監督の手法、クロスボーダーの銀行業務、などの最低条件を示したもので、途上国を含めた全ての国において、監督当局および他の公的当局の基礎的な資料となるよう意図されている。

前述のわが国金融再生委員会のガイドラインも基本的には同国際基準に沿ったものとなっており、そこでは、免許と銀行組織について監督のあり方が明記されており、免許付与プロセスにおいて厳格な規定を設けている。すなわち、①最低限、銀行の株主構造、取締役および上級管理職、業務計画および内部管理、資本基盤を含めた財務状況の見積もりに対する評価を行わなければならないこと、②銀行の株主構造とみる場合、主要な直接的、間接的株主が含まれる必要のあること、③関連会社との関係や銀行の組織構造が不当なリスクに晒されることのないこと、④一定の基準に満たない企業の申請を却下する権限を有していなければならないこと、などである。また、主要株主の定義としては、持ち株比率10%以上のものと、かなり広い幅に定義されている。もちろん、商業と銀行の分離についてはコアプリンシプルには明記されておらず、各国当局の方針にゆだねられているが、株主が事業会社になった場合の監督基準が明記されており、わが国規制当局の

ガイドラインもこれから逸脱しないように規定されている。

(ii) アメリカのGLB法 (Gramm-Leach-Bliley Act)

アメリカにおいては従来商業と銀行は厳格に分離されてきた。しかし銀行と証券業務の分離については、1933年に成立したグラススティーガル法で厳格に禁止されていたものの、実体的には98年のシテイバンクとソロモンスミスバーニーを傘下に持つトラベラーズグループの合併が起きるなど相互乗り入れが進み、99年11月に成立したGLB法(「金融サービス現代化法」)では、グラススティーガル法自体が廃止されることになった。

一般事業法人の銀行参入は原則禁止されている。ただし、単一貯蓄金融機関持ち株会社(UTHC: unitary thrift holding company)については、99年5月4日以前の既存UTHCだけに兼営既得権を認可しているが、それ以降に貯蓄全般機関監督庁に提出され受理された単一貯蓄貸付組合持ち株会社の設立計画は認可されない。また、現存する単一貯蓄貸付組合は金融会社にのみ売却することができるなど、一般事業法人の銀行業参入については厳格な体系となっている。

むしろ同法は、金融持ち株会社(BHC)という枠組みのもとで、銀行業務に加えて、金融の性質を有する活動、あるいは、金融活動を補完するもので金融システムの安定性に本質的リスクを及ぼさない活動を行うことができることとしたことに、その本質があり^(註4)、一般事業会社の銀行株式保有は原則禁止となっている。また、金融コングロマリットが増大するなかにおいて、顧客情報保護条項を厳格にすることもその特徴であり、第三者への金融サービスに係る顧客情報開示の禁止、顧客へのオプトアウト手続きの機会提供(銀行だけでなくすべての機関が対象)などが含まれるなど、顧客情報管理については相当程度厳格なものとなっている。一方で、同法制定以降本源的金融業務についての相互乗り入れは加速しており、チャールズシュワップのUSトラストの買収やメリルリンチの銀行業参入など、証券会社による銀行の買収も増大した。

ただし、GMへの銀行免許認可など、前述の期限以前に申請された案件についてはどこおりに認可がおりると思われているものの、それら事業会社の銀行業の規模は小さく、本業補完の域を越えていない点にも留意が必要である。

(iii) 欧州における銀行と商業の分離

欧州においてはいずれの国においても一般事業会社が既存行買収あるいは新規設立によって銀行を保有することは原則認められている。一般事業会社が保有する銀行の数はフランスが最も多く 80 社程度であり（一般事業会社による 50%を超える銀行株式保有）、ドイツがそれに次ぐ水準である。ただし他国では数行程度とその数は非常に少ない。その場合の認可基準としては、原則E.U.の第二次銀行指令に準じている。すなわち、「株式保有比率 10%以上となる株主にはその適格性について当局の審査を受ける必要がある。」これに基づき、イギリスでは、株式保有比率 10%以上の場合は株主の適格性、自己資本、流動性等についての審査があるとされ、フランスにおいても、5%以上の株式を保有する場合は届け出が必要となっており、同様に自己資本の水準、出資者の質、経営者の経験等が審査の基準となっている。また、ドイツにおいても株式保有比率 10%超の大口出資者については適格性、経営者の信頼性、自己資本等が免許審査の基準となっている。親子間取引においては、欧州当局はわが国よりも厳しい大口融資規制を適用し、アームズレングス原則や経営悪化時の親会社への融資禁止などもなされている。

また顧客情報遮断についても、スイスやフランスでは顧客機密法で、イギリスでは一般の個人情報保護法で対処がなされている。

近年大きく注目されている動きがイギリスにおける小売業を含む異業種の銀行参入である。百貨店であるマークスアンドスペンサーは 84 年クレジットカード事業に参入したが、その後デビットカード事業にも進出し、87 年に銀行の単独設立となった。スーパーマーケットであるテスコは、ロイヤルバンクスコットランドと合併で銀行子会社を設立(97 年 7 月)し、同じく小売業のセインズベリー、バンクオブスコットランドと合併で銀行子会社設立した(97 年 2 月)。

これら小売業の銀行業進出に共通するのは、ポイントカードによる顧客囲い込みであり、デビットカード利用による収益性確保である。無店舗営業（低経費）を軸に高金利の預金を提供しているが、資産サイドではローン、モーゲージの比率は少ない。このため子銀行の収益性という点では既存銀行に比べ見劣りするものであり、むしろ、既存ビジネスの補完といった色彩が強い。また、異業種参入といっても既存銀行の影響力が強く、金融システム安定化の観点からも既存銀行との提携を軸に進んでいることにも留意する必要がある。またもともと小切手社会であり、デビットカードが近年爆発的に普及していることも、こうした小売業の銀行業進出の背景にあると考えられる。

4. 免許申請を行った新規銀行の経営方針

それでは、わが国における事業会社の銀行参入の目的は何か。現在免許取得を目指していると思われる銀行のうち、すでに緊急避難的に一時国有化銀行の買収を認可されたソフトバンクなども含め4行であるが、それらの経営方針の詳細をみれば、以下のとおりである。

(1) イトーヨーカドー銀行

セブンイレブンジャパン等約 9300 店の店舗ネットワークを強みとして各店舗にATMを設置し、これらでの決済専門銀行を目指している。既存の銀行や証券会社との取引をATM上で行えるようにシステムを接続し、収益の約8割はこれらから徴収する手数料収入とされている。与信リスクを負う業務は行わないことを基本方針としており、運用については、企業向け融資等を行わず、国債等での運用が中心となる。開業3年目に収益250億円、費用200億円、経常収益50億円を見込んでいる。コンビニへの集客力向上やシナジー効果による本業の収益力強化が目的である。一方で、国債等運用が中心であることから自己資本もそれに見合った規模でよいが、一方で債券価格の変動に伴う金利リスクが伴うため、規制当局はこれらを勘案して自己資本比率規制をかけるとみられている。店舗と顧客基盤が親会社に依存しすぎていることが、強みであると同時に弱みにもなる可能性がある。

(2) ソニー

ネットでの自社製品販売やコンテンツ配信に付随する決済業務、ネットでの割賦、個人ローン、住宅ローンなどの与信業務など、ネット金融事業がビジネスの柱となっている。親会社のソニーの出資比率80%、さくら16%、JPモルガン4%となっており、JPモルガンと提携してプライベートバンキングにも注力するとしている。

ソニーはインターネットプロバイダーとしてSo-netを擁しており、会員100万人を抱えており、こうした顧客基盤によりネット販売の決済業務を行うことがその目的となっている。プロバイダー、ネット直販子会社、出資ネット証券会社との相乗効果が狙えること、店舗を持たないことに伴う低コスト構造を背景に、預金金利は高めに設定できるとしている。一方で手数料体系は高めに設定する。ソニーは音楽配信、映像などコンテンツが豊富

にあり、その販売でネット決済を利用できれば利便性が高いこと、企業の金融グループ(ソニー生命、ソニーファイナンス、ネット証券会社)との連携により顧客への多様なサービスが提供できる、などの強みがある。一方で、A T M等はさくら銀行と協力し、リスク管理は米国RMG社と協力するとし、3年で単年度黒字、5年で累損解消、預金量1兆円を目指している。

さくら銀行は別にネット専門バンク(Jネット銀行)を富士通、日本生命、NTTドコモ等と提携した別会社として設立する予定であるが、こちらはニフティ会員を基盤としているため対象顧客は異なるとしている。手数料体系の刷新、大口定期預金の優遇金利、外貨預金、投信を取り扱い、システムは親会社にアウトソーシングする。確定利付債券、三井住友銀行への預金、貸出(2割程度)、無担保個人ローン、高格付け法人融資も行い、収益の柱は短期資金運用収益や個人ローンとされている。

(3) ソフトバンク

特別公的管理下にある日本債券信用銀行はソフトバンク、オリックス、東京海上火災を中心とするソフトバンクグループに譲渡され、9月に新生日債銀が誕生した。新銀行は従来の法人融資に加え、ネット銀行業務も行う予定である。ソフトバンクのベンチャー発掘における強み、オリックスの信用与信能力、東京海上火災の信用力を融合し、また従来金融債販売で関係の深かった地方銀行からも出資協力を求め、地方でのベンチャー育成にも力を注ぐとされる。中小企業金融やベンチャー育成に期待が持てることが、金融再生委員会の譲渡先決定にプラスに働いたとされている。

中小中堅企業向け融資と投資銀行業務の二つが中心的な業務と位置づけられており、担保融資からの脱却が目指されている。すなわち商業融資については、物的担保が十分になくともキャッシュフローをベースに貸し付けをするとし、リスクに見合ったスプレッドの確保、証券化の推進、信用リスクの精緻化などが重視されている。投資銀行業務については、IPOの支援、不動産のノンリコースローン、M&A業務、財務コンサルティングなど、手数料業務に注力するとしている。特にIPOについては、ソフトバンクはインターネット関連子会社を傘下に多く有していること、ナスダックジャパンにも出資していることを考えると、シナジー効果が狙えると思われる反面、機関銀行化の懸念も台頭する可能性がある。このため金融再生委員会は、同銀行に対し厳しい自己資本比率規制や迂回融資

を回避するような大口融資規制を適用するとしており、その活動に手足を縛られる可能性もある。一方で瑕疵担保条項が盛り込まれたことで、安易な債権放棄に応じないなどドライな経営がなされると見込まれており、これが従来からの既存取引関係を変える可能性もある。

5. わが国金融再生のために

わが国の異業種の銀行業参入については、緊急避難的に売却された特別公的管理下にあった二つの銀行のみ営業開始しているだけで、他の子銀行は営業開始していないので、未だその全容は明らかではない。しかしわが国銀行サービスの効率化や、とりわけ情報通信技術の飛躍的進展のもとで、ネットバンキングやEコマースでの役割強化という観点からは、大きな意味があると考えられる。

しかしながら、すでに免許を申請した銀行については、事業親会社の本業補完という意味合いも大きく、またそれぞれ規模も相対的に小さいということを勘案すると、必ずしも既存銀行の危機感をあおるといった水準にまでには至っていない。重要なことはむしろ既存銀行の経営戦略の強化であり、とりわけ既存銀行の収益力強化とガバナンスの強化は、金融システムの安定性、国際競争力強化、マクロ経済安定化のためにも必要不可欠であると考えられる。

(1) 邦銀の収益革命の必要性

平成 11 年度の全国銀行の決算をみると、業務純益は 4.6 兆円と前年度を大きく上回った。これは、1999 年 2 月のゼロ金利政策導入により資金調達コストが大きく低下し貸出スプレッドが拡大したことに伴う利鞘拡大によるところが大きい。また店舗削減、従業員削減を中心とした合理化によりコストが圧縮したためである。

一方で、今後については合併や統合に伴うコストが増大することやIT投資増大に伴うコストの増大が見込まれるため、合理化努力だけでなく新たな収益源開拓による収益力増大が必要不可欠となっている。また、近年の業務収益の大半は不良債権償却に当てられており、経常利益は赤字あるいは小幅黒字にとどまっている。収益力増大のためには、従来

から指摘されているように、信用リスクに見合ったプライシングを行い、中小企業向け融資、個人向け融資等に注力する必要がある。さらに、顧客ニーズに適用する商品やサービス開発とデリバリー・チャネルの多様化による迅速な提供が求められる。また手数料体系も刷新し、その上で新たな収益源を確保することが必要になる。

現在の邦銀の戦略としては、①M&Aによる規模の経済、範囲の経済の享受、②コア業務の絞り込み、強化による規模の拡大、③業務の効率化による経費率の低下、などが柱に据えられている。金融危機の主役である大手銀行は合併・再編による選択肢をとっているが、これは、オーバーバンキングの解消^(註5)や、顧客サービス向上のための「範囲の経済」の享受をもたらすことが期待される。しかし一方で、すでに邦銀の経費率が相当程度低い水準にあることもあって、リストラに伴う経費率の低下といった合併効果については疑問も提示されており、何より既存銀行が新たな戦略を構築することが最も重要である。

巷間言われる技術面での遅れについても、大手行においては技術革新や新商品開発が進み、ホールセール面では外銀と対等に商品提示（証券化商品、仕組み商品）ができる状況になってきており、新たな収益機会を模索する動きがみられる。このような収益重視への銀行経営の姿勢の変遷には銀行自体のガバナンスの変化が必要であり、このためにも現在の銀行と保険会社との株式持合い構造も変える必要がある。

このように銀行の経営姿勢が変われば、顧客との緊張関係も刷新され、企業経営への規律付けという側面からもプラスの影響があると考えられる。メインバンク制については各種アンケート調査からみても、形を変えながらも引き続き残っていることが指摘されている（富士総合研究所等）。しかし、会計基準の変更等により、企業と銀行の関係は確実にドライなものへと変貌してきている。また金融機関自体の体力が低下している現在、企業の破綻を極力回避してきた過去に比べれば、そごう問題にみられるように安易な救済融資はせず法的枠組みのなかでの企業再建へと変わってきているなど、新たな企業との関係を模索する動きがみられる。すなわち、新たなメインバンク制ともいべき関係に変化していることが看取できる。

(2) IT革命と金融イノベーション

通貨の決済機能はすなわち情報交換であり、ITの進展は決済コストや金融取引コストを飛躍的に低下させる。全ての経済取引には決済業務が付随しており、ネット取引では

なくとも、電子取引、システム化は従来から銀行にとって重要な戦略手段であった。しかし、デリバリー・チャネルの多様化の要請とあいまって、この数年間インターネット取引を活用する銀行が増えている。従来の情報の一方的提供だけでなく、様々な金融商品の販売チャネルとしての拡充が目立っている。さらに既存コンビニとの提携によるATM設置が支店コストを削減することに効果を持っている。

例えば複数の銀行や日本生命が出資したイーネットは、ファミリーマートなどコンビニの店内にATMを設置し、複数の銀行の預金引出、振込みなどが24時間体制でできるようになっている⁽²⁶⁾。このように全国津々浦々に広がるコンビニのネットワークとeビジネスを融合したことは既存銀行の強みとなる可能性も大きい。ネット専門銀行の新設も活発化しているが(前述Jnetなど)、アメリカではネット専門銀行の収益性は急激に低下しており、支店といった対面販売も併設されないと、利用者の利便性は高くない。ここでも、既存銀行とネット銀行の提携が重要な鍵を握っている。またネット上での金融と他業種の融合の動きも活発化しており、ポータルサイトでのeconomy of scope(自動車購入サイトでの自動車ローンの設定、自社製品販売のための決済など)の実現も図られている。

今後急激に拡大すると見込まれるEコマースにおける銀行の役割は確実に増大すると見込まれる。例えばSWIFTは、BtoBのEコマースにおける国際基準の設定を急いでいる。SWIFTは国際間の銀行取引決済に伴うメッセージを伝達するデータ通信システムであるが、参加銀行は190カ国6000行にのぼる。デジタル認証を手掛けるIdentrusと提携し、銀行が取引企業の豊富な情報を蓄積していることから、国際間の企業を結びつける際の認証を行うことで、国際的なBtoBのEコマースを円滑化することが目論まれている。こうしたビジネスは、わが国企業の活動の活発化、効率化、コスト削減にも役立つことから、わが国銀行も積極的に参加することが望まれる。

(3) 審査能力向上の必要性(中小企業金融の拡充)

業務や財務内容などの情報が投資家に不透明である信用力のない中小企業は、もともと銀行借入に大きく依存している。銀行は企業との間で長期的なリレーションシップを築いており、企業情報を決済情報などから幅広く得ている。このため適切な信用条件を提示することが可能となり、中期的に中小企業経営のモニタリングを行い、信用条件を機動的

に変えることにより、企業の成長にも貢献できる。情報生産者としての銀行は、情報の非対称性のなかで、預金者等の資金提供者の代理モニター（delegated monitors）の機能を有している。中小企業金融においては銀行の役割、とりわけ地域に密着したコミュニティバンクの役割は依然大きい。

わが国の場合中小企業金融は、デット形態（借入れ、企業間信用）が8割以上を占めているのが特徴で、その4分の3以上が不動産担保融資である。これに対しアメリカでは、エクイティとデット（借入れ）双方にほぼ半々依存している（図表5-2）。企業の成長サイクルによって金融の形態は大きく異なり、企業の成長の初期段階においては、当該企業の成長性が不確実であるため外部資金への依存度が低く、内部資金、企業間信用、およびエンジェル・ファイナンスに大きく依存する傾向がある。企業が成長するにつれ、エクイティ（ベンチャー・キャピタル、自己資金等）、デット（銀行、ファイナンス・カンパニーなど）へのアクセスが可能となる。成長の最終局面で、株式公開（IPO: initial public offer）に至る。エクイティのうち、自己資金のシェアが最も高く、次いで創業者の他のメンバー、友人、家族等の資金のシェアが高い。また、ファイナンスカンパニーや銀行などの比率が高いことから分かるように、アメリカにおいても間接金融の役割が大きいことが指摘できる。

日米の中小企業金融は、企業成長の萌芽期における金融機関の役割が大きく異なる。アメリカにおいてはエンジェル・ファイナンスやベンチャー・キャピタル形態の資金調達のシェアは相対的に小さいものの、新規企業育成の初期段階でそれらが大きな役割を果たしていることが指摘できる。ベンチャー・キャピタルは①スクリーニング（事前審査）、②コントラクティング（契約）、③モニタリング（事後監査）など金融仲介の機能を果たすだけでなく、経営にも積極的に関与している。ベンチャー・キャピタルの8割は独立系の有限パートナーシップ制の会社であるが、その資金源の4割以上は年金基金で占められており、年金資金がリスクマネーの重要な供給源となっていることが指摘できる。

これらベンチャー・キャピタルは対象企業を厳選しており、厳格な技術審査のもとで極端に高い潜在力のある企業にしか投資しない。ベンチャーキャピタルファンドは通常10年のライフスパンであり、その最終目的（収穫）は株式公開（IPO）である。その場合リターンは非常に大きい。IPOにまで至る企業は多くはない。他の企業へ売却できればセカンドベストで、清算に追い込まれるリスクもある。すなわち開業後株式公開ができ

ない場合、如何に資金を回収するかが重要なポイントで、投資資金の回収については、アメリカにおいてはM&Aが活発であるのに対し、わが国では投資資金回収の手段が十分ではない。またわが国の場合、株式公開が企業の究極的目的とはなっておらず、むしろ事業拡大のための資金調達ニーズが高い。このような風土の違いもあってわが国の新規開業の開業率および廃業率はアメリカに比べ相当程度低い水準にとどまっている。また株式公開までの期間は、アメリカでは創業後5-7年であるのに対して（NASDAQ上場企業平均）わが国では97年で平均26.2年（店頭登録企業平均）と両者の違いは際だっている。すなわち、わが国中小企業金融においてはベンチャー・キャピタル育成のための資本市場整備が重要な課題であると同時に、間接金融、とりわけ銀行の機能強化が重要なポイントであると言えよう。

日米の相違も考慮に入れると、わが国で新たな成長産業を育成するためには、わが国の特性からみても最も重要なポイントであるが、「銀行」の中小企業金融の機能の改善が重要である。公開企業の数アメリカでは2万弱の企業（ピンクシート企業まで。第四章参照）であるのに対し、わが国では、近年マザーズやナスダックジャパンなど新興市場が創設されたにもかかわらず3400企業に過ぎない。すなわち、市場や第三者の株主からの規律付けが非常に希薄であることが指摘できる。

従来日本の銀行は不動産担保貸出の比率が極めて高かった。新規企業が固定資産に乏しい現状に鑑みれば、不動産担保主義から決別し、動産、売掛債権担保、在庫担保金融など、起業家の資金調達を容易にするような様々なスキームを工夫すべきである。中小企業債権の証券化を促進するような環境整備も必要である。前述のように米国に比べわが国の株式公開企業数は極端に少ない。このように市場からの経営への規律付けが働きにくい状況においては、ベンチャー市場の整備ももちろん喫緊の課題ながら、それと同時に銀行が金融仲介機能を強化し、中小企業、ベンチャー企業に対して経営上の規律付けの面で果たす役割も引き続き大きいと考えられる。

(脚注)

- (1) これについては、横の系列（旧財閥系を中心とした企業グループ）と縦の系列（金融機関内での金融グループ）が形成され、競争激化を促進したという見方もある。
- (2) この点に関しては、競争激化のもとでは諸手数料やサービスの価格付けも適正のものになる必要があり、必ずしもユーザーのコストが全て低下することを意味するものではない、ことには留意が必要である。
- (3) 個別のリスクに応じた自己資本比率については通常は国内基準（4%以上）であるがそれを上回る自己資本を求めていくとされる。
- (4) 重要なポイントは銀行と保険が同一持ち株会社のもとで兄弟会社となれたこと、また金融持ち株会社のもとでは、通常の銀行持ち株会社には認められない金融業務が子会社を通じて行うことが認められたことである。また、銀行は新金融子会社において、保険引き受け業務、マーチャントバンキング業務、不動産開発業務、などの新金融業務について、新金融子会社の総資産合計が親会社のその45%あるいは500億ドルのうち少ない方を超えない限りにおいて行うことができるようになった。これは、わが国銀行法改正にも大きな示唆を与えるものと考えられる。
- (5) GNP比でみた貸出残高は他国に比べかなり高い水準にあることが指摘されており、引き続き不良債権のバランスシートからの切り崩しが必要となっている。
- (6) もっともイーネットなどが当初目指した証券や保険商品を同じATMで扱うことは、金融当局が「複数の業態が一箇所に併存することは認められない」として不可能となった（日本経済新聞社2000年7月22日付）。

<参考文献>

- [1] 池尾和人・金子隆・鹿野嘉昭（1993）『現代の銀行』東洋経済新報社
- [2] 奥野正寛（1999）「国家システムの改革」『ECONOMICS & POLITICS』東洋経済新報社
- [3] 勝悦子（1998）「経済を活性化するために金融システムはどうあるべきか—イノベーション促進のための環境作り—」富士通総合研究所
- [4] 川本裕子（2000）『銀行収益革命』東洋経済新報社
- [5] 金融再生委員会ホームページ
- [6] 及能正男（2000）『生まれ変わる銀行敗れ去る銀行』日本実業出版社

- [7] 鹿野嘉昭 (1997) 『日本の銀行と金融組織』 東洋経済新報社
- [8] 鈴木淑夫編 (1995) 『ゼミナール日本の金融』 東洋経済新報社
- [9] 日本銀行 (2000) 「全国銀行の平成 11 年度決算」 『日本銀行調査月報』
- [10] 広田真一 (1999) 「銀行中心の金融システムは変化していくのか」 『早稲田商学』
第 383 号
- [11] 堀内昭義 (1998) 『金融システムの未来』 岩波書店
- [12] 深尾光洋・森田泰子 (1997) 『企業ガバナンス構造の国際比較』 日本経済新聞社
- [13] 吉川満 (1999)、「米国の「金融サービス現代化法」の成立」 『商事法務』 No. 1546
- [14] 渡辺孝 (2000)、「異業種参入ガイドラインのチェック体制は不十分」 『金融財政事情』
6 月 26 日号。
- [15] Allen, Franklin and Gale Douglas(1999), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press
- [16] Stiglitz, J. (1985) , “ Credit Markets and the control of Capital”, *Journal of Money, Credit and banking*
- [17] Wenninger, Jhon (2000) , “The Emerging Role of Banks in E-Commerces” *FBRNY, Current Issues in Economics and Finance*

図表5-1 事業会社による銀行経営に関する欧米諸国の規制

	米国	英国	フランス	ドイツ
事業会社が銀行等を保有できるか	原則できない※	できる	できる	できる
銀行等の買収が認められる場合に許認可が必要か *審査基準	-	10%以上の主要株主は的確性を審査	① 5%以上の株式を保有するなら届け出要 ② 保有比率が10%、20%、33%となれば要許可	10%以上の主要株主は適正審査
事業会社に保有されている銀行はいくつあるか	20社程度	8社程度と推定	80社程度	20社程度

(注) 金融再生委員会、金融監督庁調べ

※は99年5月4日以前に保有する貯蓄金融機関は例外

図表5-2 アメリカの中小企業のファイナンス(%,10億ドル)

	エクイティ					借入(debt)							総計
	自己資金	エンジェル	ベンチャー キャピタル	その他 エクイティ	総計	商業銀行	ファイナンス カンパニー	その他 金融機関	企業間信用	その他企業	政府	その他	
全企業	31.33%	3.59%	1.85%	12.86%	49.63%	18.75%	4.91%	3.00%	15.78%	1.74%	0.49%	5.70%	50.37%
	5243	600	310	2152	8360	3138	821	501	2641	292	81	1010	8484
企業サイズ別内訳													
従業員20人未満	44.53%	n.a.	n.a.	n.a.	56.00%	14.88%	3.08%	3.53%	11.81%	1.08%	0.37%	9.27%	44.00%
	1757	n.a.	n.a.	n.a.	2209	587	121	139	466	42	14	366	1735
従業員20人以上	27.22%	n.a.	n.a.	n.a.	47.67%	19.94%	5.47%	2.83%	17.01%	1.95%	0.52%	5.81%	53.33%
	3481	n.a.	n.a.	n.a.	6096	2550	700	362	2175	250	67	715	6819
企業の年齢別内訳													
infant	19.61%	n.a.	n.a.	n.a.	47.90%	15.66%	8.33%	3.84%	13.40%	1.52%	0.33%		53.10%
0-2年	86	n.a.	n.a.	n.a.	211	69	37	17	59	7	1		
adolescent	17.37%	n.a.	n.a.	n.a.	39.37%	30.84%	2.51%	2.36%	13.42%	1.06%	0.72%		60.63%
3-4年	251	n.a.	n.a.	n.a.	568	445	36	34	194	15	1		
middle-aged	31.94%	n.a.	n.a.	n.a.	48.00%	17.86%	5.85%	2.87%	17.10%	2.39%	0.44%		52.00%
5-24年	3249	n.a.	n.a.	n.a.	4882	1816	595	292	1740	243	44		
old	35.42%	n.a.	n.a.	n.a.	56.50%	17.25%	3.28%	3.38%	13.86%	0.56%	0.54%		43.50%
25年以上	1658	n.a.	n.a.	n.a.	2645	808	153	158	649	26	25		

(資料)1993 National survey of Small Business Financeなど。

(禁無断転載)

[非売品]

平成12年10月31日印刷

平成12年10月31日発行

日米金融システムの比較－現状から将来像
報 告 書

発 行 財団法人 統計研究会内
日米金融システム研究会

東京都港区新橋1-18-16

日本生命新橋ビル7階

Tel. 03-3591-8496

印刷：芝サン陽印刷(株)