

世界的金融危機から見つめ直す日本型金融

The Japanese Financial System Reexamined: Lessons from the Global Financial Crisis

米国のサブプライムローン問題に端を発した金融市場の大規模な混乱は、米欧の大手金融機関の破綻・経営危機を引き起こし、誰もが予想しなかったスピードで、世界的な金融危機へと発展していった。米国サブプライム関連商品による直接的な損失は、日本の金融機関においては米欧比、軽く済んだが、その直後には实体经济の急ブレーキによる輸出と設備投資の減少が、日本経済に猛威を振るったのは周知の通りである。

先進的な金融理論による新しいスキーム（たとえばABS、CDSなど）が、今般の金融危機を引き起こした火種のように言われて批判を浴び、金融・資本市場の機能をフル活用する米国型の金融システムの脆弱性が露呈されたことで、日本の金融システム改革の議論にも少なからぬ影響が及ぶのは必至であろう。

銀行を中心とした間接金融システムは、戦後日本の経済復興に大きく寄与したと評価されており、日本型経済の特長のひとつに数えられている。しかしながら、経済大国となって久しい現状では時代遅れのシステムであると考えられており、日本版金融ビッグバンに象徴されるとおり、直接金融の機能強化を意図した大規模な改革が図られてきた。

世界的な金融危機を目の当たりとした今日は、金融システムの将来像を見つめなおす好機でもある。顧客との長期継続するリレーションシップと信頼関係に立脚した、いわば農耕民族的な金融システムには、高い成長性は望めないかも知れないが、安定性・継続性という長所はある。少なくとも米欧化一辺倒の改革路線は、修正されなければならない。



Large-scale disruptions in the financial market triggered by subprime loan problems in the United States led to financial difficulties or the collapse of major financial institutions in the United States and Europe, and developed into a global financial crisis at a speed that no one could have imagined. Direct losses for Japanese financial institutions caused by financial products linked with U.S. subprime loans were small relative to those for the United States and Europe. However, as is well known, subsequent declines in exports and investment due to a slowdown of the real economy seriously affected the Japanese economy.

New schemes that were based on cutting-edge financial theories, such as asset-based securities and credit default swaps, are blamed as the source of today's financial crisis. In addition, the vulnerability of the U.S. financial system, which takes full advantage of the functions of the financial and capital markets, is now clear. These facts will inevitably influence discussions on the reform of the Japanese financial system to a nontrivial extent.

The indirect financial system, in which the banks play a central role, is recognized as a major contributing factor to Japan's postwar economic recovery and as a main characteristic of the Japanese-style economy. However, at the same time, the system is considered outdated now that the country has been a major economy for some time, and large-scale reforms for strengthening the functions of direct financing have been planned, as seen in Japan's "Big Bang" financial reform.

Today's global financial crisis provides an opportunity to reexamine the future of our financial system. A so-called "antiquated" financial system, which is based on trust and a long-lasting relationship with customers, may not produce high growth, but it does have an advantage in its stability and sustainability. All in all, reform plans blindly pursuing American- or European-style systems must, at the least, be modified.

1 | 世界的な金融危機

(1) サブプライムローン問題

米国のサブプライムローン問題とは、米国の低所得者向け住宅ローンの大量焦げ付きに端を発して、サブプライムローン¹を組み込んだ証券化商品の価格が暴落したことにより、世界中の金融機関が損失を被った事態のことを言う。海の向こうの住宅ローンの大量デフォルトが、日本の都市銀行のみならず地域銀行や協同組織金融機関にまで損失を及ぼしたことで、金融取引が高度にグローバル化していた現実を、我々は身をもって再認識することとなった。

サブプライムローンの大量デフォルトが発生した引き金は、米国の住宅価格の下落であった。価格下落で住宅の担保価値が目減りすると、住宅ローンのリファイナンス（借り換え）が困難となってデフォルトしやすくなる。また担保の処分価値が下落したため、貸倒れ損失が拡大した。

米国では住宅ローン等の資産を裏付けとした証券化が普及している。銀行等が貸し出した住宅ローンは、貸し手銀行からSPV（Special Purpose Vehicle）と呼ばれるペーパー・カンパニーのような存在に譲渡されたうえで、社債として売り出される。この社債は、資産を裏付けとしているため、資産担保証券ABS（Asset Backed Securities）と呼ばれる。証券化商品、資産流動化商品などと呼ばれることもある。

SPVが発行する証券化商品は主として、資産運用のために金融機関やファンドなどが購入している。裏付け資産である住宅ローンが焦げ付くと、それは証券化商品を購入している投資家の損失となる。サブプライムローンを原資産に含んだ、いわゆるサブプライム関連商品の大幅な値下がりが起こり、2007年夏頃には「サブプライム問題」あるいは「サブプライムショック」と呼ばれる状況となった。

証券化とは、債権などの原資産のリスクを、当初融資等を行った者が持ち続けるのではなく、証券市場で売り

出して投資家に売却することで、金融取引にともなう資金とリスクを、広く分担する仕組みである。投資プロジェクトのリスクを分散することができるため、たとえば、単一の銀行融資だけではできないような巨大プロジェクトの資金調達などには適した手法であるといえる。また当初融資等を行った者は、債権を売却することでスピーディに資金回収ができるため、お金の回り方が良くなる効果もある。証券化を行う際に、資金の回収優先順位（優先劣後構造）を付けた複数種類の資産担保証券を発行すれば、最上位の債券（シニア債）は、最上位格付（AAA）を取得することも可能である。

このように証券化スキームとは本来、リスクを社会で薄く広く分散する良い仕組みなのだが、そのマイナスの側面が今回現れてしまった。サブプライムショックは、この証券化スキームを活用していたが故に、スキームに従って、巨大な損失を世界中の投資家で広く分担する結果となってしまったのである²。

(2) 金融機関の危機

サブプライムショックが注目を集めた当初は、サブプライム関連商品による直接損失が問題視された。米欧の主要金融機関は、巨額の直接損失を被った³。日本の金融機関も、保有するサブプライム関連商品の値下がりによる直接損失を被ったが、米欧金融機関と比べれば損失規模が小さかったため、日本の金融システムの健全性を損なうことはないだろうと考えられていた（図表1）。

ところがサブプライム問題は、証券化スキームで多用されている信用補完や流動性補完を提供していた金融機関の経営悪化へと飛び火し、世界の金融市場は混乱した。そして2008年9月15日の米国投資銀行大手リーマン・ブラザーズの破綻を嚆矢に、米国ではごく短い期間に、大手金融機関の大再編へと発展した。米国金融システムの中心的存在であった、かつての5大投資銀行のうち、リーマン・ブラザーズとベアー・スターンズの2社は破綻・買収で消滅し、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、メリルリンチの3社は、いずれも銀行持ち株会社として連邦準備制度理事会（FRB）の管轄下

図表1 日本の預金取扱金融機関のサブプライム関連損失

		サブプライム関連商品等保有額		
		簿価	評価損益	実現損益 売却損益・減損等 (2007年4月からの累計)
大手銀行等	2009年3月末	397	▲ 83	▲ 916
	2008年12月末	(496)	(▲119)	(▲842)
地域銀行	2009年3月末	31	▲ 6	▲ 52
	2008年12月末	(39)	(▲7)	(▲48)
協同組織金融機関	2009年3月末	22	▲ 4	▲ 34
	2008年12月末	(30)	(▲8)	(▲29)
合計	2009年3月末	449	▲ 93	▲ 1,001
	2008年12月末	(565)	(▲134)	(▲919)

・「大手銀行等」には、主要行、農林中央金庫、新生銀行、あおぞら銀行、シティバンク銀行、新たな形態の銀行、外銀信託等が含まれている。
 ・「協同組織金融機関」には、系統金融機関が含まれている。
 ・一部の証券会社のサブプライム関連商品等保有額が、連結される大手行等に含まれている。
 資料：金融庁「我が国の預金取扱金融機関のサブプライム関連商品の保有額等について（平成21年3月末時点）」より抜粋

図表2 主要国の金融システム安定化策

米国	英国	ドイツ	フランス	日本
(1990年代当時に講じた施策)				
預金保護の拡充				
実施 ・ 上限25万ドル (約2,500万円) ・ 無利子の決済用預金を全額保護 ↑ 従来 ・ 上限10万ドル (約1,000万円)	実施 ・ 上限5万ポンド (約900万円) ↑ 従来 ・ 上限3.5万ポンド (約630万円)	実施 ・ 個人預金を全額保護	従来 ・ 上限7万ユーロ (約1,000万円)を維持	当時 ・ 全額保護 ↓ 現在 ・ 1,000万円 (約1,000万円) ・ 無利子の決済用預金を全額保護
公的資本注入				
実施 ・ 約70兆円 (7,000億ドル)	実施 ・ 約9兆円 (500億ポンド)	実施 ・ 約11兆円 (800億ユーロ)	実施 ・ 約6兆円 (400億ユーロ)	実施 ・ 合計12.4兆円
一時国有化				
なし	特別法 ・ 約9兆円 (500億ポンド)	特別法を閣議決定	なし	特別法 日本長期信用銀行 ※ 日本債券信用銀行 預金保険法 足利銀行 ※金融再生法
資産買い取り				
実施	実施	実施	なし	実施 共同債権買取機構 (元本で15.4兆円) 金融再生法による買取 (元本で4兆円)

資料：日本銀行「金融システムレポート」2009年3月より抜粋 (2009年3月7日現在の情報による)

に置かれたことで、伝統的な姿の大手投資銀行は消滅してしまった。

金融機関の信用不安は米国だけではなく欧州やアジアにも波及し、時勢は「金融危機」と呼ばれる段階に移行した。インターバンク・レートは上昇し、主要金融

機関の資金繰りは苦しくなった。各国政府・中央銀行は、世界規模の金融危機の表面化を受けて、2008年10月には先進7カ国財務相・中央銀行総裁会議（G7）を開催し、各国政策協調の下で、大規模な金融安定化策を講じることとなった。具体的には、金融機関への公的資本注入、

金融機関の資金繰り支援、金融機関が保有する資産の買い取り、預金保護の拡大、政策金利の引き下げなどの施策が取られたことで、金融機関が連鎖倒産する最悪事態（システミックリスクという）は回避されたように見える（図表2）。

（3）実体経済への影響

金融危機で金融・資本市場の機能が急低下したことで、住宅ローン証券化商品をはじめとする有価証券の新規発行額は急減した。資金繰りが苦しくなった金融機関やファンドは、自らの債務不履行を回避するために保有資産の資金化を急いだ。これが金融市場における資産売却を加速させ、さらなる市場価格の下落を招く悪循環に陥った。有価証券が理論価格では売却できず、当初想定を大幅に超える評価損や売却損が発生し、金融機関の自己資本を毀損することとなった。

金融市場が収縮して直接金融システムからの資金調達が困難となったことで、間接金融による資金調達ニーズは増えたが、金融システム全体としては信用収縮の効果が大きかったため、実体経済には急ブレーキがかかった。

米国をはじめ各国で景気後退局面入りが宣言され、米国自動車大手3社の経営危機問題に象徴されるように、事業会社（非金融機関）の破綻が強く懸念されるように

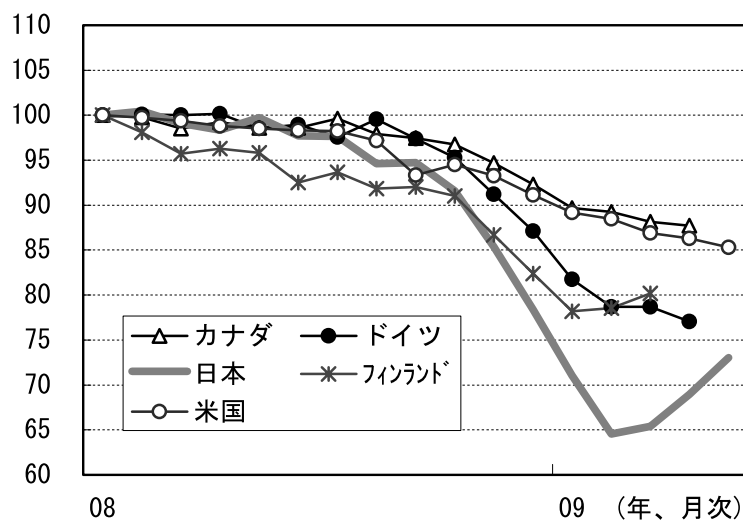
なった。2008年末頃には、もはや金融危機というよりも「金融危機に端を発した経済危機」の様相を呈した。その後、米国経済の象徴的存在である自動車大手3社のうち、クライスラーは2009年4月に破綻後、フィアットの傘下に入ることとなった。GMも2009年6月に破綻後、経営再建される事態となった。

日本でも製造業の大規模な生産調整が起こり、リーマンショックから僅か3ヵ月ほどの後には東京の日比谷公園に派遣村が立つなど、大変な影響を受けることとなった。1927年の昭和恐慌になぞらえてか「100年に一度の経済危機」という表現が、違和感なく使われる世相となった。

日本では、金融機関が被ったサブプライム関連損失は比較的軽く済んだ一方で、金融危機後の生産活動の低迷は、米欧と比べても厳しいものであった。先進諸国の鉱工業生産指数の推移を見ると、日本の落ち込みは、金融危機の震源地である米国よりも深刻であったことが分かる（図表3）。

この主因が、実体経済においてグローバル化が進展した結果にあることは、改めて言うまでもない。世界的な有効需要の減退による生産調整から、これまでの景気拡大を牽引してきた輸出と、その生産設備を維持拡充する

図表3 鉱工業生産の動向（2008年1月を100とした場合）



出所：OECD

設備投資が激しく落ち込み、実質GDP成長率の足を引っ張ったのである。

2 | 日本の企業金融への影響

(1) 企業金融の状況

米国サブプライムショックに端を発した金融危機は、企業の資金繰りに大きな影響を及ぼした。日銀短観の業況DI、資金繰りDI、金融機関貸出態度DIの状況を見て、今回景気後退局面の水準感を把握しよう（図表4）。

業況DIの悪化度合いは、前々回の景気後退期である1998年12月の水準（-50前後）に近いものである。大企業について、2009年3月を大底として、やや底打ちしたようにも見えるが、まだ予断を許さない状況であろう。中小企業の業況DIは、2007年6月にマイナスになってから連続で悪化しており、2009年6月では、まだ底打ちしていないようである。

資金繰りDIは、2009年3月には-15と、1998年の-20に近い水準にまで悪化した。大企業については、2009年3月を大底として底打ちしており、2009年6月には資金繰りが「楽である」と答える企業の方が多いになっている。中小企業の資金繰りDIも、2009年3月を底に反転しているが、まだ苦しい水準にある。このように資金繰りDIは、大企業と中小企業の間には大きな格差がある。大企業よりも中小企業の方が、業況悪化が資金繰り悪化に直結しやすいことを物語っている。

金融機関貸出態度DIは、前々回景気後退期の底（1998年12月）が-21であるのに対して、今回景気後退期の2009年3月が-13と、前々回景気後退期の方が、状況は厳しかったと言える。これは、金融機関の自己資本の毀損度合いの相違によるものと考えられる。また今回景気後退局面では、一連の企業金融円滑化のための対策が功奏した側面もあると思われる。大企業、中小企業ともに、2009年3月を大底として底打ち傾向を見せている。

次に、金融機関貸出態度DIと資金繰りDIの関係を見たい。1998年12月には、金融機関貸出態度DIは、大企

業・中小企業ともに-20程度にまで悪化している一方で、資金繰りDIは大企業と中小企業の間には格差がある。2009年3月には、金融機関貸出態度DIは、大企業-17、中小企業-14であったが、資金繰りDIは大企業-4、中小企業-23となっている。このことは、間接金融に依存する中小企業の方が、金融機関貸出態度の変化が、資金繰りの変化に直結しやすい傾向を示唆している⁴（図表5）。

(2) 金融危機と企業金融

企業の資金繰りは売上高に依存するところが大きいいため、業況悪化による売上高の減少は、資金繰りを直撃する。苦しくなった資金繰りの拠り所となるのは、ファイナンスを提供してくれる企業金融システムである。

しかしながら企業金融は、金融危機の影響で混乱していた。金融危機が企業金融に及ぼした影響を、2つのルートに分けて整理したい（図表6）。

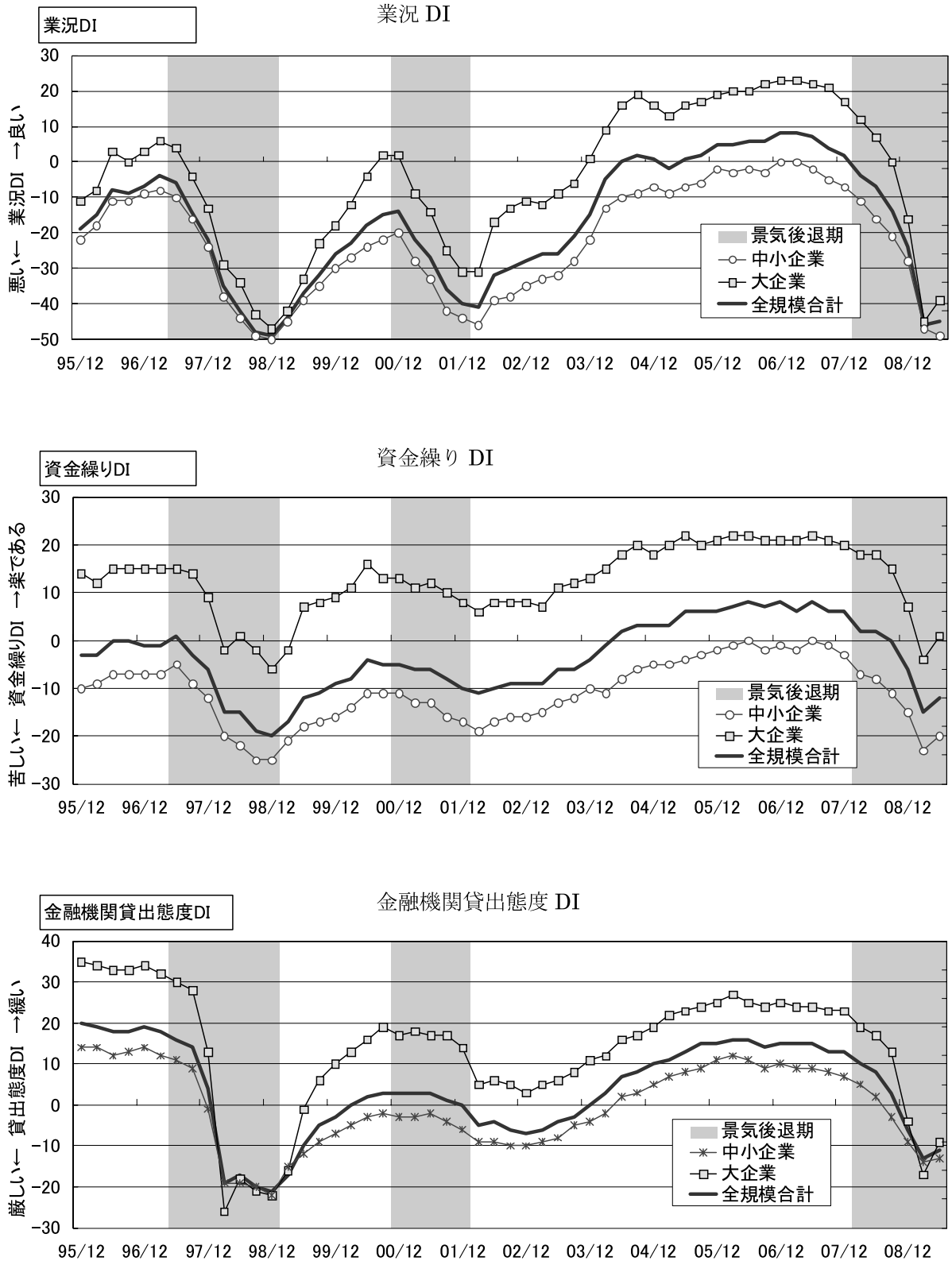
第1ルートは、直接金融市場を経由する影響である。資金運用サイドでは、企業等が保有する有価証券の価値（市場価格）が下落して損失が出たことで、余裕資金運用を行っていた一部の企業では自己資本が毀損された。資金調達サイドでは、金融市場取引が縮小したことで、社債等の新規発行による資金調達が難しくなった。

直接金融の活用度合いが高かった大企業金融の分野では、社債やコマーシャル・ペーパー（CP）の発行額が減少し、その代替手段として銀行貸出金残高が増加する現象が起こっている。これは危機による直接金融から間接金融への回帰と表現できる。

第2ルートは、間接金融取引を経由する影響である。間接金融サービスを担う銀行等が、金融危機で損失を被って自己資本が毀損されると、銀行等のリスクテイク余力が減退し、結果として貸出態度が厳しくなる因果関係が知られている。銀行等の自己資本は、有価証券の価値下落という「市場リスク損失」によって毀損されたが、景気後退で貸出先のデフォルトが増加すると、「信用リスク損失」によって毀損される。

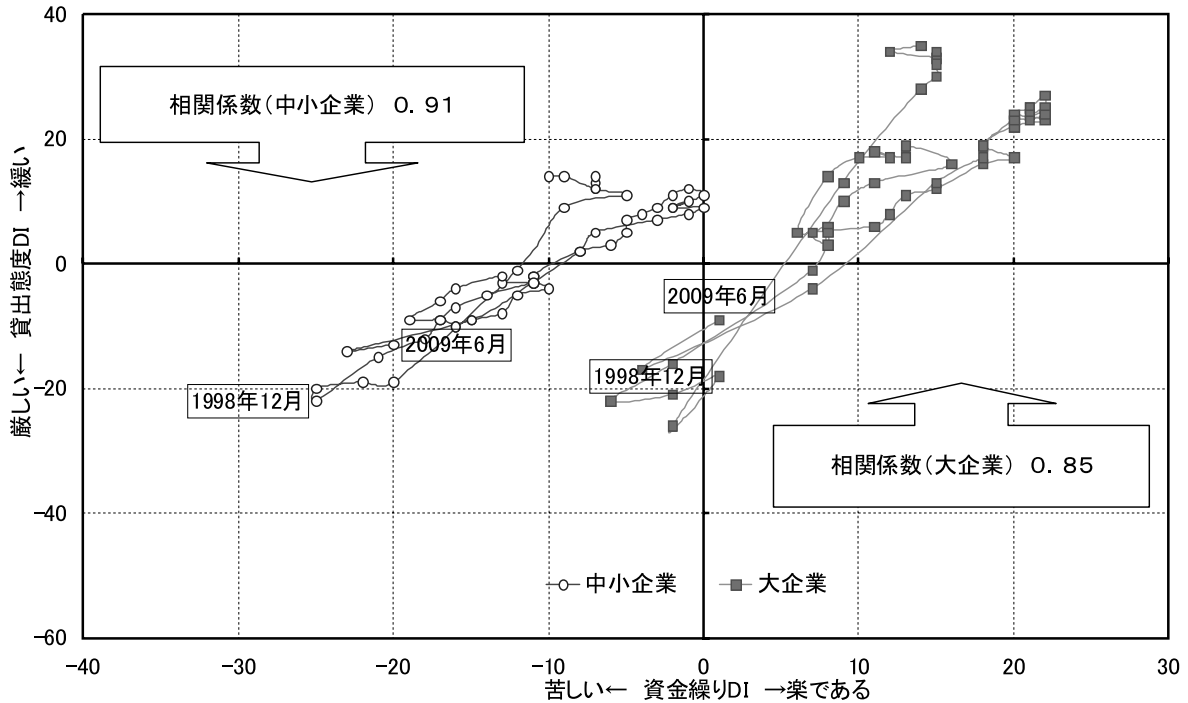
銀行等にはパーゼルⅡによる自己資本比率規制が課されている。分子である自己資本が毀損されると、自己資

図表4 企業の業況・資金繰り等の推移（日銀短観）



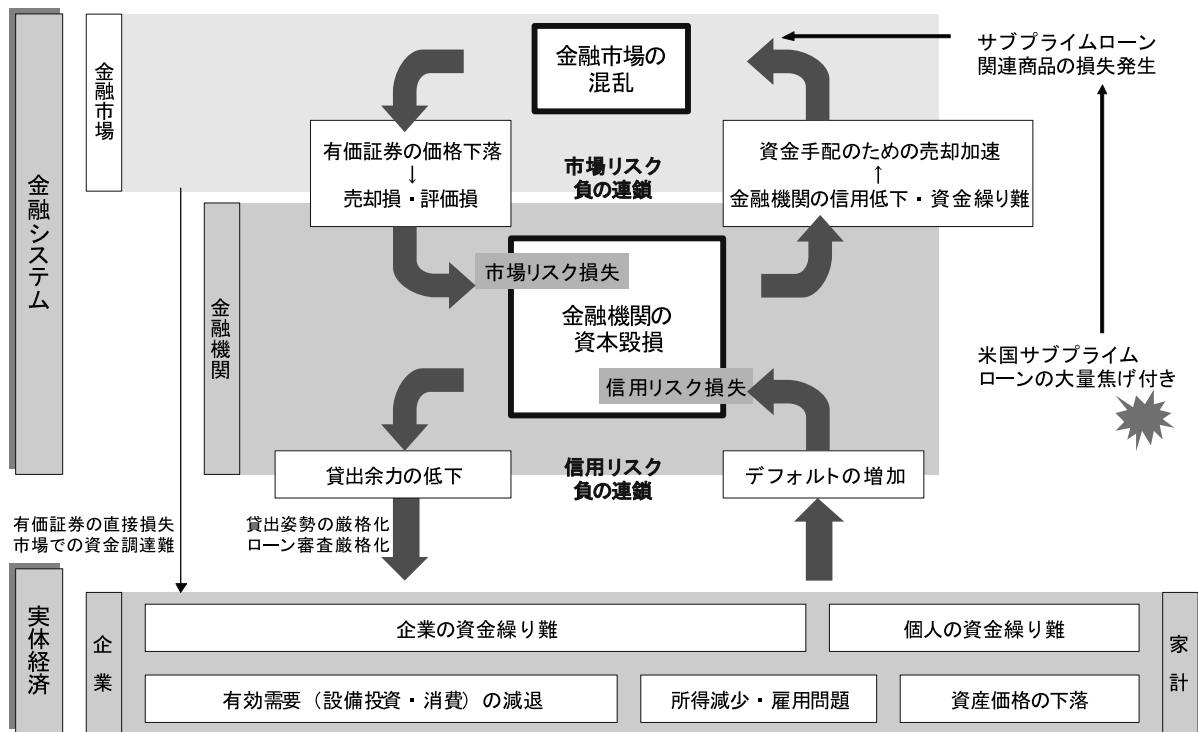
資料：日本銀行「企業短期経済観測調査」より作成

図表5 金融機関貸出態度DIと資金繰りDIの相関関係（日銀短観）



資料：日本銀行「企業短期経済観測調査」より作成

図表6 金融危機の発生メカニズム



資料：筆者作成

本比率の低下に歯止めをかけるべく、分母であるリスクアセットを抑制せざるを得なくなる。

銀行等の余力が減って貸出態度が厳しくなり、そのことで貸出先企業の資金繰りが行き詰まって企業倒産がますます増え、取引先等の連鎖倒産を誘発するという「信用リスクの負の連鎖」が懸念される。今般の金融危機下では、金融機関の資金繰り支援や金融機関への公的資本注入、利下げ、大企業や中小企業の資金繰り支援などの政策が取られたが、これらの政策手段は、負の連鎖を断ち切るために行われたものである。

(3) 経済政策と金融行政

金融危機をうけて、政府の経済政策・金融行政のスタンスは一変した。

2002年頃の前回景気後退局面における経済政策のスタンスは、公的部門や企業部門を“改革する”という観点が強かったと言える。当時の小泉内閣は構造改革をスローガンに掲げ、バブル崩壊後に過剰債務を抱えながらも処理が遅れていた問題企業の早期再生・処理を促進した。企業の業績不振が、経済社会の変化を背景とした構造的なものであれば、一時的な資金繰り対策で延命を図っても、問題の先送りとなるだけである。この場合、当該企業を再生ないしM&A、破綻処理などすることにより、経営資源の再配分を促進した方がよいと考えるのが「構造改革政策」である。小泉政権下では、銀行等の融資には自己査定厳格化が求められた。長期不振企業の延命は、不良債権処理問題の先送り・弊害だと考えられ、金融検査の場では債務者区分の引き下げが指摘された。

しかしながら2008年の今回景気後退局面では、経済政策・金融行政のスタンスは、小泉政権下とは大きく異なるものであった。経済政策のキーワードは「改革」から「防衛」へと変わっていた。金融行政では、自己査定基準の厳格化ではなく、むしろ緩和が行われた。銀行等の融資では、中小企業の特性を考慮して貸出条件緩和債権に該当しない取扱いが規定され、金融検査の場では融資謝絶の理由が重要論点になるなど、小泉政権下での対応とは180度違った様相を呈した。今回景気後退局面の経済政策は、大規模な景気循環の波に押し流されないように、家計や中小企業といった経済主体を“防衛する”という観点が強い「緊急防衛政策」であったと言える。

今回の景気後退が、大規模な構造改革を必要とする性質であるならば、小泉政権下と類似した政策を取るべきであろう。だが、世界的な長期経済成長による景気の加熱を冷却するための調整期間であるならば、麻生政権における生活防衛対策はそれなりに正しいアプローチであったと言える。危機に陥った大企業を救済するような政策は、市場メカニズムを歪めることになるため基本的には好ましくないが、緊急防衛政策という点での意義はあるといえよう（図表7）。

(4) 間接金融の地位の再認識

急速かつ大規模な業況悪化・資金繰り悪化に対処して、生活防衛対策の一環として信用保証協会による20兆円枠の緊急保証制度と、政策金融機関による10兆円枠のセーフティネット貸付等が導入され、一定の効果を発揮したと言われている。

図表7 前回景気後退局面と今回景気後退局面の比較

	前回景気後退局面	今回景気後退局面
政権	小泉政権	麻生政権
スローガン	構造改革	生活防衛
背景	バブル崩壊後の長引く不良債権処理問題	金融危機による100年に一度の経済危機
金融行政スタンス	不良債権処理の加速 →自己査定の厳格化	中小企業金融安定化 →中小企業の貸出条件緩和債権に 該当しない取扱いの規定

資料：筆者作成

日本は米国比、間接金融システムの比重が大きい。金融危機下にあっても、間接金融が健在であったからこそ、このシステムの上に信用補完効果を加える政策である緊急保証制度等が迅速に遂行されて効果を発揮したのである。間接金融システムは、好況期におけるアップサイド・ポテンシャルの追求には向かないかも知れないが、不況期におけるダウンサイド・リスクの回避には、頼りになる存在であることが実感された。このことは、金融システム改革を巡る今後の議論にも影響を及ぼすと思われる。

3 | 日本の金融システム選択

(1) 直接金融と間接金融

資金余剰主体と資金不足主体との間をつなぐ「金融システム」は、伝統的な金融論では直接金融と間接金融に大別される。直接金融とは、証券会社を中心とした金融仲介であり、米国は直接金融中心であるといわれる。間接金融とは、銀行を中心とした金融仲介であり、日本やドイツは間接金融中心であると言われている。

間接金融は、戦後復興期というキャッチアップ経済においては、注力すべき重点産業に優先的に資金を誘導する傾斜生産方式を実現するうえで、有効性を発揮したと評価されている。だが、今後何が成長するか分からないフロントランナー経済においては、次世代を担うかも知れないベンチャー企業にもハイリスク・ハイリターンファイナンスを提供する必要があるが、この役割は間接金融には向いていない。リスク・マネーの供給力という点では、直接金融の方が優れていると考えられる。

(2) 市場型間接金融システム

金融制度改革の議論が始まった当初は、間接金融から直接金融へのシフトも議論されたが、実際問題として、一般個人や零細企業が直に金融市場にアクセスして、直接金融を使いこなす姿は想像しにくい。日本版金融ビッグバン以降は、間接金融から直接金融にシフトするというよりも、より現実的な選択肢として、伝統的な間接金融システムをベースとしつつ、金融・資本市場の持つ機

能をもっと活用するような折衷式の金融システム「市場型間接金融システム」が望ましいと考えられるようになった。

市場型間接金融システムでは、銀行等が取り扱う金融商品として、間接金融商品（預金や貸出金）に加えて直接金融商品（債券、投資信託、社債など）もラインナップし、利用者の選択肢を増やすとともに、直接金融システムへのアクセスを改善する方法が目指された。また、貸出債権等を社債に変換して金融市場で売却する証券化スキームも、市場型間接金融システムの目玉のひとつである。

旧来型の金融システムでは、企業金融にともなう信用リスクが、銀行部門に過度集中していた。銀行の融資姿勢が緩んで審査が甘くなり、その結果として企業金融が大量に焦げ付くと、銀行の自己資本が毀損されて機能不全に陥る脆弱性が指摘されていた。また個人等の資金も預金に集中しており、有利な運用ができていないという点も問題視されていた。

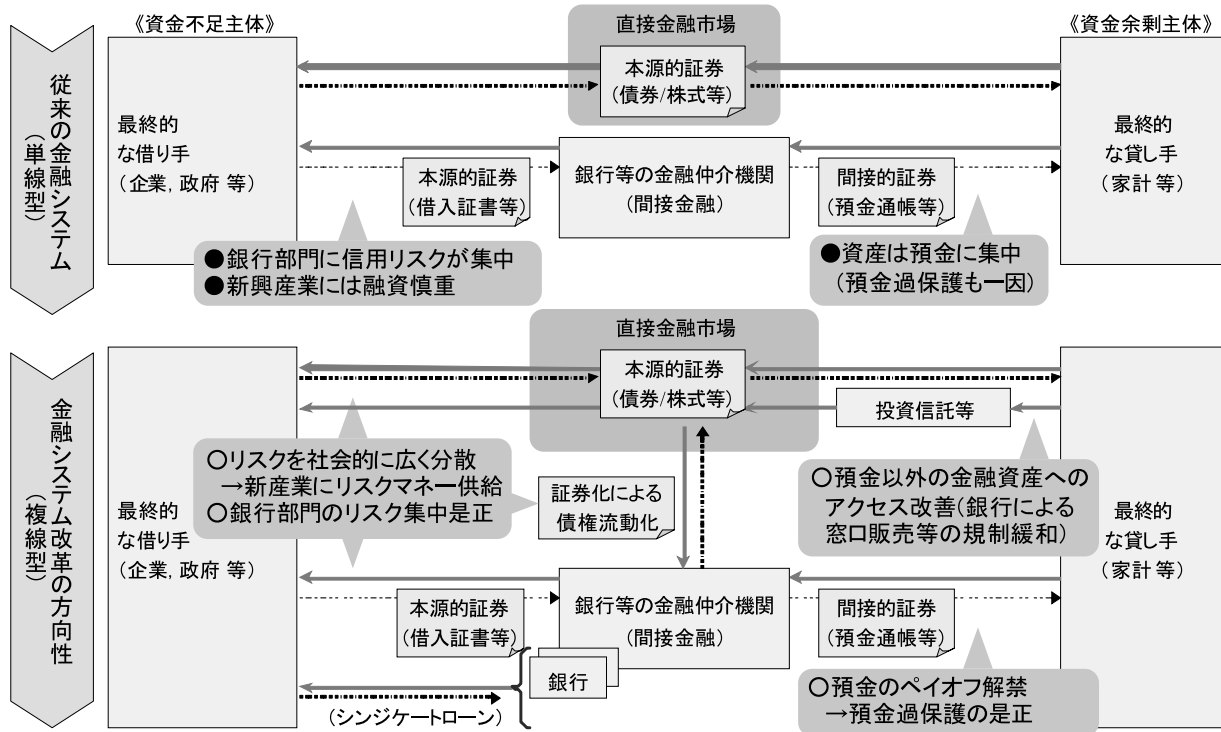
こうした単線型の金融システムに、新しいスキームを取り入れることで、間接金融と直接金融との間での資金の流れを良くする複線型金融システムが提唱された。証券化による債権流動化は、間接金融として融資した資金を、直接金融市場で売りさばく手段となる。銀行窓口での投資信託の取扱いは、伝統的な預金者を直接金融市場に呼び込む有効な手段となる。このように金融仲介のルートを複線化することで、金融システムの活性化をねらいとするのが市場型間接金融システムである（図表8）。

(3) 市場強化プラン

世界では、金融・資本市場そのものが国際競争に晒されており、利便性が低いままでは、日本の金融・資本市場の世界的地位低下に歯止めがかからない。日本の金融・資本市場をもっと機能強化しなければならないとの問題意識から、2007年12月に発表された金融行政指針「市場強化プラン（金融・資本市場競争力強化プラン）」が推進されていた矢先に、今般の金融危機が起こった。

市場強化プランは、国際的事情として、世界における

図表8 複線型の金融システム



資料：筆者作成

図表9 市場強化プラン

【市場強化プランの背景】 国内的事情：少子高齢化の進展→1,500兆円にもものぼる個人金融資産の有効活用が必要
 国際的事業：世界での日本の金融市場の地位が後退→日本の金融市場の競争力強化が必要

【市場強化プランの概要】

I. 信頼と活力のある市場の構築

1. 多様な資金運用・調達機会の提供
2. 市場の公正性・透明性の確保
3. 安全かつ効率的で利便性の高い決済システム等の構築

II. 金融サービス業の活力と競争を促すビジネス環境の整備

1. 銀行・証券・保険間のファイアウォール規制の見直し
2. 銀行・保険会社グループの業務範囲の拡大
3. 保険会社の資産運用規制の見直し
4. 金融機関・金融グループにおける内部管理態勢の強化
5. 中小企業金融の円滑化と地域の活性化
6. 海外ファンドマネージャー誘致のためのPEリスク※の排除

※海外投資家にとって日本のファンドマネージャーがPE（恒久的施設）とみなされ、日本で納税義務を負う懸念のこと

資料：金融庁資料より作成

III. より良い規制環境（ベター・レギュレーション）の実現

1. 対話の充実とプリンシプルの共有
2. 規制・監督の透明性・予見可能性の向上
3. 海外当局との連携強化
4. 市場動向等の的確な把握と効果的な行政対応
5. 職員の資質向上

IV. 市場をめぐる周辺環境の整備

1. 国際的に通用する金融・法務・会計等の専門人材の育成・集積
2. 国際金融センターとしての都市機能の向上

日本の金融市場の地位後退に歯止めをかけるという目的に加えて、国内的事情として、少子高齢化が進む中、1,500兆円にもものぼる個人金融資産の有効活用を図るといった目的も背負っている。日本版金融ビッグバンでは規制緩和などの法的インフラ整備に重点が置かれていたが、

市場強化プランは、法的インフラだけではなく、人材育成による人的インフラ整備から都市インフラ整備に至るまで、幅広い分野に手を入れようとする政策である（図表9）。

だが今般の金融危機で、金融・資本市場を中心とした

金融仲介機能の問題点が露呈され、米欧型金融システムの単純コピーではうまくいかないことが明らかとなった。米国の5大投資銀行の破綻・再編を受けて、金融危機以前は投資銀行宣言のようなものを掲げていた日本の大手フィナンシャル・グループでは、方向修正を余儀なくされた。

今後は、個別金融機関の方向修正だけではなく、日本の金融システム全体の方向修正も考えなければならない。日本の金融システムでは、どのようにしてリスクを取って、どのようにして企業金融を行うのが望ましい姿なのであろうか。

(4) エクイティ・ファイナンスとデット・ファイナンス

企業の資金調達手段は、資本調達（エクイティ・ファイナンス）と負債調達（デット・ファイナンス）に大別することができる。

資金調達をした企業にデフォルトが発生した場合、エクイティ（資本）の部分については投資家の責任となる。不幸にして損失が生じて、それは契約通りの事象であり、金融システムの問題とはいえない。他方、デット（債務）については、契約通りの債務履行が原則であるた

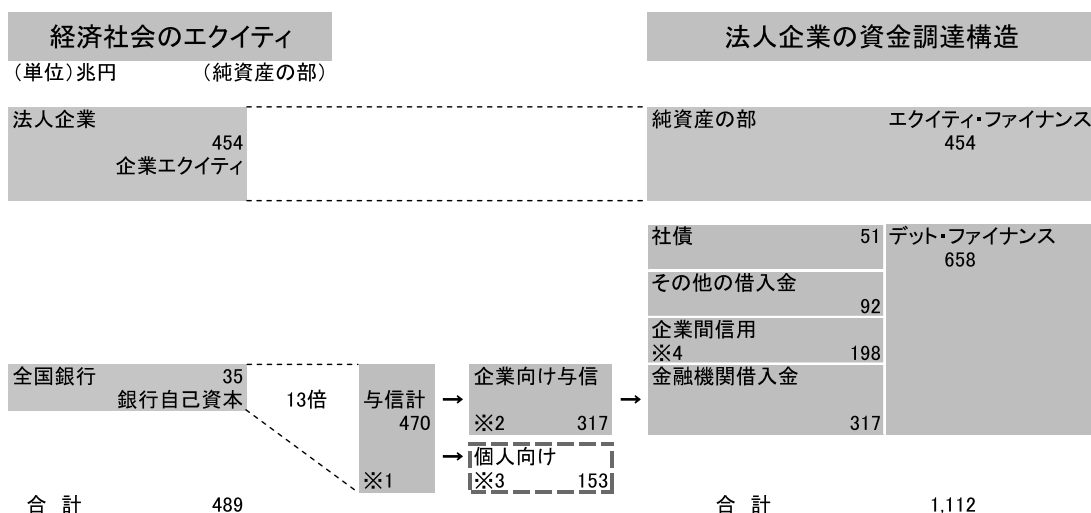
め、デフォルトの大量発生は金融システムの問題となる。

仮の話として、サブプライムローンの提供資金が、すべてエクイティであったとしたならば、これほどの社会的問題にはならなかったであろう。提供資金の大半がデットであったことが、金融危機という問題の根源にある。

元来、経済社会にとってエクイティとは“希少な経営資源”である。エクイティとは、出資したプロジェクトが成功して儲かったときには、相応の収益配分を要求するが、プロジェクトが失敗して損が生じたときには、その責任をかぶって、出資したお金が減ることを許容してくれ、最悪の場合にはゼロ円になってしまっても、それを受け入れるという、きわめてリスク許容度が高い資金である。このような気風が良い資金は、社会には多くは存在しない。

もしも日本の経済社会がエクイティだけで運営されていたとしたら、企業は、今ほどの資金調達をすることはできない。法人企業統計年報により、日本の法人企業（除く金融機関）の資金調達構造を見ると、約4割の454兆円をエクイティで賄い、約6割の658兆円をデットで賄っている（図表10）。

図表10 日本の法人企業の資金調達構造



※1 与信計＝貸出金＋外国為替＋支払承諾
 ※2 金融機関借入金の提供者は、銀行以外に協同組織金融機関等が存在するが、本表では省略した
 ※3 個人向け与信＝与信計－金融機関借入金(企業向け与信)
 ※4 企業間信用＝支払手形＋買掛金

(出所) 法人企業「法人企業統計年報」2007年度
 全国銀行「全国銀行財務諸表分析」2007年度

資料：「法人企業統計年報」、「全国銀行財務諸表分析」より作成

デットの提供者には金融機関、親会社、企業オーナーや知人、取引先企業など複数種類があるが、金額的には銀行等の金融機関の存在感が大きい。

銀行等は株式会社として、自己資本を元手にビジネスを営んでいる。全国銀行のエクイティは約35兆円あるが、これに自己資本比率のレバレッジ（槌子の効果）を働かせることで、470兆円の貸出金を生み出している。つまり銀行等とは、エクイティを使って、数倍のデットを生み出す装置なのである。

ただしデットは基本的には損失に晒すことができない資金であるため、銀行等がレバレッジを働かせすぎると、デットの信頼性が低下してしまう。そこで銀行等に対しては自己資本比率規制が課されているのである。国際統一基準行の場合、貸出金等のリスクアセットの8%に相当する自己資本を持つことが義務付けられている。少々語弊を覚悟のうえで、平たく逆数で言えば、自己資本の12.5倍を超える貸出金を生み出してはいけないということである⁵。

また銀行等は、貸出金の元手の大半を預金に依存しており、世の中から広く集めた預金は、預金者に対して約束どおり払い戻すという重大な義務を負っている。貸倒れ損失が発生して収益で埋め合わせられない分は、自らの自己資本で埋め合わせなければならない。このため銀行等は、貸出金の信用度を保つことを最優先する。銀行等が慎重な融資審査を行ったり、貸出金に応じた担保や保証を要求するのは、こうした背景があるからである。

デット（貸出債権）を活用した企業金融を行う以上、その金融仲介ルートが間接金融であれ直接金融であれ、貸出債権の健全性が問題となる。いかに金融・資本市場を活用して金融仲介ルートを高度化・複雑化しようが、原債務者の健全性が損なわれて、貸出債権の大量焦げ付きが発生してしまえばひとたまりもないことは、サブプライムローン問題を引き合いに出すまでもなく自明である。直接金融システムを採用すれば、社会のリスクテイク能力が単純に向上するように時々誤解されているが、直接金融システムであったとしても、デットの大量焦げ

付きは起こしてはならないのである。

（5）企業金融の各ビジネスモデルの特徴

企業金融のビジネスモデルは、各国における金融システムのあり方を受けて規定される。ここでは企業金融のビジネスモデルの種類を整理したうえで、その特徴について論じたい（図表11）。

①商業銀行モデルと投資銀行モデル

企業金融は、銀行借入を主体とした商業銀行モデルと、市場調達を主体とした投資銀行モデルに大別することができる。

商業銀行モデルは、銀行にとっては、融資審査などのための大きな手間を要し、またバーゼルⅡ自己資本比率規制により所要自己資本が求められるため、ファンドや証券会社のビジネスモデルと比べればレバレッジが低く、低収益となる。

ファンドや証券会社（投資銀行）のように、銀行自己資本比率規制の網がかけられていない金融機関は、商業銀行よりは少ない自己資本で、大きなポジションを組成することができる。大きなレバレッジが働いて、順調な局面では高収益をもたらす。

投資銀行モデルは、一定のリスクを取りつつ、高い収益チャンスを追求めるスタイルであり、狩猟型とも言える。商業銀行モデルは、リスク管理を重視しながら慎重な行動を旨とするスタイルであり、農耕型とも言える。狩猟型の場合、ハイリスク・ハイリターン傾向となるため、元手として、リスク許容度が高い資金であるエクイティが本来は適する。その投資銀行モデルが、巨額のデットを用いていたことが、今般の金融危機を起こした一因となった。

②リレーションシップ・バンキングとトランザクション・バンキング

現代の銀行は多種多様な業務を手がけているが、ビジネスの性質から「リレーションシップ・バンキング」と「トランザクション・バンキング」に大別することができる。

前者のリレーションシップ・バンキングとは、銀行と

図表11 企業金融の各ビジネスモデルの特徴

	金融機関にとっての メリット・デメリット	
	好況時・平常時	不況時・危機時
商業銀行 モデル	●低収益・高コスト	○市場混乱時にも機能する →安定的な資金供給
投資銀行 モデル	○ハイリスク・ハイリターン の追及 →アップサイド・ポテンシャルの獲得	●市場混乱時には機能しないこともある →危機に対して脆弱
リレーションシップ・ バンキング	●銀行の干渉によりビジネス機会を逸失 する可能性もある	○安定した資金供給 →ダウンサイド・リスクの回避
トランザクション・ バンキング	○規定条件にあえば資金調達が可能	●規定条件から外れると取引が途絶 →倒産リスクが高まる
	好況時・平常時	不況時・危機時
	企業にとっての メリット・デメリット	

資料：筆者作成

顧客企業との長期継続する関係の中から、情報伝達を円滑に行い、信用リスクを適切にコントロールする銀行取引モデルである。銀行は長期的視点から、顧客企業の取引採算性を考える。たとえば、不況期に企業業績が悪化して、信用リスクを考慮した取引採算性が多少悪化しようとも、好況期には取引採算性の改善が見込まれるため、平準化して見れば、当該企業との取引採算性は確保されるというものである。リレーションシップ・バンキングに該当するビジネスモデルとして、代表的なものは企業向け融資である。

後者のトランザクション・バンキングとは、取引1件1件の採算性を確保する銀行取引モデルである。トランザクション・バンキングに該当するビジネスモデルには各種あるが、たとえばクレジットカード、消費者ローン、住宅ローン、事業性カードローン、中小企業向けのスコアリング・ローンなどが挙げられる。

トランザクション・バンキングでは、個別の取引相手の顔ぶれを吟味した、長期的観点からの取引判断はない。商品スキームとして取引可否条件が規定されており、取引条件に合致すれば、取引契約を行う。仮に、利用者の信用リスクが高まって、次回からは商品スキームが定める取引可否条件に合致しなくなれば、取引は継続されずに終わる。

リレーションシップ・バンキングの成否を分けるポイントは、リレーションを活かした融資審査能力と期中管理能力にある。融資審査能力とは、借り手企業の事業内容や財務内容を踏まえて、返済可能な融資を行うことである。期中管理能力とは、借り手企業の融資後の事業進捗状況をモニタリングし、適切なアドバイスをしたり、必要な場合には警鐘を鳴らすことで、借り手企業に規律付けを行い、リスクの顕在化を未然に防ぐことである。

日本においては、その歴史、気質、民族性等を背景に、金融においても他者・社会との信頼関係を大事にする風土があり、リレーションシップ・バンキングが円滑に機能する素地となっている。また長い間、間接金融中心の金融仲介機能を運営してきた実績があり、リレーションシップ・バンキングは経済社会に深く根を張っている。円滑なリレーションシップ・バンキングの運営能力は、日本型金融の大きな強みであると言える。

平常時であれば、コストが安いトランザクション・バンキングも魅力的に見えるだろうが、ピンチに陥って経営体力を消耗してしまった企業では、トランザクション・バンキングが成立しない事態ともなりかねない。

これに対してリレーションシップ・バンキングは、一時的に経営体力を消耗し、景気循環の波に飲まれそうになった顧客企業を、幾度となく助けてきた実績がある。

もちろん、景気後退期には企業倒産は増加しており、リレーションシップ・バンキングが企業倒産リスクをすべて吸収することなどはあり得ないが、日本の企業経営者の多くは、好況時・平常時のことだけでなく、不況時・危機時の事態も考えたうえで、資金調達手段および取引銀行を選択してきた。いわゆるメインバンク機能を、高く評価している企業経営者は現在でも数多い。

4 | 日本型金融を見つめ直す

(1) 日本型金融システムの特徴

日米の金融システムの特徴を図表12により比較する。家計の金融資産構成を見ると、日本では預金の割合が高いのに対して、米国では株式・出資金や債券などの市場商品の割合が高いといえる。非金融法人の金融負債構成を見ると、日本では借入金の割合が高いのに対して、米

国では株式・出資金や債券などの市場商品の割合が高いといえる。これは両国の金融システム構造の相違を反映した結果である(図表12)。

以上までの議論を踏まえて、日本型金融の特徴として、次の3点を指摘したい。

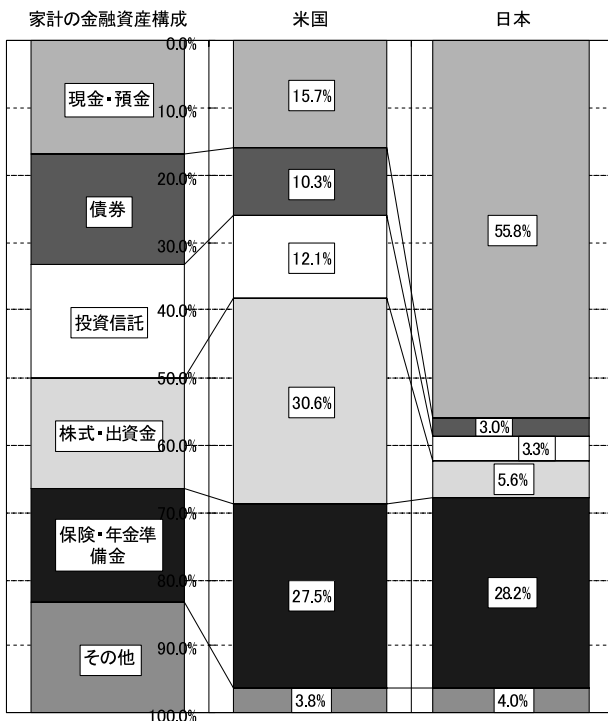
① 銀行預金を中心とした金融機関の資金調達

日本の金融機関は米欧比、預貸率(貸出金÷預金)が低く、市場性資金調達に依存することなく、預金によって貸出金の元手をまかなうことができている。市場性資金と比べて預金は、資金調達ルートとして安定している⁹。つまり銀行預金を中心とした資金調達構造には、安定的・継続的という特長がある。

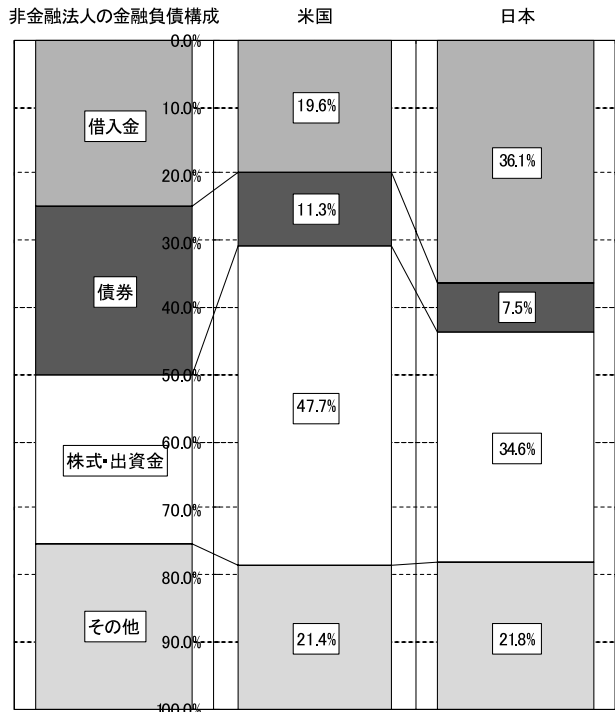
② 銀行貸出を中心とした企業の資金調達

日本の法人企業は企業規模にもよるが、特に中小企業では資金調達ルートの多くを銀行貸出金に依存している。

図表12 金融資産・負債構造の日米比較



(出所) 日本：日本銀行「資金循環統計」 米国：FRB, "Flow of Funds Accounts" (2009年3月末)
日本の資金循環統計では、個人企業を家計に含めているが、米国の資金循環統計では、個人企業を企業として捉え、家計から分離している



(出所) 日本：日本銀行「資金循環統計」 米国：FRB, "Flow of Funds Accounts" (米国 2008年12月末、日本 2009年3月末)
日本では個人企業が含まれていないのに対して、米国では含まれている。米国については個人企業の純資産を家計からの出資金としているため、日本を基準としてみる場合、出資金の比率が相対的に高く示される方向に作用する。

資料：日本銀行「資金循環統計」、FRB "Flow of Funds Accounts" より作成

市場調達よりも、リレーションシップ・バンキングによる銀行貸出金の方が、金融・資本市場の混乱の影響を受けにくく、取引が安定的・継続的だと言える。

③リレーションシップ・バンキングを中心とした企業の資金調達

日本では、企業と銀行との長期継続する信頼関係に立脚した金融取引慣行としてメインバンク制度の存在が古くから知られている。メインバンク制度は、日本型経営の特長のひとつにも挙げられ、その資金調達ルートの安定性・継続性が、日本企業の強みとなってきたと評されている。このメインバンク制度は、リレーションシップ・バンキングの最たるものである。メインバンクだけではなく準メインバンクも取引順位3位以下の銀行も、リレーションシップ・バンキングと呼ぶことができる金融サービスを提供してきた。すなわち短期的な状況だけで融資姿勢をコロコロ変えるのではなく、中長期的な見地から、企業との金融取引方針を決めてきたのである。

こうした特徴を持つ日本型金融システムは、大規模プロジェクトや、ハイリスク・ハイリターンプロジェクトにかかる金融仲介の促進には不向きである。直接金融は、大量の資金を比較的低利で集めることに向いているため、信用力が高く、金融市場での知名度がある大企業には適した資金調達手段である。金融危機以前には、大企業だけではなく、知名度が低い中堅・中小企業に対しても、金融・資本市場の機能を活用した資金調達の道を開くことが望ましいと考えられており、社債（私募債）、シンジケート・ローンなどの市場型取引が広まりを見せつつあった。

しかしながら市場型取引は、危機に対して脆弱であった。金融市場の参加者のマインドが極端に慎重化すると、企業は金融市場から思うように資金調達ができなくなる。すでに発行している社債やシンジケート・ローンのリファイナンスができないなどの窮地に陥った企業は、危機時には、伝統的なバイラテラルの銀行融資に頼ることになる。銀行からの資金調達も困難となると、資金繰り倒産が現実性を帯びてくる。

間接金融の場合、企業の資金返済能力に問題がなければ、金融市場が大規模な混乱に陥ったとしても、資金調達ルートとしての機能は失われにくい。今般の金融危機下においても、銀行システムを活用した企業の資金繰り対策は重要政策とされ、緊急保証、銀行に対する中小企業金融円滑化の要請、貸し渋りに対する金融検査の強化など、各種の政策手段が講じられ、融資機能を維持する努力が払われた。

日本的な金融システムの運営には、融資審査や期中管理などに手間がかかるため非効率にも見え、またベンチャー・ファイナンスには向かないため、経済の成長阻害要因のように言われることもある。だが、短所だけではなく長所もある。

手間をかけた融資審査が行われるからこそ、経済社会にとって本当に必要なプロジェクトに資金が供給されるのであり、低収益プロジェクトの助長回避にも資する。手間をかけた期中管理が行われるからこそ、借り手側には適切な緊張感が生まれ、堅実な企業経営を即す効果もある。企業への経営アドバイスを通じた企業業績悪化の回避効果もある。

(2) 2つの大量デフォルト問題の共通点

企業金融であれ個人金融であれ、デフォルトの引き金は、原債権者の債務不履行にある。2008年には2つの大量デフォルト問題が、マスメディア等を賑わしたことを思い出す。国際的には米国サブプライムローンの大量デフォルト問題であり、国内を振り返ると、一部銀行のスコアリング融資の大量焦げ付きが社会問題化した。

米国住宅ローンの大量デフォルトと、スコアリング融資の大量デフォルトは、いずれも「事前審査と期中管理を疎かにしたビジネスモデルの失敗」という共通点を持っている。事前審査や期中管理を行うには、大きな手間（時間とコスト）を要するが、こうしたリスク管理は金融取引の基本である。基本を過度にスキップしたビジネスモデルは、いずれ立ち行かなくなることはある意味自明だったとも言える。

(3) 原債権の重要性

貸し手の融資審査能力と期中管理能力が欠如すると、原債権の質はどうしても低下する。米国サブプライムローンでは、借り手の返済能力を軽視した融資審査が、大量デフォルト発生の原因を作った。日本の中小企業向けスコアリング融資は、融資審査と期中管理の手間を削って、大胆にコストを下げたビジネスモデルであった。

米国サブプライムローンは、融資した後に証券化して売却されるため、貸し手にとっては、融資した後のローンのデフォルト・リスクに興味を持つ必要性がなかった。住宅価格が上昇していた折には、返済に窮した債務者であっても、値上がりした住宅を担保として、もっと返済条件を緩くした新たな住宅ローンに借り換えることが容易にできていた。仮にデフォルトしたところで、値上がりした住宅を担保処分すれば、元金は回収できたので、ローンの貸し手は、デフォルト損失を気にする必要性が低かった。

当初の貸し手が原債権を保有している場合、返済が苦しくなった債務者に対しては、返済のリスケジュールなどを行い、焦げ付きを防止することができる。延滞しそのような顧客をフォローするような木目細やかな期中管理も可能である。しかしながら貸出債権を証券化してしまうと、原債権者の個別事情に応じた柔軟なリスケジュール等の条件変更が困難となるため、延滞が始まれば即デフォルト、即担保処分とせざるを得ない。

(4) 金融仲介機能の本質

ここで「金融」すなわち「お金を貸すこと」の本質的な意味を、初心に帰るといふ言葉を思い出しながら考えてみよう。そもそも金融とは、借り手の夢を実現させて、ひいては借り手やその関係者を幸福にするために行われる事業である。借り手がデフォルトすることは、貸し手の本意ではなく、悲しむべき出来事であるはずだ。もちろん確率論的には、融資した案件の一定割合が、何らかの理由でデフォルトしてしまうのは致し方ない。貸し手には、一定のデフォルト発生を予め織り込んだ事業運営やリスク管理が求められるのは当然である。

だが、デフォルトが発生しても、自分自身は損失を被らないスキームで運用しているのだから、融資した後に、原債権者がどうなろうと別に構わないと考えて、自分自身の利益のためにボリューム拡大を目指す行動は、収益事業モデルという点では問題がなかったとしても、「金融の本来の目的と照らし合わせた貸し手のモラル」という点では、問題がないとは言えない。

今般の金融危機は、金融の基本は原債権者の健全性にあることを、高い授業料をもって我々に教えてくれた。そして原債権者の健全性を保つためには、貸し手の融資審査能力と期中管理能力が必要であり、この2点を過度に軽視した金融取引はどこか脆弱で、いつかは行き詰まる可能性が大きいのである。

金融システムをいかに改革しようとも、金融仲介機能の本質は、最終ユーザーすなわち原債権者となる「住宅ローンを借りる個人」や「事業性資金を借りる企業」を幸せにすることに変わりはない。原債権者の健全性を過度に損なうような金融仲介機能では、最終ユーザーを不幸にしてしまう。金融システムは、金融機関や機関投資家の収益獲得のためだけにあるのではなく、多くの利用者のためにある、いわば社会の公器である。日本型金融システムが元来持つ長所を残しつつ、短所を補うような金融システム改革が望まれると筆者は考えている。

(5) 金融システム改革の新しい視点

金融危機が起こったことで、日本の金融システム改革が不要となったわけではない。市場型間接金融システムの標榜は、全体的な方向感として正しい。ただし市場型間接金融の特色を成す証券化、クレジット・デフォルト・スワップ、シンジケート・ローン、ファンドなどの各種金融スキームは、適切な使い方をしないと、問題を引き起こしかねないことを我々は再認識したのである。

金融危機の反省を受けて、たとえばクレジット・デフォルト・スワップ取引にかかる決済を清算機構に集中化させて担保を必要とするなど、リスク抑制のための制度改革や規制強化が議論されている。スキームそのものが破綻しないようにするための安全装置として必要だと思

う。

だが金融危機を受けて、利用者の能力とニーズを踏まえた金融システムであるかどうかという点についても、反省の余地があるように思う。利用者の返済能力を超えた住宅ローンの提供が、大量デフォルトを生んでしまった。経営体力よりも背伸びをして社債やシンジケート・ローンによる資金調達を行った企業は、不況期になってリファイナンスに苦しむこととなった。自己資金の大半を投資信託に注ぎ込んで苦しんだ利用者もあるという。これらの利用者に生じた問題を、すべて「利用者の自己責任ですから」という言葉で済ますことができるだろうか。契約上はそうかも知れないが、金融の本質と照らし合わせれば、利用者に金融商品の利用を易々と可能にした金融システム自体にも、反省すべき点があったと考えるべきではないか。

金融システム改革によって利用者の選択肢は広がったが、使い方次第では、利用者が失敗に陥るリスクも拡大している。今後の金融システムには、利用者の能力とニーズに応じた、節度ある金融サービスの提供が、ますます求められるようになる。そのためには金融サービス提供にかかる規制強化（たとえば金融商品取引法等）も必要であろうし、実際に金融サービス提供を手がける金融機関も、今まで以上にモラリスト集団とならなければならない。金融危機の反省から、金融機関が過剰な収益獲得行動を起こさないようにするために、金融機関に対する自己資本比率規制の強化や、報酬規制の導入などが図られる見通しである。これを受けて、金融機関の企業統治のあり方について、より広範な見直し議論に発展する可能性がある。

【注】

- ¹ サブプライムローンとは、アメリカの金融機関が、所得が低い、あるいは過去に延滞履歴があるなど、信用力が低い個人を対象に貸し出しをする住宅ローンである。借入れ当初は低利固定金利で返済額を抑えて、利用者が借り入れを決断しやすくする商品性であった。しかし、借入れから数年経過すると変動金利に移行し、返済額が増える等の仕組みになっていた。サブプライムローンの利用者は、住宅ブームを背景に、購入した住宅価格が将来上昇することを前提に借入れを行っていた。住宅価格が上昇すれば担保価値も上がるため、返済額が増える頃には別のローンに借替えができることを見込み、自身の収入で返済できる額を超えた借り入れを助長してしまった。
- ² 住宅ローンの貸し倒れにともなう損失率が、商品設計当初の理論値から大幅に乖離してしまったため、本来的には信用力が高い最上位格付（AAA）の証券までもが、大きな信用低下を起こしてしまった。
- ³ 日本銀行「金融システムレポート2008年9月」によると、米欧主要金融機関のサブプライム関連損失は、2008年6月までの累計で約4,500億ドルにのぼるといふ。
- ⁴ 金融機関貸出態度DIと資金繰りDIの相関係数（1995年12月～2009年6月の四半期データ）を計算すると、大企業0.85に対して中小企業0.91と、中小企業の方が相対的に強い相関を示している。
- ⁵ 貸出金等のエクスポージャーに適用される掛け目はエクスポージャーの種類によって異なり、また分母にはオペレーショナル・リスク相当額に係る額等もあるため、実際には、単純に12.5倍とはならない。
- ⁶ 流動性預金は、利用者の資金決済や手元流動性として用いられる不可欠な資金であるため、長期滞留する性質があることが知られている。定期性預金は、預金者の安定的な財産形成のために用いられている場合が多く、中途解約手数料等の仕組みもあり、同じく安定的である。

【参考文献】

- ・ポール・クルーグマン [2009]『世界大不況からの脱出』早川書房
- ・日本銀行 [2009.3]『金融システムレポート』
- ・日本銀行 [2009.7]『金融市場レポート』
- ・三菱UFJリサーチ&コンサルティング [2009.8]「危機前後における金融市場の変化」
- ・杉山敏啓 [2009.1]「世界的な金融危機のもとでの我が国中小企業金融の現状と信用補完制度の役割」（「信用保険月報」日本政策金融公庫）
- ・杉山敏啓 [2009.9]「金融危機と日本経済」青山学院大学オープンカレッジ講演資料