

## CARF ワーキングペーパー

CARF-J-031

### 我が国金融システムの本当の課題

東京大学大学院経済学研究科  
小林 孝雄

2006年10月

❁ 現在、CARFは第一生命、日本生命、野村ホールディングス、みずほフィナンシャルグループ、三井住友銀行、三菱東京UFJ銀行、明治安田生命（五十音順）から財政的支援をいただいております。CARFワーキングペーパーはこの資金によって発行されています。

CARFワーキングペーパーの多くは  
以下のサイトから無料で入手可能です。  
[http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index\\_j.cgi](http://www.carf.e.u-tokyo.ac.jp/workingpaper/index_j.cgi)

このワーキングペーパーは、内部での討論に資するための未定稿の段階にある論文草稿です。著者の承諾無しに引用・複写することは差し控えて下さい。

**わが国金融システムの本当の課題**

**The Critical Weakness of the Japanese Financial System and Its Remedy**

2006年10月6日

小林 孝雄

東京大学大学院経済学研究科 教授

※日本経済新聞「経済教室」2006年10月11日に掲載。

### Abstract

This is a short essay motivated by the author's concern about the creation of a new series of lumpy credit risk exposures entering Japanese bank portfolios, in particular through recent comeback of real estate transactions. The essay will be printed in "Keizai Kyouusitsu" of the Nikkei Morning Newspaper, October 11, 2006.

金融機関の収益が急回復している。採用意欲も旺盛で、メガバンクや大手証券、保険では、来年度、千人以上の規模の大卒者の採用を予定している所も多い。バブル経済崩壊後十有余年にわたる長いトンネルからようやく日本経済が抜け出そうとしているこの時期にこそ、経済停滞の主因になった日本の金融システムの弱点を見極め、それを矯正する方策を練る必要がある。

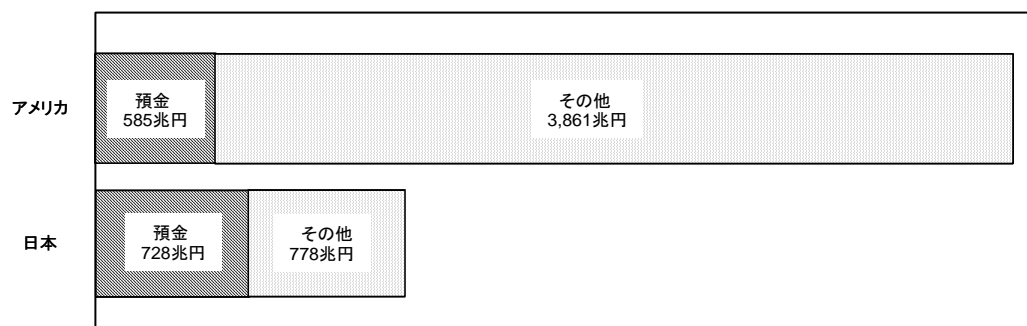
こういえば、すぐに出される模範解答の第1は、銀行の収益構造の安定化と高収益体質への転化であろう。巨大金融機関同士の合併をリードした政策当局のねらいは、まさにそこにあったと言えよう。第2に指摘されるのは、バンキング・間接金融中心の金融システムから市場中心の金融システムへの移行であろう。確かに、直接金融市場の育成は言われて久しい日本の課題である。しかし、バンキング・セクターに向かう家計の膨大な資金をリスクの高い証券市場に振り向けるのは、いかなる経営の大天才をもってしても容易ではない。そして、このような模範解答を政策担当者や、学者、経済界、エコノミストがもてあそんでいる横で、気になる事態が相当の規模で進行している。

今年7月、ある不動産ファンドによる芝パークビル（通称、軍艦ビル）の買収が報道された。買い値は1,430億円である。実は、都心部の地価高騰を追い風に、こうした大型不動産物件の取得が相次いでいる。これらの現象自体は、日本の景気回復による土地・不動産の生産性の向上と、それに伴う価格の上昇を映すものであるかぎり、憂うべきことではない。問題は、こうした取引に資金を提供している銀行が、再び、不動産リスクを大量に抱え始めていることである。思えば、こうした不動産リスクの銀行セクターへの集中こそ、バブルの形成・崩壊から金融恐慌へと日本経済が突っ走った道ではなかったか。

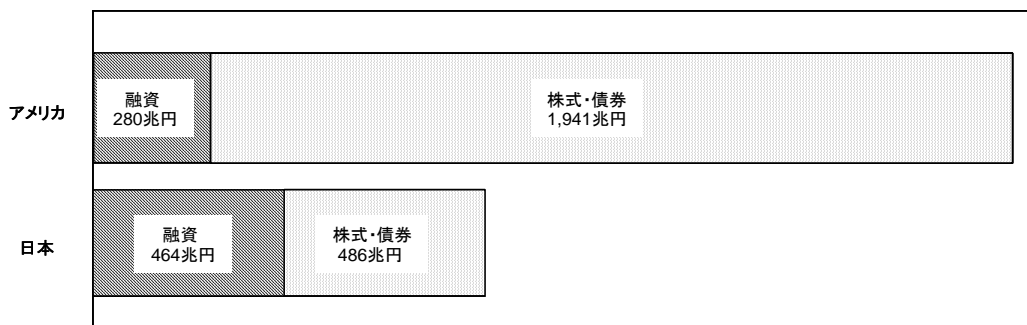
日本の金融システムの最大の特徴は、バンキングの果たす役割が突出して大きいことである。よく伝えられるように、日本の家計は1,500兆円の金融資産を保有しているが、その半分を銀行と郵便貯金に預金している（図1）。ちなみに、アメリカの家計は日本の家計の三倍の金融資産を保有しているが、銀行預金は日本の五分の四である。この資金を使っ

て、日本の金融機関は500兆円を企業に貸し付けている。米国の場合、この数字は300兆円である。証券市場を通じた企業へ資金調達残高は、日本が500兆円、アメリカが2,000兆円である(いずれも丸め数字)。見方を変えれば、日本の金融システムでは、企業の事業リスクの約半分(金額では500兆円)を貸出金融機関が負っているが、米国ではわずかに1割強(金額では300兆円)である。このように、日本の金融は、経済の生産システムの持つ信用リスクがバンキング・セクターに集中する構造になっている。

(a) 家計の金融資産



(b) 企業への資金パイプ



注: 2005年12月末時点。為替レートは1ドル=117円で換算。

だからこそ、もう一つのパイプである直接金融への資金シフトをと言われる。だが、本来、直接金融のパイプを使って大量の資金を調達できるのは、一定以上の規模を持つ公開企業であり、このパイプは中規模以下の企業やベンチャー企業には本来向けられていない。これは、経済原理から来る必然である。企業が多数の投資家と直接向き合う証券市場は、一定以上の知名度と格付けを持つ企業にとっては、低コストで多額の資金が調達できる格

好の場である。一方、若い企業や規模の小さい企業は、企業経営の根幹に関わる情報を内部に抱え込むインセンティブが強く、また市場の側もそうした情報をハンドルするのは苦手である。これを経済学では「情報の非対称性」と呼ぶ。誕生期の企業の信用価値は、多くの場合オーナー経営者の個人資産の信用価値に支えられていることが多いが、私的情報を掘り起こして信用プレミアムの値付けをするのは市場が最も不得手とするところである。そうしたリスクを分析し、経営ノウハウの補完サービスも付加することで「情報レント」を稼ぐのが、銀行を中心とする間接金融機関本来の経済機能である。銀行の資産はローン（貸出資産）と公債・事業債などの投資資産に分かれるが、銀行が投資資産を上回るリターンを貸出資産から得ることができるのは、この情報レントに由来する。

だが、実は、日本のバンキングシステムが中規模以下の企業に提供する資金パイプは、アメリカなどに比べてきわめて細い。リスクを嫌い流動性を求める家計の預金を抱える銀行が、安全性の高い（しかし情報レントの低い）大企業融資に向かうのは理の当然に見えるかも知れないが、ここには日米の直接金融市場の競争力の違いが透けて見える。低コスト資金の供給に圧倒的な強みを持つ証券市場を備えるアメリカでは、銀行の資金は情報レントの追求に向かわざるをえない。アメリカでも、かつては、中規模以下の企業に対する融資は中小銀行が独占していたが、近年、大銀行が小規模融資の領域で大きくシェアを伸ばしている。日本では、直接金融市場の競争力が十分でないために、銀行が大企業相手の貸出で主要な収益を得る構造が維持されてきたのである。

以上をまとめよう。①日本の金融システムはバンキング中心で、経済のリスクが銀行に集中する構造を変えるのは容易ではない。②バンキング（間接金融）の収益は、本来、情報レントの獲得によってもたらされるべきものであり、中規模以下の企業に対する融資にこそ、バンキングの主力が向かうべきである。③しかし、若い企業や規模の小さい企業に対する融資を増加させれば、バンキング・セクターに集中するリスクはより一層増大し、金融システムの安定化に逆行する。

②と③の二律背反を解決するのは、理論的にはそう難しくない。貸出資産という「塊」はきわめて転売しにくい（流動性が低い）が、それが生み出すキャッシュフローを「トランシェ（切り身）」に切り分ければ、ほとんどの部分が転売可能になるからである。あたかも牛乳からバター、チーズ、アイスクリームを作り出すように、ローン債権を束にして、安全資産に限りなく近い「シニア・トランシェ」、リスクが中程度の「メザニン・トランシェ」、リスクが大きい「エクイティー・トランシェ」などを切り出すことができる。それぞれのトランシェは多様なリスク選好と時間選好を持つ広範な投資家に転売し、全体の3～5%に相当する最もハイリスク・ハイリターンのトランシェ（情報レントの塊）を銀行に残してそこから投資収益を稼げばいいのである。欧米では、このような仕組みの利用が、年20%を超える勢いで急速に増加している。こうした証券を債権流動化商品と呼ぶが、アメリカの場合、その発行高はすでに350兆円に達する。この規模は日本の事業融資残高に近づきつつある。これだけの融資のリスクがバンキング・セクターから切り離されているのである。

景気回復を背景に、地代や家賃が上昇し、買い手が市場に戻っている現在の日本において、不動産への融資は魅力たっぷりのビジネスにちがいない。だが、こうした大規模融資が累積していくと、銀行への不動産リスクの集中が再び起こり、次に不動産不況のサイクルがやってくる時、日本のバンキング・クライシスを再び招来することになる。また、銀行が安全第一主義で大企業中心の融資を続ける限り、日本経済はいつまでも革新的な技術や革新的な企業の誕生しにくい経済であり続けるに違いない。こうした問題を根本的に解決する方策が、現代の金融技術革新によってもたらされている。そして、年金、保険、投資信託、ヘッジファンドなどを中心に、世界の機関投資家がこうした新しい投資商品をポートフォリオに組み込んで、投資リスクの分散を図ろうとしているのである。

日本では、金融といえばマネー・ゲーム、錬金術が連想され、金融機関の競争力を強化し強靱な金融システムを構築することの重要性は、軽視されがちである。しかしながら、

悪しき金融システムは経済の足を引っ張り、効率的な金融システムは資金コストの低下、資金の選別的供給を通じて、経済成長と所得・雇用の創出に大きく寄与する。銀行にリスクが集中する金融システムの体質に根本的なメスを入れなければ、金融システムの欠陥が景気循環の波を大きく増幅させる現在の構造を、日本経済はいつまでも抱え続けることになる。