

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

わが国金融システムの将来像

——変革の圧力と金融当局の役割——

ば ば なあひこ ひさだたかまさ
馬場直彦・久田高正

Discussion Paper No. 2001-J-22

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30 号

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、論文の内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

わが国金融システムの将来像

——変革の圧力と金融当局の役割——

ばばなほひこ ひさだたかまさ
馬場直彦*・久田高正†

要 旨

1980年代、日本経済の持続的な成長を支える重要なシステムとして脚光を浴びたメインバンク制を中心としたわが国金融システムは、1990年代入り後、バブル経済の崩壊とともに機能不全に陥った。代わって、米国の直接金融(資本市場)を中心とした金融システムが今や時代の潮流との見方も多い。情報技術革新やグローバル化の進展、金融規制緩和などの「金融を巡る環境変化＝変革の圧力」は、市場や銀行の機能、役割、相互関係に大きな影響を及ぼしつつある。そうした変革の圧力の下で、金融システムの効率性・安定性を維持・向上させるための直接金融(資本市場)と間接金融(銀行)の最適バランスも変わってきている可能性が高い。この間、欧州でも、各国金融システムは資本市場を従来以上に活用する方向に変化しつつある。本稿は、こうした金融環境の変化と歴史的展開、公的金融のプレゼンスの大きさ等わが国特有の金融構造を踏まえた上で、わが国金融システムの将来像を展望するとともに、今後金融当局に期待されるシステム設計・運営上の役割を考察している。

キーワード：金融システム、メインバンク制、情報技術革新、金融規制、銀行監督、公的金融、コーポレート・ガバナンス

JEL Classification: G21, G24, G28, G34, G38

* 日本銀行金融研究所研究第1課(現金融市場局)(e-mail: naohiko.baba@boj.or.jp)

† 日本銀行金融研究所研究第1課(e-mail: takamasa.hisada@boj.or.jp)

本稿の作成に当たっては、鶴光太郎上席研究員(経済産業研究所)金融研究所研究第1課スタッフからのコメント、および著者のひとりである久田が出席した日本金融学会春季大会(共通論題パネル「21世紀の金融制度のアーキテクチャー」)での議論から多くの有益な示唆を得た。記して感謝したい。

(目次)

1. はじめに.....	1
2. 金融システムの比較:直接金融中心のシステムと間接金融中心のシステム	3
2.1 各国金融システムの特徴.....	3
2.2 直接金融中心のシステムと間接金融中心のシステムの比較.....	5
2.3 資本市場と銀行の相互作用.....	7
2.4 バブル生成・崩壊とわが国金融システム.....	8
3. 金融環境の変化(変革の圧力)の金融システムへの影響.....	10
3.1 情報技術革新の進展.....	10
3.2 グローバル化の影響.....	12
3.3 金融規制の緩和・撤廃.....	14
4. 金融システムにおける直接金融(資本市場)と間接金融(銀行)のバランス.....	15
4.1 理論的サーベイ.....	16
4.2 Boot and Thakor(2000)モデル.....	16
4.3 Boot and Thakor モデルとわが国金融システム.....	21
5. わが国に特有な金融構造.....	23
5.1 資本市場のインフラ未整備.....	24
5.2 公的金融のプレゼンスの大きさ.....	25
5.3 銀行の低収益性:米国の銀行との比較を中心に.....	27
6. わが国金融システムの将来像(暫定的結論).....	30
7. 金融当局の役割:政策的インプリケーション.....	33
7.1 市場メカニズムと金融当局.....	34
7.2 規制・監督政策のあり方.....	37
8. おわりに.....	40
(参考文献).....	43
(補論)井手・林(1992)による金融仲介における官民競争モデル.....	56

1. はじめに

1980年代、メインバンク制を中心としたわが国金融システムは、日本経済の持続的な成長を支える重要なシステムとして脚光を浴びた。しかし、1990年代入り後、わが国はバブル経済の崩壊を経験するとともに、銀行は不良債権問題を抱え、その機能不全が、長期化する不況の元凶とまで言われている。一方、米国では、1990年代、資本市場が活況を呈し、息の長い景気拡大が続いた。情報技術革新やグローバル化の進展、金融規制緩和などの「金融を巡る環境変化＝変革の圧力」は、市場や銀行の機能、役割、相互関係に大きな影響を及ぼしつつあり、そうした変革の圧力の下で、直接金融（資本市場）を中心とした金融システムの機能度は一層高まっているようにもみえる。この間、欧州でも、ECB（欧州中央銀行）の創設、EU統一資本市場の成立の下で、各国金融システムは資本市場の機能を従来以上に活用する方向に変化しつつある。

本稿は、こうした歴史的展開を踏まえた上で、現在から近い将来に予想される金融環境の変化に伴う変革の圧力に焦点を当て、わが国金融システムの将来像を展望（ラフな青写真を提示）するとともに、今後金融当局に期待されるシステム設計・運営上の役割を考察することを目的としている。

わが国は、既に「日本版金融ビッグ・バン」構想により、資本市場を活用する方向へとシステム設計の舵を切ってきているが、これまでのところ、資本市場は期待された機能を十分に発揮しておらず、間接金融（銀行）を中心とした金融システムに本質的な変化が生じているとは言いがたい。しかしながら、金融環境の変化は、今後、資本市場の機能度を相対的に向上させる（銀行に対する資本市場からの競争圧力を高める）方向に働く可能性が高い。

従来、銀行をはじめとする金融仲介機関は、情報生産活動（モニタリング¹）に従事することによって、資金の調達者と供給者との間に不可避的に存在する情報の非対称性の問題を緩和するという重要な機能を果たしてきた。特に、エージェンシー・コスト²が大きい中小零細企業向け貸出においては、銀行の存在

¹ Aoki(1994)は、銀行によるモニタリング活動を次の3つに分類している。第一は、事前的モニタリング(*ex ante monitoring*)である。これは融資を実行する前に、借り手が持つプロジェクトの収益性やリスクについて審査することを指している。第二は、中間的なモニタリング(*interim monitoring*)である。これは、融資実行後、借り手が適切にプロジェクトの運営を行っているかどうかを監視することを指している。そして第三は、事後的なモニタリング(*ex post monitoring*)である。これは、プロジェクトの事後的な評価であり、借り手が財務面で逆境に陥った場合の「支援活動」を含んでいる。

² エージェンシー・コストとは、ある業務の遂行に際し、業務遂行主体（エージェント）は業務委託主体（プリンシパル）にとって常に望ましい行動をとるとは限らないというエ

意義は引き続き大きいと考えられる。また、金融技術の高度化・複雑化に伴い、一般の家計や企業がそうした技術や資本市場にアクセスするために必要なコストが上昇しているとすれば、そこに金融仲介機関の新たな役割を見出すことも可能であろう。

金融環境の変化に伴う変革の圧力が、資本市場の機能度を向上させる方向に働く下で、今後、わが国金融システムは、米国のような直接金融（資本市場）に大きく依存した金融システムに急速に収斂していく、との主張も聞かれる。しかし、各国の金融システムは、それぞれの国の歴史的な経緯を反映しているというシステムの経路依存性(path dependence)を踏まえた上で、市場と銀行に（将来的に）働く競争圧力のかかり方を考察すると、わが国の金融システムは米国³と必ずしも同じ姿にはならないと考える方が自然かもしれない。その際に金融当局にとって重要な論点は、わが国の金融システムの歴史的経緯と現状を勘案しつつ、直接金融（資本市場）と間接金融（銀行）の最適なバランスを探っていくことであろう。

本稿の構成は以下のとおりである。第2章では、間接金融を中心とした日本の金融システムと直接金融を中心とした米国の金融システムの特徴、両システムにおける銀行と市場の相互関係を比較整理した上で、わが国におけるバブルの生成・崩壊と金融システムとの関係を考察する。第3章では、情報技術革新やグローバル化の進展など、金融環境の変化に伴う変革の圧力が金融システムに対して及ぼす影響について検討する。第4章では、直接金融（資本市場における資金調達）と間接金融（銀行を中心とする金融仲介）との間の最適バランスに関する最近の理論的な知見を紹介し、わが国金融システムの将来像を展望するための基本的な思考の枠組みを提供する。第5章では、わが国金融システムにおける様々な競争圧力（資本市場、銀行、公的金融の間の競争圧力）を大きく左右する構造的要因を概観する。第6章では、以上の考察を踏まえて、わが国金融システムの将来像を展望する。第7章では、今後、金融当局が金融システムの設計・運営上果たすべき役割について検討し、第8章で、本稿の議論を総括する。

ージェンシー問題に伴い発生するコストのこと。具体的には、プリンシパルがエージェントを自らの利益にかなうように動機付けるためのコストと、そうした動機付けにもかかわらず、エージェント問題がない場合に比べてプリンシパルが被る不利益の合計を言う（詳しくは、例えば、倉澤[1989]を参照のこと）。

³ 植田(1994)は、先進各国の資金調達構造をみると、直接金融が間接金融に比べて圧倒的に優位なのは米国のみであり、むしろわが国よりも米国の金融システムの方が特異との見方も可能としている。

2. 金融システムの比較: 直接金融中心のシステムと間接金融中心のシステム

本章では議論の出発点として、間接金融（銀行）を中心とした日本の金融システムと直接金融（資本市場）を中心とした米国の金融システムの特徴について、コーポレート・ガバナンス（企業統治）構造⁴に留意しながら、「資源配分の効率性」と「システムの安定性」という2つの観点から比較整理を試みる。そしてそれを受けて、バブルの生成・崩壊がわが国金融システムに与えた影響について考察していく。

2.1 各国金融システムの特徴

はじめに、Allen and Gale(2000) による各国金融システムの類型化を参照しておこう。Allen and Gale は、主要先進5カ国（日本、米国、英国、フランス、ドイツ）の金融システムを比較し、以下のように整理している。まず、米国とドイツをそれぞれ直接金融中心の金融システムと間接金融中心の金融システムの両極とし、日本をその中間に位置付けている。また、後ほど詳しくみるように、直接金融中心の金融システムは効率性、間接金融中心の金融システムは安定性に重点を置いたシステムであり、直接金融中心の金融システムは、家計が市場における価格変動リスクに直接的に晒されるシステムと特徴付けている。さらに、企業経営者の規律付けという面では、直接金融中心の金融システムでは企業買収等、市場を通じた経営に対する規律付け・監視が、間接金融中心の金融システムでは銀行によるモニタリングが中心的な役割を果たしている。ただし、直接金融中心の金融システムでは公開情報を基にして取引が行われるため、投資家は自らの努力で情報を収集しようとするインセンティブを失いやすく、情報のフリーライド（ただ乗り）というモラル・ハザードが発生しやすい。一方、間接金融中心のシステムでは、銀行をはじめとする金融仲介機関はモニタリングによる私的情報の生産を通してレントを生み出すことができるため、自ら情報を収集しようとするインセンティブを持ち続ける⁵。

⁴ わが国金融システムの特徴をコーポレート・ガバナンスの観点から論じたものとしては、深尾(1999)がある。

⁵ もっとも、銀行間でも情報のフリーライドの問題は存在する。メインバンク制の下でも、借り手企業はメインバンク一行のみから借入を受けるケースは稀であり、通常は複数の銀行から借入を受ける。この時メインバンク以外の銀行は、しばしば当該企業に対する情報生産を（情報生産上優位性を持つ）メインバンクに任せて、自らはメインバンクの貸出行動をシグナルとして、追従するように貸出を行う。日向野(1995)はこれをカウベル効果と呼んでいる。もっとも、ある企業のメインバンクは、対象企業が異なればそのメインバンクの貸出行動に追従するという意味で、相互性(reciprocity)があり、全体としてフリーライドを防ぐ仕組みを形成しているという見方もある（Sheard[1994]）。

Allen and Gale の整理は、資本市場の発達・機能度合いをメルクマールに日本を米国とドイツの中間に置いている⁶。しかし、図表 1、2 に示されているように、企業の金融負債総額に占める貸出や株式等の比率、家計資産に占める銀行預金や株式等の比率といった観点から眺めれば、対極にあるのは実は米国と日本であるという見方もできそうである⁷。

直接金融中心の米国の金融システムは、1990 年代入り後の米国経済の持続的拡大をリードし支えたシステムとして、世界の注目を集めてきた。しかしながら、情報の非対称性、取引コストの存在、不完備契約、モラル・ハザードの問題などから生じる市場の不完全性を考慮すると、市場機能に全てを委ねる金融システムが常に望ましいと結論付けるのは危険であろう。また、システム間の制度的補完性 (institutional complementarity) の議論⁸を踏まえると、金融システムのあり方は金融システム単体の問題として捉えるのではなく、コーポレート・ガバナンス構造や労働システムをも含む経済システム全体の枠組みの中で考える必要がある。さらに、各国の金融システムが、それぞれの国の歴史的な経緯を反映している⁹というシステムの経路依存性(path dependence)を考慮すると、わが国の間接金融中心の金融システムは直接金融中心の金融システムに直ちに収斂していかないことも十分考えられる。こうしたことを勘案すると、「株式市場は債券市場や貸出市場よりもリスク・シェアリング¹⁰をより効率的に行うことができるが、相対的にみて新しい資本は株式によってそれほど調達され

⁶ Allen and Gale(2000)は、金融システムを間接金融中心のシステムと直接金融中心の(市場に基づく)システムに分類した上で、最近のトレンドは直接金融中心のシステムに向かっていると述べている。その理由として、政府による市場への介入のコストと、市場による資源配分機能の効率性を指摘しているが、後に論じるように、こうした二分法的(あるいは二者択一的)な捉え方は現実の金融システムを考察するに当たっては単純にすぎると考えられる。

⁷ 欧州では 1999 年の統一通貨ユーロの導入と EU 統一金融市場の成立により、資本市場を通じた調達・運用が大幅に増加しており、金融システムの姿に変化が窺われる。

⁸ 「制度的補完性」とは、ひとつの経済システムの中にある複数の制度の間で、「一方の制度の存在・機能によって他方の制度がより強固なものになっている関係」を指す(詳しくは、青木・奥野[1996]等を参照のこと)。日本の経済システムの場合、例えば、金融システムと終身雇用制を中心とした労働システムは、相互に補完的であるとも言われている(例えば、小佐野[1996]を参照のこと)。

⁹ 現在の米国の金融システムは、1930 年代の大恐慌・金融恐慌後の一連の政策(グラス・スティーガル[Glass Steagall]法に基づく銀行の州際業務規制や徹底的な分散化と、アンチ・トラスト法による競争政策)の結果発達してきたものと理解することも可能であろう。

¹⁰ Allen and Gale(2000)は、リスク・シェアリングを横断的な(cross-sectional)リスク・シェアリングと異時点間の(intertemporal)リスク・シェアリングに分類している。前者は、公開情報で裁定取引が行われる資本市場で効率的に行われ、後者は、銀行をはじめとする金融仲介機関を通じて効率的に行われると論じている。

ていないし、幅広い投資家層が株式を保有する形の株式市場を持つ国は少ない」(Stiglitz[2000])という状況は、今後も米国を除く多くの国において共通して観察される事実であり続けるかもしれない。

2.2 直接金融中心のシステムと間接金融中心のシステムの比較

直接金融中心の金融システムと間接金融中心の金融システムについて、効率性と安定性の観点から評価すると以下ようになる。

(1) 効率性の観点からの評価

まず、資源配分の効率性という観点からみた場合に重要なのは、プロジェクトの将来性(借り手の質)が直接金融中心の金融システムでは市場参加者の誰の目にも明らかな価格情報に集約されるのに対し、間接金融中心の金融システムでは、個別のモニタリングによる私的情報により評価されるという点である。従って、直接金融中心の金融システムの効率性は、資源配分を決定する価格情報の信頼性に大きく依存している。このため、システムが効率的に機能するためには、次のような条件の成立を促すような方向性で、法制(アンチ・トラスト法など)、税制(取引税や源泉徴収税の非課税など)、その他諸規制、会計制度(時価会計の導入など)、決済制度・慣行等の仕組みを整備する必要がある。また、(個人および機関)投資家、企業等の借り手、証券会社(投資銀行)、格付会社、投資顧問といった多様かつ重層的な市場参加者の存在が重要となる。

- ・ 質の高い全面的なディスクロージャー¹¹が、タイムリーに(望ましくはリアルタイムで)行われること。
- ・ 企業経営のチェックが、企業買収などの市場メカニズムに則して行われる環境¹²を整えること。

¹¹ ディスクロージャーの主な目的は、投資家が適切に投資の意思決定を行えるよう(あるいは、企業価値が市場参加者によって適切に評価されるよう)に十分かつ正確な判断材料を提供すること、企業経営者に対する規律付け、である。前者は投資家に自己責任を求める前提条件と位置付けることができる。後者は、ディスクロージャーが適切に行われない状況下では、企業経営者は株主、債権者等からのチェックを免れて、モラルハザードを起こしやすいことに起因している。

¹² 欧米、特に米国では、経営者が非効率的な経営を続けた場合には、株式市場を通じるチェック機能が働いてきたと言われている。この点につき、植田(1994)は次のように説明している。非効率な経営のために企業収益、さらには株価が低迷している企業があるとしよう。企業買収者は、この企業を買収し、経営効率化を図り株価を上昇させた後に売却することによって、キャピタル・ゲインを手に入れることができる。逆に、既存の経営者は、買収が起これないように効率的な経営に努める。このように、企業買収の可能性が企業経営を株主の利益に沿う形で効率化させる機能を有している。

- ・ 市場で十分な取引量を確保するとともに、価格形成の歪みをできるだけ小さくする（個々の市場参加者の best collective judgment として価格が形成される）こと。

一方、間接金融中心の金融システムにおいては、銀行によるモニタリング能力や（時間と範囲を通じた）リスク管理能力がシステム全体の効率性を大きく左右する。中小零細企業や個人向け貸出のように情報の非対称性が大きな分野では、借り手の公開情報が十分ではなく市場機能が効率的に働かない可能性が高いため、専門機関によるモニタリングが特に有効である。

こうした間接金融を中心としたシステムは、その中核を担う銀行の経営が安定しているこそ効率的に機能する¹³。しかしその一方で、規制等により銀行の収益基盤が保障される場合には、銀行自身に効率性を向上させるインセンティブが働きにくくなるという問題（モラル・ハザード）が生じやすい。従って、金融当局による銀行規制・監督（銀行経営に対する規律付け）のあり方も、システム全体の効率性を左右する重要な要因となる。

(2) 安定性の観点からの評価

次に、安定性という観点から金融システムをみていこう。直接金融中心の金融システムでは、何らかの外的ショックにより市場価格が大幅に変化するような場合に、企業や家計が直接その価格変動による影響を受けることになる。つまり、企業や家計は、市場の急激な価格変動に短期間に対応することを強制的に迫られるようになるため、中央銀行をはじめとする金融当局の市場動向の制御能力に大きな負担がかかるシステムとも言える。

一方、間接金融中心のシステムでは、一時的なショック（金融政策の変更といった政策要因も含む）が発生したとしても、それは企業や家計に伝わる前に一旦銀行で受け止められるため、企業や家計がそうしたショック（＝リスク）に直接晒される度合いは相対的に小さい¹⁴。視点を変えれば、間接金融中心の金融システムは、銀行と企業（家計）が、安定的な関係を前提に、長期的な相互利益の最大化を追求しているシステムであるのに対し、直接金融中心の金融

¹³ 例えば不良債権処理は、間接金融を中心としたシステムが資源の最適配分の観点から効率的に機能するために必要不可欠な要素であることには違いないが、それを円滑に実行するためには、銀行自身に損失を吸収する余力（収益・自己資本）が必要となる。

¹⁴ もっとも、ショックが大幅かつ長期に及ぶものであるときには、間接金融中心のシステムでも十分にショックを吸収できない場合もあり得る。例えば、近年のわが国における一連の銀行危機は、バブル経済崩壊以降の資産価格の下落という（大幅かつ長期にわたる）ショックを、銀行システムが吸収できなかったために生じたと考えられる。

システムは、各市場参加者が各自の短期的な利益の最大化を追求しているシステムとも言える。こうした間接金融中心のシステムが安定的に機能するためには、やはり銀行の経営（収益）が安定していること、銀行と企業（家計）の長期的な関係を崩すような大きなショックや構造変化が生じないことが大前提となる。また、システミック・リスクの可能性を考えると、間接金融中心のシステムにおいては、セーフティ・ネットの整備とともに、外部からの規律付けがより重要になる。しかしわが国の銀行は、これまで主として企業系列内で株式持合いを推進してきた経緯もあり、経営面に対する市場（投資家）からのチェックが効きにくいと言われている（堀内[1998]）。従って、金融当局による規律付けが不可欠であるとされてきた。

以上のように、直接金融中心の金融システムと間接金融中心のシステムは、コーポレート・ガバナンス面を含め、システムのアーキテクチャーが様々な点でかなり異なっており、それぞれに効率性・安定性の観点からみてメリットとデメリットを有している。と同時に、そのメリットを活かすための条件（社会的なシステム設計や金融当局の政策運営の重点）も異なっていることがわかる。

2.3 資本市場と銀行の相互作用

金融システムの将来像を考える場合、直接金融（資本市場）と間接金融（銀行）を単に二者択一的なものとして捉えることが適切ではないことは明らかである。資本市場と銀行は、それぞれ金融システムにおいて存在意義を有しており、金融システムを全体として効率的・安定的に機能させるためには、各々の持ち味を有機的に機能させることが必要不可欠と考えられるためである。

例えば、資本市場は、標準化されたロットの大きい金融取引（国債や社債など）に適している反面、資金調達サイドからみると機動性に欠ける面があることは否めない。また、個別性が強い、あるいは情報の非対称性が大きい小ロットの金融取引は銀行の方が対応しやすい面がある。

また、情報技術革新や金融工学の発達により、従来考えられなかったような高度な金融サービスの提供が可能になってきているが、それらが市場で効率的に取引されるためには、顧客と市場とを繋ぐ仲介者が必要である。Allen and Santomero(1998)は、情報技術革新の結果、金融サービスや商品が高度化し、顧客がそうしたサービスや商品を適切に利用するためのコスト（これを「パーティシペーション・コスト」と呼んでいる）は上昇していると述べている。例えば、銀行はデリバティブ商品を顧客に店頭で販売しているが、銀行全体のポジションは市場で調整している。このため、デリバティブ市場の参加者はほとんど全て銀行等の金融仲介機関となっている。このように、銀行が最終顧客と市

場との間を仲介することにより、金融システムの効率性の向上に寄与している側面がある。

2.4 バブル生成・崩壊とわが国金融システム

(1) バブルの生成・崩壊と銀行行動

以上の考察を受けて、わが国におけるバブルの生成・崩壊（その結果としての不良債権の発生）が、銀行行動およびわが国金融システムの設計・運営上の不備とどのように関連していたかを整理しておこう。

これまで議論してきたように、間接金融中心の金融システムが効率的に機能するためには、まず、銀行の借入企業に対するモニタリングが適切に行われる必要がある。ところがバブル生成期の土地担保価値の上昇は、不動産関連融資を中心に、銀行のモニタリングに対する意識（必要性）を低下させた。

また、銀行の異時点間におけるリスク・シェアリング（スムージング）を前提としたモニタリングが十分に機能するためには、最低限の収益（レント）が確保され、経営が安定している必要があるが、バブルの崩壊は巨額の不良債権、および借入企業の過剰債務（= debt overhung）と景気後退の発生を通じて銀行の体力を低下させた¹⁵。特に、資産価格の上昇局面では経営基盤を強化する方向に働いた土地担保や政策投資株の含み益が、資産価格の持続的な下落過程では経営の安全弁として全く機能しなくなった影響は大きい。さらに、バブル崩壊後に業績悪化先に対して追い貸しが行われたこと、そしてその後の景気後退・資産価格下落局面の長期化が不良債権を拡大させ、銀行システムのみならず、経済全体に対するバブル崩壊のネガティブな影響を増幅させた。

不良債権の増大は、銀行が緩衝材となってバブル崩壊の企業への影響を短期的に小さくした結果とも解釈できるが、処理を先延ばしすることにより、事後的にみた累積処理コストを著しく大きくしてしまった点に最大の問題がある。Baba(2001)は、銀行が先行きに地価をはじめとする担保資産価格の上昇を予想する場合には、不良債権処理を直ちに実行するよりも先延ばしすることに事前的により大きな価値を見出すことを、リアル・オプション理論を用いて示している。しかし事後的にみると、地価が期待に反して下落を続けてしまったために、社会的な処理コストの累計は拡大してしまった。こうした不良債権処理の重圧は、銀行のリスク・テイク能力を著しく制約しているように窺われる。わが国の間接金融（銀行）を中心とした金融システムの将来像を展望すると、不

¹⁵ 銀行は、好況期に得た収益を内部留保に積み上げる一方、不況期にはその内部留保を取り崩した資金で経営悪化企業の救済や破綻企業の事後処理を行うことにより、異時点間のリスク・シェアリング（スムージング）機能を果たしているとされている。Allen and Gale[2000]、脚注 10 参照。

良債権問題の早期解決が銀行のリスク・テイク能力回復などを通じた金融仲介機能の改善を図る上で決定的に重要な課題であることは言うまでもないだろう。

(2)システム設計・運営上の問題

わが国金融システムが、バブル崩壊後に深刻な機能不全に陥った原因のひとつとして、本来間接金融（銀行）を中心とした金融システムの安定性を確保するために整備されておくべき制度、すなわち銀行の破綻処理制度を含むセーフティ・ネットが十分に整備されていなかったことを挙げる事ができる。これは高度成長期を通じて、金融当局による護送船団方式の下で銀行の収益（レント）が確保され¹⁶、小さな破綻処理であれば銀行の（期間）収益の範囲内で処理することが可能であったため、銀行の収益の範囲を超える不良債権の処理をするための制度的な手当の必要性を金融当局が感じなかったためとも考えられる¹⁷。

一方、金融システムの安定を確保するために重要と考えられる金融当局による銀行監督も十分でなかった可能性が高い。従来、エージェンシー・コストが大きい銀行に対する規律付けの主体は金融当局であるとの認識が、わが国金融システムを設計・運営していく上での大前提となってきた。バブルの本質は、座標軸がすべて上方にシフトしてしまうようなものであり、一方的に金融当局に責任を転嫁することはできないとの見解もみられるものの、バブル期の銀行によるルーズな融資姿勢や、その後のバブル崩壊局面で露呈した銀行のリスク管理体制の未整備は経営規律の低さを示すものととられても致し方ない側面を含んでいると考えられる。また、護送船団方式の金融行政は、銀行が情報技術革新や金融工学の発達を利用した新しい金融商品・サービスの開発に積極的に取り組むインセンティブを与えてこなかったことも事実である。さらに、銀行の資産内容や預金者規模の如何にかかわらず、一律の預金保険料率を適用してきた預金保険制度は、投資家や預金者による銀行の規律付けを弱める方向に作用したと考えられる。

¹⁶ 護送船団方式の金融行政下における銀行業のレントについては、清水・堀内(1997)が詳しい。

¹⁷ また、銀行の破綻処理制度を包括的に整備することは、不良債権問題の深刻さについてのシグナルを市場参加者に対して発信することになるとの懸念があったことも事実であろう。

3. 金融環境の変化(変革の圧力)の金融システムへの影響

わが国金融システムの機能を全体として向上させるためには、銀行システムの機能改善に向けた制度設計上の取組みが不可欠であるが、この点は、なお不十分とは言え、この 10 年間にある程度整備されつつあるとの評価が可能だろう。

しかし、その一方で、情報技術革新、グローバル化、金融規制の緩和・撤廃といった金融環境の変化が、金融システムのあり方に本質的な変革を迫る圧力として働きつつあることを過小評価すべきではない。こうした変革の圧力は、次節以降でみるように、資本市場（直接金融）の機能度を相対的に向上させる（銀行の機能度を相対的に低下させる）方向に働いていると考えられる。言い換えれば、不良債権問題の帰趨如何にかかわらず、銀行を中心とした金融システムが効率的・安定的に機能するための基礎的条件の一部は既に満たされなくなりつつあることに注意を払わなければならない。こうした金融環境の変化は、中長期的にみた場合、市場と銀行の機能、役割、相互関係に根本的な影響を及ぼしていくと考えられる。

以下では、こうした金融環境の変化に伴う変革の圧力が、わが国金融システムにどのような影響を及ぼす可能性があるかを検討してみたい。

3.1 情報技術革新の進展

まず、情報技術革新が金融取引とその担い手、さらには金融システム全体に及ぼし得る影響について、日本銀行金融研究所（2001）を基に整理しておこう。現在進行中の情報技術革新の特徴は、情報処理技術と通信技術の融合、その下での情報処理・伝達の迅速化、低コスト化、広域化（グローバル化）、普及スピードの驚異的な速さにあると考えられる。こうした特徴を踏まえた上で、情報技術革新が現在から近い将来にかけてもたらすと考えられる影響を整理すると以下のようなことになる¹⁸。

¹⁸ 金融面における情報技術革新の影響として、電子マネー・電子決済技術の可能性も指摘しておくべきであろう。電子マネーが独立した「マネー」として、中央銀行マネーと民間金融機関の預金をベースとした既存の支払・決済システムに取って代わることとなれば、わが国金融システムの将来像も大きく変わってくることになる。しかし、日本銀行金融研究所(1999)でも指摘されているように、電子マネーや電子決済技術はこれまでのところ銀行券や銀行預金を裏付けに発行されており、その機能は、独立した「マネー」というよりは「新型預金」として理解することが適当である。マネーが本来持つべき要件、すなわち「一般受容性」(general acceptability) と「最終決済性」(finality) の 2 つの面で、既存の支払・決済システムと全く独立した別のシステムが出現し、広範に利用される可能性は当面大きなものではなさそうである。このため、電子マネー・電子決済手段の影響は以下の考察の対象から外している。

第一に、情報技術革新は、資本市場の金融機能を強化する方向に働いていると考えられる。情報技術革新に伴う情報処理能力の飛躍的な増大と金融工学の発達、金融資産のリスク・リターンといったプロファイルのより正確な定量化や、金融資産の様々な特性の組み合わせや分解を可能とする証券化技術の発達などにより、市場で取引可能な商品の範囲を拡大させている¹⁹。同時に、取引コストの低下を通じて裁定取引が活発化し、市場での取引規模も急速に拡大してきている。電子トレーディング²⁰の拡大や STP²¹化は、市場取引の効率性向上を促進している。こうした変化は、米国においては既に広範に生じており、そうした資本市場からの競争圧力の下で、預金・貸出業務といった伝統的銀行業のウェイトは低下傾向を続けている。一方、わが国金融システムにおいては、これまでのところそうした変化は顕著な形で観察されていないが、今後、同様の圧力が働く可能性は高い。

第二に、情報技術革新は、異業種の金融仲介業（銀行業）への参入を活発化させると考えられる。例えば、インターネットに代表される新たなインフラの活用や、情報技術革新や金融工学の成果を活用した金融商品の開発により、既存の金融機関以外の企業が金融仲介業へ参入するコストが低下してきている。また、クレジット・スコアリング²²等の手法の発達により、決済口座（流動性預金）の情報に頼らなくとも企業動向を把握できる可能性が広がってきており、銀行の情報生産機能（モニタリング）に関する異業種企業に対する優位性が低下してきている。実際、わが国でもインターネット専門銀行²³の設立や、流通

¹⁹ 今日では、MBS（Mortgaged Backed Securities）をはじめとした ABS（Asset Backed Securities）自動車ローンやクレジット・カード債権等の証券化商品、仕組商品（デュアル・カレンシー債等）など、多様な金融商品が資本市場で取引されている。

²⁰ BIS グローバル金融システム委員会(CGFS)は、“The Implications of Electronic Trading in Financial Markets”（BIS[2001]）（日本銀行仮訳「金融市場における電子取引のインプリケーション」）と題する報告書の中で、電子トレーディングが STP 化を伴うことにより、市場取引のコスト面での効率性を著しく向上させる可能性を有していると指摘している。

²¹ Straight-Through-Processing の略。フロント部署での金融商品の売買からバック・オフィスにおける資金決済等までの事務処理を電子的に一貫して処理する方法のこと。

²² クレジット・スコアリングとは、財務内容など借手手の属性情報を選択し、その属性に信用度合いを示すスコア（点数）を割り当て、その合計スコアがある一定水準（カット・オフ・スコア）を上回れば融資を実行するという、統計的手法を用いた審査方法である。米国では、このクレジット・スコアリングを用いて、銀行から貸出審査業務を請け負う一般企業も現れている。

²³ わが国においても、ジャパンネット銀行（2000年10月開業）やソニー銀行（2001年6月開業）といったインターネット専門銀行が出現している。なお、電子バンキングについては、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)が、“Electronic Banking Group Initiatives and White Papers”（日本銀行仮訳「電子バンキンググループの活動の趣旨および白書」）（Basel Committee on Banking Supervision 2000）と題する報告書の中で最近の各国動向を調査・分析

小売業などによる銀行設立など、新たな動きが生まれてきている。その結果、金融仲介機能の分散化²⁴と競争の激化が進行していくことが予想される。

第三に、情報技術革新は、商業銀行を中心に銀行の合併・提携や他業態との提携を活発化させる方向に働く可能性がある。これは、情報技術革新が規模の経済性を拡大（IT 関連投資負担増大）させる可能性があるためである。ただ、近年の世界的な銀行合併・提携の活発化²⁵については、その他にも、グローバル化や異業種参入による競争激化への抵抗力の強化²⁶、合併・提携による市場参加者の信認獲得といった狙いも影響している可能性がある²⁷。メガ・バンク化により、銀行の寡占体制が強化されるのであれば、銀行にとっての競争（収益）環境は好転するかもしれない。しかし、これまでのところ、金融仲介主体・機能の分散化による競争圧力の高まりの方が勝り、寡占化による銀行収益力への影響は明確にはみられていないように窺われる。

以上のような変化は、資本市場、既存の銀行、異業種の参入により新規に設立された銀行、その他金融仲介機関との間の競争関係や相互補完関係を大きく変える圧力として作用していくと考えられる。

3.2 グローバル化の影響

次に、金融・資本市場取引のグローバル化による影響について考えてみよう。国際的に活動する銀行は、ROE（自己資本利益率）やROA（総資産利益率）といった客観的な収益性指標を基に格付会社から評価を受け、それが資金調達コストに反映されるような仕組みが定着しつつある。わが国の銀行は、これまでそうした収益性の追求を経営上強く求められてこなかったことや、特に高度成長期には企業のクレジット・リスクも相対的に小さかったことを背景に、米国

している。

²⁴ 新たな金融技術を用いて既存の金融機能の分解が可能になったことから、預金・貸出をはじめとする様々な業務を行うフル・スケールの銀行業ではなく、金融の特定分野・業務に特化する動きも広がっていくと考えられる。最近設立されたアイワイバンク銀行やイーバンク銀行は、小口決済業務を事業の中心に据える方針を発表しており、そうした経営戦略も関心を集めている。

²⁵ 先進各国における金融仲介機関の合併・提携の状況については、G10, “Report on Consolidation in the Financial Sector”, 2001（BIS ホームページ <http://www.bis.org> よりダウンロード可能）を参照のこと。

²⁶ 業務提携の中には、競争激化の下で新たなプロフィット・センターを生み出すべく、特定の業務分野に注力しようとする動きもあるだろう。

²⁷ このほか、銀行合併・提携活発化の背景として、ロットの大きな情報技術投資を行うための原資の捻出、too-big-to-fail 政策下における規模拡大へのインセンティブ、銀行経営者の私的利益拡大等も指摘されている。

の銀行に比べて ROE や ROA が低位にとどまっている（図表 3）。このため、銀行間のグローバルな競争激化は、わが国の銀行にそうした収益性の引き上げを目指すインセンティブを与えるものと予想される。

ROE や ROA を改善していくためには、伝統的な預貸業務から、投資銀行業務や先端的な金融商品・サービスの提供といった付加価値の高い金融サービスへと業務内容をシフトさせていくことが、とりわけ大手都市銀行にとっては有力な戦略のひとつと考えられるが、この分野では現在のところ欧米の金融機関に競争上の優位性があるとみられる。今後海外の金融機関が、インターネットを通じたサービス提供を含むグローバルなサービス展開を強化してくれば、競争の高まりにより、わが国の銀行が付加価値の高い金融サービスにシフトすることはますます容易ではなくなるであろう。また、一般に投資銀行業務等は、伝統的な商業銀行業務と比べてリスクが高いため、こうした業務にシフトしていく際には、リスク対比で付加価値を適切に評価する体制（リスク管理体制）が求められるが、この点でもわが国の銀行は米国の銀行と比べて立ち遅れていると言わざるを得ない。

その一方で、海外の金融機関にとって、（リスク対比で）利鞘の薄い日本の貸出市場は魅力的な市場ではないために、少なくとも伝統的な貸出市場に関する限り、また、わが国の銀行がリスク対比で十分な収益を確保すべく貸出利鞘を急激に拡大させることができない限り、海外からの新規参入によって直接的な競争が激化する可能性は当面小さいと考えておいて差し支えないだろう。従って、国際的な競争圧力の高まりは、国際的な格付を通じる間接的な形で、国際的な業務展開を行っている一部の大手銀行にのみ影響を与える可能性が高い。これは、国内業務に特化した銀行にとっては、グローバル化がそれほど大きな変革の圧力とはならない可能性があることを示唆している²⁸。この場合、日本の銀行システムは、国際業務を行い国際的な収益性基準で評価される一部大手銀行と、国内業務に特化する銀行との二分化が進むことになるかもしれない。

一方、グローバル化の進展は、一般に内外金融資産の代替性を高めると考えられるため、この面から資本市場での取引が影響を受ける可能性も視野に入れておく必要がある²⁹。海外投資家にとって魅力的な市場環境を創り出すこと

²⁸ もっとも、国内業務に特化している銀行にとっても、それらの銀行が株式市場で上場している限りは、ROE や ROA といった収益性指標を重視する海外投資家の動向如何では、収益性改善圧力がかかることも予想される。

²⁹ グローバル化は、内外資産の代替性だけでなく、通貨の代替性も高める可能性がある。実際、中南米諸国を中心にドル化が、また、東欧諸国を中心にユーロ化が進行している。ただ、この問題も、電子マネー同様、本稿の時間的視野を超えるため、以下の考察の対象から外している。

ができれば、資本市場での取引は活発化する可能性があるが、逆に、そうした市場環境が作り出せなければ、他国の資本市場との市場間競争に敗れ、国内市場の空洞化が進む可能性も否定できない。

3.3 金融規制の緩和・撤廃

わが国の銀行は長い間、護送船団方式に象徴される金融行政下に置かれてきた。しかしこうした保護行政も、1996年の「日本版金融ビッグ・バン」の開始を契機として変革を迎えようとしている。規制・監督当局サイドでも、国際的な時代の潮流（および、それとの調和）を踏まえながら、内部情報に基づく銀行への直接的な規制・監督から市場規律に基礎を置く規制・監督へと、スタイルの転換を図ろうと努力を続けている³⁰。

日本版金融ビッグ・バンに盛り込まれた金融規制の緩和・撤廃措置の概要は図表4に示したとおりである。こうした措置が、資本市場の機能強化、資本市場での取引活発化を大きな目標としていることは改めて言うまでもない。これらの規制緩和・撤廃措置の多くは、1998年中に実行に移された結果、現在手付かずで残っている規制はごくわずかなものとなっている。これまでにとられた措置のうち、銀行業における競争の一段の促進を目的として、異業種企業による銀行業への参入が認められることになった点は特に重要である。これらの一連の金融規制緩和・撤廃措置は、銀行業における一層の競争促進をもたらし、銀行業再編圧力を高める方向に作用するのは間違いがないであろう。

以上みてきたように、情報技術革新、グローバル化、金融規制の緩和・撤廃は、相互に関連しながら資本市場（直接金融）の機能度向上、銀行の機能度低下を促す力として働いており、資本市場と銀行、あるいは銀行間における競争圧力を大きく変えていく可能性がある³¹。それはまた、金融システムにおける、

³⁰ 例えば、BIS自己資本比率規制については、現在、改訂案（第2次市中協議案）が市中協議に付されているが、その案では、「市場規律」が、「最低所要自己資本」や「監督上の検証プロセス」とともに、3つの柱のひとつに位置付けられている。また、これに関連して、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)は、1999年に、保険監督者国際機構(IAIS)、グローバル金融システム委員会(CGFS)、証券監督国際機構(IOSCO)とともに、共同ワーキング・グループ(MWG)を設置し、市場を通じた規律付けを強化すべく、金融機関のディスクロージャーの充実に向けた制度的枠組み作りに取り組んでいる。

³¹ このほか、経済の成熟化や家計資産の蓄積、そして高齢化の進行、情報技術革新の進展などを踏まえると、銀行に期待される金融仲介機能の内容はかなり変化してくる可能性がある。企業サイドでは、銀行貸出だけではなく、デリバティブズやローン・コミットメントといったオフ・バランス取引を含む、幅広い金融サービスに対する需要が増大する可能性がある。また家計サイドでも、金融資産の蓄積を背景に、直接リスクを取る余地が広がってきており、定期預金の枠組みを越えて、様々なプロファイルを持つ金融商品に対する需要が拡大する可能性がある。日本銀行の「貯蓄と消費に関する世論調査（平成12年）」

市場と銀行の機能、役割、相互関係を根本的に変えていく変革の圧力として働くことを意味している。主要先進国の最近の動向をみると、米国における資本市場の発達と伝統的銀行業の縮小や、EU における統一金融市場の登場と資本市場取引の増大など、資本市場を通じた取引の拡大を促す方向での金融システムの再構築が世界の潮流となっているように窺われる。例えば、米国において「市場との競争が激しくなるにつれて、銀行がリスクを異時点間でスムーズにグすることは困難になってきており、デリバティブズその他の金融技術がそれに代替するようになってきている」(Allen and Santomero[2001])ことは、そのひとつの現れであろう。

4. 金融システムにおける直接金融(資本市場)と間接金融(銀行)のバランス

1990年代は、米国における直接金融(資本市場)の発達と、わが国における間接金融(銀行)中心の金融システムの機能不全というコントラストを背景として、米国の金融システムに対する評価が大きく上がった10年であった。こうした米国の金融システムの成功や、第3章でみたような金融システムに対する変革の圧力は、わが国金融システムが、今後急速に米国のような直接金融中心の金融システムに収斂していく、あるいは収斂していくべきであるとの見解を生み出している。例えばHoshi and Kashyap(1999)は、足許におけるわが国大企業の資金調達形態の直接金融へのシフトのスピードから判断すると、わが国金融システムは米国の金融システムに急速に収斂し、銀行貸出残高に対する需要は中期的に(今後10年程度の間)30~50%減少するとのシミュレーション結果を報告している³²。ただし、こうしたシミュレーションは、しばしばわが国特有の金融構造等についての考慮が十分なされないままに行われていることが多い点に注意が必要である。

本章では、わが国特有の金融構造をひとまず棚上げした上で、資本市場からの競争圧力の中で、合理的な銀行はどのような経営(貸出)戦略をとり、そしてその結果どのような金融システム(資本市場と銀行のバランス)が生まれ得るのか、という問題に関する最新の理論的知見を紹介することにより、わが国金融システムの将来像を展望する際の基本的な思考の枠組みを提供したい。

によると、貯蓄の目的として「老後の生活資金の確保」を挙げている家計が増加傾向にあり、今後高齢者を対象としたリバース・モーゲージや保険・年金関連商品への需要が高まっていくことが予想される。

³² Hoshi and Kashyap(1999)は、企業の資金調達だけに焦点を当てて分析を行っているが、石田・三尾(2000)は、決済手段としての預金通貨に対する需要が銀行業のマクロ的サイズを規定していると論じている。

4.1 理論的サーベイ

Sharpe(1990)や Rajan(1992)によると、銀行と借手が相互利益のために築く密接な関係はいわば私的情報を作り出すプロセスであり、貸し手の情報独占 (information monopoly)を通じてレントを発生させるとともに、貸出金利の設定や借手のプロジェクトの効率性にも影響を与える。Petersen and Rajan(1995)は、こうした基本認識の下で、資本市場からの競争圧力の高まりが、レントの減少を通じて、銀行が貸出を実行するインセンティブを低下させ、企業の資金調達を銀行貸出から資本市場へとシフトさせることを示した。

しかし、Boot and Thakor(2000)は、上述の Petersen and Rajan のモデルが、銀行は借手との密接な関係に基づく貸出(関係貸出[relationship lending])³³のみしか行わないという強い仮定に依拠している点を批判し、実際にはこのほかに、一定の距離を置いた貸出形態(取引貸出[arm's length lending])³⁴も存在すること、さらに、銀行間においても様々な要因により競争圧力は変化し、それが銀行の最適経営戦略に対して与える影響は、資本市場からの競争圧力の変化による影響と同一視できないことを示した。

彼らの理論モデルに基づいて、今後起こりうると予想される競争圧力の下で、どのような場合に、銀行はこうした伝統的な関係貸出からより市場性の高い取引貸出に移行するのか、あるいは、借手は銀行借入から市場での資金調達へと移行していくのか、といった論点を明確にしておくことは、わが国金融システムの将来を展望する上で有益であると考えられる。

4.2 Boot and Thakor(2000)モデル

(1) 基本設定

モデルに登場する経済主体は、商業銀行(commercial banks)、投資銀行(investment banks)、借手(borrowers)、預金者/投資家(depositors / investors)の4タイプである。

第一に、商業銀行は預金を吸収し貸出を実行する伝統的な銀行業を営む。貸出は、ある特定の借手に対して、関係貸出と取引貸出のうち一方の形態のみ実行することができる。関係貸出は、もともと貸し手・借手間における情

³³ Boot and Thakor(2000)で想定されている関係貸出では、情報生産投資額が大きくなるにつれて、前述の Aoki(1994)の分類でいうところの事前的なモニタリングのみならず、中間的なモニタリング、事後的なモニタリングの要素が次第に加わり、より密接な関係の上に成り立った貸出(わが国のメインバンク貸出に近い姿)となっていくと考えられている。

³⁴ Boot and Thakor(2000)では、距離を置いた関係(arm's length)に基づく貸出は、取引貸出(transaction lending)という言葉で表現されている。

報の非対称性の度合いが強く市場性は低い³⁵。また、商業銀行は、情報生産活動（プロジェクトの監視や専門知識の提供など）を行うことによって、借り手が保有する様々なプロジェクトのうち、リスク対比で収益性が高い案件を選別して融資を実行することを通じて、借り手のプロジェクトの収益性（の期待値）を高めるとともに、借り手のモラル・ハザードを防ぐ効果を持つ。つまり、情報生産活動の結果生じたレントは、銀行と借り手との間で共有されることになる。商業銀行は、こうした情報生産活動による限界便益と限界費用が一致するところで情報生産投資額を決定し、その大きさが借り手との間の関係の緊密度に影響を与える。しかし、取引貸出³⁶は、銀行・借り手間において情報の共有が行われないため、資本市場での資金調達と競合関係にある。

第二に、投資銀行は、資本市場で資金調達を行おうとする借り手を補助する役割³⁷を果たす。具体的には、資本市場において自らサーチコストを負担して借り手企業と投資家を探し、債券の売買を通じて両者をマッチングさせる。

第三に、借り手は、各々信用格付を有し、銀行や資本市場参加者は無コストでその情報を入手することができる。

最後に、預金者（投資家）は、資産を銀行預金として保有するか、あるいは資本市場において企業が発行する債券を投資家として購入するか、という資産選択に直面している。

本モデルにおいては、銀行間における競争圧力と資本市場から銀行に対する競争圧力の2種類の競争圧力と、その効果が分析されている。まず、銀行間における競争圧力は銀行数の増加関数として定義されている。また、資本市場からの競争圧力は、資本市場において借り手企業の資金調達を補助する投資銀行と、取引貸出を行う商業銀行間における競争を指し、投資銀行が資本市場で負担するサーチコストの減少関数、市場内における投資家数の増加関数として定義されている。

³⁵ 言い換えれば、関係貸出は市場性の低い資産であるからこそ独占的なレントを生み出し、商業銀行は情報生産コストを負担してまで、借り手との間に特別の関係を築こうとするインセンティブを持つのである。

³⁶ Boot and Thakor(2000)では取引貸出の例として、モーゲージ貸出を挙げているが、イメージとしては、「担保さえ徴求できれば、特別モニタリングを行わないで実行する貸出」に近い。

³⁷ Boot and Thakor(2000)では、資本市場での資金調達形態は社債発行のみと簡略化されているが、本稿では、エクイティ・ファイナンスを含めた包括的なものとして捉える。従って、資本市場における投資銀行の役割は、これらの代替的な資金調達方法の中から、借り手のニーズに最も適合したものを選択し、実際の引き受け業務等をも行う総合的な金融サービスの提供ということになる。

(2) 商業銀行にとっての最適貸出戦略

各競争圧力がもたらす商業銀行貸出に対する影響は以下のように要約することができる。

各競争圧力の影響経路は、商業銀行貸出の総規模に対する効果（総規模効果）と貸出形態の内訳に対する効果（代替効果）の2つに分解できる。まず、総規模効果については、それが資本市場からであれ、銀行間のものであれ、競争圧力の高まりは、商業銀行貸出の絶対額を減少させ、資本市場調達を増加させる。

一方、代替効果は、競争圧力の種類によって次のように異なる。

- 銀行間競争の高まりは銀行のレントを圧迫するため、（収益性の高い）関係貸出の比率の上昇・（収益性の低い）取引貸出の比率の低下をもたらす一方で、関係貸出一件当りの情報生産投資額を減少させる。従って、銀行はより多くの関係貸出を行うようになるが、銀行と借り手との間の関係の緊密度は低下していく。
- 銀行が資本市場から受ける競争圧力の上昇は、銀行業からの撤退の増加³⁸（新規参入の減少）をもたらすために銀行間競争を低下させる。従って、取引貸出に対する関係貸出の比率は低下するが、銀行は情報生産投資額を増加させるために、借り手が関係貸出から得る付加価値は大きくなり、銀行と借り手との間の関係の緊密度は上昇する。

上の結論について図解を試みたものが図表5～8である。図表5、6は代替効果に絞ってそのメカニズムを説明している。そして、図表7、8では、総規模効果、代替効果を共に考慮したときの、競争圧力と借り手の資金調達手段の関係を図解している。

まず、図表5、6の代替効果についてみていこう。ここでは、銀行のレントは借り手の信用格付の関数として表現されている。まず、取引貸出から得られるレントは、競争関係にある資本市場からの競争圧力、銀行間における競争圧

³⁸ 銀行業からの撤退がスムーズに行われるという仮定は、わが国の銀行業を考える上で現実的な仮定とは言えないだろう。この仮定を外したときにモデルのインプリケーションがどのように変わってくるのか、という点については、後ほど考察する。また、銀行業からの撤退は、本来銀行業からの退出（淘汰）のみならず、既存の銀行の資産規模縮小をも含む概念であるが、本稿では、議論の単純化のため、銀行業からの退出として捉える。

力、借り手の信用格付、銀行の預金吸収コストの減少関数³⁹として定義されている。

次に、関係貸出から得られるレントは、取引貸出から得られるレントに、関係貸出独自のレントを加えたものとして定義されている。後者は、情報生産投資額の増加関数、借り手の信用格付、関係貸出を実行するのに必要な可変（事務的）費用の減少関数⁴⁰として定義されている。一般に、信用格付が高い借り手ほど、銀行との間の密接な関係（銀行による支援）に頼らずに高い収益を上げることができる。従って、借り手の信用格付を横軸に置いた場合、関係貸出から得られるレントの方が、取引貸出からのレントよりも急な傾きを有している。

図表5は銀行間における競争圧力がさほど強くない場合を想定して描かれている。低い信用格付を有する借り手の場合には、取引貸出よりも関係貸出を実行する方が銀行にとってのレントは高い。しかし、借り手の信用格付が高くなるにつれて双方のレントの差は縮まりやがて逆転する。そして、取引貸出によるレントがゼロに達するまでは銀行は取引貸出を実行するが、それ以降は、銀行は資本市場からの競争圧力に耐えかね、貸出を実行することができなくなるため、借り手は資本市場で資金調達を行うようになる⁴¹。

一方、図表6は銀行間の競争圧力が十分強い場合を想定して描かれている。取引貸出は情報生産により差別化されている関係貸出に比べて、競争圧力を受けやすい。銀行間における貸出競争が激化すると、両貸出形態から得られるレントはともに減少するが、減少する程度は取引貸出の方が大きい。従って、取引貸出によるレント曲線は関係貸出によるレント曲線に比べて大きく下方にシフトし、競争圧力が十分強いときには、前者は常に後者を下回ってしまう。このときには、 $\underline{\theta} \leq \theta \leq \theta_R$ の格付を有する借り手は、関係貸出を受ける。それ以外の借り手、つまり $\theta_R < \theta < \bar{\theta}$ の格付を持つ借り手は、すべて資本市場での資金調達を選択する。よって、取引貸出は全く実行されないという結果を生む。ただし、銀行間競争の激化は関係貸出から得られるレントも引き下げるために、

³⁹ 借り手の信用格付の減少関数となっているのは、高い信用格付を有する借り手は、資本市場において好条件で資金調達が可能であるために、銀行は取引貸出を実行するには、レントを引き下げないと借り手を確保できないからである。

⁴⁰ ここで、関係貸出独自のレントが借り手の信用格付の減少関数となっているのは、借り手は取引貸出との対比において、関係貸出のメリットを考えるためである。

⁴¹ 低い信用格付を持つ借り手(図中の $\underline{\theta} \leq \theta \leq \theta_R$ の範囲に相当)は関係貸出により、信用格付の高い借り手($\theta_T < \bar{\theta}$ の範囲に相当)は資本市場で、そしてその中間の借り手($\theta_R < \theta \leq \theta_T$ の範囲に相当)は取引貸出により資金調達を行うことになる。ここで、 $\underline{\theta}$ 、 $\bar{\theta}$ は借り手の信用格付の下限と上限を示す。

銀行はコストのかかる情報生産を減少させる。その結果、銀行と借り手企業との間の関係の緊密度は失われ、関係貸出の実行に伴い借り手企業が得ることができる付加価値も減少することになる。

次に、総規模効果をも加味した上で、競争圧力と借り手の資金調達手段の関係についてみてみよう。まず、図表 7 は、銀行間競争の高まりと借り手の資金調達手段との間の関係を描いている。銀行間での競争圧力が水準的にあまり大きくないときには、銀行間での競争圧力が高まるにつれて関係貸出が増加し、取引貸出が減少する（代替効果）。しかし、銀行間での競争圧力が大きくなるにつれて銀行業におけるレントは減少すると、関係貸出・取引貸出はともに減少し、資本市場からの資金調達が増加する（総規模効果）。同時に、関係貸出 1 件当たりの情報生産投資額は減少していく。

一方、図表 8 は、資本市場からの競争圧力の変化による効果を描いたものである。資本市場からの競争圧力が十分に小さいときには、銀行は（大きな）レントを巡って高い競争圧力下にあり、総貸出の大半を関係貸出に割り当てる。しかし、資本市場からの競争圧力が高まってくるにつれて、銀行は関係貸出から取引貸出へのシフトをはじめ（代替効果）。しかし、競争圧力が高まるにつれて総貸出需要は小さくなる⁴²ため、取引貸出額は、当初こそ関係貸出からのシフト要因で上昇するが、やがて総規模効果の方が優勢となり減少に転じる。また、関係貸出 1 件当たりの情報生産投資額は上昇していく。

(3) Boot and Thakor モデルと米国銀行の経営戦略

1980 年代後半から 1990 年代にかけて米国の銀行が実際にとった経営戦略は、この理論モデルの延長線上で概略説明が可能である。米国の銀行は中南米債務危機による損失から立ち直るために、1980 年代後半から ROE を重視する経営戦略へと抜本的な見直しをはじめた。この間 FRB による低金利政策を背景として、個人投資家の資金は預金市場から資本市場へと大きくシフトした⁴³。こうして資本市場が活況を呈する過程で、米国の銀行は、採算の悪い（レントが小さくなった）伝統的な商業銀行業務を縮小し、M&A 等の手段を用いて投資銀行業務を強化するという戦略をとった⁴⁴。

⁴² 資本市場からの競争圧力が高まるにつれて、銀行間の競争圧力は低下すると仮定されているため、貸出総規模低下効果は幾分緩和される。

⁴³ 個人投資家の資本市場への参入は、債券需要を増大させることによって、資本市場の銀行貸出市場に対する競争力を強める。

⁴⁴ 米国においても、1990 年代の初めに、大企業の資金調達が資本市場へシフトしていく中で、伝統的な商業銀行はリスクの高い不動産融資に傾斜したために、不良債権問題に直面した。しかし、不良債権問題は、ニューイングランドを中心とした地域に限定されたこと

また景気拡大の長期化は、平均的な借り手の質を高めることによって、銀行をはじめとする金融機関によるモニタリング負担が小さい良質の借り手が借り手全体に占める比率を上昇させ、関係貸出比率の減少、資本市場における資金調達比率の上昇をもたらした。

このように、1990年代の米国銀行の経営戦略とその結果一段と強化された直接金融（資本市場）中心の金融システムは、この理論モデルによりかなりの程度整合的に理解することができる。しかし、だからといって、このモデルが示すような米国の均衡点がわが国でも近い将来達成されると考えるのは早計であろう。次節では、わが国金融システムの将来像に対するこの理論モデルのインプリケーションと留意点について考察する。

4.3 Boot and Thakor モデルとわが国金融システム

Boot and Thakor モデルは、金融システムの将来を展望する上で、普遍的な思考の枠組みを提供しているという点で評価できるが、わが国に当てはめる場合には、資本市場からの競争圧力の影響、銀行間における競争圧力の影響、わが国金融システムの3つの面について、以下の点に留意する必要がある。

(1) 資本市場からの競争圧力の影響

まず、資本市場からの競争圧力がもたらす影響について考えてみよう。Boot and Thakor のモデルでは、資本市場からの競争圧力の高まりは、総貸出規模を縮小させる一方で、銀行間での競争圧力を緩和するため、総貸出に占める関係貸出の割合を減少させる。しかし、銀行は情報生産投資を増加させるために、借り手企業との関係の緊密度は上昇することになる。

このモデルをわが国金融システムの現状に当てはめて考えたとき、資本市場からの競争圧力により総貸出規模が縮小するという議論自体に違和感はない。しかし、資本市場からの競争圧力によって銀行間競争が低下するというロジックは受け入れ難い。それは、このモデルでは所与とされている伝統的銀行業からのスムーズな退出が、わが国では、現実問題として著しく困難であるからである。

もし、銀行業からの退出がスムーズに行われなかった場合には、資本市場からの競争圧力の高まりにより縮小した貸出需要を、これまでと同じ数の銀行で奪い合うことになり、かえって銀行間競争は激しくなる可能性がある。実際、バブル期のわが国の銀行行動をみても、資本市場における企業の資金調達が容易になるにつれて、銀行間で残ったパイを巡る競争が激化し、結果としてリスク度

や、これをきっかけにして経営の悪化した金融機関が相当数淘汰されたため、比較的スムーズに商業銀行業務から投資銀行業務への転換が図れたという経緯がある。

の高い貸出案件へと融資姿勢を傾斜していったという経緯がある。また、足許の状況をもて、企業による（外部）資金調達の減少により、（退出がスムーズに行われない状況の下で）銀行間での優良な借り手に対する貸出競争はむしろ激化しているように見える。

このように、資本市場からの競争圧力が高まったとしても、伝統的な銀行業からの退出がスムーズに行われない場合は、銀行間競争の激化により収益が圧迫され、銀行システムは不安定化しやすくなると考えられる。

(2) 銀行間における競争圧力の影響

次に、銀行間における競争圧力がもたらす影響について考えてみよう。Boot and Thakor のモデルでは、銀行間競争が激化する場合、総貸出に占める関係貸出のシェアは拡大するが情報生産投資は減少し、銀行・借り手間の関係が希薄化すると結論が導き出されている。しかし、足許のわが国の状況をみると、もし実際に銀行・借り手間の関係が希薄化してしまったら、業況が悪化している企業の中には、存続のために必要な支援が得られず倒産を余儀なくされるものが多く出てくるかもしれない。

銀行・借り手間の関係が希薄化する結果借り手企業の倒産が起こりうると予想される場合でも、銀行は合理的な選択として情報生産投資を減少させるインセンティブを持つだろうか。銀行は、情報生産投資を減少させることによるコスト削減効果と、それによる倒産（不良債権）の増加に伴うコスト増加効果を比較考量して情報生産投資を減少させるかどうかを決定するはずである。

以上のように、景気後退局面などにおいて、企業倒産の可能性が増大（信用リスクが増大）している状況の下では、銀行間の競争激化の下でも、銀行は合理的な選択の結果として情報生産投資を削減しない可能性がある。このことは、現在のわが国の現状に照らして考えると、不良債権の増加（企業の過剰債務問題）により企業の倒産確率が上昇している状況では、銀行は情報生産投資を減少させることができないため、それが収益の圧迫要因となっていることと整合的と考えられる。

(3) わが国金融システムの現状

Boot and Thakor モデルは、資本市場からの競争圧力、銀行間の競争圧力の変化が、今後のわが国金融システムにおける市場と銀行の役割分担を規定する決定的な要素となることを示している。第3章で考察したように、金融環境の変化に伴う変革の圧力は、米国において典型的にみられるように、一般に資本市

場からの競争圧力を高める方向に働いていると考えられる⁴⁵。また、わが国においては、金融当局も、「日本版金融ビッグ・バン構想」に基づき、市場機能を活用する方向にシステム設計の舵を大きく切っている。しかしながら、現実には、これまでのところ資本市場を通じた金融取引は顕著に増加しているとは言い難く、間接金融（銀行）を中心とした金融システムに本質的な変化は窺われていない⁴⁶。では、なぜ、変革の圧力が働いているにもかかわらず、資本市場と銀行の間、あるいは銀行間の競争圧力に大きな変化が生じていないのであろうか、また、その結果、少なくともこれまでのところは、金融システムに大きな変化が生じていないのであろうか。青木・奥野（1996）は、「大企業を中心とした資金調達手段の市場化の流れが強まり、そのなかで、メインバンクを中心とした日本の金融システムのモニタリング能力に限界が見えはじめたといっても、日本の金融システムをアングロ・アメリカ型の証券中心のシステムへと一気に移行させるということは決して現実的ではないし、規範的にも望ましいとはいえない」と主張したが、この主張には、現時点でもなお検討すべき視点が含まれているのではないだろうか。

以上のような問題意識を基に現実のわが国金融システムを考察する際には、やはり、わが国特有の金融構造に目を向けざるを得ない。ここでは、資本市場のインフラの整備が遅れていること、公的金融が依然として資金運用・調達両面で大きなプレゼンスを保っていること、銀行の収益構造が米国の銀行と著しく違っていることの3点を指摘するの止め、これらの点について章を改めてやや詳しく考察することとしたい。

5. わが国に特有な金融構造

わが国の資本市場が、期待される役割を少なくともこれまでのところ果たしていない理由としては、様々な仮説を立てることができる。近年の企業サイドにおける設備投資需要の伸び悩みや過剰債務（debt-overhang）の返済圧力の高まり等をみると、企業は資本市場から資金調達をする必要性をそもそも感じ

⁴⁵ この結果、資金循環勘定をみると、米国の非金融法人企業の金融負債に占める貸出の割合は、1990年末の20.0%から1999年末には12.1%まで低下している（株式・出資金と債券の合計は、この間60.2%から74.8%に上昇）。

⁴⁶ 資金循環勘定によれば、わが国の非金融法人企業の金融負債に占める貸出の割合は、1990年末が38.9%、1999年末が38.8%とほとんど変化していない（株式・出資金と債券の合計は、この間38.9%から43.1%に若干上昇）。一方、家計の金融資産に占める現金・預金の割合は、この間48.5%から54.0%に上昇している（株式・出資金と債券の合計は、21.1%から13.4%に低下）。

ていないのではないかと、というのもその一例である。例えば、この2~3年は企業のキャッシュ・フローが設備投資額を上回っているほか、資金循環勘定でも、非金融民間法人部門は1998年以降貯蓄超過となっており、これは企業がバブル期に積みあがった過剰債務の返済を進めてきていることの証左ともとれる⁴⁷。こうした点を考慮すると、現在の直接金融を通じた資金調達の伸び悩みは、景気の低迷により企業が設備投資を控えていることや、余剰資金を優先的に借入返済に充てていることから生じているものであり、今後過剰債務の返済が進み、景気回復に伴い資金（設備投資）需要が回復してくれば、直接金融による資金調達比率は大きく上昇する可能性がある、という見方もできるかもしれない。もし、この仮説が正しければ、過剰債務が解消され、景気が回復するにつれ、資本市場は期待される機能を発揮するはずである。

しかし、過剰債務問題がそれほど深刻ではない製造業においても、引き続き間接金融が優位にあることを踏まえると、この仮説のみですべてを説明できるとは考えにくい。本章では、わが国において資本市場が十分に機能しない構造的な原因として、資本市場インフラの未整備、公的金融のプレゼンスの大きさ、の2つを取り上げて検討を加えた上で、資本市場の機能を補完することが期待されるわが国銀行システムの今後の機能度を見極める上で重要な鍵を握るであろう、銀行の収益構造についてみていきたい。

5.1 資本市場のインフラ未整備

第2章でみたように、直接金融（資本市場）を中心とした金融システムが効率的に機能するためには、法制、税制、会計制度、さらにはディスクロージャーの推進による公開情報の質の向上、企業買収等を通じたコーポレート・ガバナンス機能の向上に向けた市場インフラの整備⁴⁸が必要である。わが国においては、戦後長らく間接金融中心のシステムに依存してきたために、そうした市場システムが機能するための環境整備がなおざりにされてきたことは否めない事実であろう。わが国企業は、近年、ディスクロージャーを進めてきているが、市場システムに大きく依存している米国に比べると、開示情報の質・量にかなりの差があるのが実情である⁴⁹。

⁴⁷ 実際、企業の債務残高をみると、1998年以降債務残高の減少傾向が明確化してきている。

⁴⁸ この場合の市場とは、発行市場と流通市場の双方を指す。

⁴⁹ 金融機関のディスクロージャーを強化しようという試みは、各国中央銀行の間で進められつつある。特に、ニューヨーク連邦準備銀行のPeter Fisherを議長とするFisherプロジェクト（正式には、Multi-disciplinary Working Group on Enhanced Disclosure）は、BISにおける中央銀行グループ部会から発展して、現在は銀行、証券会社および保険会社の監督当局と連携しながら、カウンターパーティー・リスクの評価に必要なディスクロージャーのあ

5.2 公的金融のプレゼンスの大きさ⁵⁰

資本市場を通じた金融取引が活発化しない理由として考えられる次の原因は、戦後の復興・高度成長期を通じて大きな役割を果たしてきたと言われている公的金融が民間対比で有利な金融サービスを提供しているために、借り手・貸し手両者にとって資本市場を活用するインセンティブが生じにくくなっているのではないか、というものである。

(1) 郵便貯金の存在

公的金融における資金調達部門の中核を担っている郵便貯金制度は、わが国金融システムの中で、個人投資家の金融資産運用の中心的存在として依然として大きなプレゼンスを示している。それが、資本市場における個人投資家育成を妨げている可能性はないだろうか⁵¹。米国経済は1980年代の後半にバブル経済の崩壊を経験したが、資本市場の活況を背景として企業が新規事業の展開をはじめとする構造改革を推進する⁵²ことによって、1990年代には目覚ましい経済発展を遂げた。1995年以降のわが国と同様、米国においても1990年代前半に景気浮揚・金融機関の収益下支えを目的に預金金利を実質でみてほぼゼロに保つ超低金利政策が実行された⁵³。図表9(1)に示されているように、この間米国では、家計の金融資産が預金から投資信託へと大規模にシフトすることによって、リスク・マネーが円滑に供給され、その後における景気の持続的な拡大の基礎を形成したと考えられている。

これに対しわが国では、家計金融資産の預金から投資信託へのシフトはほと

り方を検討している（現在のフェーズはFisher IIプロジェクト）。こうした動きを受けて、日本銀行の山口副総裁は、「主要なインセンティブとして期待される市場の圧力が、高度の情報開示を市場の慣行として定着させるようにうまく働くかどうか重要なポイント」と述べ、民間の市場参加者が自ら経営内容をディスクロージャーするようなインセンティブ付けの必要性を強調している（『ドイツ連銀・BIS共催コンファレンスにおける山口副総裁講演』から引用[日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp> からダウンロード可能]）。また、藤原副総裁は、こうしたいわば「ミクロの透明性」の向上とともに、各国経済規制の実態、決済システムの安全性といったインフラ面についてのディスクロージャーの充実による「マクロの透明性」の向上も、国際金融市場の効率的・安定的な運営に不可欠であると述べている（『国際金融市場の透明性向上 - マクロの観点から - 』[日本銀行ホームページ <http://www.boj.or.jp> からダウンロード可能]）。

⁵⁰ 財政投融资の現状と課題については、肥後(2001)が包括的な論点整理を試みている。

⁵¹ 詳しくは、奥村(2001)を参照のこと。

⁵² 後述のように、米国ではベンチャー・キャピタルがこうしたリスク・マネーの供給に果たした役割は小さくなかった。

⁵³ わが国では、1995年以降現在に至るまで、米国では、1991～93年までの期間がこれに

んど生じなかった。その代わりに、図表 9(2) からわかるように、1990 年から 99 年に至る 10 年間で増加した家計の金融資産 552 兆円のうち、5 割以上が公的金融（郵便貯金、簡易保険等）のチャンネルに向かってしまっている。

公的金融部門では、郵便貯金等の金融資産が事実上無リスク（暗黙の債務保証を含め、何らかの形で政府により債務が保証されているとの理解が一般的⁵⁴）である上に、資産運用のほとんどが従来は一定利率による資金運用部への預託であったために、調達と運用をトータルで考えた金利設定が行われていない。こうしたリスク対比でみて有利な商品特性を持つ歪んだ金融資産が存在している状況下で、家計はわざわざリスクをとってまで、資本市場で債券や投資信託を購入するインセンティブを持つとは考えにくい⁵⁵。言い換えれば、わが国では低金利環境にもかかわらず、郵便貯金制度の下においてリスク対比で高利回りの金融商品が提供され続けてきたため、個人投資家の資金が郵便貯金に滞留してしまい、資本市場内における個人投資家育成が妨げられてきたと考えられる。従って、たとえ資本市場で前述のような市場インフラ整備が適切に進められたとしても、こうした公的金融がもたらす歪みが解消されない限り、構造的に個人投資家は資本市場に参加するインセンティブを持たず、資本市場からの競争圧力は米国ほど高くはなり得ないであろう。

(2) 低金利政策の枠組みの残存

一方、資金調達サイドではどうであろうか。政府系金融機関等のプレゼンスは、企業等に対する貸出残高の約 1 割⁵⁶を占めていることに止まるものではない。優良大企業向け貸出から個人向け住宅ローン融資に至る幅広い分野で、金融システムに確固たるプレゼンスを示している。本来、社債発行が容易であるはずの優良大企業への貸出や、民間銀行でも対応可能であるはずの住宅ローン融資など、資本市場や民間銀行の健全な発展をむしろ阻害しているとみられる金融取引も少なくない。

また、政府系金融機関の金利が市場原理とは別のところで決定され、一般に政策目的から低位に設定されてきたことはよく知られている。また、それを前

相当すると言われている。

⁵⁴ 実際、例えば郵便貯金法第 3 条は、「国は、郵便貯金として預入された貯金の払もどし及びその貯金の利子の支払を保証する」と明確に定めている。

⁵⁵ 民間金融機関が、リスク・リターン観点から郵便貯金と代替的な金融商品の開発を行えなかったことも、資本市場に個人投資家が根付かなかった原因のひとつとして挙げられよう。しかし、公的金融機関と民間金融機関の信用力の格差から考えると、民間金融機関による代替的な金融商品の開発には相当の困難（限界）が予想される。

⁵⁶ 非金融法人部門の借入残高（1999 年末）490.7 兆円のうち、公的金融機関分は 46.7 兆円である（日本銀行「資金循環勘定」）。

提として、民間銀行を含めた低金利政策の枠組みがつくられ、それがわが国の戦後復興・高度成長に大きく寄与してきたと言われている⁵⁷。金利自由化の進展とともに、低金利政策の色彩は次第に薄れてきているが、政府系金融機関による手厚い中小零細企業向け低利融資、住宅公庫融資を含む公的金融制度は、なお民間銀行の貸出利鞘、貸出金利水準を政策意図どおりに抑える役割を果たし続けていると言えそうである⁵⁸。また、その結果、企業等が資本市場で資金調達するインセンティブを削いでいると言えそうである。

例えば、民間銀行の貸出金利は借り手企業の信用リスクや本来資本市場で要求される ROE との対比で、低く設定されている⁵⁹。こうした金利設定には、政府系金融機関の低利融資が影響を及ぼしている側面も少なからずあると考えられる⁶⁰。貸出金利が低位にとどまることは、それだけをとれば、借り手企業にとっては望ましいものである。しかし、金融環境の変化を踏まえると、低金利政策の枠組みが長期的にみても効率的・安定的に機能する形で維持されることを期待することはもはや困難であろう。今や枠組みの残存自体が、銀行収益の抑制を通じてその異時点間のリスク・シェアリング（スムージング）機能を弱めるとともに、資本市場の機能度向上、ひいては金融システム全体の機能度の向上を阻害する要因となっていると考えられる。

5.3 銀行の低収益性：米国の銀行との比較を中心に

(1) わが国の銀行の収益構造

ここで、わが国の銀行にとっての今後の経営戦略の方向性を見極めるために、その収益構造の特徴を整理しておこう。まず、既にみたように、わが国の銀行

⁵⁷ もっとも、Horiuchi(1995)は、戦後復興・高度成長期に公的金融により融資を受けた企業は鉱業、農林水産業、海運業が中心であり、それらはわが国の高度成長を支えてきたとは言えないこと、トヨタや SONY といった（後の）優良企業からの融資申込みを拒絶したこと等、融資企業選定に関して問題があったことを指摘している。

⁵⁸ 米国にも公的金融制度が存在するが、その活動範囲や資金供給の方法は大きく異なっており、単純な比較は困難である。しかし、与信面では、わが国のように民間部門に直接的に融資を行うというよりはむしろ、支払利子の減免、ローンの買取、保険・保証等の信用補完が中心になっており、民間銀行の融資行動と競合するものではないと言われている。この点については、例えば、経済企画庁『平成 12 年版経済白書』を参照のこと。

⁵⁹ 後述のようにわが国の銀行の貸出利鞘は米国銀行の 1/2 ~ 1/3 の水準にとどまっている。

⁶⁰ 肥後（2001）は、中小企業貸出市場における政府系のシェアと民間金融機関の貸出金利との相関を都道府県別に比較すると、「民間の貸出金利が高いほど、政府系の貸出シェアが高くなる傾向がみとれる」こと、借り手企業が政府系金融機関を選択する理由として「金利が低いから」という理由を挙げる企業の割合は、民間貸出金利が低い大都市圏で低く、逆に高い東北や九州などの地方圏で高いこと、を指摘している。このことは、裏返せば、政府系金融機関との競合が民間金融機関の貸出金利を低く抑制する役割を引き続

の収益性は、ROE でみても、また ROA でみても、米国銀行を大きく下回っており（図表 3）、一種の「薄利多売」型の収益構造となっていることがわかる。

戦後わが国では、間接金融中心の金融システムが構築されるとともに、護送船団方式による金融行政の下で、金利規制による（貸出金利・預金金利両面における）低金利政策と（相対的に低いとはいえ）一定の利鞘の保証により銀行収益の安定性が確保されてきた。これは平均的にみて、銀行が負担する信用リスクとの比較において、低い貸出金利が借り手企業に適用されていたことを意味する。1980 年代頃までみられた銀行による預金獲得競争は、貸出案件が豊富に存在し金利規制により一定の利鞘が保証されている状況下では、極めて合理的な行動と言えるだろう。

しかしながら、金利の自由化、資本市場の整備等による市場との競合、経済の成熟化による有望な貸出案件の減少等により、徐々に銀行収益（経営）の安定性は失われていった。また、BIS による自己資本比率規制の導入は、銀行が収益水準を向上させる手段としてレバレッジを高めることを抑制した⁶¹。

こうした（特に ROE でみた）銀行の収益性の低さは、コーポレート・ガバナンスの観点からはどのように評価すべきなのであろうか。ひとつの有力な見方は、銀行に対する投資家（株主）のコントロールが弱く、リスク資本の有効な利用に関する規律付けが欠如している、というものである。わが国では、伝統的に安定株主比率が高く、株主は銀行との間に長期的な関係を築くことによりリスクをコントロールしてきた。しかし、同時にこうした安定的関係が新たな価値創造に対するチェック機能（規律付け）を弱め、銀行を取り巻く環境が大きく変化したにもかかわらず、非効率な経営の継続を容認してきたとも解釈できる。護送船団方式に代表される金融行政も、収益性よりも安定性・均一性（横並び）に重点を置いてきたため、株主によるコーポレート・ガバナンスを弱める方向に作用したと考えられる。

(2) 収益性改善の方向

第 3 章でみたように、グローバル化の進展の中で、わが国の銀行には ROE や ROA で測った収益性を改善させる圧力がかかってきている。そうした収益性の改善を達成しようとする場合にとりうる選択肢は次の 3 つに集約される。つまり、経費を徹底的に削減すること、貸出利鞘を拡大させること、投資銀行業務（オフ・バランス取引など伝統的な貸出以外の新規商品・サービス

き果している可能性を示唆している。

⁶¹ 経済の成熟化（高度成長の終焉）と企業のクレジット・リスクの増大を踏まえると、BIS の自己資本比率規制の基本的な考え方自体が適切なものであることは改めて言うまでもない。

の提供)の拡大により非金利収入を増大させること、である⁶²。

このうちまず、の経費削減から検討してみよう。図表 10 に示されているように、経費の対自己資本比率では、わが国の銀行は米銀を上回っている。しかし、対総資産比率をみると、わが国の銀行の経費率は米銀のそれをほぼ一貫して下回っている。この一見矛盾しているようにみえる結果は、わが国の銀行の自己資本が米銀に比べて過少であるために、対自己資本比率で測ると経費率を過大に評価してしまうことに起因している。経費を対総資産比率で眺めた場合には、1999 年時点でわが国の銀行の経費率は 3% 程度とそれほど大きな比率ではなく、経費の削減のみで図表 3 に示された米国銀行並みの ROE や ROA を達成しようとする、経費をゼロ近くに落とすという非現実的な対応が必要となる。このため、現実的には経費削減の努力を続けながら、同時にないしの可能性を探ることが必要となる。

図表 11 に示されているように、わが国の銀行は、貸出利鞘の水準が米国銀行の 1/2 ~ 1/3 と極めて低いため、の貸出利鞘引き上げが銀行の収益性を改善するための最短の方法と考えられる。ただ、利鞘を短期間に一律に拡大することは現実的ではなく、借入企業等の行動に対する影響を通じて無視できない負の影響を経済全体に与えるおそれがある。大切なことは、信用リスクを適切にプライシングし、それに見合った貸出金利を借り手毎に設定することであり、そうした努力を地道に続けていくことであろう。

一方、の非金利収入を増加させるという選択肢はどうであろうか。図表 12 をみると、わが国と米国の非金利収入の格差はここ 10 年ほどの間に約 3 倍に拡大してしまっていることがわかる。従って、投資銀行業務その他の手数料収入⁶³の強化による非金利収入の拡大が実は最も望ましい戦略と言えそうである。しかし、わが国の銀行が情報技術革新や金融工学の導入面で欧米の銀行に大きく立ち遅れている現状に鑑みるに、急速なキャッチ・アップにはかなりの困難が伴うことが予想される。

また、現在進められている情報技術への投資は、投資額のロットが大きいために、今後さらに銀行間競争が激しくなり銀行の収益が圧迫されていくと、こ

⁶² $ROE = ROA \times (ROE/ROA [= \text{全資産}/\text{自己資本}]) = ROA \times (\text{全資産}/\text{リスク資産}) \times (\text{リスク資産}/\text{自己資本} [= 1/\text{自己資本比率}])$ となるため、自己資本比率一定の下で ROE を上げるためには、ROA を上げるほかに、(全資産/リスク資産) を上げる (= 全資産に占めるリスク資産の比率を下げる = 資産の平均的なクオリティを上げる) 方法も考えられるが、競争的な環境の下では一般的にそれは困難であると考えられる。

⁶³ 投資銀行は、オープン市場において、社債の引き受けや大型融資案件の仲介、M&A、ディリバティブ等のホールセール業務を行う。一般にホールセール業務は、規模が大きくなるほど利益率が高い。伝統的な商業銀行業務から投資銀行業務へと移行していくにつれて、収入形態が金利収入から手数料収入へと変化する。

うした投資が適切に行われず、結果として金融システムの効率性や安全性が阻害されるということにもなりかねない。第3章で触れたように、最近の銀行合併、メガ・バンク化の動きの背景には、こうした個別銀行の低収益性を前提に、生き残りをかけて、必要な情報技術投資を行うための原資を捻出するという切実な事情もありそうである。

さらに、銀行の経営規律はこれまで主として金融当局により与えられてきたが、現在は競争圧力の高まりがそれに代替しつつある。反面、競争圧力の高まりは、貸出利鞘に対する縮小圧力となって、銀行収益（経営）の安定性を阻害する要因ともなっている。このように、銀行経営に対するインセンティブ付けという観点からみても、現状のシステムは中途半端なものとなっている。

6. わが国金融システムの将来像（暫定的結論）

以上の考察から、現在の金融構造を所与として、わが国金融システムに関する中期的な将来像をやや大胆に描くと次のようになるだろう。

情報技術革新の進展や、日本版金融ビッグ・バンによる資本市場における各種規制緩和・撤廃措置は、個人・機関投資家を問わず、投資家が資本市場を利用するインセンティブを高める。これは、資本市場から銀行に対する競争圧力を増大させる方向に働き、伝統的銀行貸出市場の規模縮小をもたらす可能性が高い。

しかし、資本市場におけるインフラ整備が依然十分ではないこと、政府系金融機関による低利融資制度の存在や過去の低金利政策の経緯もあって民間銀行の貸出金利水準が低位に抑えられていること、郵便貯金制度の存在により個人投資家の資産が資本市場へ回りにくいことに加えて、わが国企業のコーポレート・ガバナンス構造や制度的補完性との整合性の問題も残存していることを勘案すると、資本市場から銀行に対する競争圧力は少なくとも当面は米国ほどには強くない蓋然性が高い。

銀行業への異業種参入の活発化や、わが国における銀行業からのスムーズな退出の困難を考慮すると、資本市場からの競争圧力が高まった結果縮小した貸出市場を巡って、銀行間の競争はむしろ激しくなる可能性が高い。また、足許の企業業績の悪化とそれに伴う資金需要の低迷に鑑みるに、銀行は借り手に対しこれまでどおりの支援を続行する（銀行と借り手企業と

の関係は希薄化しない)可能性が高い⁶⁴。このことは、間接金融を中心とした金融システムが、効率的・安定的に機能するための条件である、銀行経営(収益)の安定が難しい状況が続くことを意味している。

上述の暫定的な結論は、わが国金融システムが米国のような直接金融中心の金融システムにスムーズに収斂していくという見解に疑問を投げかけるものである。この結論は、あくまで金融環境の変化に伴う変革の圧力が米国などと比べると働きにくい、との前提に立った上で導き出されるものであるが、それなりに実感にかなったものではないだろうか。また、資本市場の機能が十分に発揮されない一方で、銀行システムも効率的・安定的に機能するための基礎的条件が満たされなくなりつつあり、金融システムは全体として中途半端なものになる危険性を含んでいる、ということもまた重要なメッセージである。

それでは、金融当局は、金融システムが全体として効率的・安定的に機能するようにするために、システムをどのように設計・運営していくべきなのだろうか。こうした金融当局の役割については、次章で検討したい(なお、銀行システムの機能が低下する一方、資本市場にも十分な機能の発揮が期待しにくい場合、これらに代わる新たな資金供給経路により成長企業(産業)にリスク・マネーを供給することは可能であろうか。以下の【BOX】では、ベンチャー・キャピタルの可能性について考察を行っている)。

【BOX】新しい形の金融仲介:ベンチャー・キャピタルの可能性

米国では、1970年代から90年代にかけて、リスク・マネー供給における銀行の比重が低下する一方、ノンバンクを通じた資金供給が活発化した。その代表的な例がベンチャー・キャピタルである。わが国では、こうしたベンチャー・キャピタルに、どの程度期待することができるのであろうか。

1990年代の米国の持続的拡大を支えてきたのはIT産業⁶⁵であり、このIT産業の成長を担ってきたのがベンチャー企業であると言われている。これに伴い、ベンチャー・キャピタルを通じたベンチャー企業への投資は、1999年には通年で前年比約2.5倍増となる過去最高の投資金額(483億ドル)を計上した⁶⁶。

⁶⁴ ここで、支援を続ける企業とは、一時的に業績悪化に陥っている企業を指しており、将来的に立ち直る見込みのない企業に対しては、不良債権部分の償却を積極的に進めていく必要がある。

⁶⁵ 米国商務省が1999年に発表した*The Emerging Digital Economy II*によると、1995年から1998年の間にIT産業が米国の実質GDPに占める割合は8%に過ぎないが、この期間実質GDP成長率に対する寄与度は35%に上っている。

⁶⁶ National Venture Capital Association, *Venture Capital* による。

ベンチャー企業は、全く新たな技術や市場リスクに取り組む企業であり、投資家との間の情報の非対称性の度合いが高い。企業経営の成功率が低い一方で、もし成功すれば非常に高いリターンが期待できる。このようにベンチャー企業は高い不確実性を有するために、投資家であるベンチャー・キャピタルには投資先のベンチャー企業に対する経営コントロールが求められる。

米国におけるベンチャー・キャピタルによるガバナンスは大筋次のようであると言われている⁶⁷。つまり、企業の経営が順調である場合は受動的に企業育成的な役割⁶⁸を果たし、経営に著しい問題が生じたときにはじめて積極的な経営コントロール⁶⁹を発動する。また、ベンチャー企業を短期的な期間収益のみでは評価せず、中期的な企業価値で判断している。従って、足許で債務超過に陥っていたとしても、将来収益状況が大幅に改善すると予想されれば、ベンチャー・キャピタルは投資を実行する⁷⁰。こうしたアーリー・ステージ（成長初期段階）の企業への投資は、リスクは大きいが株価水準が低いいため、もし事業が成功すれば、投資回収時に株価が100倍近くに上昇することもある。

さらに資金調達面をみると、米国のベンチャー・キャピタルは、年金基金を主要な資金源としている⁷¹。年金基金のベンチャー投資は純粋な投資目的であり、リスク負担の問題から自ら直接投資を実行することはなく、すべて仲介金融機関であるベンチャー・キャピタルを経由して行われている。ベンチャー・キャピタルの選定に当たっては、ゲート・キーパーと呼ばれるベンチャー・キャピタルの運用実績評価会社が利用される⁷²。

一方わが国のベンチャー・キャピタルをみると、独立事業法人が中心の米国とは異なり、その多くは金融機関の系列会社であり、中には、人事面や経営面で親会社から完全に独立していないものも多く存在する。また、ゲート・キーパーのようなベンチャー・キャピタルに関する専門的な運用実績評価会社は存

⁶⁷ 米国におけるベンチャー・キャピタルの現状については、国際金融情報センター(2000)が詳しい。

⁶⁸ 具体的には、経営資金の供給、経営効率化のためのノウハウの提供、業界情報・市場動向等の各種情報の提供等を指す。

⁶⁹ これには、経営幹部の派遣、取引銀行の斡旋・紹介等が含まれる。

⁷⁰ とはいえ、一般に、米国のベンチャー・キャピタルの投資審査は厳しい。高橋(2001)によると、大手ベンチャー・キャピタルでは、年間2000件の投資案件の中から、最終的に投資を実行する企業数が10社以下になることもあるという。

⁷¹ 年金基金によるベンチャー投資は、元来、ベンチャー企業などのハイリスク資産への投資が認められていなかったが、1979年のERISA(Employee Retirement Income Security Act)法の改正により門戸が開かれた。

⁷² ゲート・キーパーは、場合によっては、自らファンドを設定して投資家から資金を集め、幾つかのベンチャー・キャピタルに分散投資を行うこともある。

在しないため、広く投資家の資金を集めることができない。こうした中、わが国のベンチャー・キャピタルは、その資金を銀行からの借入に強く依存せざるを得ない状況が続いている。わが国の銀行は、近年不良債権問題を抱えてリスク・テイク能力が低下しており、たとえ将来的に収益状況が大きく改善することがかなりの確信を持って予想されたとしても、足許赤字あるいは債務超過であるような企業に対する貸出の実行は現実的には難しいであろう。銀行からの資金調達に依存せざるを得ないわが国のベンチャー・キャピタルも、同様の傾向を有することが指摘されている。

これらの状況を勘案すると、わが国の場合、少なくとも当面は 1990 年代の米国のようなベンチャー・キャピタルの活況はみられそうもない^{73,74}。中小零細企業向けのリスク・マネー供給については、引き続き銀行が中心的役割を果たすものと予想される。

7. 金融当局の役割:政策的インプリケーション

第 6 章では、わが国金融システムの将来像について考察したが、本章では、そうした変化の方向を踏まえた上で、金融当局がわが国特有の金融構造の改革を含め、金融システムの設計・運営上どういう役割を果たすべきなのかという点について考えてみたい。

金融当局は、資本市場と銀行がそれぞれ持つ金融機能が十分に発揮されるように環境を整備すると同時に、両者の共存の上に成立する金融システムが全体として効率的・安定的に機能するように、システムを設計・運営していくべきである。これまでみてきたように、金融環境の変化は資本市場（直接金融）の機能度を向上させる方向に働いているため、資本市場をより活用する形で金融システムにおける直接金融（資本市場）と間接金融（銀行）の新たな役割分担・

⁷³ 1999 年から 2000 年にかけて、わが国の株式市場でも IT 産業に関連した株式が高騰するいわゆるネット・バブルが発生した。この間、新規参入したベンチャー・キャピタルの中には、ネット企業を発掘して、マザーズやナスダック・ジャパンで早期に株式公開させ、株価が上がり上がったところで資金回収を図ろうとするものが多かった。こうした行動は、ベンチャー企業の経営を支援し、企業価値を高めるというベンチャー・キャピタル本来の役割とは明らかに異なるものであると言われている。この点については、高橋(2001)が詳しい。

⁷⁴ さらに、これまで株式公開市場の公開規準が厳しく（事実上、赤字企業は株式公開が不可能）米国の NASDAQ 等との比較において投資資金回収まで時間がかかり過ぎたこともわが国におけるベンチャー・キャピタル不振の原因のひとつと言われている。しかし、この点に関しては、店頭市場における公開基準の緩和、東証マザーズやナスダック・ジャパンの開設等の措置により改善がみられている。

バランスを模索していくことが求められている。こうした観点からは、市場メカニズムを活用するために、市場インフラの整備等を進めるとともに、障害となっている金融構造を変革していくこと、銀行システムが十分に機能するように、規制・監督政策の見直しを進めること、が重要であると考えられる。

7.1 市場メカニズムと金融当局

(1) 市場メカニズムの活用

情報技術革新やグローバル化の進展、金融規制緩和などの金融環境の変化（変革の圧力）は、資本市場（直接金融）の機能度を向上させる方向に働くとみられる。その一方で、わが国の間接金融（銀行）を中心とした金融システムの機能度は、環境変化の下で既に低下している（あるいは今後低下していく）とみられる。このため、金融システムの機能度を全体として向上させ、資金仲介経路の多様化を通じてシステムの頑健性を高める観点から、資本市場の活用を図る方向でのシステムの再設計が望ましいと考えられる⁷⁵。日本版金融ビッグ・バン構想をはじめ、わが国の金融行政は既にその方向に大きく舵を切っているが、各種インフラの整備などの面でなお十分とは言い難い。市場機能を効率的に働かせるためには、ディスクロージャーの推進⁷⁶、時価会計の活用による公開情報の一層の質的な向上や、規制緩和・税制改革等による競争環境の整備、企業買収等を通じたコーポレート・ガバナンス機能の向上など、わが国特有の金融構造の見直しを含め、金融システムを全体として改善していく必要がある。

(2) 公的金融についての考え方

第5章で論じたように、市場原理が働きにくい公的金融の存在は、それ自身、また民間銀行の貸出金利を低く抑える効果を持つことを通じて、資本市場での

⁷⁵ 個人投資家にとって魅力のある資本市場、とりわけ株式市場をつくるための改革を早急に進めるべきであろう。具体的には、株式投資単位の引き下げや株式譲渡課税の減免をはじめとする証券税制の優遇措置等を進めていく必要がある。この点についてはドイツの事例が参考となる。ドイツでは、東西ドイツ統合に伴う混乱を乗り越え、ドイツ企業の国際競争力を高めるには、株式市場の強化が不可欠として、1990年代はじめから株式市場活性化に向けた税制改革等を進めた。個人の株式譲渡税は原則非課税とし、低所得層には株式投資の奨励金も支給している。これらの財産形成制度における改革の結果、個人金融資産に占める株式比率は、1989年の2.9%から1999年には13.1%に上昇した。

⁷⁶ ディスクロージャーのあり方については、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)、BISグローバル金融システム委員会(CGFS)、保険監督者国際機構(IAIS)、証券監督者国際機構(IOSCO)により共同設置されたワーキング・グループが、“Final Report of the Multidisciplinary Working Group on Enhanced Disclosure”（日本銀行仮訳、「ディスクロージャー強化のための共同ワーキング・グループ報告書」、2001年）の中で、様々な提言を行っている。

資金調達の相対的な魅力を減殺していると考えられる。また、リスクとの関係で適切な付利が行われていない郵便貯金の存在により、個人投資家は資本市場に敢えて向かう意欲を持ちにくい状況となっている。郵便貯金の自主運用が拡大すれば、その規模が大きいために価格支配力を持ち、市場機能に悪影響を及ぼすことも懸念される。こうした公的金融の弊害は早期に是正される必要がある。公的金融機関は、民間銀行と比べてもディスクロージャー面で著しく立ち遅れており、外部からのチェックや規律付けが働きにくいことも大きな問題であろう⁷⁷。

以上のような公的金融機関と民間銀行の現状は、理論的な立場からみると、社会厚生を最大化を目指す公的金融機関と、純粋に私的利潤の最大化を目指す民間金融機関が、同質な金融商品を扱う市場で寡占的に競合している状況と考えることができる。このときの金融当局にとっての最大の関心は、社会厚生を最大化を目指しているはずの公的金融機関の存在が、民間金融機関の行動を量的に制約することにとどまらず、結果的に社会厚生をも毀損するに至っているのか否か、という点にある。

この点について、井手・林(1992)は、公的金融機関と民間金融機関の2者からなる複占モデルにより興味深い分析を行っている。彼らの結論の一部を紹介すると次のようになる⁷⁸。

社会厚生を最大化を目指す公的金融機関と私的利潤の最大化を目指す民間金融機関が、お互いの行動を所与とし相手は自分の行動の変更を追従しないと仮定するクールノー的な複占競争を行う場合を想定する。このとき、

⁷⁷ たとえ採算の低い運用であったとしても、それにより社会全体の厚生が上昇するのであれば政策的な意義もあろう。しかし、実際にそうした意義のある案件が選択されているのか、といった点が外部から適切にチェックされる体制が確保されているかどうかの問題である。

⁷⁸ 井手・林(1992)は、この他、公的金融機関あるいは民間金融機関が生産量の決定においてリーダーとなるシュタッケルベルク競争を仮定した分析を行っている。その主要な結論は次のように要約される。

公的金融機関がリーダーとなる場合には、公的金融機関が民間金融機関の利潤最大化行動を正確に予測しながら社会厚生を最大化を目指して行動するという条件の下で実現される均衡は、民間金融機関のみの均衡よりも高い社会厚生を実現する。

民間金融機関がリーダーとなる場合には、公的企業の限界費用が規模に関して不変であるときのみ、社会的最適を実現する。

すなわち、クールノー競争ではなく、シュタッケルベルク競争を仮定する場合には、公的金融機関の存在が社会厚生を高める方向に作用する可能性がある。しかし、社会的最適を実現するためには、 のケースでは、公的金融機関は絶えず民間金融機関の反応を正確に把握しながら、積極的にリーダーとしての意思決定を行わなければならない。また のケースでは、公的金融機関の限界費用が規模に関して不変であるという「厳しい」前提条件が必要となる。

公的金融機関の市場シェアは民間金融機関のシェアを上回る（公的金融機関が民営化されれば、民営化後のその金融機関のシェアは下がる）。

民間金融機関と競合する公的金融機関は、私的利潤の追求を目的に加えることによって、より高い社会厚生を実現できる。

これらの結論は、社会厚生を最大化をその目的として掲げる公的金融機関の存在が、私的利潤の最大化を追求する民間金融機関とのクールノー的な複占競争の中では、社会厚生をかえって毀損する可能性があること、逆に言えば公的金融機関の民営化を推し進めていくことに社会厚生上メリットを見出せる可能性があることを示している⁷⁹。

(3)市場メカニズムの制御能力の向上

間接金融中心の金融システムから直接金融中心の金融システムへの移行が進展していく場合、資本市場における変動が企業や家計に直接影響を及ぼす度合いが高まっていくと考えられる。その際、日本銀行金融研究所（2001）でも指摘されているように、情報技術革新による金融取引スピードの上昇やグローバル化の進展は、金利、為替、株価等のボラティリティーを増大させるとともに、投資家の群集行動(herding behavior)の伝播を容易にすることにより、金融システムの安定性を著しく損なう可能性を生じさせる⁸⁰。

このため、金融システムの安定性を確保するという観点から、中央銀行（および金融当局）には、市場メカニズムの制御能力を向上させることが求められる。ここで制御能力とは、金融政策の適切な運営、今後の政策運営に関する不必要な不確実性を排除するための市場との適切なコミュニケーション⁸¹、金融市場における突発的な事態に対する危機対応⁸²などが挙げられる。情報技術革新は、市場参加者にとって情報へのアクセスを容易にするとともに、中央銀行サイドでもリアルタイムに情報を発信することを可能とする。こうした市場環境の変化の中で、「市場とのコミュニケーション」を適切に行っていくこと、そして、特に中央銀行にとっては直接金融中心の金融システムへの移行とともに、市場に対する働きかけの基点としての金利のトランスミッション・メカニ

⁷⁹ モデルの詳細は、補論を参照のこと。

⁸⁰ また、郵便貯金、海外の巨大ファンドといった価格支配力を持ちうる市場参加者の存在は、市場の円滑な機能の発揮を阻害する可能性がある。

⁸¹ ここでのコミュニケーション手段としては、金融政策決定会合の議事要旨公表、中央銀行総裁等による記者会見、経済見通しの公表、将来の政策経路に対する様々なコミットメントなど、かなり幅広く考えておく必要がある。

⁸² 例えば、1998年秋のLTCM(Long Term Credit Management)の経営危機に際してFRBが示した危機対応が挙げられる。

ズムが十分機能するように、障害をひとつひとつ取り除いていくことが求められていると考えられる。この点からも、上述の公的金融の問題に早期に取り組むことには大きな意義があろう。

7.2 規制・監督政策のあり方

(1) 基本的な考え方

銀行がわが国金融システムの中でその独自の機能を引き続き適切に果たしていくためには、銀行への規律付けを、これまでのような金融当局主導のものから市場（競争圧力）主導によるものへと移行させていくことが必要となろう。ただ、そうは言っても市場には「失敗」がつきものであることを踏まえれば、将来的に金融当局による規制・監督の役割が（どの程度が最適かとの議論はあるとしても）なくなるとは考えにくい。

規制・監督のあり方は、時代の要請に合わせて柔軟に変化していく必要がある。特に、わが国銀行業規制の根幹を成してきた参入・退出規制は、個々の事例に即してケース・バイ・ケースで判断するのではなく、規制・監督・競争政策全体の中でトータルに判断基準を示していく必要がある。基本的な立場としては、以下で議論するように、参入障壁をできるだけ低く保ち、かつ、市場から退出を宣告された銀行のスムーズな退出を促すような規制・監督体系が望ましいと考えられる。

その際、実際に情報技術革新の進展を背景として異業種による銀行業への新規参入が活発化した場合、どの主体を規制・監督の対象としていくべきか、という点については注意が必要である。少なくとも、既存の業態別の金融規制・監督は意味がなくなるだけでなく、適切な競争条件の衡平性(level playing field)の提供に支障をきたす可能性がある⁸³。例えば、銀行、損害保険会社、電力会社により提供が開始された天候デリバティブは、損害保険に極めて似通った機能を持っており、業種・業態別の産業規制が意味を持たなくなることは明らかである。しかも、技術革新のスピードが非常に速いことを踏まえると、金融規制・監督は、従来の「機関別アプローチ(institutional approach)」から「機能別アプローチ(functional approach)」へと転換を図ること⁸⁴、しかも技術革新のスピー

⁸³ また、前述のように銀行のメガ・バンク化が今後も進展していくとしたら、公平性の確保やモラル・ハザードの防止の観点から、銀行監督のあり方としての too-big-to-fail 政策の見直しも求められよう。ただし、金融危機時に巨大銀行の破綻の影響が金融システム全体に「爆発的に」波及することを未然に防止するため、破綻した巨大金融機関の秩序だった処理を金融当局が進めていくことは引き続き重要であると思われる(これは too-big-to-fail 政策に対し too-big-to-explode-quickly 政策と呼ばれている)。

⁸⁴ ここでの主眼は、情報技術革新等により様々な変化が起り得る(しかも、事前には予想しがたい)場合には、これまでの機関(業態)別規制・監督にとらわれない柔軟な対応が

ドに十分に耐えられるように随時柔軟・スピーディーな見直しが不可欠であろう。

(2) 参入規制のあり方

これまで金融当局による銀行業への参入規制を正当化してきた有力な論拠は、銀行業への新規参入が競争圧力の増大を通じて既存の銀行収益を圧迫し⁸⁵、銀行に期待されるモニタリング機能を毀損する、というものであった。

しかし、例えば、参入規制によって潜在的競争圧力から隔離された結果、既存の銀行間に競争制限的な結託が生まれるのであれば、参入規制は社会厚生を損なう可能性がある。また、銀行貸出が（モニタリングを経て）差別化できるものであるとしたら、銀行業への新規参入は資金調達者にとって、選択の幅が拡大することを意味することになる。とりわけ、最新の情報技術革新の成果を取り入れ、金融商品開発力に優れた異業種からの参入者や、欧米の投資銀行がわが国の銀行業へ参入することは、単に銀行間における競争圧力を高めるものとして捉えるべきではなく、多くの借り手やサービスの需要者に直接大きなメリットをもたらすことに目を向ける必要がある。

参入規制のあり方を考える際には、こうした様々な潜在的な効果を比較考量していくことが求められる。しかし、将来的に銀行を規律付けていくものは様々な競争圧力以外に考えにくいこと、銀行の収益性の改善には新しい金融技術などを用いたイノベーションが不可欠であると考えられることに鑑みれば、銀行業の参入規制は可能な限り緩和していく筋合いにあるものと考えられる⁸⁶。

(3) 銀行の退出促進(破綻処理)政策のあり方

新規参入の増加により銀行間における競争圧力が高まったとしても、適切なリスク管理を行い、必要なリスクをとることができる銀行は、それにふさわしい収益を確保すべきである。しかし、過度にリスクをとる銀行や、逆に金融仲

必要であるということにあり、機能別に体系だった固定的な規制・監督体系を再構築すべきであるということではない。

⁸⁵ これは、鈴村(1990)による寡占的銀行業における過剰参入定理 (excess entry theorem) と密接な関係がある。過剰参入定理を要約すると次のようになる。クールノー型の寡占的競争が行われている銀行業において、預金と貸出が差別化できず戦略的代替性を持つ場合には、産業均衡における銀行の数は必ず社会厚生観点からみた最善の銀行数を超過する。また同じ設定において、限界的に銀行数を減少させると社会厚生は必ず改善する。

⁸⁶ Kim(2001)は、過剰参入定理を拡張し、規制主体である政府に対する企業の戦略的な行動を明示的に考慮すると、規制のあり方に関する政策的なインプリケーションが変わってくることを示している。すなわち、過剰参入定理から導かれるように単に参入を規制するのではなく、一定の参入条件の下で新規参入を認め、それによる社会厚生向上効果を楽しむ方が規制のあり方として望ましい、との議論を展開している。

介機関として当然とるべきリスクをとることに極端に慎重な銀行は、市場メカニズムにより淘汰されていくべきである。市場規律が働く環境とは本来こうあるべきであろう。

従って、銀行経営に対するガバナンス機能を金融当局主導から市場競争主導へと移行させていけば、銀行破綻はこれまでの護送船団方式による金融行政時代⁸⁷に比べて当然増加することが予想される。このときに必要となるのは、経営困難に陥った銀行に対し、早期に退出を促す環境（ディスクロージャーの推進⁸⁸や会計原則の整備などにより市場規律が働きやすい環境）を整備していくことであろう。酒井・鹿野(2000)が論じているように、1990年代における金融システムの機能不全の原因は、護送船団方式に基づいて、大手銀行を破綻させないことを明言した金融当局が、それによりかえって銀行に公的援助の期待を与えてしまい、不良債権処理に向けた自助努力の芽を摘んでしまったことにもあると考えられる。

1990年代末近くになって銀行破綻が続出するまでは、金融当局が、放漫経営により経営危機に陥った銀行に対し当該経営者の責任を追及する一方で、当該銀行と関連のある他の銀行に営業譲渡や合併させる形で問題解決を図ってきた。つまり、ケース・バイ・ケースで問題銀行を処理してきた。こうした個別処理方式に固執してきたことが、結果として問題銀行の処理を遅らせ、不良債権残高を増加させてしまった面があることは否めない。

不良債権処理、あるいは経営難に陥った銀行の破綻処理を先送りすることは、収益を生まない資産を保有し続けることであり、また、銀行システムの全体としての効率性・安定性を阻害する危険性を伴うという意味で、社会全体の負担を高めるものである⁸⁹。（実質的に）破綻した銀行を早期に処理することの意義はここにもある。そのためにも護送船団方式から決別し、客観的なルール（破綻処理ルール）を整備するとともに、それを継続的に改善していく努力が必要であろう。破綻処理ルールを整備・改善する際には、経営の先行きに目途が立

⁸⁷もし市場規律の働く環境が整備されていたのであれば、淘汰されていたであろう銀行も存続が可能であったという意味で、護送船団方式の下では、金融システムの効率性は阻害されていたともいえる。

⁸⁸星（2000）が示しているように、自らの（不良）資産内容を開示することが金融当局により求められていない場合には、経営破綻に陥っている銀行にとっての合理的な行動は、さらにリスクの高い貸出（不良貸出先に対する追貸を含む）に傾斜することである。

⁸⁹また、実質的に破綻している借り手企業の経営者には、企業価値を維持しようというインセンティブが欠けていることも問題点として指摘されている。この点をイエレン(2000)は次のように説明している。「不動産開発業者が銀行借入によってビルを建てたが、不動産市場の低迷で、そのビルの市場価値が借入元本を下回ってしまった。このような状況下では、経営者はいずれ銀行にその物件を取り上げられると思うため、ビルの管理上必要な

たない実質的な破綻銀行をいかに早期に退出させるか、また、どのような退出方法を選択すれば社会的摩擦を最も小さくできるのか、という観点が不可欠である。前者については、早期退出を促す市場規律の活用が重要となろう。また、後者に関しては、特定の銀行が破綻したときに、その影響が金融システム全体に波及することを防ぐために、中央銀行による最後の貸し手機能と預金保険制度の継続的な改善を柱とするセーフティ・ネットの整備が不可欠である。

8. おわりに

本稿での議論を総括すると、以下のようになろう。

- (1) 情報技術革新やグローバル化の進展、金融規制緩和などの金融環境の変化（変革の圧力）は、資本市場（直接金融）の機能度を向上させる方向に働くとみられる。その一方で、わが国の間接金融（銀行）を中心とした金融システムが効率的・安定的に機能するために必要な基礎的条件は一部満たされなくなってきており、そうした状況は、銀行の不良債権処理が完了した後も続く可能性が高い。このため、金融システムの機能度を全体として向上させ、資金仲介経路の多様化を通じてシステムの頑健性を高める観点からは、資本市場の活用を図る方向でのシステムの再設計が望ましいと考えられる。わが国金融システムは、「日本版金融ビッグ・バン構想」に基づき、既に市場メカニズムを活用する方向に進んでいるが、この方向性は望ましいものである。
- (2) しかし、わが国金融システムが現在、銀行をはじめとする金融仲介機関に大きく依存していること、コーポレート・ガバナンスや労働市場との制度的補完性が米国とは異なること、公的金融のプレゼンスの大きさなどわが国特有の金融構造があることを踏まえると、わが国金融システムが米国のような直接金融中心の金融システムに直ちに移行するとは考えにくい（また、移行に伴う社会的なコストを考えると無理に移行させることも望ましくない）。銀行システムは、中小零細企業金融などエージェンシー・コストの大きな金融取引や複雑で高度な金融技術を顧客にわかりやすい商品に変換し、供給する面において、資本市場取引に比べ優位性を持っている。情報技術革新により銀行の情報生産機能における優位性が低下していく可能性はあるが、以上のような銀行システムの持つ利点を活かすようなシステム設計が望まれる。

メンテナンス等を行わなくなる。その結果、その物件の価値はさらに下がってしまう。」

- (3) わが国の銀行が、金融システムにおいて期待される金融機能を効率的・安定的に発揮していくためには、経営（収益）が安定していることが望ましい。しかし、金融環境の変化の中で、もはや行政による保護と規律付けにより全ての銀行の経営を安定させることが困難であり望ましくもないことは言うまでもない。資本市場からの、あるいは銀行間の競争圧力が、個々の銀行に対する規律付けの新たな主役となるものと考えられる。そうした状況の下で、銀行にとっての喫緊の課題は、不良債権の処理を迅速に進めていくことであるが、同時に、信用リスクに見合った貸出金利設定、新金融商品・サービス開発能力の強化等を通じ、構造的に収益性を向上させていくことが不可欠である。また、バブル期に毀損してしまったモニタリング機能をはじめ、リスク管理体制を再構築する必要がある。
- (4) 金融当局にとっての課題は、資本市場と銀行が本来持つ金融機能が十分に発揮されるように環境を整備すると同時に、資本市場と銀行、銀行間の競争圧力を適切に保つことにより、金融システムが全体として効率的・安定的に機能するように、システムを設計・運営していくことである。具体的には、市場メカニズムの活用促進と規制・監督体系の見直しの2つに集約される。
- 市場メカニズムを効率的に機能させるためには、まず、企業のディスクロージャーの推進、税制・会計制度の見直し、企業経営に市場規律が働きやすい環境の整備をはじめとする各種市場インフラの整備を引き続き進めていく必要がある。また、政策金融の存在が貸出利鞘を企業の信用リスクとの対比において不当に抑制しているほか、郵便貯金制度の存在が資本市場での個人投資家の育成を阻害しているとみられることを踏まえれば、資本市場の機能を活かす形で金融システム全体の機能度を向上させるためには、公的金融のあり方を抜本的に見直していくことが不可欠であろう。さらに、市場を中心とした金融システムは、外部からのショックが直ちに市場価格に反映され、企業や家計を直撃するシステムであることから、金融システムの安定性を確保するために、中央銀行をはじめとする金融当局サイドで市場制御能力を高めていく必要がある。
- (5) 金融当局による規制・監督のあり方は、時代の要請に合わせて変化していく必要がある。具体的には、銀行に対する競争圧力による健全な規律付けを実現し、銀行システムの全体としての安定性を確保するためには、参入障壁をできるだけ低く保つと同時に、市場から退出を宣告された金融機関の迅速かつスムーズな退出を促すような市場規律が働きやすい環境および規制・監督体系を構築していくことが望ましい。特に、銀行破綻はこれま

での護送船団方式による金融行政時代に比べて増加することが予想される。このとき必要なのは、経営困難に陥った銀行に対し、早期に退出を促す体制を作り上げることであろう。

以 上

(参考文献)

- 青木昌彦・奥野正寛編著(1996)、『経済システムの比較制度分析』、
東京大学出版会
- イエレン、ジャネット(2000)、「実質破綻企業を早急に処理しない限り日本の
本格的な景気回復はない」、『エコノミスト』8月22日号
- 石田和彦・三尾仁志(2000)、「わが国銀行業の将来像 - 預金通貨需要からの
アプローチによるマクロ的サイズの検討 - 」、『金融研究』日本銀行
金融研究所、第19巻2号
- 井手一郎、林 敏彦(1992)、「金融仲介における公的部門の役割」、
堀内昭義・吉野直行編、『現代日本の金融分析』東京大学出版会
- 植田和男(1994)、「日本型金融システムの再構築」、貝塚啓明・植田和男編著、
『変革期の金融システム』、東京大学出版会
- 奥村洋彦(2001)、「公的金融偏重の資金循環是正なくして金融再生なし」、
『論争東洋経済』3月号、pp. 46-51
- 小佐野広(1996)、「日本の金融労働システム」、伊藤秀史編
『日本の企業システム』 東京大学出版会
- 倉澤資成(1989)、「証券：企業金融理論とエイジェンシー・アプローチ」、伊
藤元重・西村和雄編、『応用ミクロ経済学』 東京大学出版会
- 国際金融情報センター(2000)、『米国ベンチャーファイナンス市場の実態につ
いて(委託調査)』
- 酒井良春・鹿野嘉昭(2000)、「金融システム(改訂版)」有斐閣
- 清水克俊・堀内昭義(1997)、「日本のセーフティネットと金融システムの安定
性」、浅子和美・福田慎一・吉野直行編著『現代マクロ経済分析』、
東京大学出版会
- 鈴村興太郎(1990)、「銀行業における競争・規制・経済厚生」、
『金融研究』日本銀行金融研究所、第9巻第3号
- 高橋文郎(2001)、「ベンチャー・キャピタルの現状と課題」、『証券アナリス
トジャーナル』、39号、2001年3月号
- 日本銀行金融研究所(1999)、「電子決済技術と金融政策との関連を考えるフォ
ーラム」中間報告書、『金融研究』日本銀行金融研究所、第18巻第3
号
- 日本銀行金融研究所(2001)、「技術革新と銀行業・金融政策 電子決済技
術と金融政策との関連を考えるフォーラム」報告書、『金融研究』
日本銀行金融研究所、第20巻第1号
- 日向野幹也(1995)、『金融・証券市場 - 情報化と審査能力 - 』、新世社

- 肥後雅博(2001)、「財政投融资の現状と課題 - 2001 年度税制改革が財投の機能に与える影響」、日本銀行調査統計局 Working Paper 01-1
- 深尾光洋(1999)、「日本の金融システム不安とコーポレート・ガバナンス構造の弱点」、青木昌彦・奥野正寛・岡崎哲二編著『市場の役割 国家の役割』第5章、東洋経済新報社
- 星岳雄(2000)、「なぜ日本は流動性の罨から逃れられないのか」深尾光洋・吉川洋編、『ゼロ金利と日本経済』、日本経済新聞社
- 堀内昭義(1998)、「不良債権問題と銀行経営」、『日本改革』日本改革研究会報告書、社団法人研究情報基金(FAIR)
- 堀内昭義(1999)、『日本経済と金融危機』、岩波書店
- Allen, F., and D. Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, Cambridge, MA.
- Allen, F., and A. Santomero (1998), “The Theory of Financial Intermediation” *Journal of Banking and Finance* 21, pp. 1461-1485.
- Allen, F., and A. Santomero (2001), “What do financial intermediaries do?” *Journal of Banking and Finance* 25, pp. 271-294.
- Aoki, M.(1994), “Monitoring Characteristics of the Main Bank System: An Analytical and Developmental View,” in Aoki, Masahiko, and Hugh Patrick, eds., *The Japanese Main Bank System*, Oxford University Press.
- Baba, N. (2001), “Optimal Timing in Banks’ Write-off Decisions under the Possible Implementation of a Subsidy Scheme: A Real Options Approach” Bank of Japan IMES DPS 2001E-11
- Basel Committee on Banking Supervision(2000), “Electronic Banking Group Initiatives and White Papers” (日本銀行仮訳「電子バンキンググループの活動の趣旨および白書」)
- BIS,Committee on the Global Financial System(2001), “The Implications of Electronic Trading in Financial Markets”(日本銀行仮訳「BIS グローバル金融システム委員会報告書『金融市場における電子取引のインプリケーション』」)
- Boot, A., and A. Thakor (2000), “Can Relationship Banking Survive Competition?” *Journal of Finance*, 55, pp. 679-713.
- Freixas, X. and J. Rochet (1997), *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge MA.
- G10(2001), “Report on Consolidation in the Financial Sector” (<http://www.bis.org>)
- Horiuchi, A.(1995), “Financial Sector Reforms in Postwar Japan: An Overview,”

Working Paper, University of Tokyo.

- Hoshi, T., and A. Kashyap (1999), "The Japanese Banking Crisis: Where Did it Come From and How will it End ?" *NBER Macroeconomic Annual*.
- Kim, J. (2001), "Excess Entry, Entry regulation, and Entrant's Incentive" The Institute of Economic Research, Hitotsubashi Univ. Discussion Paper Series A. No.402.
- Peterson, M., and R. Rajan (1995), "The Effect of Credit Market Competition on Lending Relationships," *Quarterly Journal of Economics*, 110, pp. 403-444.
- Rajan, R. (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice between Informed and Arm's Length Debt," *Journal of Finance*, 47, pp. 1367-1400.
- Sharpe, S. (1990), "Asymmetric Information, Bank Lending and Implicit Contracts: A Stylized Model of Customer Relationships," *Journal of Finance*, 45, pp. 1069-1097.
- Sheard, P. (1994), "Reciprocal Delegated Monitoring in the Japanese Main Bank System," *Journal of the Japanese and International Economies*, 8, pp. 1-21.
- Stiglitz, J. (2000), "The Contribution of the Economics of Information to Twentieth Century Economics" *Quarterly Journal of Economics*, 463, pp. 1441-1478.

(図表1)企業の金融負債構成

金融負債合計に占める割合(1999年12月末残高ベース) %

	日本	米国	ドイツ
貸出	38.8	12.1	33.3
債券	9.3	8.2	1.3
株式・出資金	33.8	66.6	54.3
貿易・企業間信用等	18.1	13.0	11.0

(注)各国とも株式は時価評価されており、企業の過年度における資金調達額累計を意味している訳ではない。また、米国は個人企業がここに含まれており、個人企業の実物資産を含む正味資産を家計からの出資金とみなしているため、出資金の比率が相対的に高くなっている可能性がある。

(資料)各国資金循環統計

(図表2)家計の金融資産構成

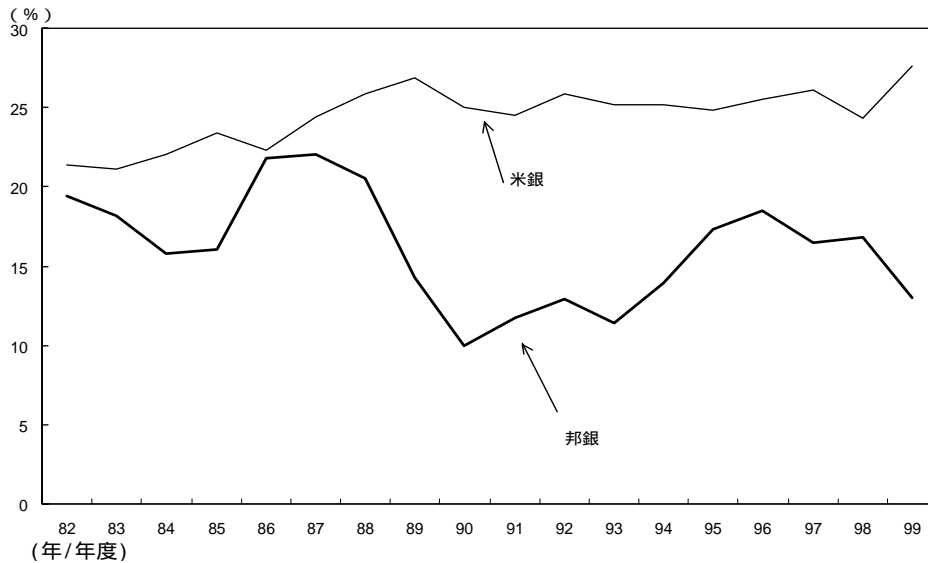
金融資産合計に占める割合(1999年12月末残高ベース) %

	日本	米国	ドイツ
現金・預金	54.0	9.6	35.2
債券	5.3	9.5	10.1
投資信託	2.3	10.9	10.5
株式・出資金	8.1	37.3	16.8
保険・年金準備金	26.4	30.5	26.4
その他	3.9	2.2	1.1

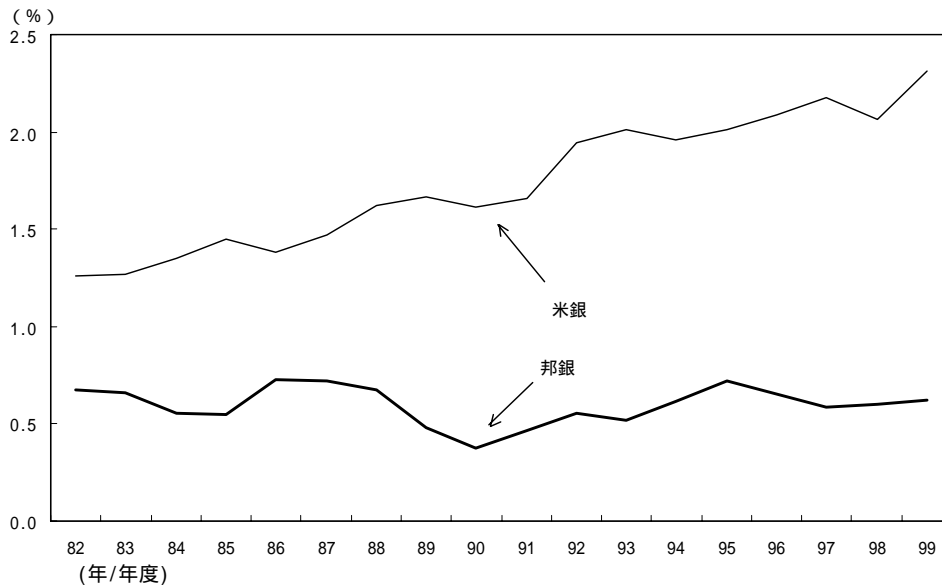
(資料)各国資金循環統計

(図表3) 銀行収益率(ROE・ROA)の日米比較

(1) ROE(株主資本収益率)



(2) ROA(総資産収益率)



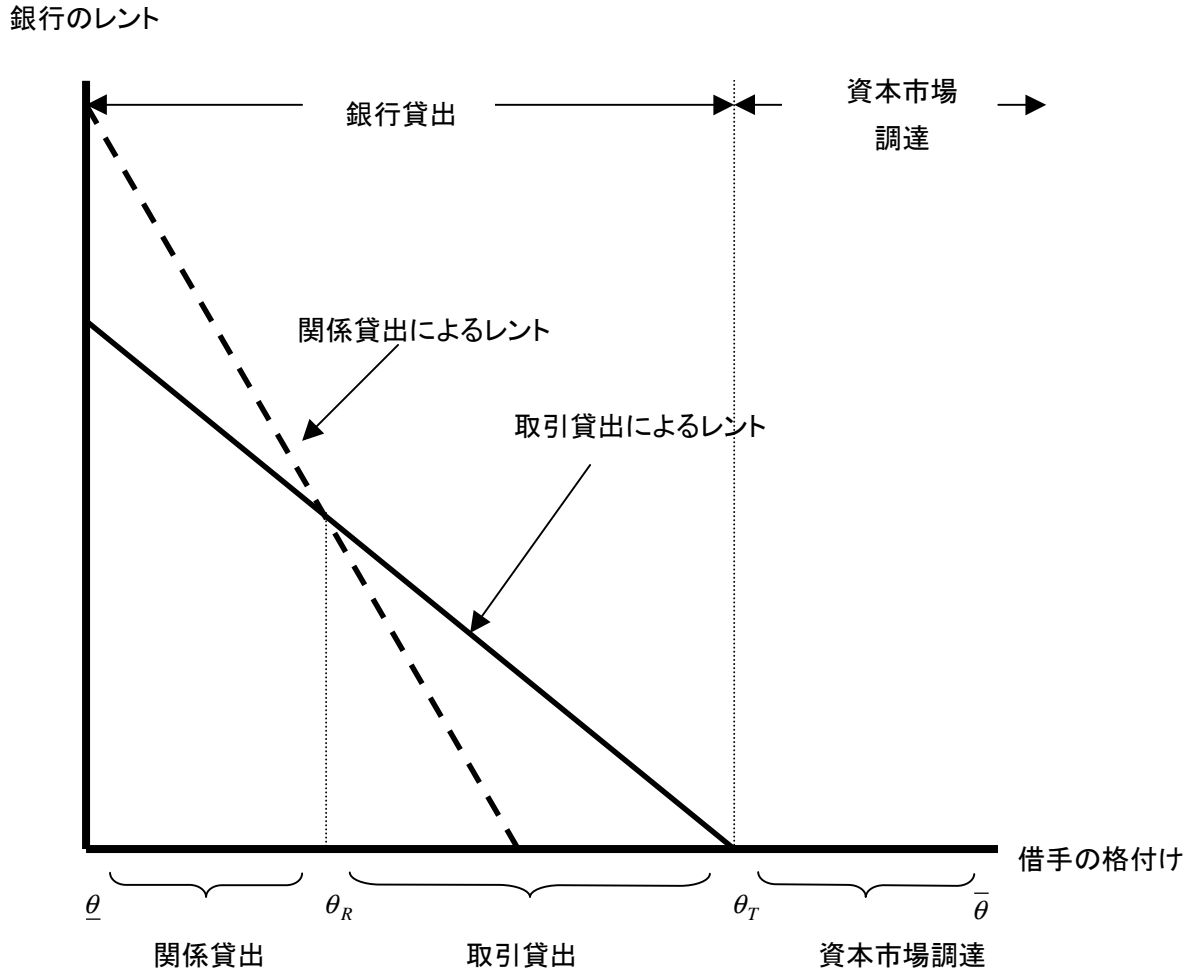
- (注) 1. 邦銀は全国銀行(年度決算)、米銀は預金保険対象行(暦年決算)。
 2. ROE(邦銀)=(業務純益-債券5勘定戻+一般貸倒引当金繰入額)/資本勘定平残
 なお、88年度以前は、業務純益の概念が存在しないため、分子として(営業利益+一般貸倒引当金繰入額)を用いて計算。
 $ROE(米銀) = (\text{Pre-tax net operating income} + \text{Provision for loan \& lease losses}) / \text{Total capital}$
 3. ROAについては、分母として総資産平残(邦銀)、Total asset(米銀)を使用。
 (資料) 全国銀行協会、各金融機関発表資料等、FDIC "Quarterly Banking Profile"

(図表4) 日本版金融ビッグ・バンの実施状況

改革項目	1997 年度	1998 年度	1999 年度	2000 年度	2001 年度
(1) 投資家・資金調達者の選択肢の拡大					
・内外資本取引等の自由化(外為法改正)	→	(98/4)			
・証券総合口座の導入	→	(97/10)			
・証券デリバティブの全面解禁			→ (98/12)		
・銀行等の投資信託の窓口販売解禁			→ (98/12)		
・資産担保証券などの債権等の流動化			→ (98/9)		
・有価証券定義の拡大			→ (98/12)		
・年金制度改革(「5:3:3:2 規制」の撤廃)	→	(97/12)			
(2) 仲介業者サービスの質向上および競争促進					
・金融持株会社の解禁	→	(98/3)			
・業態別子会社に対する業務制限の自由化				→ (99/10)	
・証券会社の登録制への移行		→ (98/12)			
・株式売買委託手数料の自由化				→ (99/10)	
・銀行による CP・普通社債の発行解禁				→ (99/10)	
(3) 利用しやすい市場への移行					
・取引所取引の改善と集中業務の撤廃			→ (98/12)		
・店頭登録市場の流通面の改革			→ (98/12)		
・有価証券取引税・取引税の廃止			→ (99/4)		
・国債売買における源泉取引税の一部廃止			→ (99/4)		
(4) 公正・透明な取引の枠組み・ルール整備					
・早期是正措置の導入			→ (99/4)		
・ディスクロージャー制度の見直し			→ (98/12)		
・会計制度の整備(時価会計の導入)				→	(01/3)

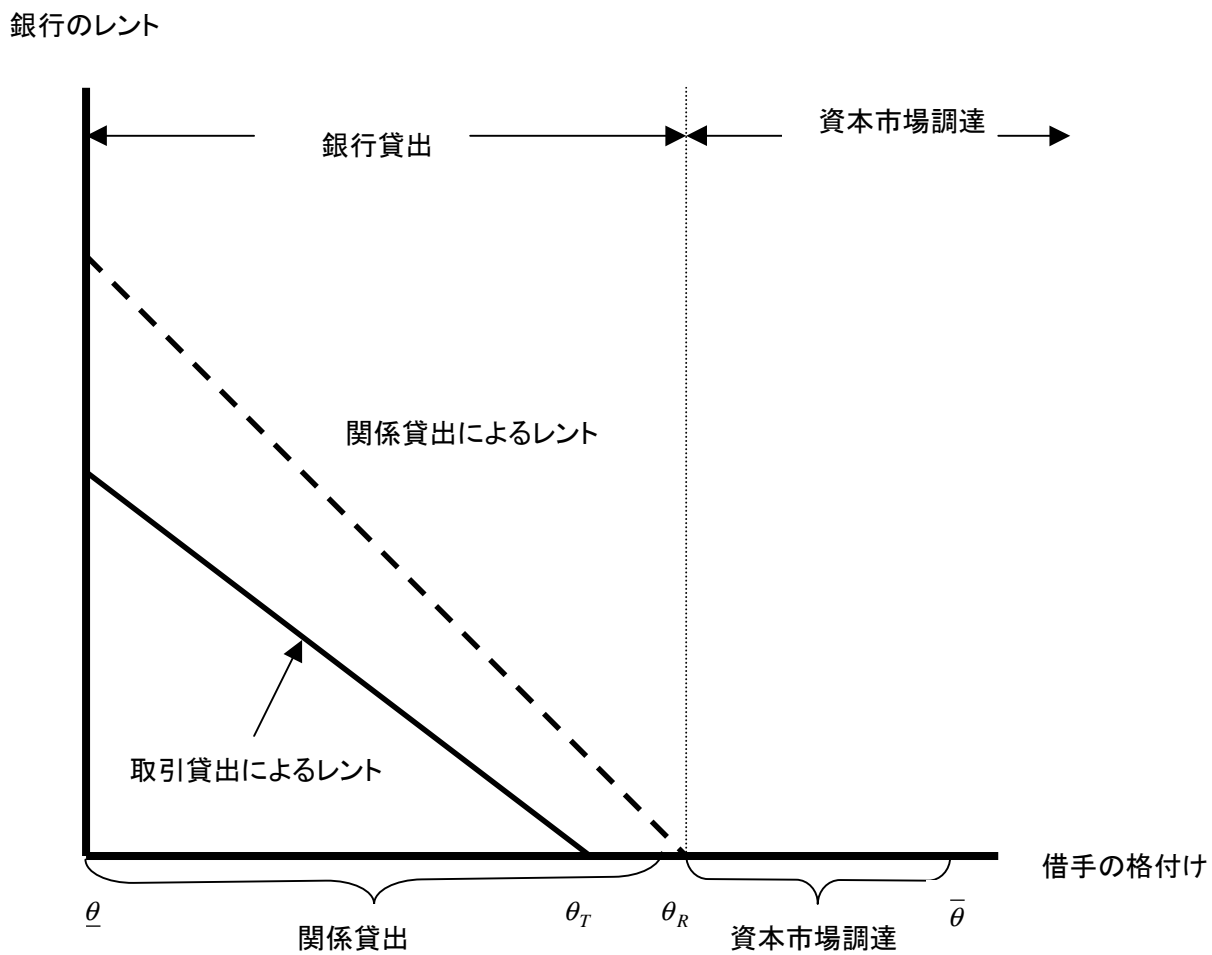
(出所) 酒井良春・鹿野嘉昭(2000)、「金融システム(改訂版)」、pp. 53 を加筆修正の上使用。

(図表5) 銀行間競争圧力がさほど強くない場合の銀行の最適戦略
(銀行貸出の総規模が一定の場合)



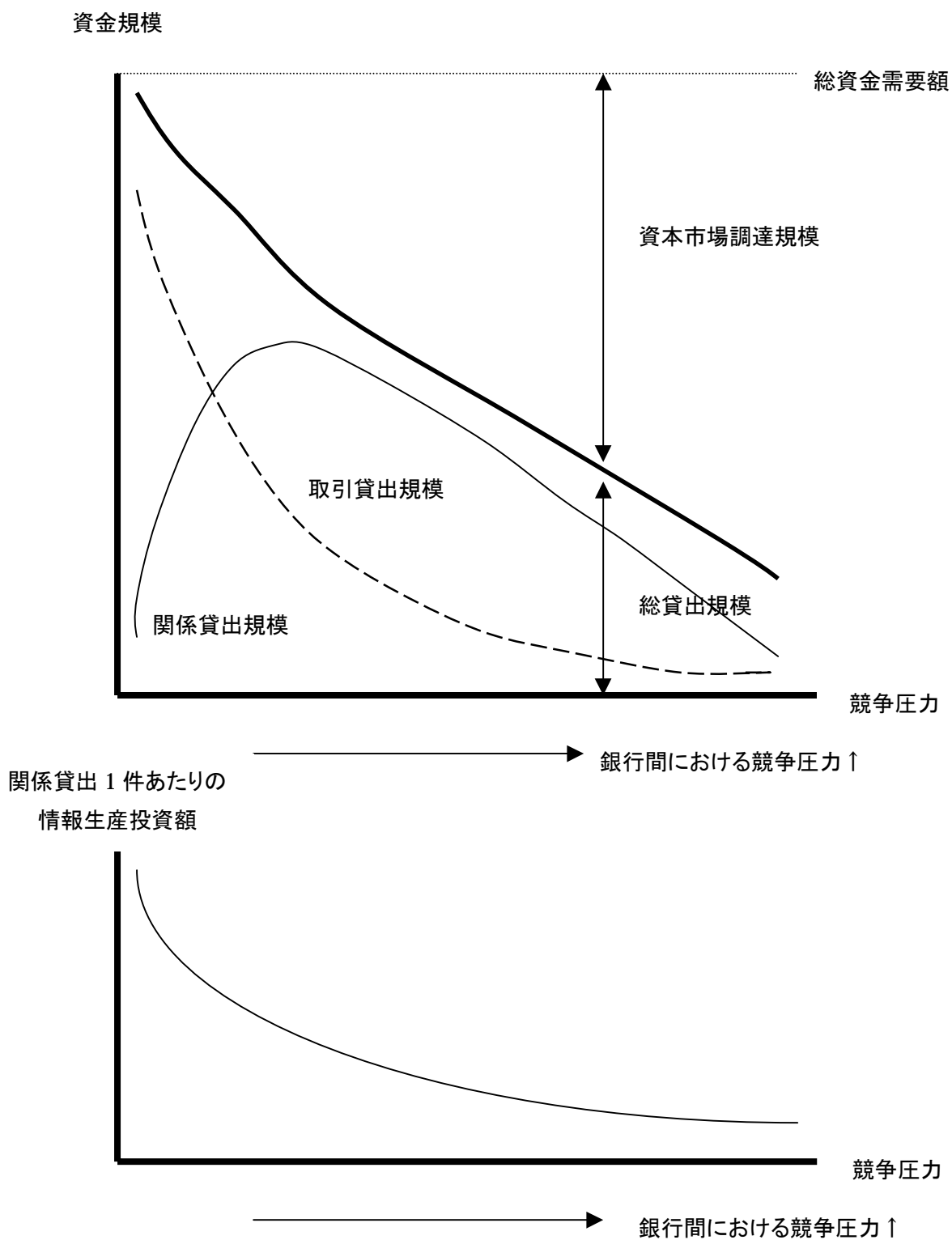
(出所) Boot, A., and A. Thakor(2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?"
Journal of Finance, 55, pp. 693.

(図表6) 銀行間競争圧力が十分に強い場合の銀行の最適戦略
 (銀行貸出の総規模が一定の場合)



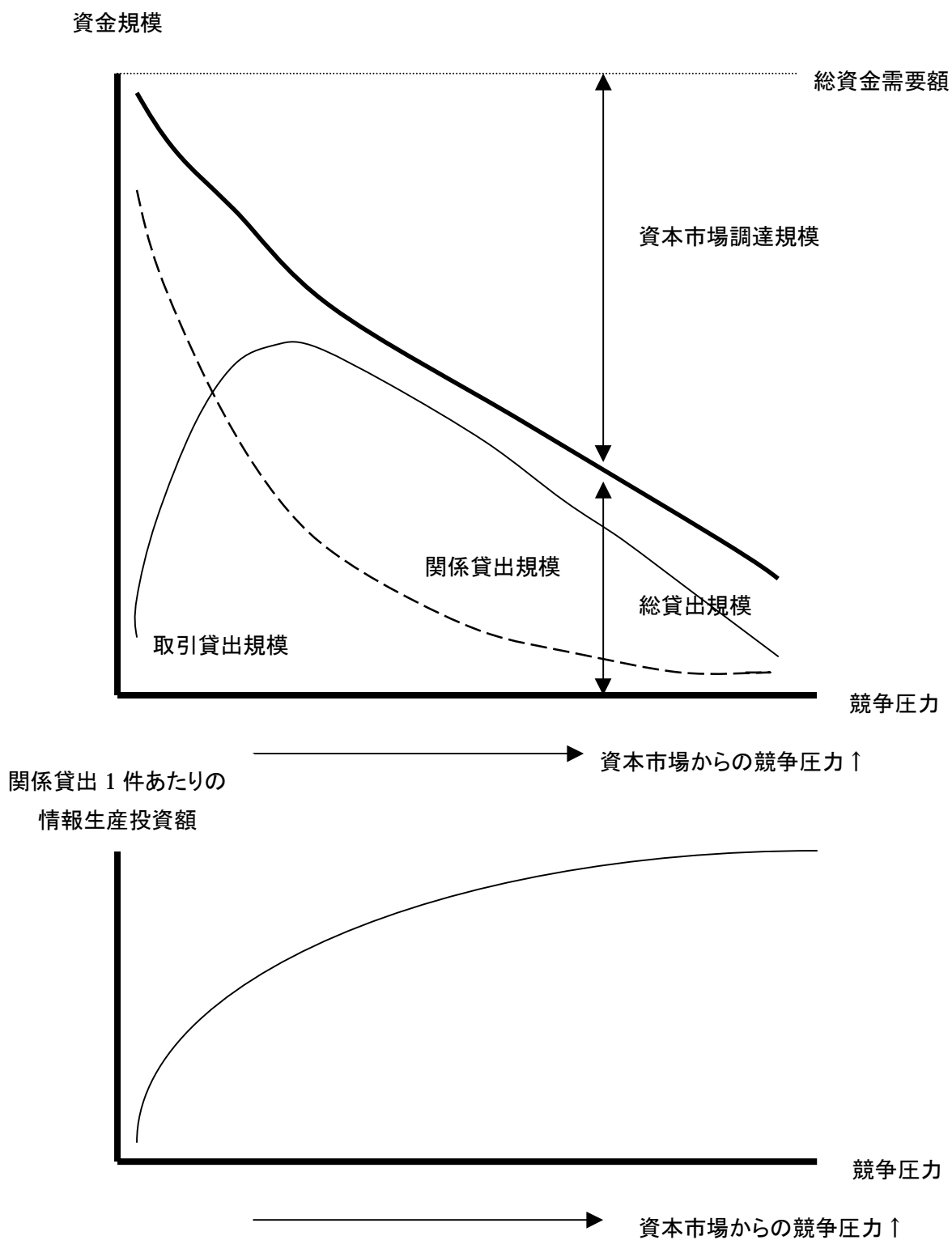
(出所) Boot, A., and A. Thakor(2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?"
Journal of Finance, 55, pp. 693.

(図表7) 銀行間における競争圧力と資金調達手段



(出所) Boot, A., and A. Thakor(2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, 55, pp. 704 の Figure 7 を加工のうえ使用。

(図表8) 資本市場からの競争圧力と資金調達手段



(出所) Boot, A., and A. Thakor(2000), "Can Relationship Banking Survive Competition?" *Journal of Finance*, 55, pp. 704 の Figure 7 を加工のうえ使用。

(図表9)わが国と米国の家計の資産選択の変化

(1) 米国家計の資産選択の変化(単位:10 億ドル)

	85 - 90 年	91 - 96 年
投資信託	390	940
MMF	176	162
年金・保険	1358	1688
クレジット・マーケット	811	458
定期・貯蓄預金	646	80
株式	-554	-677
その他	281	473
合計	3108	3124

(2) わが国のバブル崩壊後の家計の資産選択の変化(単位:兆円)

	90 - 94 年	95 - 99 年
公的金融		
郵便貯金	67	60
簡易保険	39	32
公的年金等	45	34
計	151	126
民間金融		
現預金	88	85
保険	40	14
年金	31	35
有価証券	-26	7
計	135	140
合計	286	266

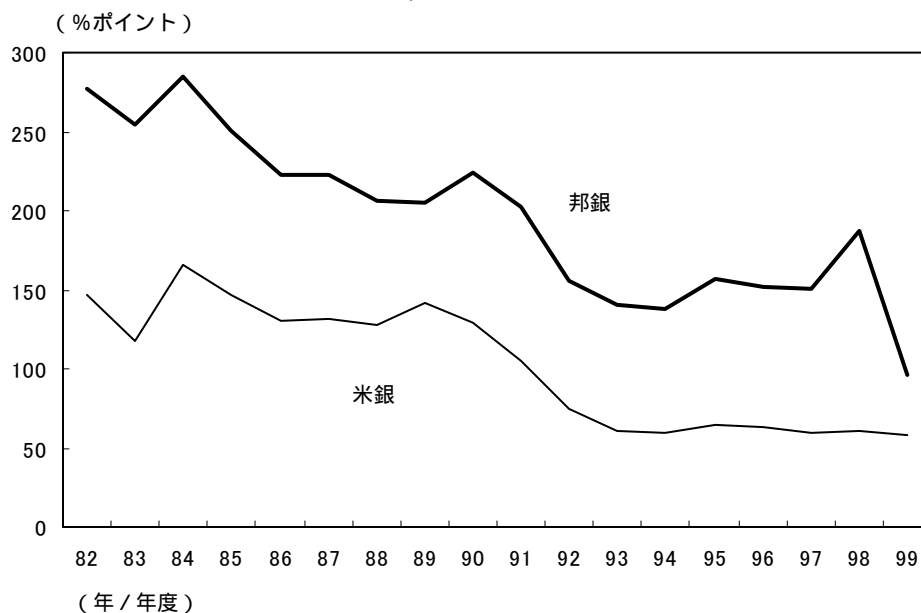
(注) 公的年金等は社会保障基金の資金運用部預託金、民間金融の年金は厚生年金保険の代行部分を含む。

(資料) Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts、日本銀行「資金循環勘定」

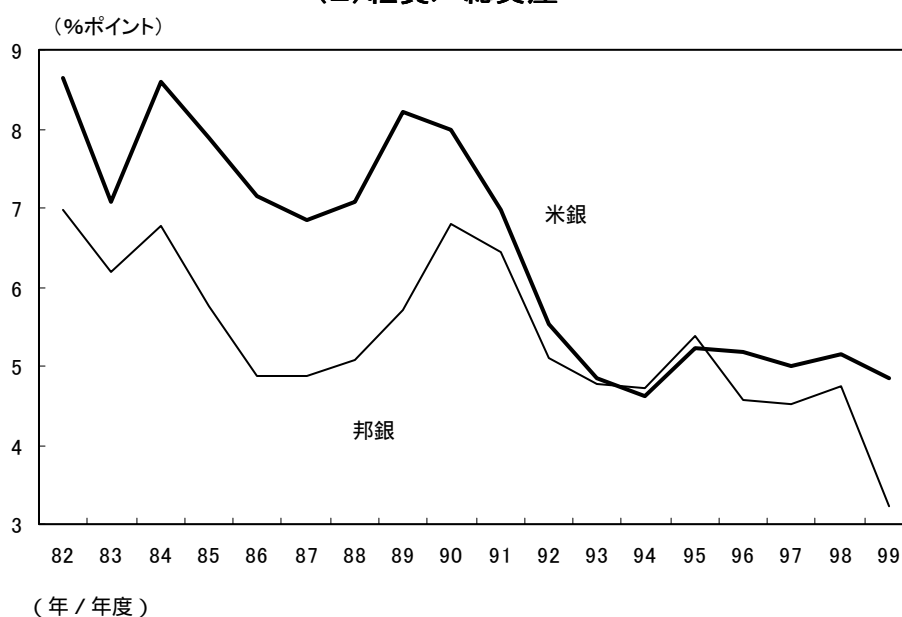
(出所) 奥村洋彦(2001)、「公的金融偏重の資金循環是正なくして金融再生なし」、『論争東洋経済』3月号、pp. 49

(図表10)経費の対自己資本・総資産比率

(1)経費／自己資本

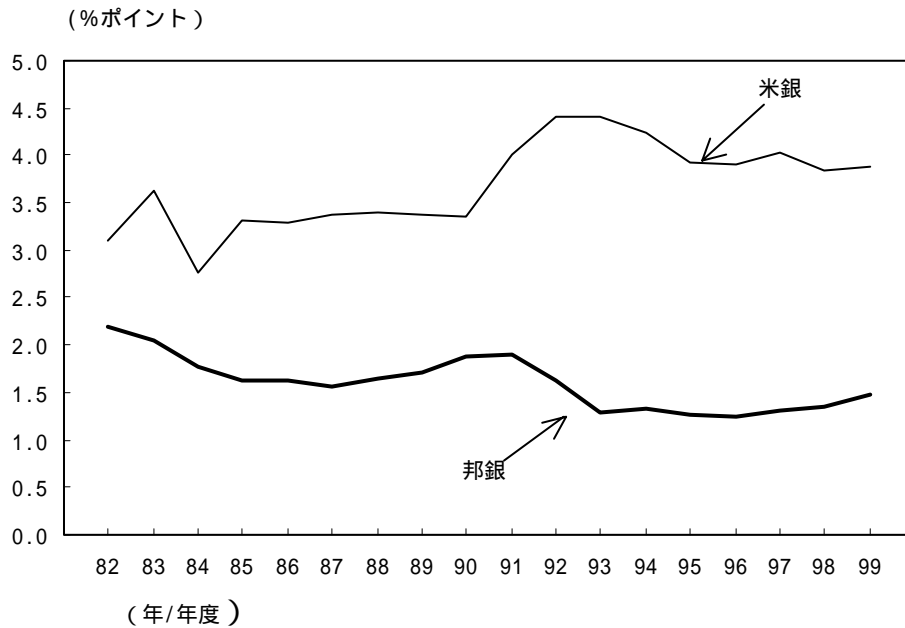


(2)経費／総資産

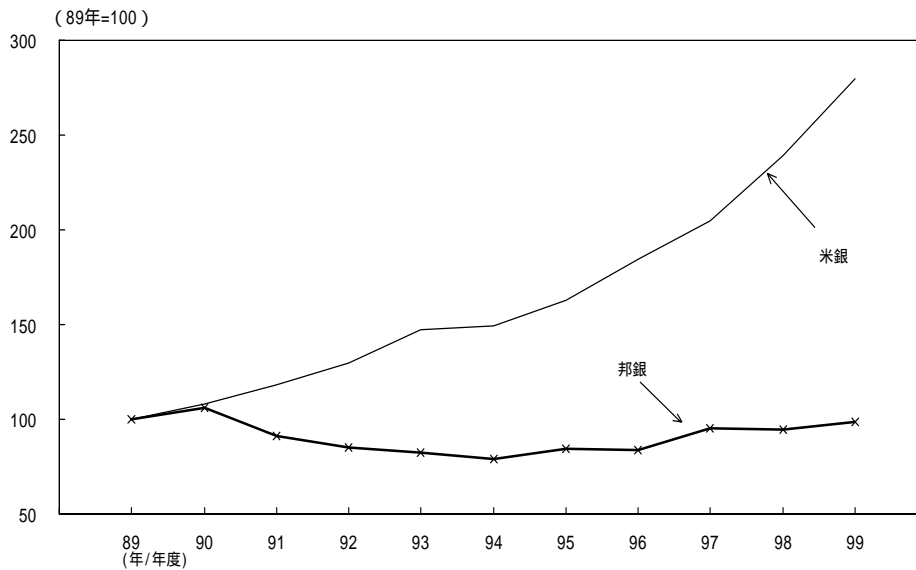


- (注) 1. 邦銀は全国銀行ベース(年度決算)、米銀は預金保険対象行(暦年決算)
 2. 米銀の経費=Interest Expense+Non-interest Expense、邦銀の経費=経常費用
 3. 米銀の自己資本=Equity Capital、邦銀の自己資本=資本金
 4. 米銀の総資産=Total Assets、邦銀の総資産=総資産
 (資料) 全国銀行協会、各金融機関発表資料等、FDIC “Quarterly Banking Profile”

(図表11)貸出金利鞘の日米比較



(図表12)非金利収入の日米比較



- (注) 1. 邦銀は全国銀行(年度決算)、米銀は預金保険対象行(暦年決算)
 2. 米銀の貸出利鞘=(Interest income on loans & leases)/(Total loans & leases)-
 (Total interest expense)/(Total interest-bearing liabilities)
 3. 邦銀の貸出利鞘=(貸付金利息+手形割引料)/貸出金平残-資金調達利率
 4. 米銀の非金利収入=Non-interest income
 5. 邦銀の非金利収入=経常収益-資金運用収益-株式売却益-信託 2 勘定の資金利益-
 特別留保金+信託勘定不良債権償却-特定取引収益-国債等債券売却益・償還益
- (資料) 全国銀行協会、各金融機関発表資料等、FDIC “Quarterly Banking Profile”

(補論)井手・林(1992)による金融仲介における官民競争モデル

(1)民間金融機関同士のクールノー均衡

まず、2つの民間金融機関が同質な金融商品市場において競争するクールノー均衡を考えよう。それぞれの金融機関の生産量を q_1 、 q_2 、市場での総供給量を $q = q_1 + q_2$ とする。市場の逆需要関数を $p = p(q)$ とし、代表的消費者の効用関数 $V(q)$ は限界効用逓減の性質を有し、市場価格との間には、 $p(q) = V'(q)$ の関係が成立しているものとする。また、2つの金融機関の費用関数を $c_1(q_1)$ 、 $c_2(q_2)$ とし、それぞれ $c_i''(q_i) \geq 0$ ($i=1, 2$) の関係を満たしていると仮定する。すなわち、各金融機関の利潤 π_i ($i=1, 2$) は、 $\pi_i = p(q)q_i - c_i(q_i)$ と書くことができる。

各金融機関は利潤最大化を目指して行動する。それぞれの金融機関が、自分の行動の変更に対して相手が反応しないと仮定するクールノー均衡においては、

$$p(q) + p'(q)q_i = c_i'(q_i), \quad i=1, 2 \quad (\text{A-1})$$

が成立する。(A-1)式は各金融機関の反応関数である。図表 A-3 はこのクールノー均衡を示している。図表 A-3 では、縦軸に金融機関 2 の生産量が、横軸に金融機関 1 の生産量がとられている。単純化のため、唯一の内点解の存在、解の安定性を仮定すると、クールノー均衡は 2 つの反応曲線の交点の E_{MM} に決まる。

(2)公的金融機関と民間金融機関のクールノー均衡

次に、複占を構成する金融機関のひとつが、社会厚生を最大化を目指す公的金融機関である場合 ($i=K$ を公的金融機関、 $i=M$ を民間金融機関とする) を考えよう。ここで、社会厚生 W は $W(q) = V(q) - c_K(q_K) - c_M(q_M)$ と定義されている。

このとき、クールノーの仮定に従う公的金融機関の反応関数は、

$$\frac{\partial W}{\partial q_K} = V'(q) - c_K'(q_K) = p(q) - c_K'(q_K) = 0 \quad (\text{A-2})$$

で与えられる。ここで、公的金融機関の反応関数(A-2)と民間金融機関の反応関数(A-1)を比較してみると、(A-1)式を満たす点においては、 $p(q) > c_K'(q_K)$ となっていることがわかる。これは、逆需要関数と費用関数の性質から、同じ q_M に対して、(A-2)式を満たす q_K は(A-1)式を満たす q_K よりも大きくなければならないことを意味している。グラフ上では、公的金融機関の反応曲線関数は、図表 A-3 の破線のように、民間金融機関の反応曲線よりも右に位置する。従って、

公的金融機関と民間金融機関が競争するクールノーの均衡点 E_{MK} は、民間金融機関同士の均衡点 E_{MM} より右下に位置する。よって、次の命題が得られる。

命題 1

社会厚生を最大化を目指す公的金融機関と私利私欲の最大化を目指す民間金融機関が、クールノー的な競争を行うと仮定する。このとき、公的金融機関の市場シェアは民間金融機関のシェアを上回る。

次に、公的金融機関の目的関数の変化が社会厚生に与える影響について考察するために、公的金融機関の目的関数を次のような一般的な形に置き換える。

$$Z = (1-\theta)W + \theta\pi_K \quad (\text{A-3})$$

ここで、 π_K は公的金融機関の利潤である。 θ は公的金融機関の民営化の程度を表し、 $\theta=1$ ($\theta=0$) のとき、公的金融機関の目的関数は、民間金融機関（純粋な公的金融機関）の目的関数に一致する。

このとき、公的金融機関と民間金融機関の最適化の一階の条件は、

$$\frac{\partial Z}{\partial q_K} = p(q) + \theta q_K p'(q) - c'_K(q_K) = 0 \quad (\text{A-4})$$

$$\frac{\partial \pi_M}{\partial q_M} = p(q) + q_M p'(q) - c'_M(q_M) = 0 \quad (\text{A-5})$$

となる。最適化のための二階の条件の成立を仮定すると、純粋に社会厚生を最大化を目指す公的金融機関に限界的に利潤追求の姿勢を持たせたときの社会厚生 W の変化は、

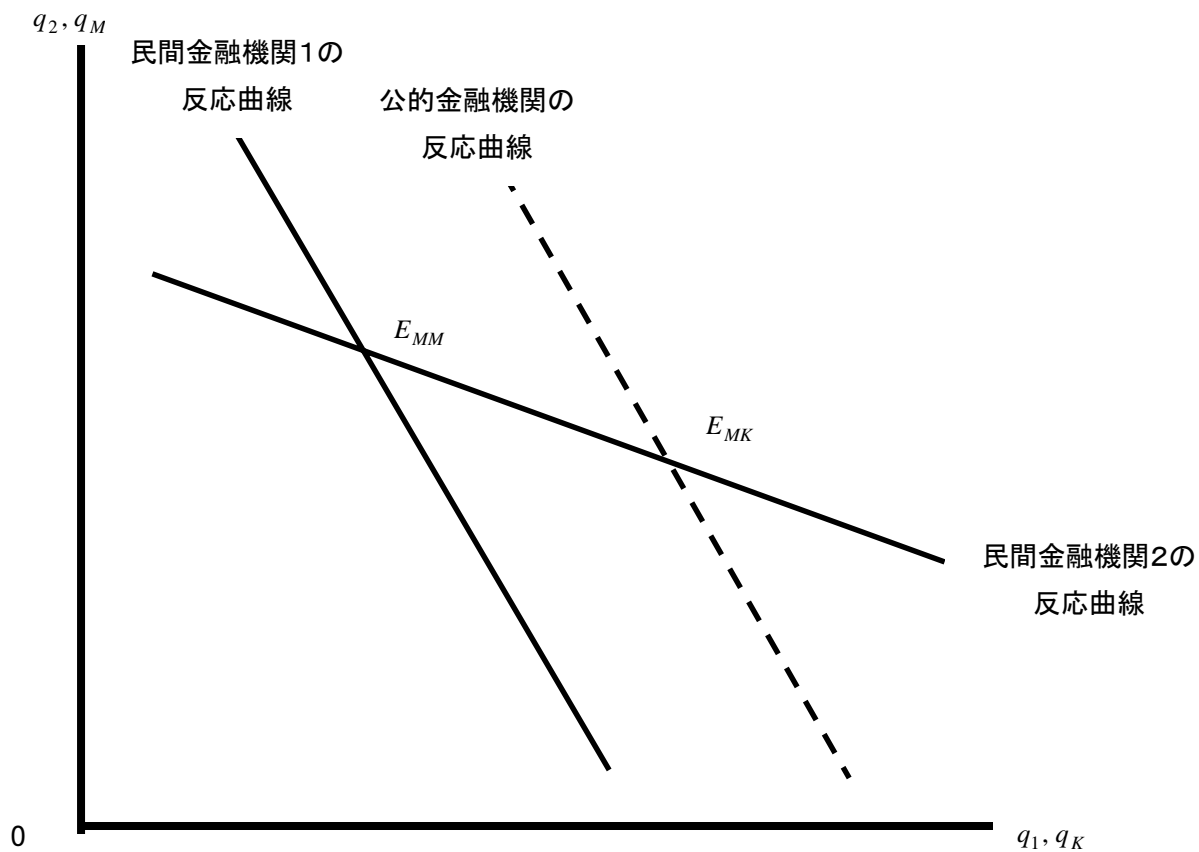
$$\frac{\partial W}{\partial \theta} \Big|_{\theta=0} = \left(\frac{q_K p'^2}{\delta} \right) [-q_M (p' + q_M p'')] > 0 \quad (\text{A-6})$$

となる（ $\delta = [(1+\theta)p' + \theta q_K p'' - c''_K][2p' + q_M p'' - c''_M] - (p' + \theta q_K p'')(p' + q_M p'') > 0$ ）から、次の命題が導き出される。

命題 2

民間金融機関と競合する公的金融機関は、私利私欲の追求を目的に加えることによって、より高い社会厚生を実現できる。

(図表 A-1) 金融仲介におけるクールノー均衡



(出所) 井手一郎・林敏彦(1992)「金融仲介における公的部門の役割」、堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』、pp. 237。