

## 第7章 日本の金融市場の競争力強化に向けて

福田慎一

### 1. はじめに

過去30年余りの間、世界の金融市場に占める日本の市場のプレゼンス低迷が顕著である。時価評価で測った金融セクターの世界トップ20をみると、日本の金融機関は、1980年代末にはその半数以上を占めていたが、今日では1社もランク入りしていない。それには、バブル崩壊後の日本経済そのものの低迷が大きく影響しているが、日本の金融市場の競争力の低下も一因である。このため、日本の金融市場の競争力強化に向けて、いかなる改革が必要かを考察することは重要である。

かつて日本が先進国へのキャッチアップ局面にあった時代、その金融市場では、メインバンク制に代表される銀行中心の金融システムが経済の発展に大きく貢献した。しかし、金融の自由化・国際化や経済の大きな構造変化を経て、日本経済が世界のフロントランナーとなったなかで、従来型の金融システムで日本経済の発展を支えることは難しくなっている。そうしたなかで、金融市場をいかに改革してその競争力を強化していくかは、日本の喫緊の課題の1つである。

金融市場を改革するうえでの大きな論点の1つは、資本市場と銀行の役割分担である。日本の金融システムを、これまでの銀行中心システムから資本市場に軸足を置いたシステムへと改革していくことは、その競争力強化の1つの方向性であると考えられる。ただ、経済構造が大きく変化する中でも、資本市場と銀行の役割分担は依然として重要である。これは、企業のタイプによって、その資金調達を資本市場と銀行のどちらから行うことが望ましいかは大きく異なるからである。

既に十分な名声を得た大企業に関しては、資本市場で資金調達を行うことが望ましいことはよく知られている。とくに、最先端の技術を持つ大企業が、その技術開発に必要な資金を調達するには、リスク分散と情報生産の両面で資本市場が銀行より優れていることが知られている。未知の最先端技術は、銀行など少数の資金供給者が担うにはリスクが大きすぎる。しかし、多数の投資家からなる資本市場では、そのような大きなリスクを分散することが可能となる。また、未知の最先端の技術は、専門性が高く、銀行がその良し悪しを判別することは難しい。しかし、幅広く公開された資本市場では、きわめて専門性の高い最先端の技術であっても、その良し悪しを判別できる投資家を見つけることが可能となる。

これとほぼ同じロジックから、スタートアップ企業に関しても、規模の小さい企業であっても、資本市場で資金調達を行うことが望ましいと考えられる。スタートアップ企業は、潜

在的にきわめて大きな成長可能性がある。しかし、その成長力には非常に大きなリスクがあり、それを多数の投資家からなる資本市場で分散することが必要である。また、スタートアップ企業が持つ技術の多くは、既存の技術と大きく異なるもので、その良し悪しを判別して資金を供給していくには、裾野が広い投資家から出資を募ることが重要となる。

これに対して、成熟した中堅・中小企業に対しては、銀行から資金調達を行うことが依然として望ましいと考えられる。これは、成熟した中堅・中小企業では、その技術は既知のものが大半で、そのリスクは限定的だからである。その一方、成熟した中堅・中小企業では、情報の非対称性や不完備契約に起因するエージェンシー・コストをいかに減らすかが重要である。そして、その削減には、委託された審査（*delegated monitor*）や長期的な取引関係を通じて、逆選択やモラルハザードを防ぐことが効果的である。そして、それをもっとも有効に実現できるのが、リレーションシップ・バンキングであると考えられる。資本市場が高度に発展した米国でも、多数の銀行が存在することはよく知られている。日本経済がいかに発展しても、このような銀行の役割は常に必要であるといえる。

## 2. 効果的なリレーションシップ・バンキング

これまでみた通り、発展を遂げた日本経済においても、成熟した中堅・中小企業に対して銀行が果たす役割は依然として重要である。しかし、低迷が続く日本経済では、そのような銀行の機能も十分に働いてこなかった可能性が高い。以下では、これをリスクと情報生産の2つの面から論じたい。

まずリスク面では、近年の日本の銀行貸出において過度にリスクを回避する傾向が強く、リスクをとって新しい事業に取り組む企業に貸し出しを行うことが限定的であったことである。銀行貸出は、預金をその原資としているため、きわめてリスクの高い相手に行うことは適切でない。しかし、海外では金利に一定のリスクプレミアムを上乗せすることで、ある程度リスクをとった貸出を行うことが一般的である。これに対して、日本では、そのようなリスクプレミアムを上乗せした貸出はきわめて少ない。その大きな背景には、検査マニュアル(1999年—2019年)など金融庁による銀行規制の存在に加えて、貸出に対する信用保証が過度に広がったことが挙げられる。

中堅・中小企業には財務基盤がぜい弱なところが少なくなく、そのセーフティーネットをある程度充実することは必要である。取引先企業の倒産は取引先金融機関にとっては大きなリスクであり、信用保証制度によってそのリスクを軽減することができれば、中堅・中小企業は安定的な資金調達を実現することができることになる。しかし、過度の信用保証は、本来機能すべき市場メカニズムを阻害する要因にもなる。

日本では、リーマンショックによる不況を背景として2009年に中小企業金融円滑化法や緊急保証制度が施行されて以降、中小企業の資金繰りを手厚くサポートしてきた。また、

2020年以降のコロナ禍では、売上げが減少した個人事業者や中小企業に対して、実質無利子・無担保で融資を行う「ゼロゼロ融資」が拡大し、借入金の返済が滞った場合でも元本を信用保証協会が肩代わりする仕組みが広がった。その結果、低迷が続く日本経済で、信用保証のないプロパー融資が伸び悩んだだけでなく、プロパー融資であっても金利にリスクプレミアムを上乗せしたリスクをとった貸出は限定的なものにとどまった。

また、情報生産面でも、銀行が従来からもっていた機能が十分に働きにくくなったことがある。かつて日本では、メインバンクが中心となって貸し手と借り手の長期的な取引関係を築くことで、情報の非対称性に伴う逆選択やモラルハザードを克服してきた。しかし、バブル崩壊後、銀行が不良債権処理や株式の持ち合い解消を進めるなか、メインバンクの役割は徐々に低下していった。その一方、経済全体で資金余剰が拡大するなか、貸出市場での競争が激化し、借り手がより有利な条件で借入れるため貸し手を選択するといった状況が広がった。その結果、今日、かつてのような貸し手と借り手の長期的な取引関係が成立しにくくなっている。

本来、銀行がその情報生産機能を発揮するには、審査のプロとしての専門知識に加えて、借り手の長期的な取引関係を構築するリレーションシップ・バンキングが不可欠である。銀行は、顧客と長期間に渡って親密な関係を維持することで顧客情報を蓄積する。また、顧客は、銀行との長期的取引関係を維持するため、銀行を欺くような誤った情報を提供しない。その結果、銀行は、リレーションシップ・バンキングのもと、より正確な情報を元に貸出などの金融サービスを借り手に対して行うことができる。今日、貸出市場で過酷な競争に直面する銀行が、一方で信用保証に過度依存しながら、プロパー融資でもこのような情報生産機能を十分に発揮できてこなかったことが、日本経済低迷の一因になった可能性が高い。

足元では、長年続いてきた日銀によるゼロ金利政策を見直す機運が高まっており、それに伴って、日本経済も金利のない世界から金利のある世界へと転換しつつある。そうしたなか、銀行はこれまで以上にリスクプレミアムを上乗せした金利を設定しやすい環境が生まれつつある。銀行は、リスクと情報生産の両面からその機能を強化し、それによって一定のリスクがある借り手への貸出を広げていくことが求められている。

### 3. 資本市場をいかに活性化させるか

低迷が続いた日本経済では、銀行貸出市場の機能低下に加えて、それを代替すべき資本市場の発展が十分でなかったことがもう1つの大きな問題であった。資本市場を活性化する上での課題は、「貯蓄から投資へ」の資金の流れを実現し、資本市場におけるリスクマネーを拡大することである。わが国の家計部門は、2000兆円を超える金融資産を保有している。しかし、その金融資産の半分以上は、現預金である。現預金は、その性質上、リスクのある運用には適しない。その結果、日本では長年、巨額の金融資産の多くが、銀行貸出や国債保

有などローリスク・ローリターンへの運用にとどまり、多くのリスクテイクを必要とするスタートアップ企業の育成には向かわなかった。

金融知識やリスク分散能力に限界がある家計セクターが、直接、個々のリスク資産を多額に保有することは適切でない。しかし、「プロの投資家・運用会社」が仲介することでリスク資産を間接的に保有することは十分可能である。このような「市場型間接金融」を拡大させていくことは、資本市場を活性化する上での大きな課題である。

米国では、家計が投資信託の形で出資するミューチュアル・ファンド、とくに上場／非上場の垣根を越えたクロスオーバー投資が発達してきた。日本では、これまで、「家計がファンドに投資しない⇒運用会社が家計向けの商品を提供しない⇒家計がファンドに投資しない⇒運用会社が家計向けの商品を提供しない⇒家計がファンドに投資しない⇒…」といった悪循環が、「市場型間接金融」の拡大を妨げてきた側面がある。悪循環を好循環に変えていくには、家計の金融リテラシーを高めてリスク資産への投資を増やしていくと同時に、家計の金融資産の運用を適切に代行する資産運用会社の育成にすることが重要である。また、新NISAやiDeCoなど税制上の優遇措置の拡大も、悪循環を好循環に変えていくうえでは1つの有用なきっかけとなりうる。

もっとも、日本で「貯蓄から投資へ」の資金の流れがこれまで実現してこなかったより大きな理由には、国内に魅力的な投資先が限られていたことがある。1990年代半ば以降、日本の非金融法人部門では、資金余剰の状態が続いてきた。その結果、行き場を失った巨額の余剰資金が、政府セクターや海外セクターに向かっていた。ただ、日本国内に潜在的にも魅力的な投資先がほとんどないと考えるのは悲観的過ぎる。長年、魅力的な投資先が限られてきたのは事実であるが、それは潜在的に魅力的な投資先があるにもかかわらず、それをうまく育成できてこなかったことが大きな要因である。また、その背景には、日本では、スタートアップ企業のエコシステムが未成熟で、魅力的なスタートアップ企業のイノベーションを十分に生み出せなかったことがあげられる。その結果、潜在的に成長性の高い企業がないわけではなかったのに、それらの企業に資金が向かうことがなかった。「貯蓄から投資へ」というかけ声だけではなく、さらにその背後にある構造的な問題に踏み込んだ市場改革が必要であるといえる。

#### 4. 国内の資金余剰を解消するには

わが国で「貯蓄から投資へ」というスローガンが掲げられるようになって久しい。既に世界のフロントランナーとなった日本経済では、銀行によるリレーションシップ・バンキングとしての役割は残りつつけるものの、以前のような銀行中心の金融システムで大きな発展を遂げることは難しい。リスクを取りながら高いリターンを目指す投資資金で新産業を創造していくことが、日本経済が長期停滞から脱却し、持続的成長を実現していくには不可欠

といえる。米国では、ハイリスク・ハイリターンへの投資が多かったからこそ、新産業や新進気鋭のベンチャー企業が台頭してきた。残念ながら、わが国では「貯蓄から投資へ」の流れを伴う経済の好循環は遅々として進んでいない。

政府も、好循環の実現に向けて、これまで手をこまねいてきたわけではない。たとえば、経済産業省が2014年8月に公表した通称「伊藤レポート」では、低迷した日本企業の競争力を強化し、長期的な投資からリターンを得る仕組みを構築することの重要性が指摘された。企業の代表的な収益力の指標である自己資本利益率（ROE）の平均をみると、日米では2倍以上の格差がある。日本企業がROEを経営目標に取り入れ、それを高めていくことこそが、「貯蓄から投資へ」の流れを実現する上で必要という見立てである。

もっとも、日米のROEを比較した場合、もう1つの大きな違いは、ROEがマイナスである企業の割合が、日本より米国の方が圧倒的に多いことである。日本では、高収益企業が少ないだけでなく、赤字企業も非常に少ない。これに対して、米国では、高収益企業も多いが、赤字企業も多いという特徴がある。資産運用を行う際の醍醐味は、現在は赤字だが将来的に高い収益を生み出す可能性の高い企業を選別し、そこに積極的に投資を行うことである。日本では、このような魅力的な投資対象が極めて少なかったといえる。

これまで多くの日本企業では、資本効率の改善より財務安全性を高めることに経営の関心が向かう傾向が顕著であった。その結果、賃上げの抑制などのコストカットによって赤字は回避できた一方、将来を見据えた大胆な研究開発や設備投資は伸び悩んだ。ただ、このような企業体質では、ハイリスク・ハイリターンへの投資対象は生まれてこない。足元では、バブル期以来の高値の株価水準という追い風が吹いている。いまこそ、保守的な経営マインドを一新し、赤字であってもチャレンジを続ける企業を増やしていくことが、わが国で「貯蓄から投資へ」の流れを定着させていく上では不可欠といえる。

## 5. 今後の銀行業に求められること

かつて日本が銀行中心の金融システムであった時代には、銀行の主たる役割は、預金を通じて集めた国内貯蓄を成長性の高い企業へ貸し出すことであった。しかし、日本経済が世界のフロントランナーとなり、ハイリスク・ハイリターンへの投資を通じて新産業や新進気鋭の企業を育成する必要性が高まるなか、銀行貸出を通じて国内貯蓄を成長性の高い企業へ供給することは難しくなっている。なぜなら、銀行にとって、貸出の原資となる預金は元本と利子を確実に返済しなければならない負債であり、それを使ってとれるリスクには限界があるからである。

ただ、だからといって、今後の日本経済で、銀行が果たすべき役割が徐々に縮小していくと考えるのはやや早計である。なぜなら、銀行には、長年培ってきたさまざまな専門的知識や取引関係などが様々な形で蓄積されているからである。それらを、リレーションシップ・

バンキングなど従来型の銀行貸出モデルで利活用する余地は狭まってきている。しかし、銀行がさまざまな他の金融機関や異業種と協力し合うことで、それらを従来型の銀行貸出以外の分野で有効活用していくことは、日本の金融市場の競争力を強化していくうえで不可欠である。

既に2021年の銀行法改正によって、銀行の業務範囲・出資規制が緩和され、銀行は高度化等会社を活用することによって、これまではできなかった幅広い業務を営むことが可能となった。今後、銀行がこの環境整備を活かして新たなビジネスチャンスを見出していけることを示せば、これまで大きな課題であった銀行と証券の間に課せられてきたファイヤーウォール規制の全面的な撤廃に向けた機運も高まっていくと考えられる。

ただ、その際には、銀行自体も大きく変わっていかなければならない。たとえば、これまでのような銀行中心のフィナンシャルグループは全面的に見直す必要がある。銀行が長年培ってきたさまざまな専門的知識や取引関係は重要だが、それを幅広い分野で利活用していくには、さまざまな他の金融機関や異業種との対等な協力関係が不可欠で、それを実現するためには銀行傘下の縦割り組織ではなく、銀行を含めたさまざまな他の金融機関や異業種から成る横串の組織形成が必要である。フィナンシャルグループの組織改革も、今後、日本の金融市場の競争力を強化していくうえでの課題の1つといえよう。