

## 問題意識：

### 「日本金融市場の競争力強化に向けて」

#### － リスク分散システムの拡大とモラルハザードの排除 －

金融調査研究会座長

一橋大学名誉教授 清水啓典

1. バブル崩壊以来の30年間に、かつてはトップ10を独占した日本の金融機関の株価総額の世界的ランキングは低下し続けており、日本の成長率も先進諸国で最低水準にある。この原因は何か。日本の金融市場は何か大きな所で方向性を誤っているのはいか。現状分析に留まらず、長い目で見たこの問題の原因と解決策を経済理論に基づいて検討する。
2. 金融の本質は期限の利益の提供であり、そこで生じるリスクを負担しそのリスクを管理することである。銀行は短期資金を原資に長期資金を貸し出す期間変換を行う。リスク管理の本質はリスク分散である。リスクを負担し、それを分散によって管理すること、これが金融機関の本質である。果たして日本の金融機関はこの本質的機能を果たしてきたのだろうか。日本の金融機関はこの意味でのリスク管理を行ってきた伝統がない。戦後は敗戦により債券市場などの全ての資産を失った日本で唯一の復興資金の供給元は国民の預金が集まる銀行にしかなく、銀行は戦後復興の重要な産業の株式を購入することで資金提供を行った。人為的低金利政策により戦後復興のための戦略的部門への集中的融資が行われ、重化学工業化という日本の高度成長を生んだ分野への重点融資が行われた。銀行の株式取得は5%までに制限されていたが、複数の傘下企業の名前で株式を取得して成長の見込まれる重要企業の実質支配が形成された。これがメインバンク制度の一側面である。
3. 株式保有による配当収益と株価上昇による含み益は高度成長期の銀行の高収益を支えた主要収益源であり、利子収入はそれを補完するものであり、その時代から利子収入のみでは銀行は収益を挙げる体質になかった。高度成長期の株価上昇による株式含み益は、銀行経営が未実現利益に依存するという形でのモラルハザードを引き起こしていた。実際に保有株の現金化が必要になったバブル崩壊後には含み益は消滅していたからである。高度成長期は銀行融資に主要なリスクはなく、分散によるリスク管理の必要性も低かった。回収の確実な融資しか行わない日本の銀行には、現在資産はないが将来成長する企業に期限の利益を与えてリスクを取る伝統は皆無とは言わないまでも、一般的な慣行ではなかった。
4. 現在の低成長や低金利下での銀行の低収益は、高度成長期を含む戦後期から継続している長期的な根本的課題である。この問題は当時から認識されていたと思われるが、リスク負担をしなくても当面の利益は確保され、激しい銀行間競争や保護行政下での高

収益批判などもあり、リスク負担とその分散による高収益確保という社会的役割を真剣に追求する経営は、いわゆる横並び体質という保護行政下で追求されなかった。戦後復興、重化学工業化、高度成長、石油ショック、バブル経済、バブル崩壊、デフレ、金融危機、異次元緩和、と続く環境変化の下で目先の対応に追われ、金融の本質である社会的リスク負担とその分散による管理という、経済の中核となる金融の本質を強化する方向への行政や経営は実施されてこなかった。

5. これに対して米国では、銀行の株保有がないためにリスク負担が収益源泉であるとの認識がある。多様なアイデアと新たな経営方針を持った金融機関同士が合従連衡を伴う激しい競争を行い、市場全体としては頻繁な制度改革や激しい新陳代謝が行われている。日本の金融市場ではこれ程のダイナミックな変化は生じていない。技術進歩が飛躍的に進み市場が劇的に変化する時代の変化に対して、競争と新陳代謝という意味で日本の金融システムが対応し切れていない。
6. 日本の金融機関は明治以来伝統的に土地を担保として富裕層への金融を行ってきた。その際担保となる資産は当時多額の小作料が得られた土地が唯一であり、それ以来土地を担保とする伝統が継続してきた。それ故、地価が暴落する危機が起こるたびに金融危機が起こってきたのが明治以来の日本金融の伝統である。現在に続く土地担保の伝統は明治以来の長い伝統の延長線上にある。戦後復興と高度成長期を通じて地価は上昇し、土地を担保とする金融はリスクがなく、価値を時価より大幅に低く見積もった担保の範囲内の融資はリスクを取らない融資に他ならない。バブル崩壊により土地が安全な担保でなくなった後も、過去の蓄積資産に依存する土地担保の伝統は継続している。土地担保金融はリスクを取らない融資ではなく、土地という一資産の価値に依存しているために地価動向に左右され、回避できない大きなリスクを負っていることは、バブル崩壊により明らかになった事実でありながら、その伝統は根本的には変化していない。現在でも銀行の最大の融資分野が個人部門への住宅ローンであることはその証左である。住宅ローンの場合はそこからの将来収益は得られないので土地担保は合理的であるが、企業融資に関する土地担保の徴求は過去に蓄積された資産を担保に貸出を行っていることになる。この慣行は資産のないスタートアップなどが融資を得られない原因であり、期限の利益を与えて新産業の発展に貢献する役割を担っていないことになる。
7. 中小企業に対する経営者による個人保証も実際のリスク管理や回収には殆ど役立たない。大企業においては意味がないため存在しない経営者の個人保証を中小企業経営者にのみ課す現行制度は、スタートアップや中小企業の承継を阻害する要因になっている。経営者のモラルハザード防止という目的が指摘されるが、モラルハザードを起こす様な経営者かどうかは審査の第一段階として判断できるし、またすべきである。審査の本質は人を見ることである。自ら銀行借入をしてまで事業に取り組もうとする中小企業経営者がモラルハザードを起こすとは考えにくいし、例え業績が悪化したとしてもそれはモラルハザードなのか。モラルハザードと業績推移は明確に区別すべき概念である。

また、それが実際の債権回収にどれ程役立っているのか。むしろ、担保や個人保証は貸し手側の審査負担の軽減というモラルハザードを生んでいたのではないか。中小金融機関ほど経営者保証を多く徴求しているとの事例は、貸出担当者は無担保無保証の場合ほどの厳密な審査を求められず、金融検査にも通り易くなるという組織上のモラルハザードもあるのではないか。この背景には伝統的に銀行の評価システムが、利幅の高い貸出をしたことによる収益貢献よりも、不良債権を生む貸出をしないことの方が優先される形になっていることが関係しているのではないか。信用保証協会の保証付き貸出が多用されるのは、それにより債権回収の確実性が担保されるためであり、そのためには1%の利鞘を犠牲にして貸出自体は低収益になっても良いとの金融機関の判断があることになる。言い換えれば、信用保証を必要としない審査能力やリスク負担能力の向上は1%の収益を生むことになる。リスク負担を主要業務とする証券業界の評価システムはそれとは異なると思われるが、リスク負担とリスク分散システムの拡大という時代の要請に応じた金融業務の本質から見ると、金融自由化の方向性の再構築が必要と思われる。

8. 金融行政におけるモラルハザードは官僚システムのあり方と密接に結びついた問題である。官僚システムでは一旦問題が発生すると将来の昇進や退官後の処遇が不利となるので、自らの監督下にある金融機関の不良債権や銀行破綻などの問題の発生を避けようとするのは良く知られた日本の官僚制度の問題点である。担当官は金融検査に当たって担保や保証など自らの責任回避に繋がる措置を要求することは、担当官個人の意識を超えた官僚システムの通例として避けられない。金融分野においてはこの問題はリスク負担を主要業務とする金融機関にとって、事実上収益を上げる手段を持ち得ないことに繋がる。官僚システムのモラルハザードは官僚の給与体系やキャリアパスの問題とも不可分の広範な課題である。業務や使命に忠実な担当官であるほど、金融機関の個別リスク負担には敏感になる。リスク負担をした上で、単一金融機関だけでなく、広域的業態的・国際的にリスク分散をする必要性がある中で、この金融行政上のモラルハザードはとりわけ日本の金融市場の世界的な競争力が低下し続けている要因の一つとして、容易に解消できない根深い問題である。しかし、このような問題点がある事の認識と、その解決に向けた動きは喫緊の課題である。
9. バブル崩壊以来、低成長と地価上昇もない時代に入り、銀行は戦後歴史的に営々として蓄積してきた資産としての株式を現金化してバブル崩壊以降の日本の金融危機を救った。この点は銀行が長い目で見れば日本経済のリスク負担をし、重要な社会的役割を果たしたと高く評価すべき点である。成長が鈍化して株価も上昇せず、株式持ち合いが制限され、低金利と利鞘縮小が継続すれば銀行収益は低下せざるを得ない。高収益を得る方法はリスク負担をする他にないが、そのリスクを管理するためには分散が必要である。しかし、日本の金融機関は業態別、地域別に細分化されており、全市場がグローバル化し世界的に均一化している世界では、日本の業態別、地域別の狭い金融システムの中でのリスク管理は不可能である。とりわけ技術進歩が加速度的に進化し、コロナ禍の

ような世界的システミックリスクが増大し、飛躍的な技術進歩が短期間に世界を一変させる今日では、狭い日本の中だけでのリスク管理には限界がある。

- 1 0. 元々日本では預金を預かる銀行はリスクを取るべきでないとする伝統がある。バブル崩壊以降、金融行政は銀行にリスクを取らせない方向に強くシフトした。中小企業の疑似資本供給源であった短期融資の継続（いわゆる、短期転がし）を制限したことは中小企業に深刻な永続的ダメージを与えた金融行政の大失策である。中小企業にとっては自らの業績ではなく、銀行の株価下落や自己資本比率規制という外部要因の為に自らの事実上の資本金が回収されるという経験は極めて深刻で、長年の間に築かれた銀行に対する信頼感を棄損し、その後の資金需要や銀行経営に大きな影響を及ぼす要因になった。金融機関に対する資金需要がないという状況の背後には、疑似資本として利用できない貸出に対する需要がないという面もある。
- 1 1. 「日本的金融」という呼称はそれが悪い慣行であるという含意があるとおもわれるが、担保・保証を必要とする融資が想定されるものの、その定義は必ずしも明確ではない。だが、バブル崩壊以前には長年行われてきた短期融資の継続という形での疑似資本供給の慣行は、業績が大きく悪化した場合には継続の停止という形で回収できる長期融資であり、毎年モニタリングをするコベナンツ融資と実質的には同様の効果を持っていたのではないか。新たにコベナンツ融資という形式を整えなくても、更新時の金利交渉等を含め実質的には同様の融資交渉は日常的に行われていた。その意味では、形式的なコベナンツ融資はなくとも、「日本的コベナンツ融資」として実質的には既に行われていたと考えることもできる。米国の Angel の様な慣行のない日本では、中小企業やスタートアップ企業の活性化にとって長期資本金の調達の本質的課題である。劣後ローンに関して全額を貸倒引当金として積まない引き当て柔軟化は前向きの動きである。日本の金融市場での Debt-Equity 連携の方向性を示す必要がある。
- 1 2. 不良債権を極小化する方向の行政指導の下では銀行は自らリスクを取って将来有望な企業を育てるインセンティブは生まれない。自らリスクを取り、成功すれば成長するが、失敗すれば破綻するという企業経営の本質が銀行には適用されていない。たとえ失敗して破綻しても、預金者保護のためには預金保険があるため、個々の銀行の破綻はシステミックリスクに直結する訳ではない。銀行は貸出資産を自ら保有したままで、リスク分散、すなわちリスク管理をしていないことが日本の金融システム最大の問題点である。伝統的にリスク管理の中核は不動産担保の徴求であった。バブル期の貸出残高の増加は株式や不動産価格の高騰による担保価値の上昇が背景にあった。1990 年代以降今日に至るまで資金需要が低迷しているとされるのは、有価証券や不動産価格の下落と共に担保に関する掛目評価の厳格化が影響している面がある。
- 1 3. 米国バンカメは創業者であるアメリオ・ジオニーニのリーダーシップにより、1906 年のサンフランシスコ大地震後に多様なリスクを引き受け、その後飛躍的に成長する分野や新商品を開拓して急速に成長し米国最大の銀行となった。今日でもその伝統は

引き継がれ、「理解できるリスクは取る」との方針があると伝えられる。このようなダイナミズムと競争原理の導入が日本の金融市場にも必要である。全ての民間企業は急速な環境変化や技術進歩に対して生き残り成長のためそれぞれリスクに挑戦している。日本では銀行は回収の確実な貸出を旨とし、社会的に意義のあるリスク負担という金融本来の役割からは隔離された領域となっている。そうでありながら、銀行はバブル崩壊という担保価格の暴落で決定的な損失を被った。その意味で過去の蓄積資産に依拠したリスク管理が機能しなかったことが教訓でありながら、その伝統は変化していない。この背景には長い歴史的経緯があるが、リスク負担がなければ収益が得られない時代の変化に対応した金融制度の革新を推進する必要がある。地域ごとに区切られた活動範囲を持つ地域銀行間での連携や運用範囲の狭さは、リスク分散によるリスク管理機能の低下に繋がっている。銀行、証券、保険を問わずリスク負担とリスク管理という金融の本質から見れば、業態間の本質的相違はない。業態を超えたリスク管理体制の構築は金融自由化の真の目的であり、国家的課題でもある。

- 1 4. リスク管理の本質は理論的にはリスク分散であり、将来の技術進歩や市場動向、借手の経営力などの的確な予見能力である。かつて銀行は多数の借手に貸出すことでリスク分散ができるとされていた。しかし、バブル崩壊以降日本経済全体が低成長に移行し、技術の急速な進歩やグローバル化とも相まって広範な地域と分野に同一のリスクが生ずるシステムリスクが顕在化してきた。このような変化に対応するためにはリスク分散の範囲を拡大する必要があり、地域に限定した貸出資産を自行で保有し続けるビジネスモデルではリスク管理ができない環境変化が生じている。より広い範囲と分野で協業して、金融市場全体としてのリスク負担とその管理能力を高める改革を進める必要がある。
- 1 5. リスクを多数の金融機関で広く分担する試みはシンジケートローンという形で存在している。しかし、アレンジャーの主導で組成されたローンは実績として不良債権化が多いとされ、大きな広がりを見せていない。一行で負担するには過大なリスクを多数の銀行で分散して負担することは、見方を変えると、アレンジャーはリスクを正しく認識しており、十分な情報を持たない参加行はアレンジャーの信用に依拠して自らの審査プロセスを軽減するという形で双方にモラルハザードが生じていた可能性もある。リスクが低いと判断されるローンについては、シンジケートを組まずともアレンジャーが自行単独で実行するからであるとの見方もある。モラルハザードは最悪な事態を回避する対応策を備えた事がかえって注意意識が希薄化し、結果として危険な事態をまねく事に繋がり、倫理感の欠如、規律が失われる状態を意味する。
- 1 6. 金融市場はリスク負担とリスク管理という面からは、銀行、証券、保険の各分野の区別はない。銀行は証券子会社を抱えており、資産証券化は容易な選択肢となっているが、貸出債権の大規模な証券化は進展していない。全国ネットを持つ信用金庫は信金中金という中核機関を通じて資金を集中管理・運用しているし、農協も農林中金という機

関を通じて、世界的な資金運用を行っている。しかし、銀行界にはメガバンクが単独でそれぞれ活動している以外は、地域を代表する名士としての起源を持つ地方銀行に全国的な連携は見られない。活動範囲が狭いということはリスクがシステム化、広域化している中では、リスク管理上の決定的な欠陥である。この意味で、金融行政の方向性の根本的直しが必要である。この意味で、規模や業務の拡大化や国際化、運用やリスク管理に関する業態間連携は日本の金融市場にとって本質的課題であり、金融行政は業態や地域間で細分化され狭い分野に限定された金融機関のリスク管理体制を、国家的視野で如何に再編するか集中した改革を推進すべきである。

17. 金融自由化は技術進歩によって業態間の区別が消滅した現実に対応した制度改革であったはずである。しかし、日本では業態間協業の壁は高く、未だに業態別の市場がそれぞれに狭い範囲内で競争している現実が変化しておらず、真の意味での金融自由化が達成されていない。規制のために同一グループの親子会社間での情報交換も厳しく制限されて、リスク管理の観点からは障害になっている。多様な異業種からの金融市場への参入が続いている中で、伝統的金融機関間の連携は進まず、技術進歩に対応した金融市場全体としてのリスク管理能力が向上していない。金融市場全体としてのリスク負担とその管理能力を拡大するとの視点からの金融制度の再構築が必要である。
18. 金融自由化により銀行は子会社方式で証券分野に参入して多数の証券会社が存在するが、世界的に見れば規模が小さく、それぞれが顧客を囲い込み狭い範囲での競争を行っている。世界的には証券分野は銀行業務と一体化して、規模が一層拡大して多様化しシステム化したリスク管理に適応する体制に移行している。日本全体としてみれば、リスク分散システムを拡大するための制度改革とは逆行している。本来は、既に事実上一体である銀行業務と証券業務をより広い範囲でのリスク管理が出来るように広域化して、国家的リスク管理体制を作り、日本金融市場の競争力を強化することが目的であったはずである。
19. 日本の金融機関の競争力の衰退は、リスクの多様化とシステム化、技術進歩の加速化、などの時代の変化に伴うリスク管理手法の陳腐化に伴うものである。日本金融市場の競争力強化のためには、銀行、証券、保険を含めた金融市場全体が高収益を求めてリスクを負担し、それを互いに広範囲に分散することで管理する柔軟な金融システムを構築する必要がある。日本では銀行の倒産は一件もなく、全て合併や統合という形をとっている。米国では銀行倒産は日常茶飯事で、翌週には別の名前と別の経営者の下で、同じ場所で同じ形での営業が継続しているケースが珍しくない。日本で最もリスクを取っている形態の私的ファンドによる経営方針と似通っている。
20. 技術進歩を基礎とした他業態からの金融市場への参入や競争激化、収益低下という環境変化に対して、金融機関への業務範囲規制の緩和が進められている。しかし、コンサルティング業務や不動産仲介などの周辺業務は金融機関本来の社会的役割を果たすことで高収益を得られる分野ではない。金融機関の本質はその審査能力とリスク分散

能力を活かしたリスク負担であり、その社会的役割を果たしたことによる高収益の獲得である。その情報力を活かした M&A 仲介などは、情報生産者としての本来の金融機関の役割という意味で有益であろう。

- 2 1. 日本では多額の個人預金が累積し投資への資産移転が進まない現状がある。この現象を日本人のリスク回避性向に求める見方は経済学的分析ではない。元々株式投資を中心とする証券市場における商品の収益率が低く、リスクに見合う商品がないことが原因である。その意味で、日本人は合理的な行動をしていると考えることができる。海外資産にしても、日本円には大きな為替変動の歴史があり為替リスクが大きい。リスクを引き受けて高い収益を得つつ、そのリスクを分散する様な商品を提供することができれば、預金から投資への資産転換が進み、新分野を開く新たな産業や企業の発展に資することができるのではないか。現在最もリスクを負担し高収益を得ているのは私的ファンドである。金融機関はより大きなリスク分散・管理能力を持っているはずであり、傘下に証券会社を持つ銀行も多く、その能力を活かした新商品の開発が必要である。
- 2 2. 日本金融市場の競争力強化のためには、銀行、証券、保険を含めた、金融市場全体でリスク分散を図る柔軟な金融システム構築が必要である。そのためには、金融行政の方向性自体を根本的に再構築する必要がある。例えば、金融機関が独自の判断でリスク負担をしようとしても、金融検査がある中でそれがどこまで許されるのか。貸し倒れが発生してもリスク負担による高収益でそれがカバーされていけば良いのか、あるいはそもそも全体の収益とは別に不良債権の発生件数自体を低下させることが金融検査において求められているのか。金融機関経営の自由度や金融行政の在り方の見直しが必要である。これほどの問題には政治的な関与が不可欠であり、政府による日本経済再生に向けて、劇的な技術進歩や世界的な環境変化に対応できる金融行政の根本的改革が必要である。
- 2 3. 金融技術進歩による新たなサービスを通じた銀行業務への他産業からの参入は基本的には決済業務に係わる分野である。この分野の競争は一層の激化が予想され、それから期待できる直接の収益は低い。しかし、リスク負担は業界動向を把握した上での将来を見越した洞察力と先見性が不可欠であり、他業界からの新規参入者に比して銀行の比較優位が高く高収益が得られる分野でもある。少なくとも現時点では、リスク負担という分野への参入は私的ファンド以外には見られない。ファンドの場合は資金的にも人的にもその業務に直接かかわるという意味で、銀行のリスク負担とは形態が異なる。その意味で、将来を見越した上での社会的なリスク負担は不変の銀行業務の本質である。リスク分散によるリスク管理とその対価としてのリスクプレミアムによる収益管理は、日本経済の発展を促す銀行の戦略的役割である。金融機関本来の社会的役割の達成を目指すことこそ、日本金融システムと日本経済の競争力強化する道である。
- 2 4. 組織に組み込まれたモラルハザードは、係わる当事者は自らの使命に忠実に懸命に努力していながら、その努力自体が広い視点から見れば意図とは逆方向に作用する結

果を生む。技術進歩により社会の競争環境が激変する社会への対応に、日本の金融システムのインセンティブ構造は根本的な変革を迫られている。容易に変化させることが困難な制度的課題であるが、その課題が広く認識され共有される事で、一人一人の認識と行動を変える事を通じて変革は可能である。まず、日本の金融市場にはこの様な課題がある事の認識が必要である。リスク負担が不可欠な社会環境の下で、それに挑戦する企業家精神や政治的リーダーシップとそれを支援する変革の必要性が社会の共通認識となる必要がある。