

# 銀行中心の日本の金融制度について<sup>1</sup>

## On Bank Oriented Japanese Financial System

黄 圭 燦

Kyuchan HWANG

キーワード：金融仲介機能，再交渉，比較金融システム論，金融規制

Key words : Financial Intermediation, Renegotiation, Comparative Financial System,  
Financial Regulation

### 要約

バブル崩壊後の日本の金融機関，主に銀行部門は，日本政府の公的資金注入と日本銀行の低金利政策という外部からの支援により大手主要銀行を中心に表面的には健全化してきている。しかし，最近の研究成果から検討するといくつかの問題点が残る。本稿では，金融仲介機能の要になる再交渉の効率性，「比較金融制度論」の理論的な既存研究成果をまとめた後，最近の日本経済の変化とこれにともなう日本の金融制度の変貌について考察する。過去の公的資金注入はほとんど金融機関経営者の責任問題を無視した結果になっている。こうした規制当局の姿勢は，金融システム全体の非効率性につながる可能性があり，当局に対するガバナンス構造の強化が求められる。

### Abstract

After the bubble economy, Japanese financial institutions, mainly the banking sector have become sound superficially by outside support from the public fund injection - direct financial aid - of the Japanese Government and the low-interest ratio policy of Central Bank of Japan. However, from the view point of some recent research results, some problems still remain. In this paper, firstly we summarize some theoretical research results on the "Comparative Financial System" and the efficiency of renegotiation. Next, we consider a change of the Japanese financial system accompanied by a change of the recent Japanese economy. Past public fund injections have ignored the issue of managerial responsibility of the financial institutions. Such a posture by regulatory authorities may lead to inefficiency of the whole system, and therefore a reinforcement of the governance structure for the authorities is strongly asked.

## 1. はじめに 問題意識

経済協力開発機構（OECD）は、米国での信用力が低い個人向け住宅融資（サブプライムローン）の問題から、世界の金融機関や機関投資家が抱える損失額が最大3,000億ドル（約33兆円）に膨らむとの見通しを公表した<sup>2</sup>。また、日本の金融庁は22日、全国の預金取扱金融機関が保有する米国のサブプライムローンを資産に組み込んだ証券化商品の残高が平成19年9月末時点で1兆3,300億円に上り、評価損や売却損などの損失額は約2,300億円に達したと発表した<sup>3</sup>。

こうした日本の金融機関の損失は、90年代のバブル崩壊から生じた膨大な不良債権による累積赤字の規模以来の巨額のものである。他の産業においては、全産業に共通する外部からのショックが発生した場合、産業全体のレベルで各企業が損失を被ることになるが、そのような現象はそう多発することではない。また、他の産業においては、個別の企業の事情が産業全体に波及することも滅多にない事柄である。

しかし、金融業においては、個別の金融機関の破綻が他の金融機関に悪影響を及ぼす連鎖の構造が存在するゆえに、金融システム全体に信用不安の弊害が生じる可能性が高い。最近の金融工学の発展に伴い、多様な金融商品が開発されて、最初の金融取引から生じた原資産をもとに市場に派生商品として流通させることが一般化したことがその理由の1つである。また、銀行の要求払預金による決済システムに対して、個別銀行の流動性リスクが根本的に内在することも金融業の特徴である。

一方、金融庁は、わが国金融市場が国際的に見て魅力の高いものとなり、間接金融に偏重していたわが国金融の流れ（マネーフロー）が、直接金融や市場型間接金融を活用した国民に多様な良質な金融商品・サービスの選択肢を提供できるものに変化していけば、資産運用手段が多様化・効率化し、「貯蓄から投資へ」の流れが加速されると考えている。これにより、銀行にリスクが過度に集中する構造が是正され、リスクに柔軟に対応できる経済構造の構築にも資するものと考えられる、と「金融再生プログラム」を発表している<sup>4</sup>。

本稿は、昨今の経済の環境変化を念頭に置きながら、日本の金融システムを議論するための論点を、いくつかの既存研究成果を横断的に整理し、解釈することを試みる。それは主に金融業特有の事柄と銀行中心の金融制度に着目した展開になる。

本稿の構成は以下の通りである。まず、金融システムが果たす基本的な役割を提示した後、金融仲介機能の要になる再交渉について議論する。その後、制度としての金融制度を比較する「比較金融制度論」を銀行中心の金融制度の観点から取り上げる。最後に、数回に渡って行われた公的資金注入と経営責任の問題などをとりあげながら、経済の環境変化に伴う日本の金融制度の変化に関して簡単に触れることで結びに代える。

## 2. 金融システムの役割

ここでは、これ以降の議論を展開するために、経済における金融システムの基本的な役割を確認しておきたい。すべての経済において何らかの理由で貯蓄を行う主体と投資を行う主体が共存するのが一般的な現象である。こうした貯蓄と投資のバランスを維持しながら、諸経済主体の経済活動を支えるための金融システムは、資金仲介機能と決済機能との2つの機能を果たしている。これらを簡潔にまとめたものが以下の表1（岩本他(2001)より）と表2（筆者作成）である<sup>5</sup>。

表1 資金仲介機能

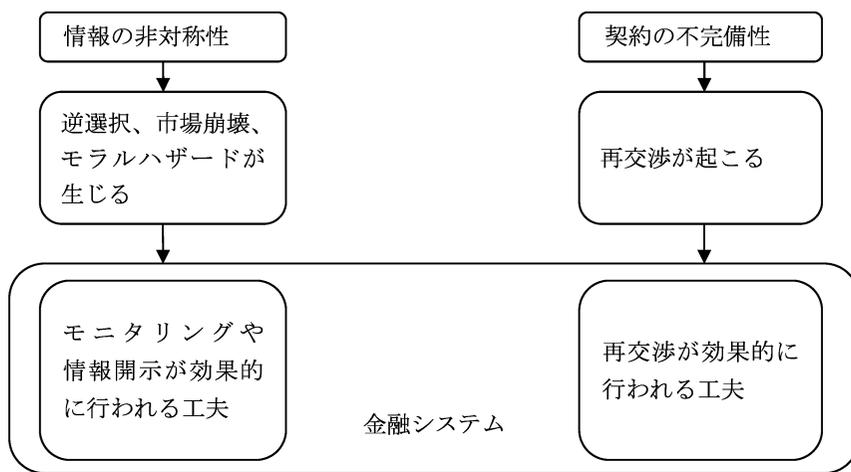
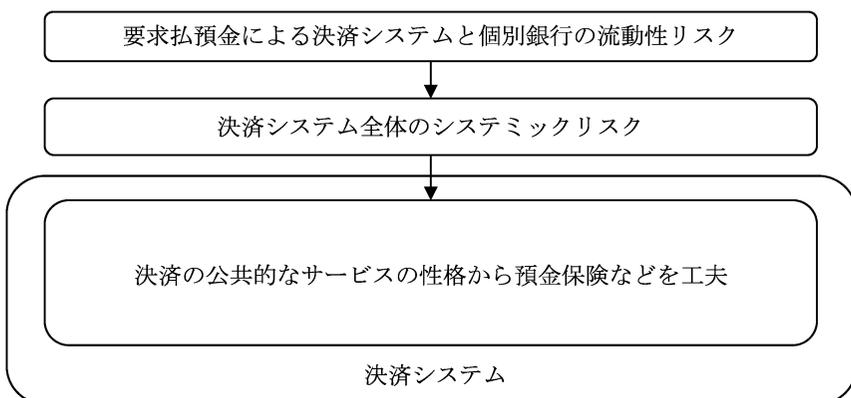


表2 決済機能



### 3. 資金仲介機能における情報の非対称性と再交渉の効率性

ここでは、金融仲介機関の資金仲介機能における再交渉の問題を最近のミクロ経済学の観点から提示して以後の議論の概念的なベースにしたい<sup>6</sup>。再交渉は、金融機関と資金調達者との間、金融機関と規制当局の間で常に行われる現象であり、その効率性は金融仲介機能の経済的な価値を左右する1つの要因になる。

通常、再交渉の可能性が存在する場合（言い換えると、当事者が事前に再交渉は行わないとコミットメントできない場合）、契約理論の文脈からすると、解誘因両立的(incentive compatible)制約に加えて、再交渉防止(renegotiation-proof)の制約が新たに追加されることになる。一般的には、制約が追加されることから、全体の厚生損失が生じることが予想されるが、契約が完備されたものであるか不完備<sup>7</sup>のものであるか、さらに不完備契約を取り巻く情報構造などによって異なる結果になることが知られている<sup>8</sup>。

まず、完備契約では、事後的な再交渉を考慮した包括的契約(renegotiation-proof comprehensive contract)を事前に作ることができる。立証可能性(verifiability)が保証されるケース以外には、こうして事前に織り込まれる再交渉による厚生損失の問題は根本的に残っても、再交渉自体は起こらないことになる。すなわち、再交渉防止の制約がバインディング(binding)することになる。しかし、不完備契約で、バインディング(binding)するかどうか、厚生損失が生じるかどうかは、情報構造に依存することになる。

情報が対称的な場合、事後的な再交渉の存在は、対称情報のもとでの交渉(bargaining under symmetric information)のプロセスによって効率性はむしろ改善されることが期待される。これを予想して、事前の契約に事後的な交渉における交渉力などを規定できれば、事後的に効率性の改善が可能になる。直感的に、事後的に正確な情報を共有している主体同士が、変化した環境にもはや適切ではない過去の話をやめて、効率的な新しい選択と新しい利益配分に合意できれば、必ず効率性は上昇することが理解できる。

一方、情報が非対称的で、再交渉が予想される場合に関しては、当事者は事後的な交渉過程においても情報レント(information rent)を追求するため、情報の開示をさらに送らせるなどの理由から、一般的には完備契約における再交渉と同じく、再交渉の存在からの新たな厚生損失は避けられないことになる。

まず、直感的には、環境変化によって事前の契約の内容が酷くなり、再交渉した方がましだとお互いに認識して、再交渉から生じる情報上の追加コストを考慮しても、それぞれの当事者の利益が上昇する再契約が可能な場合、再交渉の存在は全体の効率性の向上につながるように思われる。しかし、全体としては事前に当事者がそれを予想したことから生じる再交渉までの非効率性が酷く、結局、再交渉の可能性は、新たな厚生損失の発生につながってしまう非効率な帰結に

なる。

不完備契約の再交渉の問題において、情報構造以外にもう1つ重要なことは、事後的な再交渉の結果から期待できる厚生増加の性格が、当事者の間に移転不可能(non-transferable)な場合で、かつ相手に移転可能な形での追加的な資産などを持たない場合である。例えば、一人の移転不可能な厚生増加が、もう一人の厚生損失をもたらすがそれを上回る場合である。こうした場合は、情報構造が対称であっても効率的な事後の再交渉は不可能になってしまう。

#### 4. 比較金融システム論

金融取引という経済現象は、根本的には資金の提供者（資金の余剰主体，黒字主体）と資金の調達者（資金の不足主体，赤字主体）との時間差を伴う資金の取引である。通常は、根本的な資金の提供者と調達者による金融取引は、両者の間に存在する情報の非対称性などによる問題から、その成立が極めて困難である<sup>9</sup>。そうした問題を克服するために登場するのが、仲介機関としての専門的な金融機関であり、それらをめぐる金融当局を含めた1つの経済単位で総合的に考えた概念が、全体の経済システムの下位の部分としての金融システムである。

なお、通常の実行の取引をめぐり経済制度は、それぞれの経済の歴史的な経路依存性をもつこと、また制度の進化はそれぞれの経済を取り巻く経済環境によって異なることから、必然的に多様性が存在することになる。このような認識は、すでに「比較制度分析」の領域として経済学の1つの分野として確立されつつある。このような議論を金融システムにおいて展開するのが、比較金融システム論（金融システム・アーキテクチャー論）と呼ばれる研究分野である<sup>10</sup>。すなわち、金融システムのあり方は各国ごとに多様であるという事実をどう解釈するかである。

金融システムのあり方は、各国ごとに多様であるが、英米でみられる「資本市場中心の金融システム (capital market-based financial system)」と、独仏や日本でみられる「銀行中心の金融システム (bank-centered financial system)」に2分類に極論化することができる。そして、英国は産業化の先発国であり、独仏日は産業化の後発国である。この点で、金融システムの違いが経済発展と関連していると考えられるが、この分野の初期の議論として展開された。

金融取引の成立は、資金の提供者と供給者の間に存在する情報の非対称性を解消することを前提とする。つまり、情報の非対称性は、金融仲介機関によるモニタリング活動によって改善されることになる。モニタリング活動には、事前と事後があり<sup>11</sup>、銀行中心のシステムは事後的なモニタリングに優位があり、資本市場中心のシステムは事前的な情報収集に優位があるとみられる。

すなわち、新技術の革新が起こる局面では、あるいは産業革命の先導国においては、情報収集に関わる事前の非対称情報問題が相対的に重要なために、投資案件に対する市場からの複眼的な評価が可能となる「資本市場中心の金融システム」の方が望ましいと考えられる。その一方で、

技術の改良・伝播・普及が起こる局面では、あるいは産業革命の追随国や先進国をキャッチアップする発展途上国においては、事後の非対称情報問題とその解決のための監視費用が相対的に重要なために、投資案件の執行過程のモニタリングにおいて主要債権者としての銀行の監視能力が活用できる「銀行中心の金融システム」の方が望ましいと考えられる。

しかし、以上のような議論（経済成長と金融制度の関係）に関する実証分析からは、残念ながら今のところ、有意な分析結果が得られていない<sup>12</sup>。こうした伝統的な比較金融システム論に対して、金融システムの違いを法制度の違いから理解しようというアプローチがある<sup>13</sup>。英米は、common law の伝統をもち、独仏（および日本）は、civil law の伝統を持っている。こうした法的伝統の違いが、金融システムのあり方の相違に影響していると主張される。

既述の事前と事後の非対称情報問題を個別の金融取引のレベルに引き戻すと、事前の情報獲得と事後の契約履行の確保という問題になる。金融取引とは、現在の所得（資金）を、将来特定の条件の下で所得を引き渡す（利子や配当を支払う）という「約束」と交換するものである。それゆえ、事前にその約束がどのくらい確からしいものか（資金調達者がその約束を履行する能力をどの程度持っているか）を見極める必要があり、そのための情報獲得が必要になる。また事後には、約束の履行が確保（enforce）されねばならない。

こうした情報獲得と履行確保がどのような形で行われるかによって、金融取引の様式の違いが生じる。そして、金融取引の様式には、相対（あいたい）型と市場型という2つのタイプが存在する。現在の多くの経済では、これら2つの様式がともにみられるのが一般的である。しかし、いずれの様式が支配的であるかについては差異がみられ、相対型が圧倒的なウェイトを占めているのが「銀行中心の金融システム」であり、市場型が支配的であるのが「資本市場中心の金融システム」であると表現できる。

相対型は、情報獲得と履行確保がもっぱら当事者間の関係をベースに行われる取引の様式である。特定の資金調達者の信用度や将来性に関わる情報は、特定の資金提供者（一般に金融機関）がコストを要する審査その他の情報生産活動を行うことによって獲得される。結果として生産された情報は、その資金提供者が占有する私的情報となる。また、その種の情報は、蓄積されることで追加情報の獲得が容易（低コスト）になるという性質を持つので、取引関係は長期継続的なものとなる傾向が生まれる。

相対型の場合には、関係構築に要した費用は sunk・コストとなるために、一旦関係を失うと、改めて別の主体との間で関係を一から構築するために多大の費用負担を強いられることになる。そのために、一旦構築された関係については維持しようという誘因が存在することになり、そのことが、できるだけ約束の不履行を回避しようという動機をもたらすことになる。すなわち、相対型金融では、取引関係を維持するメリットが約束履行の確保にもつながることになる。

これに対して、市場型の場合には、情報獲得は、資金調達者（一般には企業）が自ら情報開示

するデータを通じて行われる。公開情報の形で特定の資金調達者の信用度や将来性に関連する情報が得られるからこそ、多数の主体の参加が可能になる。その結果、競売買的に「価格」をシグナルとした取引が行われるのが、市場型金融である。なお、この場合に約束履行の確保は、明示的な契約とそれに対する法的保護によることになる。したがって、投資家の権利に対する法的保護が弱ければ、市場型金融は成立し得ない。

そうした法的保護は、common law の伝統をもった諸国において強く、civil law の伝統をもった諸国において弱いとされる。そのために、common law 諸国（英米）においては、市場型金融が盛んになる環境があるが、civil law 諸国（独仏日）においては、そうした環境は乏しく、実質的に相対型金融しか選択できない。こうしたことの結果として、資本市場中心の金融システムと銀行中心の金融システムというアーキテクチャーの違いが生まれたというのが、「法と金融」アプローチの主張するところである。

市場型金融の場合には、決定された取引条件が開示され、価格等に織り込まれることを通じて、多くの主体が知ることのできる公開情報になる傾向がある。ところが、相対型金融の場合には、どのような条件で取引が行われることになったかは、当事者同士のみが知ることのできる私的情報にとどまることが通常である。こうした価格に情報を集約し伝達する機能の差は、資源配分の決定に影響するものとなる。

一般に、分権的に意志決定が行われる経済において相互調整が円滑に行われるためには、決定された取引条件に関する情報を反映した価格が「シグナル」として利用可能でなければならない。相対型金融が支配的であるような金融システムでは、価格が「シグナル」としては十分に機能しない。このことは、経済の発展段階が低く、経済構造が比較的単純であった段階では、それほど問題にはならない。

しかし、経済構造が高度化し複雑化すると、決定的な障害となりかねない。例えば、現代の日本経済は、価格シグナルの助けを借りずに効率的な資源配分を実現できるほど単純な発展段階にとどまっていはいない。これだけ高度化し複雑化した経済において、相互調整に失敗しないためには、価格シグナルの信頼性と利用可能性を高めることが不可欠である。逆にいうと現状では、相対型が支配的な「銀行中心の金融システム」のまま、そうした信頼の足る価格シグナルが十分に利用可能ではないがゆえに、産業構造転換の遅れが生じ、経済の長期低迷がもたらされているのだとも考えられる。

次に、リスクへの対応の面でも、作動特性にはかなりの違いがみられる。結論的には、銀行中心のシステムは異時点間のリスク分担に優れ、資本市場中心のシステムは同時点での部門間のリスク分担に優れているといえる。とくに景気循環との関係では、「資本市場中心の金融システム」では、値洗い（mark to market）されるタイプの証券を最終的資金提供者（家計等）が保有しているために、資産価格の変動が最終的資金提供者に直接に影響し、資産効果を通じて景気変動

を増幅する可能性がある。ところが、「銀行中心の金融システム」では、最終的資金提供者は銀行による元本保証タイプの証券を保有しているために、資産価格の変動は最終的資金提供者に直接には影響せず、資産効果を通じて景気変動が増幅することは生じにくい。

それゆえ、通常時は「銀行中心の金融システム」の方が安定的であるといえる。しかし、「銀行中心の金融システム」は、資産価格の変動が銀行のリスク負担能力を超過したときには金融システム自体が崩壊しかねないというリスクをはらんでいる。その点では、資産価格の変動が金融システム自体の崩壊にはつながりにくい「資本市場中心の金融システム」の方が安定的であるといえる<sup>14</sup>。

当事者間の関係に基礎をおく相対型金融では、市場型金融の場合に比べて、参入・退出はきわめて制限されたものとなりがちである。すなわち、政府との関係も長期継続的な性格をもつことになり、明確な法的根拠のない行政指導のようなものにも、実質的に強い拘束力を与えることになり、政府の介入を容易なものとする。また、決定された取引条件が公開されず、多くの主体に知られることはないという相対型金融の特徴も、政府の介入には都合のよいものである。

この点に関連して、花崎・堀内(2006)は、「・・・銀行経営を監視し、規律を課す役割は監督当局（現在の金融庁、かつての大蔵省）によって担われるべきであろう。しかし監督当局と銀行との関係は微妙であり、両者が結託して、競争制限的な規制が金融システムにもたらすレントを自分たちの利益のために分けあうという状況が生み出される可能性かある。このような状況においては、融資取引中心の企業統治において銀行が効率的な機能を発揮することは保証されない・・・」、と指摘している。

## 結びに代えて：日本の金融制度の変化

現在の日本の金融制度を論じるためには、まず、日本経済の変化を認識する必要がある。なぜなら、日本の金融システムは、日本経済という全体のシステムの一部であり、当然経済全体との整合性を持つ方向で議論されるべきだからである。例えば、失業率の上昇、情報化に伴う産業の構造的な調整、などが取り上げられるが、個別の内容に関する議論は省略する。ここでは金融取引に直結するISバランスの変化と関連して簡潔にふれることにしたい。

今後の家計貯蓄率の低下傾向を考慮すると、家計部門の資本市場への参加の拡大は、期待できないと言える。したがって、今後の家計の資産選択において、高齢化と高い失業率の影響が強く働く場合、家計という資金提供者からの資本市場の積極的な利用は期待できない。ただし、資金余剰主体の主役が民間非金融法人になってきていることは、資金提供者の資産選択の変化につながる可能性があるものの、ISバランスが貯蓄超過型の終焉に向かっていることを考えると強い期待はできない。

こうした環境において、日本の民間の銀行部門には、「オーバーバンキング」という状況と、都市銀行のメガバンクという「巨大化」志向の言われ方をしてきている。

まず、「オーバーバンキング」の状況では、通常の産業であれば、過当競争状態下での収益悪化が続くと、財務体力の乏しい企業から破綻が起こって、存続企業数が減少して（それとともに、キャパシティも削減されて）いくことになる。したがって、いつまでも過当競争状態が解消されないということはあり得ない。ところが、日本の銀行業の場合には、事情が異なる。破綻を通じる企業数・キャパシティの減少というメカニズムが、政府の介入のために働かなくなっている<sup>15</sup>。そのために、いつまでも供給能力過剰の状態が続いている。

このような状況において、都市銀行の巨大化は、情報化と組織の変化からすると、持株会社の形態による再編成が効率的に行われる限り、「最適組織規模の変化」と「組織編制のカプセル化」が進んでいるという評価ができる。規模の経済、範囲の経済などが追加的に強く働く場合は、一層の効率化につながる可能性もある。

しかし、供給過剰の状況が続くなかで、上記の効果による収益率の大幅な改善は、逆にこれまでの民間銀行の非効率的な経営体質の披露になるか、他の要因を探すかを意味する。確かに、情報化の効果による効率化も期待できるが、都市銀行以外の金融機関の整理・合併を積極的に進める金融庁の方針から読み取れるように、銀行のビジネス機会をめぐる奪い合いの状況があり、規模の差を背景にした強者による弱者の排除の意味が強い。

一方、平成15年6月に預金保険法に基づいて行われた「りそな銀行」への公的資金注入まで、平成10、11年の公的資金注入においては、平成11年の長銀、日債銀を除くすべての申請銀行を「健全」であると認定した結果、経営責任の追及は行われていない。また、資産査定と審査も平成11年は、過去の大蔵省検査をもとに1カ月弱の短期間で審査し、事実上の無審査と批判されている。平成12年は、大手銀への一斉検査後、3カ月間審査で、借り手企業の保護に留意したため、不良債権の引き当て処理が不徹底との批判があった。

りそな銀行への公的資金注入に関して意見を聞いたある調査から次のような結果が出されている<sup>16</sup>。回答者の56.3%が「反対」の意思で、賛成とする回答（33.8%）を大きく上回っている。反対理由で最も多かったのが「りそなが健全な銀行になる保証がないから」で、これに「関係者の責任の取り方が不十分」、「公的資金注入の経緯が不透明だから」などが続いている。また、「延命策を講じるのであれば、国民に明確なビジョンを示すべき」のような、公的資金注入の効果が見えにくいことへの不満が根強いという。約2兆円という注入額についても、「金額が妥当かどうか分からない」と、説明が不十分との厳しい見方があった。

一方、資本注入賛成派の理由は「放置すれば金融システムや市場が混乱するから」という回答が最多で、次いで「経営陣の引責辞任やリストラをするから」とする見方が入っている。また、行員の給料を大幅に削減することなどに一定の理解を示す声もあり、「不良債権の早期処理が景

気対策につながる、公的資金注入もやむを得ない」と、消極的な賛成論が目立った結果になっている。

Rajan and Zingales (2003b)は、「とりわけ自由な金融市場は、人々を経済的に豊かにするにもかかわらず、・・・もっとも厳しく批判され、もっともわずかしか理解されていない部分なのである。」と指摘している。まさに、バブル崩壊後の公的資金注入をめぐる展開は彼らの指摘に対する好例である。

こうした指摘とも関連するものとして、金融制度改革の議論に、いわゆる「市場型間接金融」が登場している<sup>17</sup>。これは「資本市場中心の金融システム」と「銀行中心の金融システム」の両方の長所をとったシステムとして理解できる。つまり、イメージとしては投資信託のような形式である。今後の高齢化などの経済環境の変化にも合致したものとして評価できる。

さらに、東京三菱 UFJ の情報操作の問題のように、銀行中心の金融システムでは、預金者による個別の金融機関の選択によるガバナンスのメカニズムはあるものの、直接取引の銀行ガバナンスへの参加は期待できない。したがって、金融当局によるモニタリングの実施が避けられない。そうすると、銀行中心の金融システムでは、個別の金融機関に対するチェックが集中的に行われるが、その効率性によって、全体のシステムの効率性を左右する可能性が高い。

従って、「市場型間接金融」は、専門金融機関が主な参加者となる資本市場を形成し、資源配分の効率性を向上させると同時に、金融当局の金融機関に対する監督機能の効率化をはかるものである。

しかしながら、個別の金融機関が資本市場に歪曲を与える行動は、結果的に「市場型間接金融」がもつ上記の2つのメリットを喪失させる恐れが高い。それゆえ、金融当局の適正な行動と効率性が前提になる制度である。残念ながら、バブル期の大蔵省の不祥事や、昨今の防衛省の不祥事を見る限り、規制当局の適正な行動が果たしてどれくらい期待できるかが危惧される。要するに規制当局に対するガバナンス構造の形成・強化が求められる。

最後に、本稿で取り上げなかったいくつかの論点と、それに関連した今後の課題について付言したい。

まず、本稿は制度金融論としての視点から、銀行中心の日本の金融制度を論じてきたが、今後の日本の金融制度がどのような方向に進むべきかなどの大きな問題にどれほど答えられるかは、制度論の枠組みだけでは説明能力の限界があることを指摘しておきたい。すなわち、より包括的な視点と議論が必要になる。例えば、日本ならびに欧米など各国の歴史的な金融部門の展開に関する内容である。制度を論じる上、歴史的な視点は不可欠なものであり、各国の詳細な制度の変動をめぐる議論の視点は重要である。

また、金融市場における参加主体としての機関投資家の台頭など資本市場そのものの変化、単なる市場の拡大のような次元を超えた金融市場のグローバル化と、それが各国に及ぼす影響

(1990年代のアジアにおける金融危機とその伝播のような現象)などをいかに理解し、それを活用できるかを検討する必要がある。特に、グローバル化を前後した国際的な法制度の統一・収斂の動き(BIS基準, 国際会計基準)を, 法的保護の差から金融システムの違いを論じた視点からどう説明できるかである。

例えば自動車の部品の共通化が進んでも各自動車の個性は残る。つまり, 全体の金融制度は下位の個別制度の集合であり, その個別制度のいくつかが国際的に共通化してきたものの, 全体の各国の金融制度の特色は依然として残ることになる。それらをいくつかの範疇で捕らえて分類して議論するか, などの問題は残るが, 制度のグローバル化に対する1つの解釈として考えられる。こうした視点から本稿では, 今後の日本の金融制度における1つの可能性として, 「市場型間接金融」を取り上げて若干の議論を展開している。

### 表3 「金融再生プログラム」の骨子<sup>18</sup>

わが国の金融システムを巡る局面は, 「金融再生プログラム」の実施等により不良債権問題への緊急対応から脱却し, 将来の望ましい金融システムを目指す未来志向の局面(フェーズ)に転換しつつある。「金融システムの安定」を重視した金融行政から, 「金融システムの活力」を重視した金融行政へ転換すべきフェーズと言っても良い。また, 金融のIT化が進むとともに, 経済社会全体においてもインターネット取引の比重が高まっている。今後の少子高齢化, 経済のグローバル化の更なる進展に的確に対応し, わが国経済の持続的成長に資するためにも, 構造改革の環境としての金融改革の具体的プログラムを以上のようなフェーズの転換に即して考える必要がある。

将来の望ましい金融システムのあり方としては, 金融商品・サービスの利用者が, いつでも, どこでも, 誰でも, 適正な価格で, 良質で多様な金融商品・サービスの選択肢にアクセスできる, ということが考えられる。また金融商品・サービスを提供する金融機関等にとっても, 便利でかつ余分なコストをかけずに, その能力を十分に発揮し収益性を上げつつ, 利用者を満足させることができる金融システムが理想である。換言すれば, 利便性, 価格優位性, 多様性, 国際性, 信頼性に優れ, 利用者が手軽に分かりやすく自分の望む金融商品・サービスを安心して受けられるような, 利用者の満足度が高い金融システムとすることができる。

このような金融システムを作っていく上で, 極めて大きな役割を果たすのがITである。インターネット等の新たなチャネルを通じた便利なアクセス, 早くて効率的なサービスの提供及び資金決済, 正確で信頼できる情報の迅速な提供など, ITによって利用者の満足度を向上させる余地は非常に大きい。今後, ITの戦略的活用により, 販売チャネルの多様化等に伴う利便性の向上, 事務コストの低減等を通じた金融機関の収益性の向上等が進展し, 望ましい金融システムが

実現していくことが期待される。

これからの金融行政は、「安定」から「活力」へというフェーズの転換を踏まえつつ、利用者の満足度が高く、国際的にも高い評価が得られるような金融システムを「官」の主導ではなく、「民」の力によって実現するよう目指す必要がある。我々はこのような取組みを敢えて「金融サービス立国への挑戦」と名付け、そのためのプログラムをここに策定した。「金融サービス立国」の実現に向けて、金融行政が今後2年間の「重点強化期間」に実行すべき改革の道筋（ロードマップ）を示すのが、このプログラムの目的である。

こうした改革を通じて、わが国金融市場が国際的に見て魅力の高いものとなり、間接金融に偏重していたわが国金融の流れ（マネーフロー）が、直接金融や市場型間接金融を活用した国民に多様で良質な金融商品・サービスの選択肢を提供できるものに変化していけば、資産運用手段が多様化・効率化し、「貯蓄から投資へ」の流れが加速される。これにより、銀行にリスクが過度に集中する構造が是正され、リスクに柔軟に対応できる経済構造の構築にも資するものと考えられる。

このプログラムにおいては、以下の5つの視点から、今後進めるべき改革の内容を整理した。

- ①民間活力を引き出し利用者利便を向上させるための制度設計と利用者保護ルールの整備一徹底（利用者ニーズの重視と利用者保護ルールの徹底）
- ②ITの戦略的活用等による金融機関の競争力の強化及び金融市場インフラの整備
- ③国際的に開かれた金融システムの構築と金融行政の国際化
- ④活力ある地域社会の実現に寄与する金融システムの構築（地域経済への貢献）
- ⑤市場規律を補完する信頼される金融行政の確立

「金融サービス立国」を「民」の力によって実現するためには、フェーズの転換を契機として、今後における金融行政当局の基本的な姿勢を明確にしておく必要がある。

今後の金融行政当局の基本的姿勢としては、

- ①金融行政は、市場規律を補完する審判の役割に徹すること、
- ②そのため、現行規制を総点検し、不要な規制を撤廃するとともに、金融行政の行動規範（code of conduct）を確立すること、
- ③その一方で、利用者が不測の損害を被ることのないよう、必要な利用者保護ルールの整備と徹底を図ること、が求められる。また、金融行政には、行政の一層の透明化とともに、ITの活用による電子政府の推進を通じた行政の利便性向上と効率化においても先進的な役割を果たすことが求められる。

本プログラムの施策の実施については、今年度内にできる限り速やかに具体的なスケジュールとして「工程表」を策定し、公表する。

また、このプログラムに盛り込まれた改革が着実に実施されることにより、金融商品・サービ

スの利用者にとって望ましい金融システムが実現していくよう、フォローアップを行う。その際、例えば国民の資産運用の選択肢が増大した結果、個人の金融資産が多様化しているか、国民の金融商品・サービスに対する満足度が向上しているか等をモニターする。

## 参考文献

(英語文献)

- Agion, P., M. Dewatripont and P. Rey (1990), "On Renegotiation", *European Economic Review*, 34, 322-329
- Bolton, P. (1990), "Renegotiation and The Dynamics of Contract Design", *European Economic Review*, 34, 303-310
- Dewatripont, M., and E. Maskin (1990), "Contract Renegotiation in Models of Asymmetric Information", *European Economic Review*, 34, 311-321
- Rajan, R. and L. Zingales (2003a), "Banks and Markets: the Changing Character of European Finance", CRSP Working Paper No.546
- Tirole, J. (1999), "Incomplete Contracts: Where Do We Stand?", *Econometrica*, 67, 741-781

(日本語文献)

- 青木・Kevin Murdock・奥野 (1997), 「東アジアの奇跡」を越えて：市場拡張的見解序説, 青木昌彦・金澤基・奥野 (藤原) 正寛編, 『東アジアの経済発展と政府の役割：比較制度分析アプローチ』, 日本経済新聞社
- 飯島高雄 (2005), 「韓国金融制度改革の政治経済学」, MARKET QUALITY RESEARCH PROJECT, KEIO UNIVERSITY
- 池尾和人 (2006), 『市場型間接金融の経済分析』, 日本評論社
- (2003), 「日本の金融システムはなぜ機能不全に陥っているか」, MARKET QUALITY RESEARCH PROJECT, KEIO UNIVERSITY
- (2001), 「情報化と金融仲介」, 奥野 (藤原) 正寛・池田信夫 (編), 『情報化と経済システムの転換』, 東洋経済新報社
- 池尾和人・黄圭燦・飯島高雄 (2001), 『日韓経済システムの比較制度分析』, 日本経済新聞社
- 岩本康志他 (2001), 『金融機能と規制の経済学』, 東洋経済新報社
- 岡崎・奥野 (編) (1993), 『現代日本経済システムの源流』, 日本経済新聞社
- 奥野 (藤原) 正寛 (1999), 「現代日本の国家システムとシステム改革—行政改革を見る視点—」, 『経済研究』 Vol. 50, No. 3. : pp.206-217
- 奥野正寛・中泉拓也 (2001), 「情報化とデジタル化・電子化社会」, 奥野 (藤原) 正寛・池田信夫 (編), 『情報化と経済システムの転換』, 東洋経済新報社
- 金融情報システムセンター変 (2003), 「わが国金融機関のITと牛の歩みと課題」, 『金融情報システム白書 平成16年版』, 財経詳報社

- 金融庁 (2004), 「金融改革プログラム - 金融サービス立国への挑戦 -」
- 日本銀行 (2005), 「金融システムレポート・金融システムの現状と評価—— 銀行セクターを中心に ——」, 日本銀行
- 野口悠紀雄 (1995), 『1940年体制』, 東洋経済新報社
- 黄圭燦 (2005), 「情報化の進展と日本の金融制度」, NUCB Journal of Economics and Information Science (名古屋商科大学) Vol. 50 No.1
- Hellmann, Thomas, Kevin Murdock and Joseph (1997), 金融抑制: 新しいパラダイムに向けて, 青木昌彦・金澤基・奥野 (藤原) 正寛編, 『東アジアの経済発展と政府の役割: 比較制度分析アプローチ』, 日本経済新聞社
- Rajan, R. and L. Zingales (2003b), *Saving Capitalism from the Capitalists*, New York, N.Y.: Crown Business (堀内他訳 (2006), 『セイヴィングキャピタリズム』, 慶応義塾大学出版会))
- 花崎正晴・堀内昭義 (2006) 「銀行融資中心の金融システムと企業統治 - 金融自由化によって銀行の機能は脆弱化したか -」 日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 06-J-07
- World Bank (1993), *The East Asian miracle: economic growth and public policy*, New York, N.Y.: Oxford University Press (世界銀行 (1994), 『東アジアの奇跡: 経済成長と政府の役割』, 東洋経済新報社))

---

1 匿名の査読者からは、初校を改善するための様々な方向性をご教示頂きました。ここに謝辞を申し上げます。勿論、ありうる誤りは筆者の責任です。

2 経済協力開発機構 (OECD) は二十一日にまとめた金融市場動向に関する定期リポートの中で、米国での信用力が低い個人向け住宅融資 (サブプライムローン) 問題に触れ、金融機関や機関投資家が抱える損失額が最大三千億ドル (約三十三兆円) に膨らむとの見通しを公表した。米国の住宅ローンの市況はこの先一段と悪化する公算が大きく、投資家が保有する債務担保証券 (CDO) など関連資産の価格低下を理由に挙げた。返済遅延が起きやすい住宅ローンの残高が今後も増えていくことを挙げ「我々は状況悪化の途上にある」とも強調した。

具体的には「ARM」と呼ばれる変動金利型住宅ローンの返済額の見通しを推計。同ローンは一定の据え置き期間を経て、返済額が急増する仕組みで、〇八年に返済増を迎えるローン総額は、サブプライムローンだけで八千九百億ドルに上る。

この返済で十%台半ばの延滞が起きれば、損失は一千億ドルを大きく突破。サブプライムよりわずかに信用力が高い「オルトA」と呼ばれる階層向けの住宅ローンでも返済遅延は頻発すると見込み、損失の総額は「二千億ドルから三千億ドルに達する可能性がある」と結論づけた。(日本経済新聞 朝刊 (2007年11月22日) から)

3 金融庁は二十二日、全国の預金取扱金融機関が保有する米国の信用力の低い個人向け住宅融資 (サブプライムローン) を資産に組み込んだ証券化商品の残高が九月末時点で一兆三千三百億円に上り、評価損や売却損などの損失額は約二千三百億円に達したと発表した。同庁は「自己資本や利益水準に比べると影響は限定的だ」と説明しているが、市場の動揺は十月以降も続いており、損失はさらに拡大する可能性が大きい。

金融庁はサブプライムローンを裏付けとする資産担保証券（ABS）や、こうした証券を含む債務担保証券（CDO）などについて、九月末時点の保有残高や損失額を聞き取り調査した。業態別で残高が最も多かったのが大手銀行（農林中央金庫を含む）で、保有残高は一兆二千億円。損失額も二千億円に上った。地域銀行の残高は千億円で、損失額は百五十億円。信用金庫と信用組合の残高は二百億円あり、損失額は百十億円だった。

金融庁によれば、サブプライムローン自体の残高は約百五十兆円に上り、その八割が投資商品として証券化されているという。十月以降もこうした証券化商品については格付け会社による格下げが相次いでいる。さらにサブプライムと直接関係ない証券化商品も一部で値崩れを起こしている。大手銀行六グループでは二〇〇八年三月期にサブプライム関連商品の損失額が三千億円以上に膨らむ見通しだ。（日本経済新聞 朝刊（2007年11月23日）から）

4 表3を参照されたい。

5 これらの機能に関しては入門的な金融の書籍を参照されたい。

6 この部分は、池尾他(2001)の第3章の一部である。

7 契約が不完備になる理由は、将来の状態が予想できない(Unforeseen contingencies)、予想できても契約に規定できない(Cost of writing contracts)、規定通りの実行が完全にできない(Cost of enforcing contracts)などが挙げられる。

8 これに関連しては、Bolton(1990)が簡潔で読みやすい、不完備契約のもとで対称情報のケースは、Agion, Dewatripont and Rey(1990)を、非対称情報のケースは、Dewatripont and Maskin(1990)を参照されたい。また、Tirole(1999)は、完備契約と不完備契約を、契約ですべての状態を規定できないこと(indescribability of contingencies)から区別した場合、両形態の契約における再交渉の問題を議論している。

9 その他の問題などは、入門的な金融のテキストを参照されたい。

10 この部分は、黄(2005)の一部を再利用している。

11 事前と事後の間に中間(interim)のモニタリングのような概念も存在するが、ここの議論では事後のモニタリングに含まれるものとして解釈する。

12 各国の金融機関の分類の問題などのようなデータの制約から、経済成長と金融制度の関係をめぐる計量的な分析上の問題などが挙げられる。

13 こうしたニュータイプの比較金融システム論は、「法と金融(law and finance)」アプローチとも呼ばれている。

14 しかし、80年代からの英米における金融制度改革を見る限り、金融制度からの実物経済への影響と、金融以外の要因による実物経済からの金融への影響を区別して議論する必要がある。

15 例えば、破綻前に公的資金の投入が行われ、りそな銀行の存続が図られた。また、銀行が破綻処理される場合でも、その債権債務は、別の銀行に継承させられるので、たとえ数は減っても、銀行業のキャパシティにはほとんど変化がない。

16 2003年6月23日号の日経ビジネスからの引用である。調査期間：5月27日～6月3日、有効回答数：1214（男性1050、女性155、不明9）である。

---

17 詳しい内容は、池尾(2006)を参照されたい。

18 金融庁(2004)より。