

金融システム改革に必要なこと*

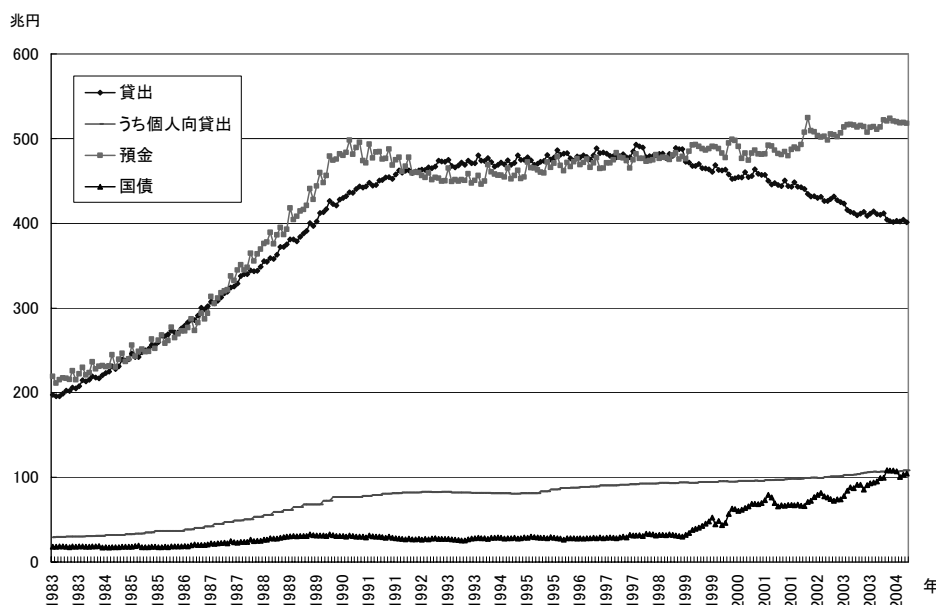
櫻川昌哉**
(慶應義塾大学経済学部教授)

1. はじめに —銀行部門の縮小—

2002年の秋、政府は「金融再生プログラム」を公表し、当時8%台であった大手行の不良債権比率を3年後には4%台に半減させるという目標を掲げた。2003年の春以来の株価上昇の追い風を受けて、大手行の不良債権比率は順調に低下し、2005年3月期では、その目標はほぼ達成した(内閣府(2005))。

不良債権比率の低下はどれだけ金融機能の回復をもたらしたであろうか? 図1は、1983年から2004年までの銀行預金と銀行貸出の動きをとらえている。ここでの銀行預金は普通預金と定期預金の和である。銀行預金は、過去20年の間、ほぼ一貫して増え続けている。その一方で、銀行貸出残高は80年代には増加していたが、1990年代になると増加テンポは鈍くなる。そして金融危機の直後の1998年から2004年に至るまで減少しつづけることになる。

図1 銀行の資産選択の推移 (1983—2004)



出所：『金融経済統計月報』（日本銀行）

* 本稿の作成にあたって、慶應義塾大学大学院高度化推進研究費助成金の助成を受けている。ここに謝意を表したい。

** 1959年生まれ。早稲田大学政治経済学部卒。大阪大学大学院経済学研究科博士後期課程単位取得退学。経済学博士。大阪大学助手、名古屋市立大学講師、助教授、教授を経て2003年より現職。主な著書は、『金融危機の経済分析』（東京大学出版会2002年）、『金融立国試論』（光文社新書2005年）。

しかも、BIS規制による厳しい金融監督行政の結果、銀行は信用リスクの高い企業向け貸出を減少させ、信用リスクの低い個人向け住宅ローンや国債の保有を増やしている。いまや全預金のうち、約21%が個人向け貸出に、約20%が国債保有に向けられており、産業資金を供給するという銀行の本来の機能は縮小しつつある。BIS規制を中核とした金融行政は、意図的であったかそうでなかったかは知る由もないが、結果として、「伝統的な金融仲介機能」の後退現象をひきおこすことになる。しかも、今回の景気回復が金融の量的緩和の後押しを受けつつも、銀行貸出が縮小するなかで生じているという事実の持つ意味は大きい。さらに付け加えると、貸出の中身が好転したわけでもない。櫻川(2005)によると、不良債権額半減を目標に掲げた「金融再生プログラム」の甲斐あってか、最大で20%弱あった(1998年頃)不動産・建設業の貸出残高シェアは、2004年には17%弱まで減少したが、製造業への貸出シェアの低下傾向に歯止めがかかったわけではない。2000年頃に一時期増加傾向にあったが、2004年の段階で13%と過去最低水準にまで落ち込んでいる。もはや、銀行貸出が日本経済を牽引している時代ではないことは明らかである。

こうしてみると、銀行の不良債権処理が進めば、自動的に銀行システムが立ち直ると考えるのは早計なように見える。金融システム改革は、銀行の不良債権処理にとどまらず、株式市場の活性化、郵貯民営化、政策金融の統廃合、国債管理政策、ひいては年金問題と多面的に考えていく必要がある。銀行部門の機能縮小が必然な流れの中で、株式市場に期待される役割は大きい。資金配分の効率化をすすめるために、郵貯民営化と政策金融の統廃合は必要である。そして財政問題が金融システムの発展をゆがめないように、国債管理政策の舵取りと年金問題の解決もまた必要である。

以下、本論の構成は以下の通りである。第2節では、銀行業の新たな展開として期待される「市場型間接金融」について述べる。第3節では、株式市場の活性化について述べる。第4節では郵貯民営化について、第5節では国債管理政策について、第6節では政策金融の統廃合について、そして第7節では年金問題について述べる。

2. 市場型間接金融は浸透するか？

アメリカにおいても、過去20年間、資産規模ベースで見ると銀行部門は低落傾向にあり、銀行の将来に対する厳しい意見はもっと早い時期からなされてきた。Kaufman and Mote(1994)は“Is banking a declining industry?”のなかで、その問いかけに対して、銀行業の大きさの尺度を雇用や付加価値にしめる産業別シェアでみたとき、ここ20~30年間かなり安定した動きを示しており、資産規模の低落傾向だけをとりあげてアメリカの銀行業は衰退産業であるとは即座には言いきれないと指摘している。資産規模や貸出残高で銀行のサイズを測るのは、あくまで伝統的な貸出業務を銀行業務の中心とする見方であり、手数料収入などのオフバランス業務に業務内容を変えていけば、銀行が資産規模が縮小するなかで収益が拡大することもありえると示唆している。

Meggison(2005)によれば、アメリカにおいて1980年から1999年までの間にシンジケートローン市場は急拡大しており、この20年間で件数にして90倍弱、金額にして150倍弱に成長している。また川村(2005)によれば、市場規模は2002年の段階で日本円にして約116兆円に達している。一方この時期の日本の規模は約15兆円である。そしてそのなかでも企業買収を目的とした買収ファンドのシェアの上昇が著しく、1999年の段階で全体の約30%を占めている。

最近の金融仲介機能は複雑化しつつあり、市場か銀行かという単純な二分法はもはや成り立たなくなりつつある。最終的な貸し手と最終的な借り手をつなぐという単純な図式をこえて、金融機関同士が市場を

介して結びつき、貸出債権を売買する市場を形成しつつある。この動きを「市場型間接金融」と呼ぶが、以下、「住宅ローン債権の証券化」、「シンジケートローン」、「再生ファンド」と3つの例をとって説明する。共通するのは、債権を売買することによって市場のメリットを享受しつつ、銀行の金融仲介機能を高めていこうという点である。

2-1：住宅ローン債権の証券化と金利リスクの軽減

銀行は最近、個人向け住宅ローンの販売で激しい競争を繰り広げている。預金過剰だからといって、ただかだか年利1.5%くらいしか稼げない国債ばかり買っても仕方がないので、より高い収益性をもとめて個人向け住宅ローンの販売を強めている。たとえば、10年固定金利の住宅ローンであれば最低でも、年利2.5-3.0%程度（2005年5月現在で）稼げる。そして住宅を担保に取り、なおかつ債務者に生命保険になかば強制的に加入させれば、銀行に信用リスクはほとんどない。

しかし、個人向け住宅ローン市場の活況を支えているもうひとつの理由がある。それが、「住宅ローン債権の証券化」である。個人向け住宅ローンビジネスの大きなポイントは、どれだけ借りに魅力的な長期固定金利の商品を提供できるかにかかっている。しかし、長期固定で金利の低い商品を販売すれば、それだけ銀行が将来の金利上昇のリスクを抱え込むことになる。2004年暮れの段階で、10年固定金利のローン商品を比較してみると、住宅金融公庫の2.5%（2006年を最後に貸出業務の廃止が決まっている）に対して、大手銀行は2.8-3.7%となかなか対抗できない。とはいうものの、ここ数年で銀行のほうもなかなか魅力的な品揃えをしてきた。

それを可能にしたのが住宅ローン債権の証券化である。これまで住宅ローン市場の最大手であった住宅金融公庫が融資から撤退をはじめ、民間銀行が供給する住宅ローン債権を購入する側に回ることによって仕組みの土台ができた。銀行は、かつてのように、借り手の支払いが終了するまで、住宅ローン債権を保有する必要がなくなり、途中で（早いものなら1-2年以内に）機関投資家に売却することができるようになった。証券として売却されるときに価格は、その後の金利動向に対する“平均的な”市場の期待を反映することになるので、銀行は売却することで将来に金利が異常に高騰するリスクを避けることができる。金利リスクをヘッジできるため、銀行は、長期固定金利の住宅ローンを大量に販売できるようになったのである。金利リスクというのは、マクロリスクであるから、銀行といえども、そのリスクを完全に遮断することはむずかしい。特に、大量に国債を保有している銀行ほど、将来の金利上昇は経営を圧迫する。住宅ローン債権を売買する市場ができることで、銀行は金利リスクを軽減できる。

ここで、貸出債権の売却がなぜ可能なのもうひとつの側面から考えてみたい。「情報の経済学」の立場からいえば、銀行というのは、借り手と貸し手（銀行）の間に存在する情報の非対称性の問題を効率的に解決する制度的工夫である（例えば、Diamond(1984)）。つまり、銀行というのは、市場取引になじまない貸出という経済行為を、自らがもつ情報生産機能をもってビジネスにしている組織といえる。銀行というのは、市場取引と相性が悪い金融取引をになっているというのが、情報の経済学からみた銀行の機能である。

ひるがえって、貸出債権が市場で取引されるためには、貸出債権のリスクが市場参加者にとって観察可能、つまり情報の問題がある程度解決していなければならない。その点、住宅ローンの貸出債権は、そもそもリスクがそれほど大きくなく、かつ銀行の審査内容は、借り手の職業、勤続年数、年収などの基本的な情報だけであり、商品を基準化して市場化するのはそれほど難しくない。逆に言うなら、住宅ローンの貸出では、銀行はたいした情報生産をおこなっていないといえる。

実際、アメリカの市場型間接金融も住宅ローン債権の市場化から始まっている。川村(2005)によれば、住宅ローン債権を含む資産担保証券の市場規模は、2002年の段階で日本が約5兆円に対して、アメリカは約334兆円である。日本においても、金利の先高感をきっかけに、一気に進展すると予想される。

2-2：シンジケートローンとリスク分散

市場型間接金融は、いまやさまざまなビジネスモデルを生み出しながら、銀行の業務内容を変えつつある。かつては、大口の融資案件があれば、多少リスクがあっても銀行は積極的に貸し出したものであるが、金融危機を経て、さすがにリスク管理の重要性に気づいたのか、貸出リスクの分散をはかるようになりつつある。

その代表が、「シンジケートローン」で、同一条件で多数の投資家が同時に融資する協調融資を指す。ある銀行に、貸出先との間で1000億円規模の融資案件がもちあがったとしよう。このとき、自ら1000億円融資するのではなく、この銀行が主幹事となって他の銀行に参加を呼びかけ、たとえば10行がそれぞれ100億円ずつ融資する。主幹事となった銀行は、金利収入が10分の1になるかわりに、他の9行から手数料収入を得ることで、信用リスク分散のメリットを享受する。

ここで重要なポイントは、主幹事銀行が貸出先から得た情報生産の成果を独占することなく、公開することで協調融資を可能にしていることである。かつて、銀行は、貸し出し先から得た情報を隠し続けることで利益を独占的に享受し続けるのが当然であるとされてきたが、信用リスクを考慮に入れると必ずしもそうではないことに気づき始めたといえる。こうした“情報公開”によって、貸出債権がリスクごとに標準化され、市場化を促進する。そして市場化が、リスクに見合った金利の定着を促進し、効率的な資金配分の改善に貢献することが期待される。

シンジケートローンの発達はまた、銀行の収益構造のオフバランス化を促進する。貸出債権という資産を膨らますことなく、手数料収入を高めることで、資産効率を高めることができる。内容は、不動産ファンド、企業再生ファンドなどさまざまだが、今後、企業買収を目的としたファンドとしても成長することが期待される。

2-3：再生ファンドでメインバンク制の終焉

最近、「再生ファンド」という言葉をよく耳にするが、実は、これもシンジケートローンのひとつである。複数の金融機関が協調して資金を供給して、破綻した企業の再生をはかるのがその内容である。メインバンクを中心とした複数の銀行による救済融資との相違点は、かつてのメインバンクが必ずしもファンドの構成メンバーに加わらないことと、破綻した貸出先とこれまでまったく関係のなかった金融機関が企業再生に参加するケースが増えているということである。つまり、再生ファンドでは、メインバンクの情報生産機能があまり重視されていない。

メインバンク制は、貸出先との取引関係を通じて情報の非対称性の問題を解決していくという点では優れた機能を発揮したかもしれないが、逆に「知りすぎてしまった」ために、融資打ち切りによる撤退のタイミングを誤りやすく、過剰融資を引き起こしかねない。例えば、Osano and Hori (2002)は、メインバンク関係が強かったところほど過剰融資の弊害は大きかったことを報告している。その点、再生ファンドだと、冷めた人間関係にある新規の参加者が多く、不採算部門からの撤退や経営陣の入れ替えなどドラスティックな改革がやりやすいという利点がある。

考えられる短所は、おたがいあまり知らない間柄でうまくやっていけるのかということである。しかし、

そもそも貸出先は破綻したのだから、メインバンクが蓄積してきた情報の価値は著しく減少しており、負の遺産を引きずるメインバンク関係よりも、「ゼロからの出発」のほうがましという認識なのかもしれない。再生ファンドは、過剰融資や追い貸しで結局は不良債権問題を長期化させたという苦い経験に対するひとつの新たな方向と見るべきかもしれない。

2-4：市場型間接金融で日本の銀行は再生するか？

以上、3つの例をとって市場型間接金融について概観したが、市場型間接金融の進展で明らかになりつつあることは、銀行の他の金融機関に対する優越性の根拠とされた情報生産機能とそこでえた情報独占の利益はそれほど大きくないということである。そしてこの事実は、これまで銀行固有の市場とみなされてきた業務分野への他の金融機関の参入を意味する。例えば、住宅ローン市場には、ソフトバンク系の住宅ローン専門のモーゲージバンクである「SBIモーゲージ」が、35年固定金利の住宅ローン商品（しかも、金利は全期間 2.55%、2005年現在）を登場させて話題になっているが、審査はもはや相対（あいたい）ではなく、ネット上の書面でなされる。審査内容が、借り手の職業、勤続年数、年収だけなら書面で十分という考え方である。上記したように、シンジケートローン市場にも、他の金融機関の参入による競争の激化は必死であろう。

3. 株式市場の活性化の必要条件

3-1：情報開示義務とは？

2004年の秋、東京証券取引所は西武鉄道株を上場廃止にした。新聞情報によると、上場廃止理由は、同社が40年以上にわたって大株主の持株比率を過少記載したうえ、その後の調査にも非協力的であったからとのことである。

この事件が、株式市場のあり方について教えてくれることは多い。まず、有価証券報告書に虚偽の報告をしてはいけないということである。銀行から融資を受けるのであれば、企業はこの銀行にだけ情報開示の努力をすればいい。あくまで借り手企業と銀行の間の私的な関係なので、借り手が銀行に嘘をついたことがばれたとしても、銀行が貸出を拒否することはあっても、第三者が罰するという事はない。

しかし、有価証券報告書に虚偽の報告をして、市場で不特定多数の投資家をだましていたことがばれると、規制当局（つまり金融庁）によって罰せられる。理由は2つ考えられる。1つ目の理由は、個人投資家が企業にだまされた場合、直接企業にペナルティーを与えることは難しいからである。2つ目の理由は、情報開示のルールを厳しくして市場の透明性を確保しないと株式市場そのものが成り立たないからである。

不特定多数の投資家が参加する株式市場の公正を維持するためには、監督行政は銀行に対するものよりも厳しくならざるを得ない。しかし、このことが、政府が頻繁に市場介入すべきだといっているわけではない。2005年の2月頃に日本中の話題をさらったライブドアの市場外取引に対して、合法であるとしながら、「問題あり」と発言した金融庁長官の態度は問題があるといわざるを得ない。その発言がニッポン放送の株価に大いに影響を与える恐れがあることはあらかじめわかっていることであり、少なくともフジによるTOB（公開買付）期間中は発言を控えるべきであったと思われる。政府のなすべき仕事は、株式市場の価格形成機能を高めるための制度設計と円滑な運営を確保するための監督行政であり、市場での価格形成に直接影響を与えるような介入は慎むべきである。政府はあくまで市場整備の裏方に徹すべきであって、市場に直接参加してはいけないのである。

銀行貸出は、特定の人たちの長期的な関係を暗黙の前提としていたのに対して、株式市場は、不特定多数の人たちのあいだの金融取引を念頭においている。メンバーチェンジを前提とすることで、資金や経営資源の効率的な運用を促すことを狙いとした仕組みがうまく機能するためには、企業の側に、私の言うことを信じてくださいという努力を促す仕組みが必要となる。情報開示のルールの基準化とそれを支える会計制度の整備である。

3-2：株式持合いは「投資家保護」に逆行

西武鉄道株を上場廃止が、次に教えてくれたことは、虚偽の報告の内容に関することである。ここで問題となった過少記載であるが、東証一部上場企業は、大株主 10 社と取締役、自己株式数の合計持ち株比率が 80%を超えた場合、一定期間内にこの水準以下にしないと上場廃止となるというきまりになっている。これはどういうことかということ、大企業同士が株式を持ち合って、外部からの経営介入を排除しようとすることを防ぐためである。

株式持合いがいかにか株式市場を骨抜きにしているのか、次の小話を聞けば一目瞭然である。A 社が、株主からの経営改善要求に苦慮していたとしよう。困った A 社の社長は、知り合いの B 社の社長に相談を持ちかけたところ、B 社の社長は、解決策は簡単だよと得意げに、新株を発行して増資したらどうだと言った。そしてさらに、そうすれば、うるさい株主の株式シェアを減らして発言力を抑えることができると。A 社の社長は、ウチは業績が悪いから株を買ってくれる人なんていないよと弱気になる、B 社の社長は、ウチが買ってやるよ、その代わりにウチの株も買ってくれよ、そしたらお金は一銭もいらぬじゃないか。なるほど！持ち合い成立である。かくして A 社と B 社は 1 銭も使わずに増資をして、少数株主の発言力も押さえることができ、さらにふたりの社長の地位は安泰となった。

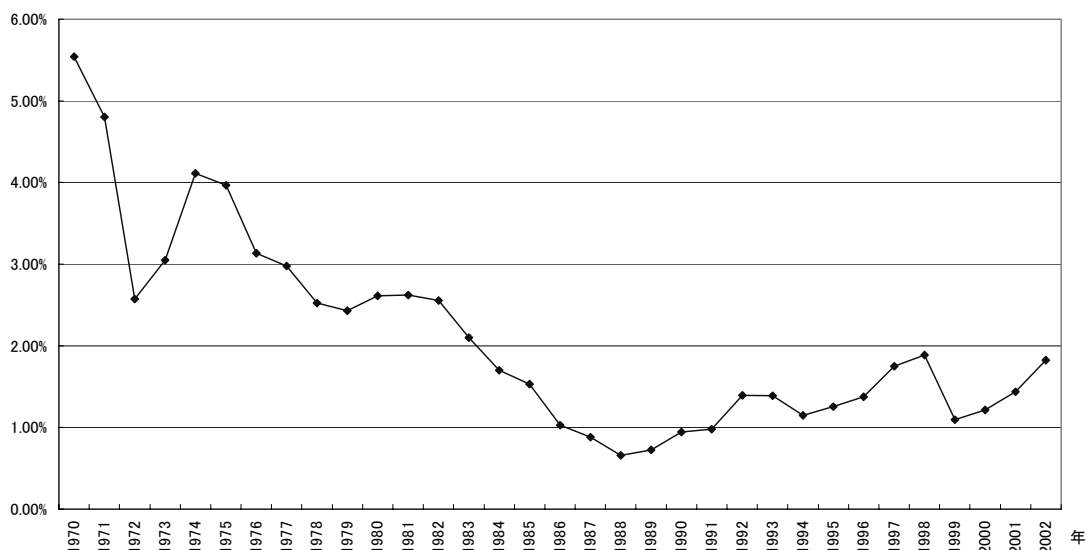
株主は議決権を行使することによって経営を監視する。経営者が努力を怠れば、株主総会で会社の姿勢や方針に注文をつけ、場合によっては経営者の交代をもとめる。「株主による規律づけ」が、経営の効率化を促進するはずであるが、経営者のほうからしてみれば、こうした経営への介入はあまりうれしいことではない。自分に批判的な株主を黙らせる対抗策は、増資をして自分に批判的な株主の発言権を減少させることであるが、増資は一般に株価の下落をもたらす、そう簡単にはできない。そこで、経営者は、事業提携の一環と称して、株主の持合をおこなうのである。しかし、事業提携に株式の持合は必要なのだろうか？事業提携を株式市場が評価すれば、株価は上昇して企業買収の標的にされにくくなるはずである。逆に、持合を強化すれば、市場はこの事業提携を馴れ合いの取引関係の維持と評価して、株価は下落するので、既存株主の利益を損ねる行為といえる。利益を得たのは、経営権の維持を強固にした経営者である。株式持合が横行すると、少数株主の権利は守れない。株式市場は、すべての株主が保有株式数に応じて平等に権利を行使できることを前提とした仕組みなのである。

2005 年の 2 月から 3 月にかけて日本中を巻きこんで大騒ぎとなったフジテレビとライブドアをめぐるニッポン放送株取得をめぐる争いは記憶に新しいが、ライブドアの功績は、株主持合いが経営者の保身の道具であり、いかに株式市場の機能をゆがめているかを、一般の国民が理解できるように明らかにしてくれたことである。さらに、この事件によって、「投資家保護」、「企業価値」といった単語が頻りにメディアに登場し、株式市場の形成にとって投資家保護がいかに大事であるか、そして企業の経営者には企業価値を高める義務があるということを確認させてくれたことである。残念ながら、政府はまだまだ株式持合いの弊害をまったく理解していない。郵貯民営化で、各会社間の株式持合いを認めるなどセンスは悪い。

3-3 : 配当を増やせ!

投資家の保護とそれを支える情報開示ルールの確立が、株式市場の健全な発展にとって不可欠であると述べたが、日本の株式市場にはもうひとつ忘れてはいけない重大な問題点がある。日本の企業は、株主に十分な配当を支払っていない。図2は、非金融法人企業の配当支払の総額を上場企業の株式時価総額で割って得られた値、つまり「配当利回り」の推移を表している。この図から明らかなように、1980年半ばあたりから、日本の企業は株主に配当をじゅうぶんに支払っていないとはいいたがたい。

図2 配当利回り



出所：『国民経済計算年報』（内閣府）

理由はいくつか考えられる。まず、銀行から借入れが比較的容易であったので、資金調達を株式市場に依存しなくてもよかった企業は、株式市場を軽視した。次に、1980年代に配当をじゅうぶんに支払わなくてもバブルで株価が上昇したので、投資家は不満を言わなかった。そして、1990年代にはいって、景気が低迷したので配当は低くても仕方がないと投資家はあきらめた、などが考えられる。しかし最も重要な理由は、「株主による規律づけ」が機能せず、株主が企業の配当政策を監視しなかったからである。

1990年代にはいって、配当利回りの低落傾向が目立つ。ところが、この時期、日本企業の多くが十分な配当を支払えないほど、利益が減少していたかという点必ずしもそうではない。むしろ1998年以降、貯蓄—投資バランスは、非金融法人部門は貯蓄超過である。つまり、日本企業は稼いだ利益から投資を差し引いてもまだ資金が余る状態であったにもかかわらず、配当を支払っていないのである。投資した後に残った資金は当然株主に“返還”すべきである。

2005年3月期決算の上場企業（全体の約3分の1、金融、新興市場を除く）の配当総額が初めて3兆円を突破した。しかし、2004年9月中間決算に比して、純利益は37%も増加しているのに対して、配当の増加は17%にすぎない。利益の伸びは配当を上回り、配当性向（＝配当支払額／利益）は25%から22%へ低下している。欧米企業の配当性向は平均して30～40%であり、日本企業はまだまだ配当余力を残しているといえる（2005年3月23日付日本経済新聞）。実際、エクセレントカンパニーといわれる企業のなかにも配当を支払わない企業は少なくない。例えば、トヨタは0.5%台と低く、株式投資家の間ではトヨタ

は配当を支払わない会社として有名である（数字はいずれも 2005 年 1 月の株価と 2004 年度の配当支払額をもとに計算）。

その意味では、企業買収ファンドの果たす役割は大きい。「村上ファンド」は、株価が割安で潤沢な現金、預金、有価証券を保有している企業の株式を中心に買い集め、企業に増配や投資をもとめている。経営権への介入や買収を恐れた経営陣は、増配で対抗するようになり、結果として高配当、高株価が実現することになる。株主による規律づけがこうして機能するようになる。

昨今のフジテレビ＝ライブドア抗争に端を発して、企業買収に一部規制を加えようという動きがみられるが、企業経営者の市場が十分に発達していない日本においては、企業買収のプレッシャーこそが経営者への規律を高める有効なツールである。行き過ぎた企業買収の横行はかえって企業価値を毀損させるという例もなくはなく、弊害もあると思われるが、企業買収という手法を有効に使えるような制度設計が株式市場を活性化させることはじゅうぶんに可能であろう。

4. 不完全に終わった郵政民営化¹⁾

郵便貯金と簡易保険は財務健全性を維持しているように見える。現状では重大な問題を抱えていないように見えるが、実は、巨額の補助金を得ており、それが民業を圧迫する結果になっている。郵政公社が抱える主な問題点は以下の通りである。

- (1) 郵政公社は法人税や印紙税など大部分の税金が免除されている。自己資本が基準額を超えれば、国庫納付金を納める義務が生じるが、資本額が基準を大きく下回る現時点では、その義務は当分発生しそうにない。
- (2) 郵便貯金・簡易保険は無料の政府保証を受けている。民間金融機関、とくにペイオフを実施した銀行との競争条件を大きくゆがめる結果になっている。
- (3) 郵便事業、郵便貯金、簡易保険という性格の違う事業を同一勘定でおこなうことで内部補助の問題が発生しており、収益力に応じた事業の収縮や拡大ができない仕組みになっている。
- (4) 郵便貯金の貯金残高は四大メガバンクの預金合計より大きく、簡易保険の資産規模は生命保険大手四社に匹敵する。
- (5) 「官」を通じる資金の流れが多すぎることから、資金の効率的な配分が妨げられている。

これらの問題のうちそのほとんどが貯金業務と保険業務に関するものであることに注意したい。すなわち郵便貯金と簡易保険の改革が急務なのである。

4-1：問題の多い郵政民営化法

2005 年 10 月に政府が国会で再提出して可決された郵政民営化法案は、残念ながらこのような問題点をすべて解決してはいない。郵政民営化法の骨子は、次のようにまとめられる。(1) 2007 年 4 月以降に受け入れる貯金・保険は政府保証を廃止する。(2) 2017 年 4 月を「完全民営化」の時期として、郵便貯金銀行・郵便保険会社については、2017 年までに政府の株式保有をゼロとするが、窓口ネットワーク会社・郵便事業会社については、「完全民営化」後も政府による株式保有を続ける。(3) 「完全民営化」後、窓口ネットワーク会社・郵便事業会社ないし持株会社が、郵便貯金銀行・郵便保険会社の株式を保有することができる。(4) 2007 年 4 月以前に受け入れた政府保証のある預金を「旧勘定」で運用し、2007 年 4 月以降に受け入れた政府保証のない預金を運用する「新勘定」から分離する。形式上分離されている

¹⁾ この節は、2005 年 9 月 17 日付日本経済新聞の経済教室の欄に掲載された記事「郵政民営化法案の修正を」（櫻川昌哉著）をまとめたものである。

両方の勘定の資金を新会社が一括して運用し、新勘定の損益と旧勘定の損益は新会社に帰属する。(5) 株式売却益を各会社の赤字補填に使うことを妨げない。

郵政民営化法の問題点は以下のとおりである。第1に、2007年3月以前に預け入れられた貯金について政府保証を維持することになっているが、これは、民間との競争条件の不平等を維持することになる。第2に、郵便貯金の政府保証が表面上なくなっても、政府が持株会社を通じて、郵便貯金銀行の株式を大量に保有していれば、預金者には政府保証があるのと実質的に同じだと見なされる可能性が高い。第3に、政府の関与が残る郵便事業会社や窓口ネットワーク会社による郵便貯金銀行、郵便保険会社の株式取得を認めれば、国営化への逆戻りになる危険性がある。第4に、これがもっとも大きな問題であるが、「完全民営化」への移行期間が長すぎる。郵便貯金の旧勘定分について、郵便貯金銀行は持株会社に預金保険料相当分を支払うことになっているが、郵便貯金銀行の株式が完全に売却されない限り、持株会社としては政府保証の特典が続くこととなる。こうした特典を享受しながら民間金融機関と競合することは、郵便貯金銀行・郵便保険会社のさらなる肥大化をもたらしかねない。

郵政民営化法のこうした問題点を考えると、郵政問題を本当に解決するような民営化は、次のようなものでなければならない。第1に、競争条件を整え、イコール・フットィングを実現するために、郵便貯金銀行・郵便保険会社をそれぞれ(たとえば地域別に)4つ程度に分割する。第2に、同じくイコール・フットィングを実現するために、政府保証が明示的に残る郵便貯金銀行と郵便保険会社の旧勘定の損益をそれぞれ新会社から完全分離する。第3に、郵便貯金会社・郵便保険会社は分割あるいは縮小後、3年程度の期間で株式の完全売却を行う。移行期間が長すぎると(郵政民営化法では10年間)、不完全に民営化された郵便貯金や簡易保険が金融市場の機能をかえって阻害してしまう可能性が高い。第4に、郵便貯金と簡易保険の問題を解決するなら、郵便事業会社と窓口ネットワーク会社については、とりあえずその完全民営化を先送りするのもやむをえないかもしれないが、民間の運送業者などと比べた時の特典は極力除去し、また民間会社の参入を容易にして競争を盛んにすることを目指す。なお、完全な民営化を先送りする限り、窓口ネットワーク会社は業務内容を含む全体像を明確にする。第5に、政府の関与が残る郵便事業会社や窓口ネットワーク会社が、完全民営化される郵便貯金銀行や郵便保険会社の株を持ち、あるいは人事介入によって、その経営に影響を与えないようにする。

4-2: 資金は官から民へ流れるか?

郵政公社が抱える問題点のうち、郵貯民営化で資金は官から民へ流れるかという疑問についてはどうであろうか。結論からいえば、郵貯が民営化されたからといって、そう簡単に資金が官から民へ流れないであろう。

資金が民から官に流れているのは好ましいことではないが、経済学が重視するのはその流れ方である。国債が大量に発行されているという条件下で、誰かがこれを保有せざるを得ないのは明らかで、事後的に資金が民から官に流れているようにみえるのはある程度やむをえない。重要なのは、こうした制約のなかで、収益性の期待できる投資先に資金が円滑に流れているかであり、金融機関が収益性にもとづいた資産ポートフォリオの結果として国債を保有するのと、将来性のある資金需要を発掘できずに余剰資金で国債を買うのとでは話は異なる。前者のケースでは金利は高くなり、後者は低くなる。金利は低いということは、金融は収益を生んでいないということで、つまり資金は“流れていない”のである。郵貯を民営化しても資金は官から民へ流れないから、民営化しても無駄だという意見がみられるが、民営化によって資金配分の効率化が向上すれば、たとえ資金が急に民へ流れなくても利益は生まれる。その利益は金利の上昇に

反映されるはずである。

資金循環論は部門間の事後的な資金の配分を表すだけで、資金配分の望ましさに関しては、何も語らないという問題点をもつ。その望ましさを測るためには、金利が重要な尺度となる。金融システムが効率的な資金配分を実現していれば、金融サービスはそれだけ高い付加価値を生み出し、金利は高くなるはずである。

国債の受け皿をどう確保していくかという議論もまた資金循環論の限界に縛られている。国債市場が整備されて金利が適正に決まっていれば、誰が国債を保有するかを心配する必要はないのである。国債市場を整備して、金利の調整機能に信頼をおけるような仕組みを作るのが先決である。

最後に、もうひとつ資金循環論の限界を述べておく。この議論は、自国の資金需要を自国の貯蓄でカバーするという「閉鎖経済」の世界を暗黙のうちに前提としていることである。確かに、国内の金融市場が不安定で、自国の金利が世界金利に比べて低いときにはこの議論は当てはまるかもしれない。しかし、もし国内の金融システムが整備されて、自国金利が上昇してくれば、海外から資金を引き寄せることができるので、自動的に資金制約の壁は取り除かれる。資金が自由に国内外を移動する「開放方経済」の世界では、もはや資金循環論の議論は意味をもたなくなる。

5. 国債管理政策のゆくえ

巨額にのぼる国債をどう消化していくかは深刻な問題である。国債残高の増加ペースは異常である。1990年には、残高は200兆円にも満たなかったが、2000年には400兆円を突破し、いまや600兆円を超えようという勢いである。このペースで行くと、10年後には1000兆円を超えるかもしれない。そうすると、貯蓄率低下のペースが速まれば債務超過である。

政府は最近、国債の市場消化を促すために、満期構成、発行条件、購入先の多様化を図っている。2005年の初めに、外貨建ての国債発行の考えがあることを明らかにしたが、少子高齢化による貯蓄率の減少を考えれば、必然的な流れである。今後、この外貨建ての国債市場を育成していけるのかどうか興味深い。問題なのは、発行コストが国内よりも割高なことである。国内ならば、10年もの国債で利回りは1%代半ばであるが、外債となると、最低でも4%台とかなり割高になる。

国内の国債利回りが低いのは、一部には国債市場にバブルが発生しているという意見もあるが、資産運用能力で劣る国内の金融機関が低い利回りで大量に買ってくれるからである（もうひとつの理由は、金融の量的緩和で日銀が大量に国債を買入れてくれているからである。）決して投資家が日本国債を高く評価しているからではない。もし銀行や郵政公社の資金の運用能力が高く、海外の金融機関と伍して稼ぐことができれば、国内の利回りはもっと上昇するであろう（その意味で、政府は無能な日本の金融機関に感謝すべきかもしれない）。

長期的なスタンスに立てば、高齢化による貯蓄の減少は不可避で、いずれは海外市場で国債を販売せざるを得なくなる。現在のところ、国債の国内市場と海外市場は分断されているので、金利格差はそれほど問題にならない。しかし、国債を海外消化に頼らなければならなくなるとどうなるのだろうか？市場のキャスティングボードを握る投資家は明らかに外国人投資家なので金利は4%に上昇する。ここにいたって内外の国債市場は統合される。

しかし現実の市場はもう少し複雑である。国債市場には発行市場と先物市場があり、これまで発行市場を中心に話をしてきたが、実は先物市場のほうが規模も大きい。たとえ発行市場で国内投資家のみが国債を購入するような状態だったとしても、いずれは外国投資家に頼らなければならないだろうと先物市場が

認識するようになった段階で、内外の先物市場で裁定が働き、国債金利の格差は消滅する。しかし国内金利の上昇のタイミングはわからない。

国債費を低く抑えたいという理由で、政府が人為的に金利格差を維持しようとするれば、ヘッジファンドは徹底して国内債を現物と先物の両方で売ってくるであろう。国内債は暴落して金利は急騰し、国債を大量に保有する金融機関は破綻し、金融市場はパニックとなる。アジア通貨危機の再現よろしく、ヘッジファンドの草刈場になることは目に見えている。

そうした悲劇を招かないためにも、国内債の市場を、無能な金融機関の安定需要に頼るのではなく、海外に代替的な収益機会をもつ有能な市場参加者からなる市場に変えていく必要がある。そうすればおのずと金利格差は縮小し、海外投資家に裁定の機会を与えることなくパニックも防ぐことができる。

「今はまだ金利が低いからいいけれど。。。」と国債問題を語る人は少なくないが、むしろ逆である。国債金利が低いからこの問題への関心が低く、大量発行が続くのである。国債が大量に発行されれば金利が跳ね上がるような仕組みをつくる方が長期的には痛みは少ない。

6. 政策金融の統廃合²⁾

金融市場においては、将来の不確実性が高く、情報の非対称性の問題が存在しているため、民間金融機関だけで効率的な資金配分を実現するのは難しい。例えば、不況が深刻化したり、金融危機が起きたりすると、経済の先行きを悲観した銀行は、中小企業の貸出先に対して貸し渋りや信用割当をおこない、効率性の観点からいって本来実施すべき投資が実施されないという問題が起きる。実際に、1997年の金融危機の際に、中小企業を中心に深刻な貸し渋りが生じたと報告するいくつかの研究が存在する（例えば、内閣府（2005））。

ここに、民間金融の機能を補完する存在として、政策金融に一定の役割が期待されることになる。ここでいう政府系金融機関は、国際協力銀行、政策投資銀行、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫、商工中金、公営企業金融公庫、農林漁業金融公庫、沖縄振興開発金融公庫の8機関（住宅金融公庫を除く）で、2004年度において貸出残高は約90兆円にのぼる。しかしその多くは、民間金融を補完するどころか、適切な情報生産やリスク管理をほとんどおこなうことなく、安易に貸し出し業務を続けてきた疑いが強い。

安易な貸出の弊害は大きい。政策系金融機関の多くは一見して赤字額はそれほど多くないが、出資金や補助金というかたちで損失補填をおこなっている。2004年度における8つの政府系金融機関への出資金と補助金の合計は3737億円にのぼっている。この実質的な補助金はいずれ国民の負担になることはいうまでもない。さらに、政府系金融機関の財務諸表は、民間の基準ほど厳格でなく、貸倒引当金が民間基準よりも過小評価されており、実質的な赤字額はさらに増加すると思われる。

次に、この金利補助を利用して、政府系金融機関は民間銀行よりも低金利で貸出を行っている。長期プライムレートを基準とした低利の貸出がなされており、金利が貸出リスクを適切に反映することはほとんどない。貸出市場の金利体系はゆがめられ、民間金融機関の貸し渋りを促進し、貸出市場の健全な発展を阻害している。また、貸出を受けた企業の多くは、適切な審査を受けることもなく、本来ならば市場から退出すべき企業を温存させるケースも多く、結果として新規参入をはばみ、経済の活力を奪っている。

政策系金融機関の統廃合は避けられない。しかしながら、統廃合の前提として、それぞれの機関について、そもそも政策目標は何なのか、政策金融はそれを達成するために最適の方法なのかを吟味する必要がある。

²⁾ この節は、2005年11月23日付日本経済新聞の経済教室の欄に掲載された記事「大詰めの政府系金融機関改革」（細野薫著）をまとめたものである。

ある。業務の見直しをしたうえで、適正に応じて統廃合をするのが順序であると思われる。

では、政策金融が担うべき機能にはどのようなものがあるであろうか？まず、第一に、公益性の高い分野への融資があげられる。国際協力の一環としての途上国向け融資、将来性や外部性の高い新事業の育成、投資資金の回収に時間がかかりリスク評価が難しい大型プロジェクトなどがあげられる。社会的には実行するのが望ましい投資であっても収益性が低ければ、民間金融は融資をしない。政策金融が融資することを正当化する根拠がここにある。しかしながら、収益性と公共性を考慮に入れた投資評価は本来困難な業務である。民間金融機関に優るとも劣らない情報収集・審査能力や、高度な金融知識が要求されるのは言うまでもない。

第二の機能としてしばしば議論されるものに、中小企業や零細企業を対象にした創業支援が挙げられる。信用力で劣った中小企業や零細企業に対しては、民間金融機関は一般に貸し出しに慎重であり、創業支援に限って、政府系金融機関が貸出を行うことに一定の根拠があるという考え方である。政府系金融機関が民間金融機関に比べて情報生産能力で上回るとき、このような見方は正当化される余地が生まれるが、この仮説を裏付けるような明らかな事実はない。そうでないとき、民間金融機関から貸出を拒否された貸出先のなかから、収益性の高い事業を始めようとする借手者を適切に探し出していけるとは考えにくい。こうして考えていくと、中小企業金融に関して、政府系金融機関が直接貸出を行うことに正当性を見出すのは難しい。政府系金融機関は、保証業務に専念し、民間貸出を促進する役割に徹すべきである（ただし、100%の保証は、モラルハザードの観点から望ましくないことは明らかである）。

第三の業務として期待されるのは、貸出市場の整備・育成である。そしてそのなかで、貸出債権の証券化を中心とする証券化支援業務についてはすでに一定の成果がある。住宅金融公庫は貸出業務を縮小する過程で、売却すべき貸出債権を大量に保有しており、また民間金融機関の貸出債権の買い手として、住宅ローン債権市場の形成に貢献している。住宅金融公庫が、証券化業務に特化することで、金利リスクを軽減できるようになった民間金融機関は、長期固定の住宅ローン商品を拡充できるようになった。政策金融が民間金融を補完する役割を果たしているモデルケースといえる。

この住宅ローン市場の成功にあやかろうとしているのが、中小企業貸出債権の証券化である。小口の中小企業の貸出債権をまとめて市場で売却できれば、民間金融機関は信用リスクを軽減することができ、中小企業への貸出を増やすことができるはずである。しかし、住宅ローン債権と異なり、中小企業への貸出は情報の非対称性の問題が大きく、市場で証券化がどこまで進むかは未知数である。理想的には、政府系金融機関が、買取りを前提としてシンジケートローンのアレンジャーとなったり、あるいは民間金融機関の売却する債権をまとめて買い取ることなどの業務が期待されるが、はたしてどこまで可能であろうか？政府系金融機関にはその中立性ゆえに提供する情報に信頼性があるという利点があるが、それだけでは存在理由にはなりえない。政府系金融機関が民間を補完するうえで適切な役割を果たすためには、民間金融機関に優るとも劣らない情報生産能力を前提とする。これまで、プロジェクトファイナンス、DIPファイナンス、あるいは知的所有権を担保とした融資など新たな金融手法の開発で一定の成果を挙げてはいるが、果たして政策金融でなければ実現不可能な業務かどうかは疑問である。

こうしてみると、政策金融が担うべき機能として正当化されるのは公益性の高い分野への融資に限られよう。中小・零細企業向けの創業支援や証券化業務ですら、はたして政策金融という形でおこなうのが最適かどうかは疑問の余地が多い。

では、業務・組織の再編はどのように進めるべきだろうか。まず、これまでの与信管理の実績や財政資金の依存状況から鑑みて、民営化しても収益が上がる見込みのものは、漸次、民営化すべきである。他方、

そうした見込みのないものについては、上記の観点から機能別に業務を洗い直し、適宜、整理縮小するのが望ましい。上記したように、政府系金融機関が貸出を行うことの社会的コストはきわめて大きく、すでに代替的な財政手段を保有するものについては廃止すべきである。存続させるものについては、国の出資を残しつつ、組織形態を株式会社化すべきである。株式会社化によって、財務の透明性が高まるとともに、破綻制度が明確化されるので、「つぶせないで助ける」構図が是正される。最後に、業務の見直しを行ったうえで、機能的に重複する組織については、統合して簡素化を図るべきであろう。

7. 年金問題は金融問題³⁾

年金改革をめぐる大きな議論がおきているが、傍目に見ていて、解決の方向に進んでいるとは思えない。人口の少子高齢化が進むなかで、高齢者は給付の引き下げに反対し、若者は負担増に反対する。政府は何とか折衷案を出そうとするが、効果的な案は出せそうもない。一体全体、年金問題に解決策はあるのだろうか？そもそも、答えのない問題を解こうとしているに過ぎないのではないかと悲観的に思っている人も少なくないであろう。では、どこに問題があるかといえば、年金問題を財政問題と位置づける設定それ自体である。この点を以下わかりやすく説明したい。

公的年金制度は、資金調達方式の観点から、保険料負担をした本人の資産運用の利益をもとに支払う積立方式と現役世代が収めた保険料を年金給付にあてる賦課方式に分けることができる。さらに、拠出額と給付額のうちどちらを基準にするかによって、確定拠出型と確定給付型とに分けることができる。合計4通りの組み合わせを考えることができる。

わが国が採用しているのは、賦課方式と確定給付型の組み合わせである。つまり、年金給付額があらかじめ確定していて、その原資は、現役世代の保険料負担や国庫負担つまり税金でまかなわれる。したがって、賦課方式は、現役世代から年金給付をうける老年世代へと所得の再配分をもたらす。サミュエルソンは、有名な世代重複モデルのなかで、保険料負担を各世代一定としたとき、賦課方式の年金の収益率は人口成長率に一致し、資本収益率すなわち利率が人口成長率を下回るときにのみ、年金制度の導入が人々の経済厚生を改善することを明らかにした (Samuelson (1958))。

少子高齢化が進んで、人口成長率がマイナスに転じると、長期的には年金受給額は保険料負担を下回らざるを得ない。確定給付で一定の収益率を無理に維持しようとするれば、年金財政は悪化し、税金による穴埋めは不可避となり、世代間の不公平を助長する。確定拠出にして、給付額を人口成長率に連動させれば、年金財政の破綻は避けられるが、年金の保険料を支払うよりも個人で資産運用したほうが有利となるので (利率はゼロを下回らない)、保険料の未納が増加して、年金制度の維持が難しくなる。いずれにしても、少子高齢化の進展は、賦課方式の年金制度の維持を不可能にする。

では、積立方式はどうか？収益率は人口動態から独立となり、少子高齢化でも存続可能なように思われる。まず確定給付方式であるが、金融危機が生じるなど利率が長期的に低迷したら、やはり年金財政は悪化し、税金の投入が避けられなくなる。つまり、確定給付型を維持する限り、積立方式はやがて賦課方式に「収束」することになり、やはり維持が不可能となる。残る可能性は、積立方式で確定拠出型の組み合わせであるが、この方式だと年金制度が人口動態に影響を受けることはなく、また予想外の利率の変化で年金財政が悪化することもない。しかしながら、よくよく考えてみると、積立方式で確定拠出型の組み合わせを選択すると、公的年金制度を維持する必然性はもはやなく、私的年金制度で代替可能

³⁾ この節での議論は、2005年10月にソウルで開催された Shadow Financial Regulatory Committee の国際会議でなされた年金に関する議論の統一見解をもとにしている。

である。

したがって、年金制度のあるべき姿は、公的年金制度をできる限り縮小して、私的年金制度を充実させることにつきる。ただしこの仕組みが機能するためには、年金基金が安定して一定以上の運用益をあげることができるような資産運用能力を必要とする。またこれを保障するような金融システムの存在を前提とする。「ゼロ金利政策」に執着している限り、運用益は期待できない。そして年金制度の成功はありえない。つまりゼロ金利政策の継続は、年金制度を見捨てているともいえる。金利の上昇と好景気を両立できるような経済の環境を構築してこそ年金制度は機能する。

参考文献

- 川村雄介(2005)「わが国における市場型間接金融の発展状況とその課題」、『資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会』報告書所収（第5章）、財務省財務総合政策研究所、p115-156。
- 櫻川昌哉(2005)「金融の市場化と新たな資金循環」、『資金循環における市場型間接金融の役割に関する研究会』報告書所収（第4章）、財務省財務総合政策研究所、p85-113。
- 内閣府（2005）『構造改革評価報告書4 —金融・企業再生—』
- Diamond, D. W. (1984), “Financial Intermediation and Delegated Verification,” *Review of Economic Studies* 51: 393-414.
- Hori, K., and H. Osano, (2002) “Financial Relations between Banks and Firms: New Evidence from Japanese Data,” Kyoto Institute of Economic Research, Discussion Paper No. 546.
- Kaufman, G.G., and L. R. Mote (1994), “Is Banking a Declining Industry?” Federal Reserve Bank of Chicago, Economic Perspective(May/June) 2-21.
- Meggison, W. L., (2005), *The Financial Economics of Privatization*, Oxford University Press.
- Samuelson, P.A., (1958) “An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money,” *Journal of Political Economy* 66, 467-482.