

(共通論題)
危機後の金融システムの展望と
金融機関の課題

2010年5月16日
日本金融学会2010年度春季大会

日本政策投資銀行設備投資研究所
花崎正晴

グローバルな金融市場の拡大

- 過去20年以上、
実体経済に比して拡大

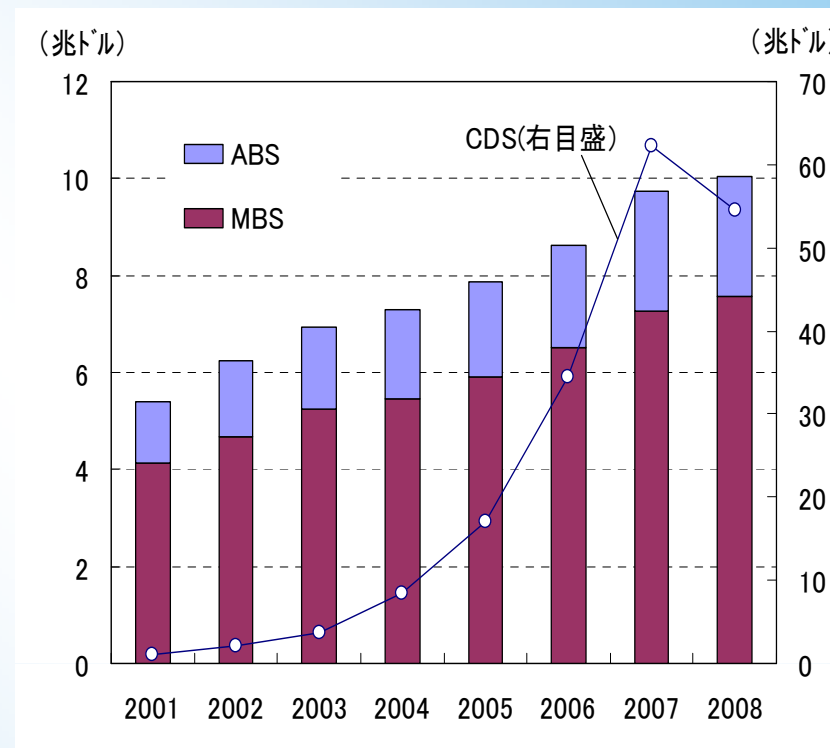
 - 金融資産残高対GDP比率:
80年:1.1倍 → 06年:3.5倍
- クレジット市場が急拡大

 - 証券化関連資産残高:
07年: 9.7兆ドル
 - CDS残高:
07年: 62.3兆ドル
参考: 全世界のGDP約50兆ドル
- アメリカにおける金融業の地位

1980年: 企業利益の約1割
株式時価総額の約6%

↓

2007年: 企業利益の約4割
株式時価総額の約2割



クレジット商品残高推移

OTDモデルの興隆

1. OTD (Originate-to-Distribute)モデルとは

・証券化の進展

バランスシート型：商業銀行が既存ローンを証券化



OTDモデル：売却を前提としたローン組成

背景：金融技術の発達

- (1) 信用リスクの定量評価 (Monte Carlo simulation)
- (2) 信用リスクの移転 (credit derivatives)
- (3) 信用リスクの再構成 (tranching)

2. OTDモデルの金融システム上の影響

バランスシートが不要なクレジットビジネスの進展

→ 資金調達を預金に依存しない投資銀行等の参入
フロービジネス化

→ 裁定利潤志向が強まる

→ 「セルサイド」化

→ ローン組成目的の変質:

企業の資金調達 → 投資家の資金運用

(例) 投資家の高リターン証券需要に応じるため、
サブプライムローン組成を促進

投資銀行: 相対的に緩い規制

→ レバレッジ投資

+ 成功報酬型の給与体系

→ 有限責任下で、過度のリスク・テイキング
モラルハザード



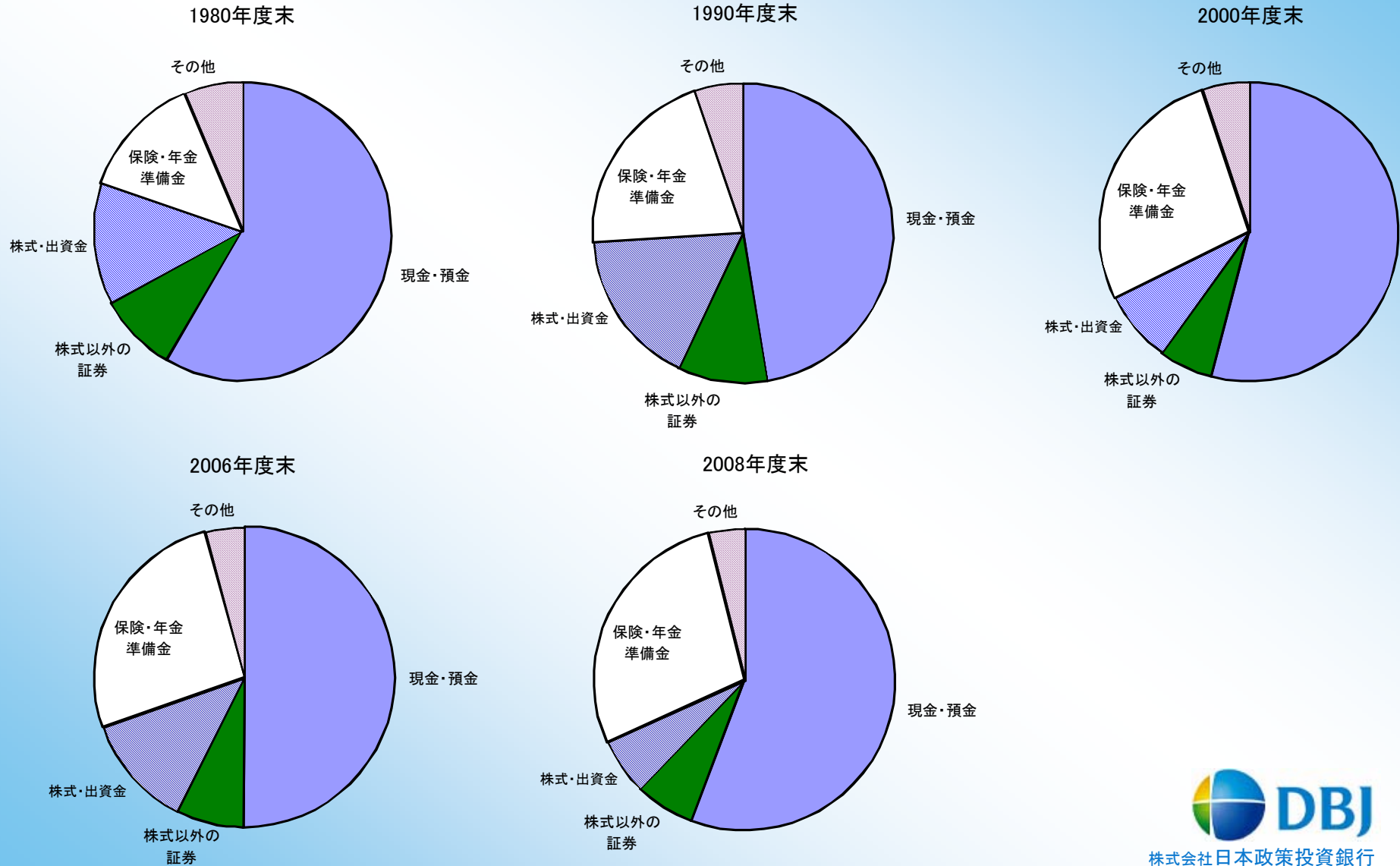
「貯蓄から投資へ」を巡る論点

小泉内閣が発足後の2001年6月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」(いわゆる骨太方針2001)において、「21世紀にふさわしい安定した金融システムを構築する。直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する。」ための具体的措置として「個人投資家の市場参加が戦略的に重要であるとの観点から、その拡大を図るために、貯蓄優遇から投資優遇への金融のあり方の切り替えなどを踏まえ、税制を含めた関連する諸制度における対応について検討を行う。」とされたのが始まり。

そして、具体的な施策として、2003年には預貯金の利子所得にかかる税率が20%に据え置かれる一方で、株式の配当および譲渡所得に関する税率を20%から10%に引き下げる証券優遇税制が導入された。



家計部門の金融資産保有割合



出所) 日本銀行「資金循環統計」に基づき、筆者作成。

金融取引の新しいパラダイム

Allen and Santomero (1998) : 金融仲介機能を巡るパラダイムの変化を指摘。

金融仲介の伝統的機能・・・取引費用 (transaction cost) の引き下げ、借り手との情報の非対称性の問題の緩和。

金融技術の進歩で、取引費用は低下。ただし、デリバティブ取引の普及などにより、金融取引におけるリスク管理の困難性は増大。情報の非対称性の問題は深刻化。



個人や一般企業にとって、金融市場への参加費用 (participation cost) が上昇。直接金融は困難化。



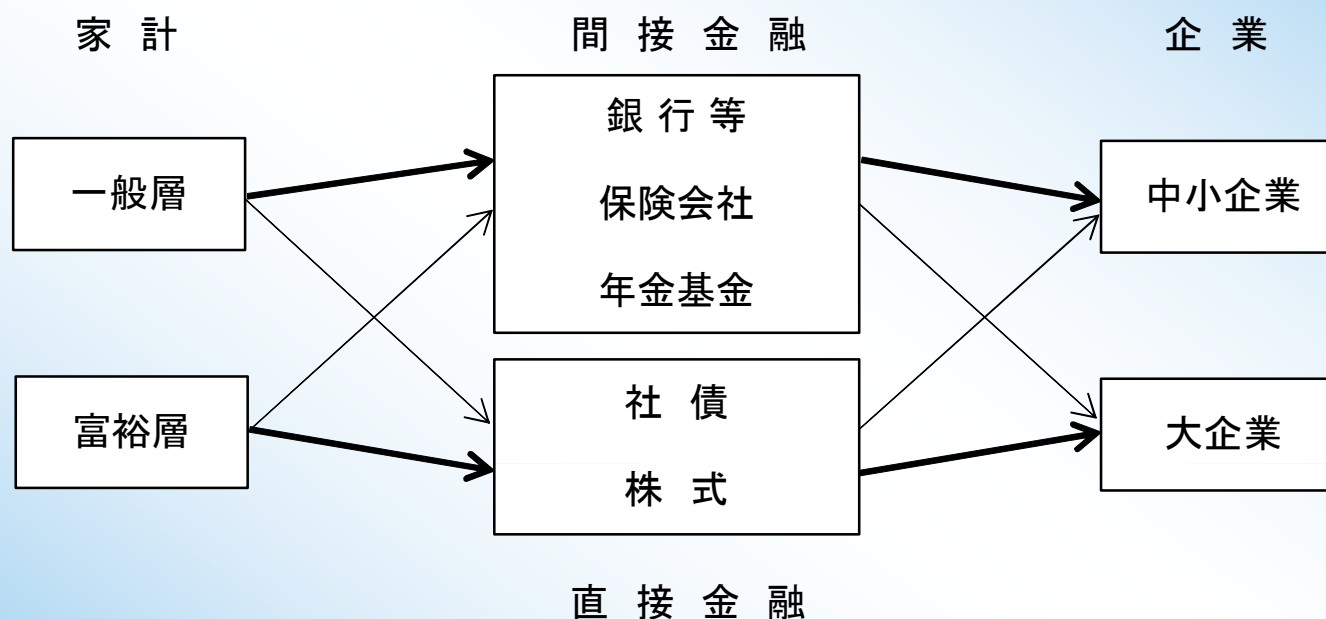
金融仲介機関の役割が増大。

高度な金融技術力を駆使し多様な市場を利用して、リスクを移転、変形、そして再配分する機能。



金融取引のパラダイム変化

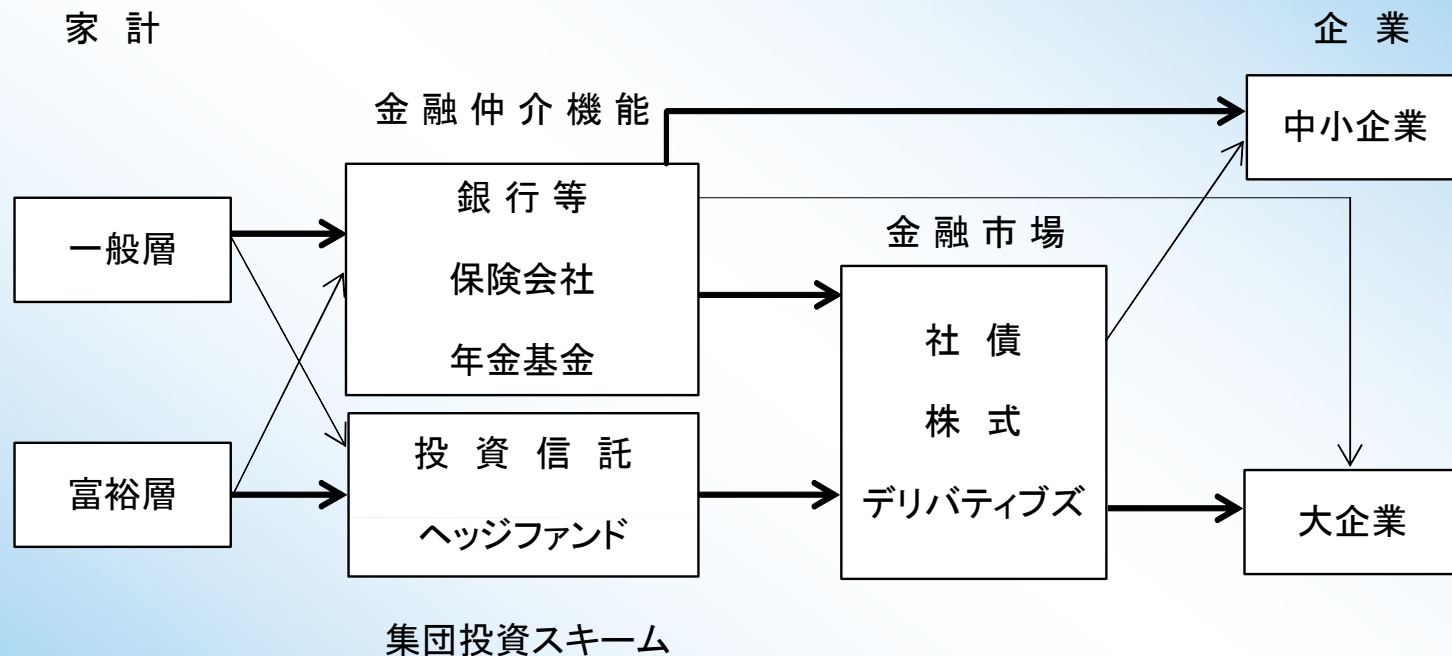
(1) 伝統的パラダイム



注) 矢印は、資金の流れを示す。

出所) Allen and Gale (2000) 図15. 1および図15. 2を参考にして、筆者作成。

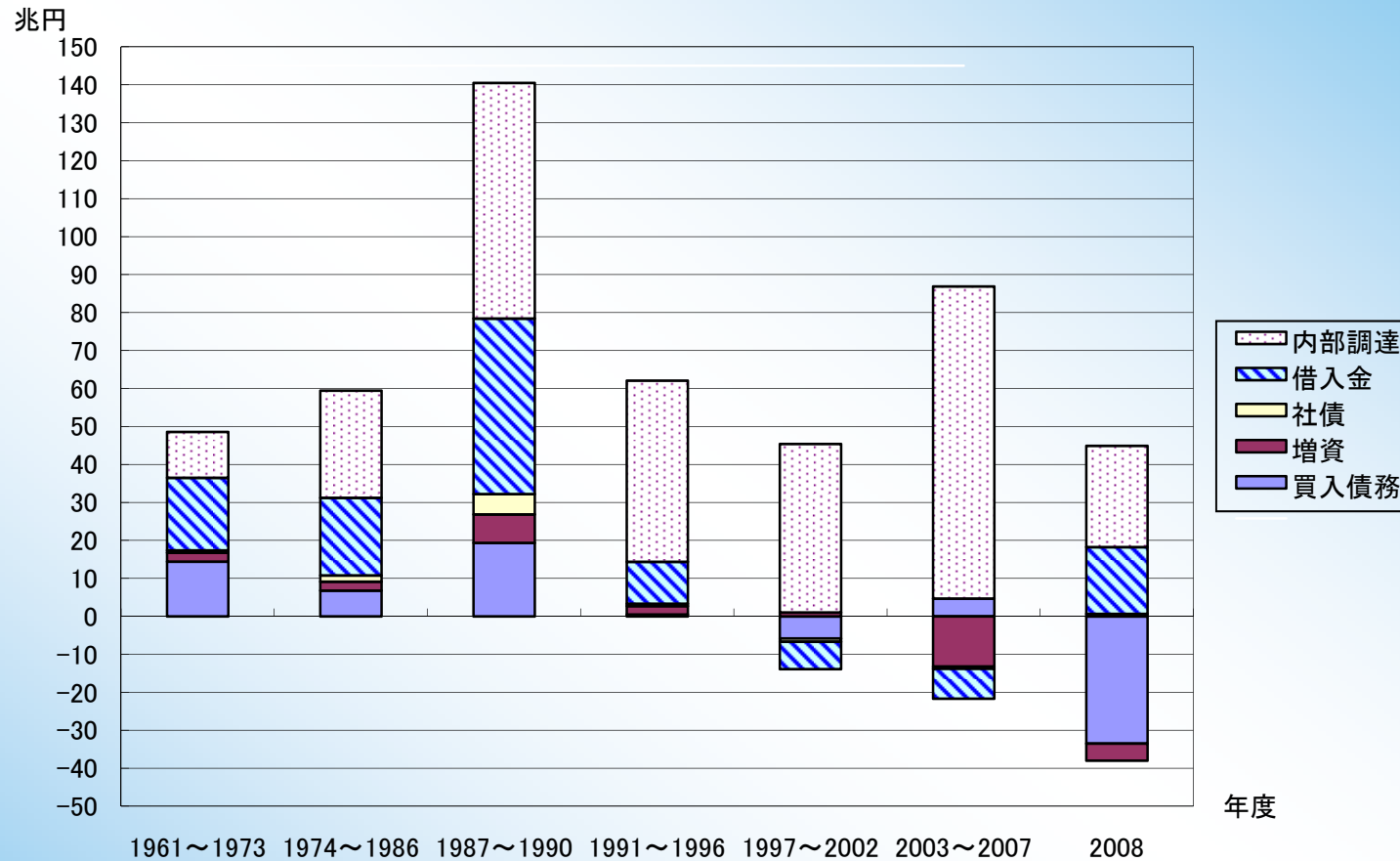
(2) 新しいパラダイム



注) 矢印は、資金の流れを示す。

出所) Allen and Gale (2000) 図15. 1および図15. 2を参考にして、筆者作成。

法人企業の資金調達動向



注) 各年度末の残高の増減額をGDPデフレーターを用いて実質化(2000年価格基準)したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算して示している。

ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金と資本準備金の増減額の合計。

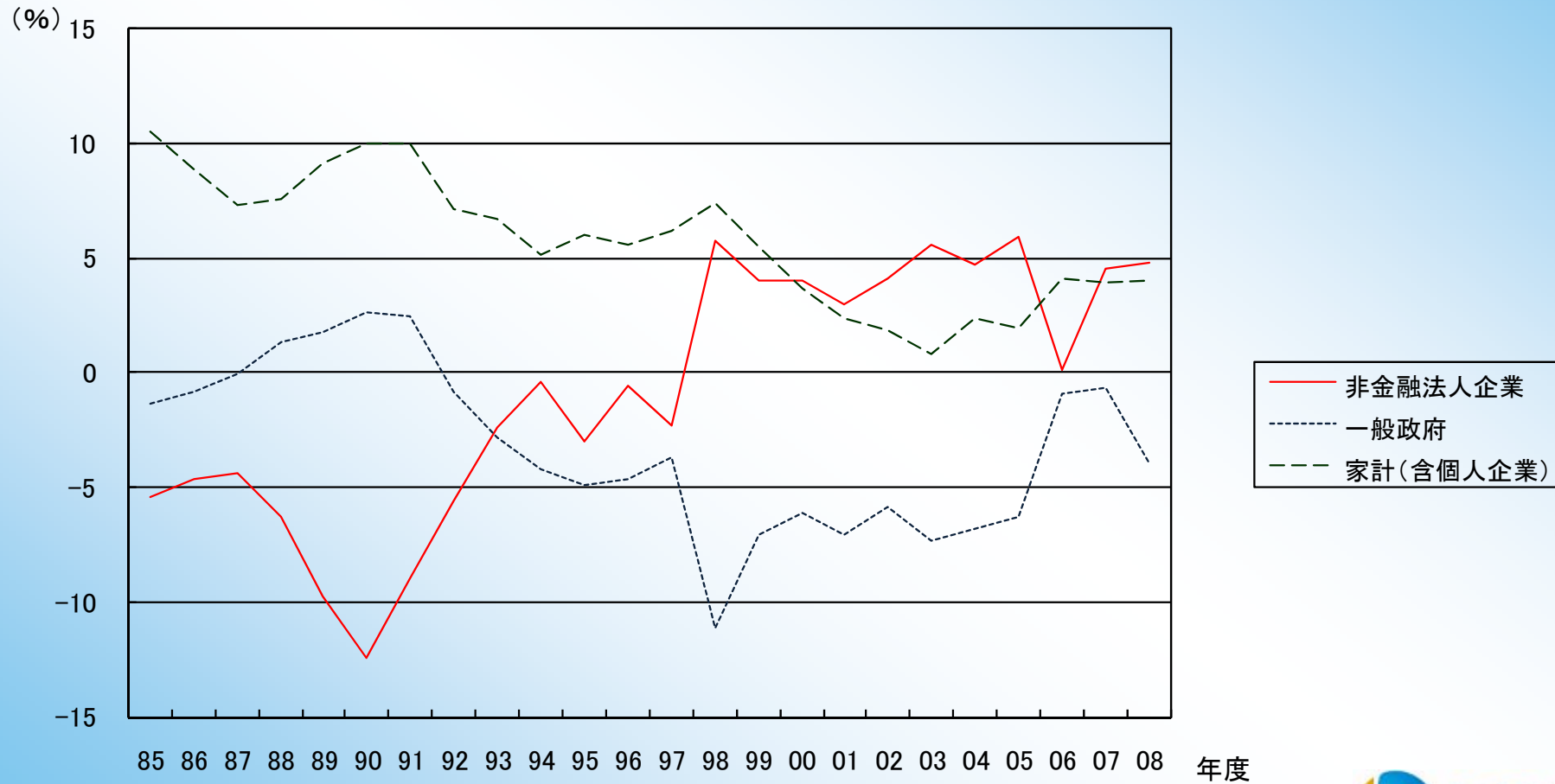
出所) 財務省「法人企業統計年報」のデータに基づき、筆者作成。



株式会社日本政策投資銀行
設備投資研究所

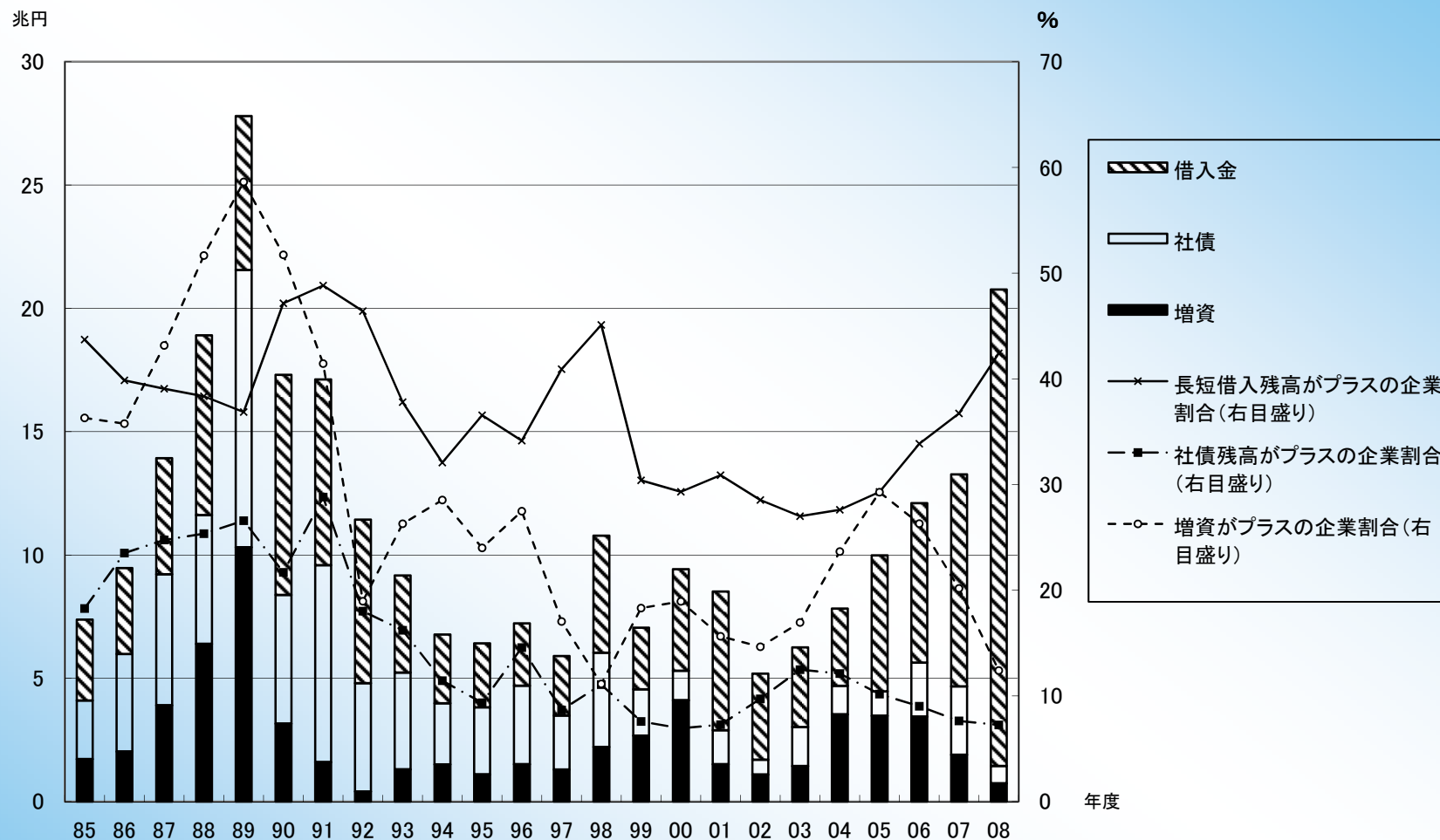
金融仲介機能はもはや不要か

(純貸出(+)/純借入(-))対名目GDP比率の推移



出所) 内閣府経済社会総合研究所『国民経済計算年報』

外部資金調達が増プラスの企業の動向



注) 上場企業(一部、二部、新興市場)を対象に、純増ベースで外部資金調達がプラスの企業を抽出し、資金調達動向を集計した。

出所) 日本政策投資銀行企業財務データに基づき、筆者作成。

コーポレート・ガバナンスの制度改革等が企業 金融に及ぼす影響

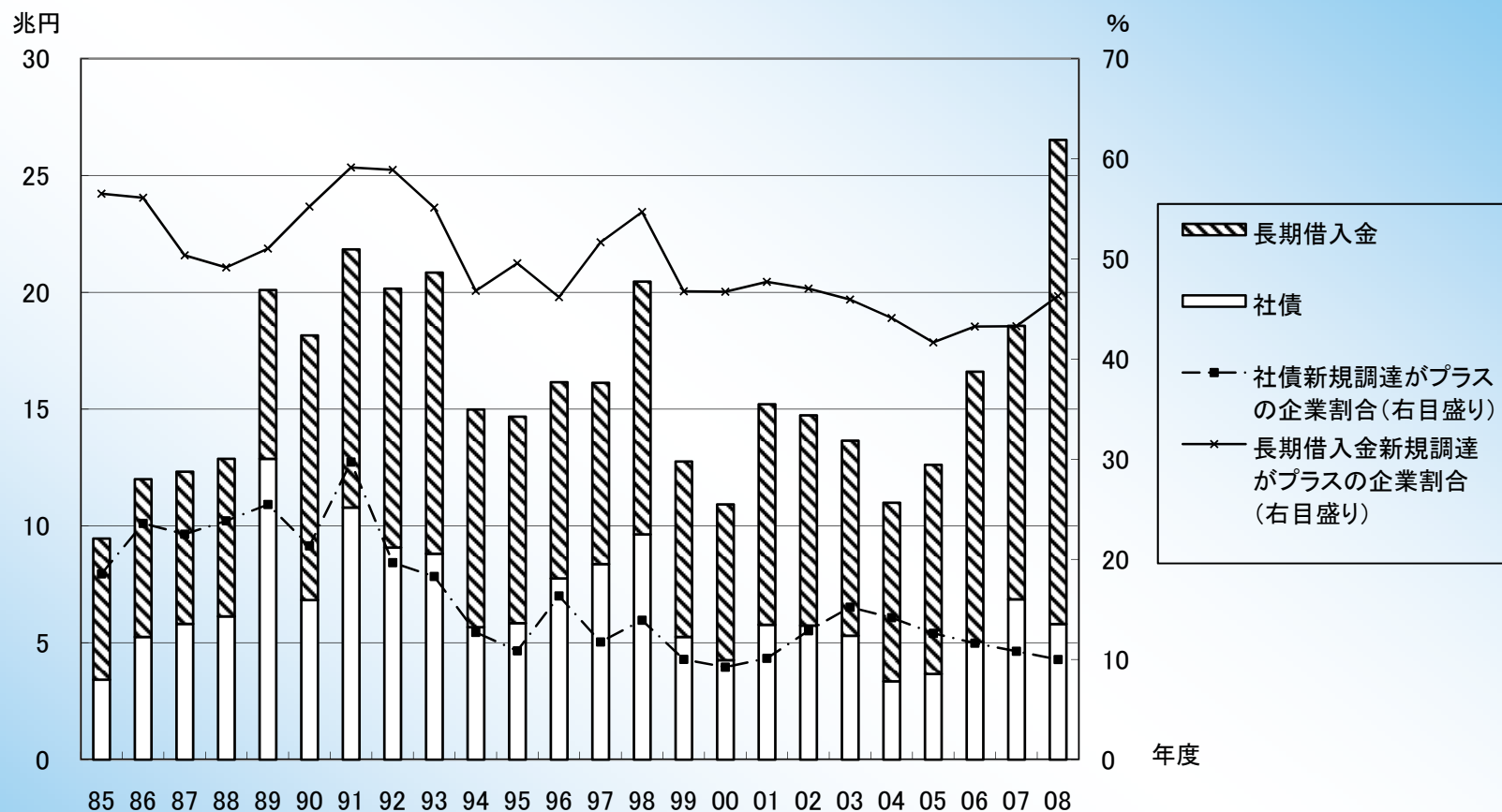
- アメリカ流の株主主権論の高まり。
 - M&Aの活発化。
- ↓
- 内部資金依存度の低下、外部資金への依存増加。
 - 上場企業を中心に、外部資金ソースとしてequityからdebtへのシフトの可能性。



企業からみた外部資金調達手段の比較

	借入金	社債	株式
調達規模	少額～多額	多額（少額は割高）	多額（少額は割高）
期間	短期～長期	中期中心	長期、返済義務なし
コスト	低	低	高
調達条件	少	多（情報開示等）	多（情報開示等）
経営介入	平時では少ない	平時ではない	法的に前提されている
市場性	低	中	高

長期借入金と社債による新規調達動向



注) 推計方法は次の通り。

長期借入金残高:L, 1年以内返済予定の長期借入金残高:S, 長期借入金の新規調達:Fとして、前期末の1年以内返済予定の長期借入金残高が当期に約定通り返却されると仮定すると、次式が成り立つ。

$$L_t + S_t = L_{t-1} + S_{t-1} + F_t - S_{t-1}$$

ゆえに、 $F_t = L_t + S_t - L_{t-1}$ で、新規調達額が推計できる。

社債についても同様である。

出所) 日本政策投資銀行企業財務データに基づき、筆者作成。

社債発行と銀行機能の関係について

社債発行制度の変遷

1920年代：無担保社債が相次いでデフォルト。

1933年：担保付き社債が原則となる。

1949年：日銀適格担保社債事前審査制度のもと、A格（電力債、起債実績のある超一流債）、B格（私鉄債、起債実績のある一流債）、C格（地方会社、新顔）の三種に格付けされ、起債調整が行われた。

1959年：格付基準が設けられて、資本金や純資産などの額によって格付がなされ、その格付によって発行価格が決められるようになった。

1977年：格付基準に加えて適債基準が導入される。



適債基準と格付基準

1. 適債基準

(イ) 既往銘柄

純資産額	自己資本比率	純資産倍率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ レシオ	1株当たり配当金
100億円以上	10%以上	1.2倍以上	5%以上	1.0倍以上	3期連続3円または 直前期4円
60億円以上	12%以上	1.5倍以上	6%以上	1.2倍以上	

(運用方法) 純資産額および1株当たり配当金3年連続3円を必須とし、他は4分の1充足。
または、純資産額および1株当たり配当金直前期4円を必須とし、他は4分の2充足。

(ロ) 新顔銘柄

純資産額	自己資本比率	純資産倍率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ レシオ	1株当たり配当金
100億円以上	15%以上	1.5倍以上	6%以上	1.2倍以上	3期連続5円
60億円以上	20%以上	2.0倍以上	7%以上	1.5倍以上	

(運用方法) 純資産額および1株当たり配当金を必須とし、他は4分の3充足。

2. 格付基準

格	純資産額	自己資本比率	純資産倍率	使用総資本 事業利益率	インタレスト カバレッジ レシオ	利率
AA格	1,100億円以上	15%以上	1.5倍以上	6%以上	1.2倍以上	
A格	550億円以上					AA格 +0.1%
BB格	100億円以上					AA格 +0.2%
B格	60億円以上	20%以上	2.0倍以上	7%以上	1.5倍以上	AA格 +0.3%

社債発行制度の規制緩和、自由化

1979年：財務制限条項を特約することが義務づけられたものの、無担保公募事業債の発行が優良企業に限定して認められる。

松下電器産業が無担保転換社債を発行。

1985年：TDKが無担保普通社債を発行。

1987年：無担保債の発行に債券格付基準が導入された。



それまでの格付基準と違い、債券格付会社による格付であり当格付によって発行条件がきまったわけではなく、発行可能かどうかの判断に利用された。

1988年：有担保債の発行にも債券格付基準が導入された。



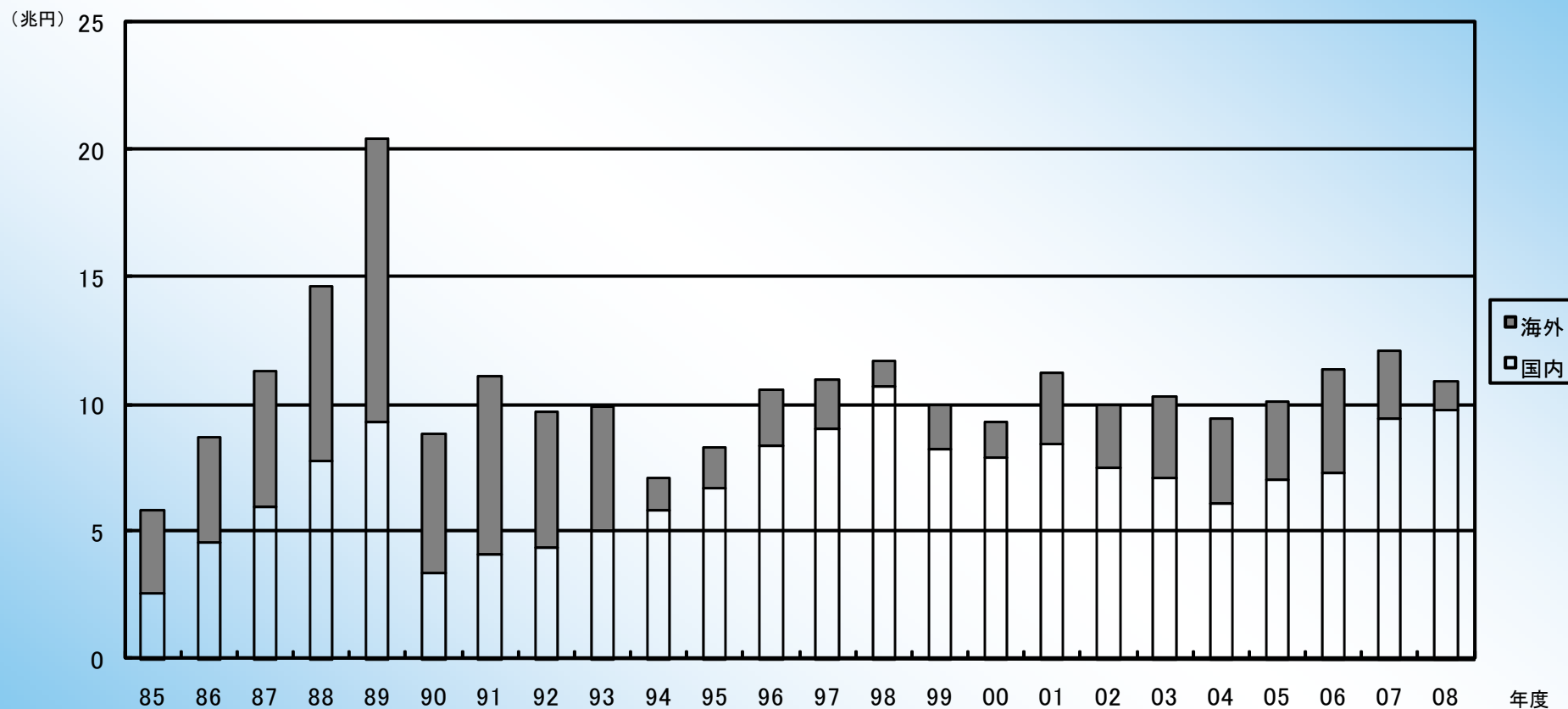
純資産額の小さな優良企業も社債発行が可能となった。

1990年：数値基準が撤廃されて債券格付基準に一本化。

1996年：適債基準と財務制限条項の設定義務付けも撤廃され、以降は外資系あるいは日本の格付会社から格付を取得することによって、条件次第で自由に社債を発行することができる道が開かれた。



日本企業の国内・海外における社債発行額の推移



注) 転換社債、新株引受権付社債を含み、私募債を除く。

出所) 野村総合研究所『公社債要覧』『資本市場要覧』、日本銀行資料に基づき、筆者作成。

社債発行と銀行機能との関係如何？

通説：メインバンク・システムに代表される銀行を中心とする企業金融システムと社債発行を中核とする資本市場とは機能面で代替関係にある。

cf. Mayer (1988) : 発達した資本市場が存在する場合のメインバンク関係の動学的不整合性 (time inconsistency) の問題。

社債発行の決定要因：プロビット・モデルによる計測

被説明変数：社債発行ダミー

説明変数	係数
社債発行ダミーの1期ラグ	0.3148 *** (6.55)
純資産(株主資本)	1.22E-09 *** (4.34)
純資産倍率(%)	0.0287 *** (2.67)
自己資本比率(%)	1.9380 *** (9.58)
使用総資本事業利益率(%)	2.2660 *** (4.35)
インタレスト・カバレッジ・レシオ	-0.0032 *** (-3.85)
借入金残高	3.33E-09 *** (9.19)
メインバンク・ダミー	0.2721 *** (4.61)
定数項	-2.3656 *** (-25.92)
データ数(社数)	9,730(1,037)

注) 製造業上場企業を対象として、1980～89年度の期間の各年度毎に社債を発行した企業を1、その他企業を0とするダミー変数を被説明変数としている。なお、該当期間に社債を発行した企業の延べ数は、1,802社である。メインバンク・ダミーを除く各説明変数には、それぞれ1期前の値を用いている。***は、1%水準で有意。係数の下欄の括弧内は、Z値。

金融機関に求められるもの

I. 長期的視野

銀行業務

- ・リレーションシップ・バンキングの重要性の再認識
長期的情報蓄積やモニタリング
 - 企業の価値向上
 - 銀行の利潤源泉
(スポット的取引からは得られない)
- ・信頼や評判の形成:
 - 長期的行動の結果としてはじめて可能

投資銀行業務

- ・顧客企業の価値向上のための資金調達支援
- ・「セルサイド」から「顧客企業サイド」へ

Ⅱ．情報生産の内製化

- 長期的コミットメントを可能とする情報生産
 - ・当該産業・企業に係る、長期的情報蓄積
→ 適切なモニタリングを可能とする
- 長期的視点に立った調査
 - ・企業(or 事業主体)サイドに立脚
 - ・マクロ経済動向を踏まえた産業調査
 - ・関連する諸産業の構造的変化に係る調査
 - ・新分野に着目した調査
 - ・経済社会のサステナビリティに関する調査
(環境、社会的共通資本、地域、格差問題等)
- 金融機関同士、自治体等との連携も重要。



Ⅲ. 健全なバランスシート

リスクに見合う適切な自己資本の必要性

- 長期安定的な資金調達
- 信用リスクの引受け(OTDモデルからの決別)
- Principal Investment

ただし、自己資本の高コスト性には留意が必要。

金融機関の使命

- 金融は、制度資本の重要な構成要素。
- 金融機関は、社会性や公共性が高い。

I. 長期的視野

II. 情報生産の内製化

III. 健全なバランスシート



企業(or 事業主体)の資金調達支援(経営資源を含む)。



- 実体経済への付加価値創出
- 社会貢献
- 経済社会のサステナビリティ確保

