

望ましい金融システムの構築へ向けて
米国型金融システムの検証

研究員：藤原 裕之

Tel：03-3581-9555

fujiiwara@research-soken.or.jp

要旨

- ・ バブルの崩壊と、エンロン、ワールドコム破綻を機に発覚した不正会計等により、米国の経済・金融システムに対する不信感が高まっている。
- ・ わが国金融システムについても、増えつづける不良債権を前に機能不全状態が続いており、「望ましい金融システムとは何か」との問いが浮上している。
- ・ 金融システムにはそれぞれ異なる特徴と評価軸があり、銀行中心の間接金融システムは、ショックが家計や企業に直接伝わりにくいが、銀行経営の安定がその前提とされる。
- ・ 市場ベースの直接金融システムは、価格情報を通じて効率的な資源配分機能が発揮されるが、会計情報など価格情報の透明性と信頼性が前提となる。
- ・ 金融システムと経済発展の関連性について 45ヶ国を対象に実証分析を行ったところ、発達した金融部門は経済発展に大きく寄与することが示された。
- ・ 金融システム構造の違いと経済発展の関連性については、国の所得レベルによって異なり、中低所得国では相対的に間接金融システムが有効である一方、先進国では直接金融システムが有効とされた。
- ・ 米国の株価下落による家計や企業への影響は、直接金融システムが本来もつ安定性の弱さに起因し、金融当局の対応など運営上に大きなミスはない。
- ・ エンロン問題など一連の会計不信については、同金融システムの生命線である価格情報の透明性と信頼性を損なうものであった（効率性の欠陥）。
- ・ 情報技術革新やグローバル化など近年の金融環境の変化は、必然的に市場ベースの直接金融システムの有効性を高める方向に作用する。
- ・ わが国金融システムは、家計のリスク回避志向や公的金融のプレゼンスなど特有の構造があり、米国同様の金融構造に収斂するとは考えにくい。銀行融資であっても市場をベースとしたプライシングや規律付けが行われることによって洗練された金融システムの構築が可能となるだろう。

はじめに

米国経済は、90年代を通じて情報技術革新(IT)を原動力に空前の景気拡大を謳歌してきた。しかし、2000年に入ってネットバブルが崩壊、エンロンやワールドコムの大規模な不正会計や粉飾決算などのスキャンダルが次々と発覚した。最強といわれた米国型企業経営や株主重視を基本とする米国型金融システムに対して疑問の目が向けられ、中には「市場万能主義の終焉」という言葉さえみられる事態となっている。

翻ってわが国の状況を見ると、増えつづける不良債権を前に未だ有効な手立てを打ち出せずにおり、金融システムは機能不全に陥っている。

このように、完成されたと見られていた米国型金融システムに疑問符が付けられ、わが国金融システムも機能不全状態が続いていることから、「望ましい金融システムとは何か」との問いが改めて浮上してきているのではなかろうか。

本稿はこうした問題意識のもと、金融システムについて今一度その役割と機能について整理を行い、システムごとに異なる評価軸に沿って米国とわが国の金融システムを改めて見つめ直そうとするものである。本稿の構成は、1章で金融システムの機能と役割を整理すると同時に、各国の金融システムの特徴を概観した。さらに2章では、金融システムと経済発展の関連性について45ヶ国のパネルデータを用いて実証的な分析を試みた。3章はこれまでの議論を踏まえつつ、米国の金融システムの評価を行い、最後にわが国金融システムについての方向性を示した。

1. 直接金融システムと間接金融システムの比較

金融システムについて議論する場合、まず金融システムそのものについての正しい理解が必要とされるのは言うまでもない。金融システムは文字通り「金融」と「システム(制度)」が結びついた言葉であり、非常に幅広い分野を含むだけに誤解も散見される。

本章ではまず、金融システムについてその機能と役割について示す。さらにその軸に沿って、各国の金融システムを銀行中心のシステムと市場ベースのシステムに分類しながらその特徴と評価を行う。

(1) 金融システムの機能と評価軸

以下ではまず、金融システムについてその構図と役割について概観し、評価に関するポイント(軸)を示す。

・金融システムとは ～金融システムの構図

金融システムとは、原理的にいうと、純貯蓄主体(黒字部門)から純投資主体(赤字部門)へ資金が移転する過程において、それを取り巻いている様々な取引主体や制度的枠組

じた取引は市場型間接金融として直接金融的な要素を有し、貸出や預貯金などは相対的間接金融として従来の間接金融に区分するという考えが必要になってくることを意味する。そこでのポイントは市場を通じるか否かという点にある。

・金融システムの役割と評価軸

先に述べた金融システムの基本構図を踏まえ、金融システムの果たす役割や機能について考えた場合、以下の5つに分けることができる。

投資と貯蓄の仲介

リスク分担(Risk Sharing)

決済手段の提供

流動性の提供

情報の集積と伝達

すなわち、金融システムは純貯蓄主体である貸し手と純投資主体の借り手を預金・貸出あるいは株式・債券などの形態でつなぎ()、これらを通じてリスクを他の経済主体に移転したり分散させる効果をもつ()。また、金融システムは、財・サービスの売買取引や様々な金融取引を決済するための手段を提供()するとともに、取引の円滑化によって流動性が提供される()。さらに、金融取引にかかわる主体はそれぞれ独自に保有・収集する情報やデータをもとに資金の調達や運用を行うと考えられ、これらはすべて価格情報に集約され、市場参加者全員に伝達される()。

以上 ~ の要素が金融システムの重要な機能と考えられ、金融システムのあり方や評価軸を検討する際には、まずこれらの機能がいかにしたら「安定的」かつ「効率的」に果たされるのが第一に問われなくてはならないだろう。本稿の関心事である金融システムにおける直接金融と間接金融の是非をめぐる判断も「安定性」と「効率性」という2つの評価軸に沿って議論される必要がある。

(2) 各国の金融システムと評価

以下では、前節の金融システムの役割を踏まえた上で、各国の金融システムについて、市場ベースの直接金融システムと銀行中心の間接金融システムに基本分類し、それぞれの評価についてポイントを整理した。

・各国金融システムの特徴

～銀行中心か市場中心か

Allen and Gale(2000)によれば、主要先進5ヶ国(日本、米国、英国、ドイツ、フランス)の金融システムを比較した場合、米国とドイツをそれぞれ市場中心の直接金融システムと銀行中心の間接金融システムの両極に置いており、日本はその中間に位置している。しか

し、馬場 / 久田(2001)が指摘するように、企業金融の状況や家計の資産構成などをみれば、日本はむしろ間接金融側に位置しているの自然であろう。図表 2 をみても、米国は株式時価総額が銀行資産規模を大幅に上回っているのに対し、日本は GDP に占める銀行資産規模の割合が株式時価総額比の 2 倍近くに達した状態となっている。主要先進 5 ヶ国中、株式時価総額比が銀行資産規模比を上回っている国は米国と英国のみであるのに対し、日本、ドイツ、フランスの 3 ヶ国は銀行資産規模が高い状態となっている。ただし、欧州では 1999 年の通貨統一後、資本市場を通じた資金の調達・運用が活発化する傾向にあることから、相対的な変化からみて日本がもっとも間接金融システム側に位置するという見方もできそうである。

図表 2 金融市場規模の国際比較 (1997 年)

	一人当り GDP (実質値、US\$)	銀行資産規模(A) (対 GDP 比)	株式時価総額(B) (対 GDP 比)	金融市場規模 (A+B)
米国	30,047	73%	122%	195%
カナダ	23,981	77%	88%	165%
英国	20,609	122%	147%	265%
日本	24,149	128%	63%	191%
フランス	21,081	100%	45%	145%
ドイツ	21,264	138%	36%	174%
スウェーデン	22,089	45%	115%	160%

データ : Beck, Demirguc-Kunt and Levine(2001)

～株式保有構成の比較

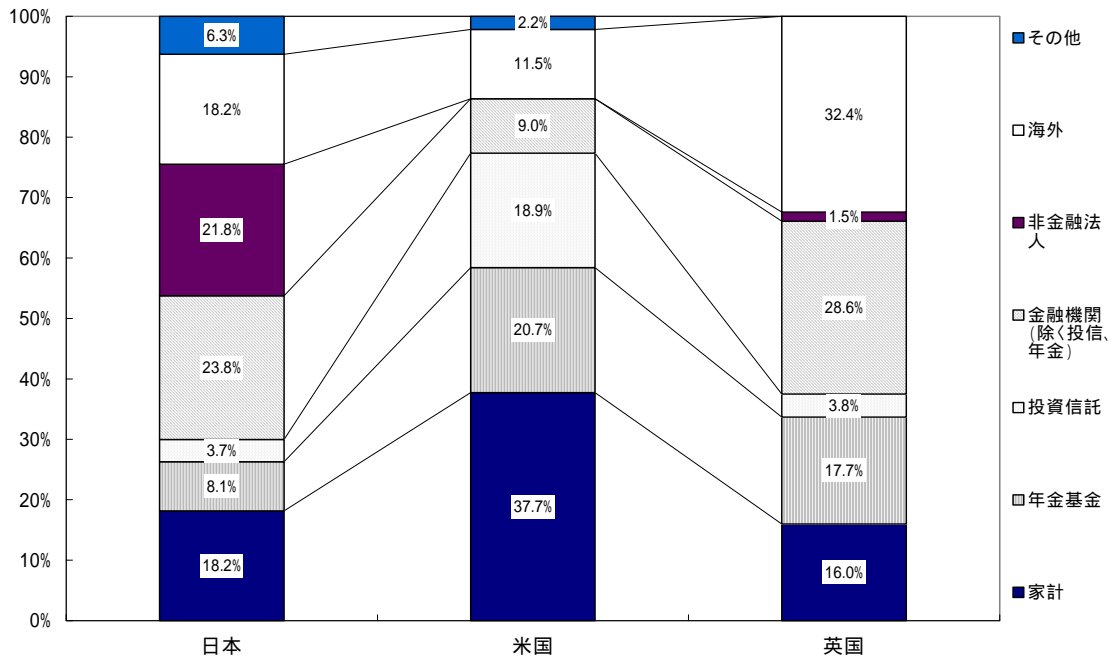
次に、図表 3 に沿って、株式の部門別保有構成について日米英を対象にみると、家計の保有比率は米国の高さが際立っており、日本と英国が同程度の比率となっている。ただし、英国では、家計の代理人的な性格が強い機関投資家である年金基金や投資信託の保有比率は高く、特に年金基金でその違いが顕著となっている。家計と年金基金、投資信託を合わせた保有比率は米国で約 80%、英国で約 40%、日本では 30%程度となっている。

金融機関(除く年金、投信)の株式保有比率は英国と日本が高いが、英国では保険会社はその殆ど(約 7 割)を占める一方、日本では銀行の保有比率が非常に高い。また、3 ヶ国を比較して最も特徴的なのが日本における非金融法人企業の株式保有比率の高さである。これは、我が国で広範にみられる所謂「株式の持合い」を反映しており、さらにこの点は「メインバンク・システム」として先の銀行保有比率の高さとも関連している。

個人主導の投資主体が 8 割を占める米国では、株主に対する経営者の責任を求め、経営改善を促すコーポレートガバナンス(企業統治)が市場機能を通じて働きやすい環境にある。先に示したように、金融システムの重要な役割としてリスクシェアリングがあり、家計等に株式を幅広く分散させることの効果(効率性)は大きい。我が国におけるメインバ

ンク・システムや株式持合いによる株式保有構造では、株主の監視や M&A 等を通じた市場規律によるガバナンスは期待できない。最近では我が国でも一部の企業で自社株償却の動きがみられ、銀行も自己資本比率を維持するために保有株式の売却を徐々に進めているものの、金融システム全体の構造を変えるまでには至っていない。

図表 3 日米英における部門別株式保有比率



注) 日本は 2001 年度末、米国は 2002 年 3 月末、英国は 2000 年末の数値を使用
資料) 日本銀行「資金循環勘定」、Federal Reserve Board “Flow of Funds”
Office for National Statistics “Share Ownerships”

・ 間接金融システムと直接金融システムの評価

本章 1 節でも指摘したように、金融システムを評価する場合、貯蓄 - 投資の仲介、資金決済、リスクシェアリングなど金融システムを構成する重要な機能がいかにして「安定的」かつ「効率的」に果たされるのかが問われなくてはならない。そして同時に、公共性・社会性を有する金融システムが健全で安全であるような制度設計がなされなくてはならない。

本稿で取り上げる銀行を中心とする間接金融システムと資本市場をベースにした直接金融システムの比較分析に関しても、こうした観点から慎重に行われなくてはならない。以下では、馬場 / 久田(2001)を参考に、間接金融システムと直接金融システムそれぞれに対し、安定性と効率性がどのように確保されるのかという点について簡単に示す。

～ 安定性を巡る評価

まず、安定性という観点から金融システムを評価した場合、市場をベースにした直接金

融システムは企業や家計が資産価格の変動に直接晒されやすい面がある。特に市場に何らかの危機的混乱（イベントリスク等）が起きた場合、資産保有者は短期的かつ強制的な対応を迫られ、政策当局に関しても迅速かつ大胆な政策を打つ必要が出てくる。とりわけ 1998 年秋に起きた LTCM 破綻に伴う国際金融市場の混乱と、直後の欧米主要行による 35 億ドルの緊急融資と FED による利下げ等の一連の動きは、市場をベースとした金融システムの恐さを認識させるものであった。

一方、銀行中心の間接金融システムでは、資産価格の下落等による一時的なショックは家計や企業に伝わる前にいったん銀行で受け止められるため、短期的に大幅な調整を強いられるリスクは低いといえる。もっとも、現在のわが国のように、バブル崩壊というショックを銀行が吸収できず、不良債権というかたちで未解決状態にあるような場合はこうした前提が崩れることになる。

したがって、安定性を確保するには、直接金融システムは企業や家計が資産価格変動の影響を受けやすいため、政策当局による迅速かつ適切な対応が不可欠となる一方、間接金融システムではショックを吸収する銀行の経営が安定していることが評価のポイントとなる。

～効率性を巡る評価

次に、効率性の観点から金融システムを評価すると、直接金融システムの場合、取引活動に伴うあらゆる情報が適正に価格情報に反映され、かつ信頼性が確保されていることが大前提となる。このため、同システムが効率的に機能するには、透明かつ質の高い情報が常に提供されること、企業経営等に対するガバナンス機能が十分発揮される環境を整えること、価格形成の歪みを最小限にするために流動性の確保を図る、といった条件が必要となる。さらに、これら条件を満たすため、会計制度や決済制度などの法制度を十分整備するとともに、個人や企業、機関投資家、格付会社など多様かつ重層的な市場参加者の存在も欠かせない。

一方、間接金融システムにおける効率性は、中心となる銀行が適正なモニタリングやリスク管理によって資源配分を行っていることが前提となる。中小零細企業や個人向け貸出など情報の非対称性が大きくエージェンシーコストが高い分野では、銀行によるモニタリング機能が有効とされる。ただし、不良債権問題などによって銀行本体が不安定な状態では、銀行はリスクテイクするだけの体力がないため、最適な資源配分を行うことが出来ずに効率性を低下させることになる。

2. 金融システムの構造と経済発展

本章では、金融システムと経済発展・経済成長の関連性について各国のパネルデータによる実証分析を試みる。ここでの主な関心事は、一國経済における金融活動の大きさは経済発展と関連があるのか、金融システムの形態によって経済発展に対する影響は異なるのか、という2点にある。

(1) 金融システムと経済発展の関係

金融と経済発展・経済成長の関連性については古くから議論されてきたテーマである。例えば、革新こそが経済発展の本質であると主張したシュンペーターはそれを可能にするのは企業家と資金であるとし、金融機関の信用創造機能は経済発展にとって必須のものであるとの考えを示している。その後は研究者によって見解の分かれる時期があったものの、90年以降、東アジアを対象とした分析を通じて、金融部門の発達と資本蓄積や技術変化とともに経済発展に大きな役割を果たすという報告が多く出された。Levine(1996)によると、情報コストと取引コストが金融市場と金融仲介機能に対する必要性を生み、金融が経済発展に貢献する要因として、ヘッジ機能とリスクの分散化とプール、資源配分機能、経営監視・企業統治、貯蓄の移転、財・サービス取引のスムーズな決済、の5つの機能を指摘している。これら5つの金融機能の拡大が経済成長の基本条件である投資規模(および投資収益率)に影響を及ぼす結果、経済成長が高まるというロジックを導いている。

このように、金融と経済発展の関連性については概ねポジティブな関係にあるという見方が支配的となっている。一方、金融システムの形態の違いがマクロ経済のパフォーマンスにどのような影響を及ぼすのかという点に関しては必ずしも統一的な見方がない状態となっている。このため最近では世界銀行を中心に、金融システムに関する実証分析が盛んに試みられている。Beck and Levine(2000)によると、銀行中心か市場中心かという違いが経済成長に与える影響は殆どないとする一方、いずれの金融システムでも発達度合いが高い国は成長が高いことが示されている。Tadesse(2000)によれば、金融セクターが未発達な国では銀行システムが市場ベースのシステムより優位性を持つ一方、発達した金融セクターをもつ国では市場ベースが優位であることが確認されている。Zervos(1998)は、流動性の高い株式市場あるいは発達した銀行業は高成長をもたらすことを示した。Maksimovic(1996)は30ヶ国の個別企業を対象に分析を行い、株式市場へアクセスした企業の多くが高成長を辿ることを示した。

以上、最近の研究成果をみる限りは、資本市場をベースとした金融システムが経済発展に大きく寄与するとの見解が多い。しかし、各国の経済発達レベルによって結果が異なるとの報告もあり、こうした点を確認するために、次節では実際に45ヶ国を対象にしたパネルデータによって実証分析を試みる。

(2) 各国パネルデータによる実証分析

以下では、金融システムと経済発展の関連性について各国のパネルデータを用いて簡単な実証分析を試みる。分析は主に2つの点について明らかにすることを目的に行った。一つは、一国における金融活動の水準（以下、金融発達度）と経済発展性の関係であり、もう一点は、金融システム構造の違いによって経済発展がどれだけ変化するのかという点である。

. データと定式化

(変数の選択)

下記の式は金融発達度と経済成長について定式化したものである。金融発達度を示す代表的な数値として金融関連比率（総金融資産/実物資本ストック）があるが、同指数は間接金融への依存が高いほど数値が大きくなるといった性質があることから、ここでは株式時価総額（対GDP）と銀行以外の機関を含む信用金額（対GDP）を掛け合わせたものを使用した。

式は金融システムの形態と経済成長の関係を表した式である。金融システムの形態は直接金融と間接金融とし、株式時価総額比率の変化率と銀行信用比率の変化率でそれぞれのシステムの変化を表すことにした。式ともに、CPI伸び率、貿易比率（輸出+輸入/GDP）、政府消費（対GDP）を説明変数に加えた。経済成長を表す数値としては、経済発展としての側面も有する一人当たり実質GDPの伸び率を採用した。

データはそれぞれ過去3年の移動平均値をとった。データソースについては、株式時価総額と銀行信用の数値は世界銀行のFinancial Structure and Economic Developmentにより、その他のマクロ変数はIMFのInternational Financial Statisticsのデータを利用した。

(金融発達度と経済成長)

$$\text{LogPG}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{LogDev}_{it} + \beta_2 \text{LogCredit}_{it} + \beta_3 \text{LogCPI}_{it} + \beta_4 \text{LogTrade}_{it} + \beta_5 \text{LogGov}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots$$

(金融システム構造と経済成長)

$$\text{LogPG}_{it} = \alpha_i + \beta_1 \text{LogStock}_{it} + \beta_2 \text{LogCredit}_{it} + \beta_3 \text{LogCPI}_{it} + \beta_4 \text{LogTrade}_{it} + \beta_5 \text{LogGov}_{it} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots$$

PG：一人当たり実質GDP伸び率、Stock：株式時価総額比（対GDP）変化率、Credit：銀行信用比（対GDP）変化率、Dev：金融発達度（株式時価総額比*金融機関信用比）変化率、CPI：消費者物価指数伸び率、Trade：貿易比率（輸出+輸入/GDP）Gov：政府消費（対GDP）

(サンプル)

分析対象サンプルは以下の 45 ヶ国を対象とし、世銀の分類による高所得国は 25 ヶ国、中・低所得国が 20 ヶ国の選択となった。データは年次を使用、期間は 1975-1997 としたが欠損部分もあるため、共通サンプル数は全体で 560 個となった。

分析対象国

アルゼンチン、オーストラリア、オーストリア、ベルギー、バングラデシュ、ブラジル、カナダ、スイス、チリ、コロンビア、ドイツ、デンマーク、エジプト、スペイン、フィンランド、フランス、英国、ギリシャ、インドネシア、インド、イスラエル、イタリア、ジャマイカ、ヨルダン、日本、韓国、モロッコ、マレーシア、ナイジェリア、オランダ、ノルウェイ、ニュージーランド、ペルー、フィリピン、ポルトガル、シンガポール、スウェーデン、タイ、トルコ、台湾、ウルグアイ、米国、ベネズエラ、南アフリカ、ジンバブエ、計 45 ヶ国（は高所得国）

(推計方法)

推計は G L S (Generalized Least Squares)によって行い、固定効果(Fixed Effects)モデルと変量効果(Random Effects)モデルの両方について検討を行った。固定効果モデルは、クロスセクション毎に独自の定数項を有するのに対し、変量効果モデルは、定数項がある平均値の回りで確率分布すると考えるものである。

先の、式それぞれにおいてハウスマン (Hausman) 検定を行った結果、式は変量効果モデルが有意に棄却されたが、式については棄却できなかった。したがって、本稿では式を固定効果モデル、式を変量効果モデルで推計した結果を示すことにした。なお、固定効果モデルにはクロスセクション・ウエイト(Cross Section Weights)を使用し、グループによって誤差項の分散が異なると仮定した。

・推計結果と解釈

～ 発達した金融部門は経済発展に寄与

図表 4 が推計結果である。上段 A 表は、一国の経済活動に対する金融部門の活動水準 (金融発達度) が対象 45 ヶ国の経済成長および経済発展にどれだけ寄与したかについて推計した結果である。全サンプルによる推計結果をみると、金融発達度は経済発展に対して高い有意性を持っていることが示された。一方、所得水準別の推計結果をみても、高所得国、中低所得国ともに金融発達度は有意な数値を示している。マクロ変数では C P I がマイナスに有意であるとの結果が出ており、特に中・低所得国の推計で顕著にみられることから、インフレの進行が所得分配の歪み等を通じて経済発展の阻害要因となっていることを示すものと言えよう。

～ 所得レベルで異なる金融システム構造と経済発展の関係

下段 B 表は、金融システムの構造と経済発展の関連性についての推計結果である。全サンプルの結果をみると、株式市場の活動水準を表す株式売買金額と銀行システムの活動を

表す銀行信用が両者とも経済発展に対して有意な結果を示している。前者は株式市場をベースとする直接金融システム、後者は銀行を中心とする間接金融システムの活動水準を表している。

所得水準別にみた推計結果によると、中・低所得国では両方とも有意な数値が得られており、なかでも銀行信用に高い有意性が認められる。一方、高所得国を対象とした推計結果では株式売買金額のみが有意な数値を示しており、逆に銀行信用については有意な結果を得ることが出来なかった。この点は先行研究の中でもいくつか報告されており、先に示した Tadesse(2000)の報告によると、金融セクターが未発達な国では銀行システムが市場ベースのシステムより有意性を持つ一方、発達した金融セクターをもつ国では市場ベースが有意であることが確認されている。

以上の推計結果を簡単にまとめると、経済活動全体に対する金融部門の活動水準が高いほど経済発展の向上につながる、金融システム構造と経済発展の関連性は国の所得レベルによって異なり、高所得国では市場ベースの直接金融システムが成長に寄与する一方、中・低所得国では両システムともに有意であるが相対的には銀行中心の間接金融システムが高い有意性を持つ、という結果となった。とりわけこの点は、銀行中心の間接金融システムである我が国の金融システムに対して示唆的なものを含んでいると言えよう。

図表4 推計結果
(被説明変数：一人当たり実質GDP成長率)

A：金融発達と経済発展（変量効果モデル：推計期間 1978-1997）

変数	全サンプル 45ヶ国	高所得国 25ヶ国	中・低所得国 20ヶ国
定数項	-0.004 (-0.430)	-0.052** (-4.479)	0.004 (0.232)
金融発達度 (対GDP比) 1	0.0134** (5.841)	0.006** (2.184)	0.018** (4.430)
CPI (前年比) 3	-0.000** (-5.435)	-0.000 (-1.231)	-0.000** (-4.010)
貿易比率 (対GDP比) 4	0.004 (1.106)	0.004 (1.162)	0.001 (0.205)
政府消費 (対GDP比) 5	-0.015** (-3.160)	-0.046** (-7.297)	-0.007 (-0.854)
Adj-R ²	0.399	0.498	0.352

B：金融システム構造と経済発展（固定効果モデル：推計期間 1978-1997）

変数	全サンプル 45ヶ国	高所得国 25ヶ国	中・低所得国 20ヶ国
株式売買金額 (対GDP比) 1	0.007** (4.996)	0.005** (2.933)	0.005** (2.111)
銀行信用 (対GDP比) 2	0.032** (3.638)	0.011 (0.999)	0.052** (3.881)
CPI (前年比) 3	-0.000** (-3.558)	-0.000 (-0.957)	-0.000** (-3.012)
貿易比率 (対GDP比) 4	0.011** (2.692)	0.010 (1.574)	0.012* (2.036)
政府消費 (対GDP比) 5	-0.025** (-7.989)	-0.066** (-9.113)	-0.020** (-6.339)
Adj-R ²	0.617	0.553	0.692

注：クロスセクションウエイトによる計測

3. 米国金融システムの評価とわが国金融システムの方向性

本章では、今回の問題意識のベースでもあった昨今の米国バブル崩壊による米国金融システムへの評価に関し、これまでの議論をベースに考察を試みる。さらにこうした考察を経て、わが国金融システムについても今後の進むべき方向性を示すことにする。

(1) 米国型金融システムの評価とバブルの関連性

情報技術革新(IT)を原動力に米国経済は空前の景気拡大をみせたが、2000年に入ってネットバブルが崩壊し、エンロンの破綻をきっかけに不正会計などスキャンダルが次々と発覚した。世論では「市場万能主義の終焉」など、米国型金融システムや経済構造に対する漠とした批判も見受けられる。

本節では、こうした米国の金融システムについてこれまでの議論に沿った評価を行うことにする。

・米国型金融システムの評価

1章2節で示したように、米国の金融システムは市場をベースとした直接金融システムであることは間違いないだろう。本稿では金融システムを評価する場合、貯蓄・投資の仲介など金融システムの重要な機能が「安定的」かつ「効率的」に運営されることが必要であることを示した。以下では、90年代後半以降の米国経済と金融システムの状況を鑑みつつ、安定性と効率性の観点から評価を行う。

～安定性の観点

まず、直接金融システムを安定性の観点からみた場合、本稿では主に以下の2点を指摘した。

企業や家計が資産価格変動の影響を受けやすい(構造面)

政策当局による迅速かつ適切な対応が不可欠(必要条件)

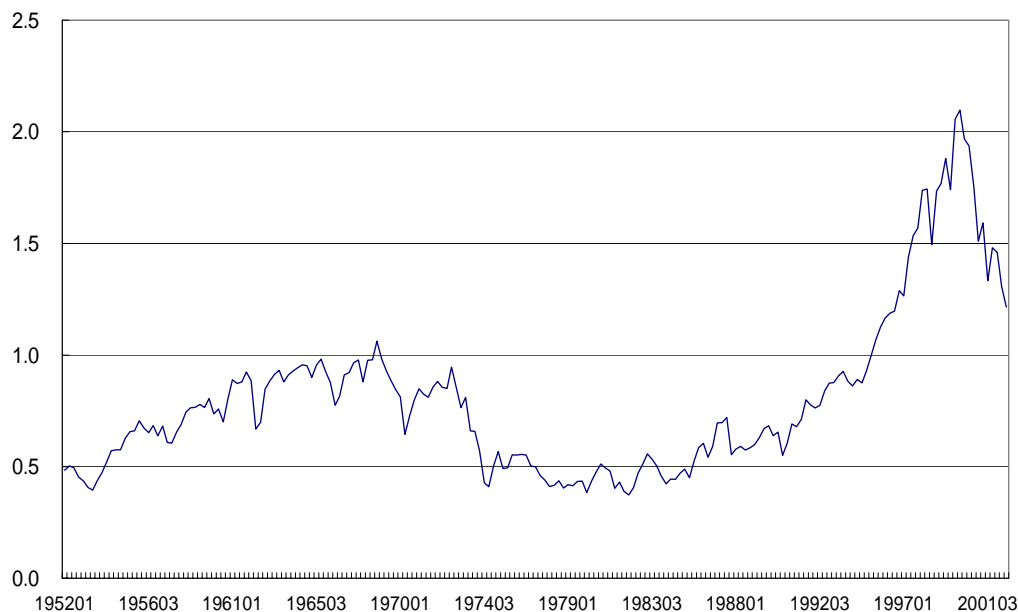
については、既に2000年前半以降の株価急落で企業と家計にはかなり大きな影響を及ぼしているとみられる。米株価は8月末時点でNYダウはピークから約2割、ナスダックに至っては7割以上も下落している。時価総額の対名目GDP比でみると、8月末で約1.2倍(試算値)と2000年3月末につけた歴史的ピークの2.1倍からかなり下落しており(図表5参照)、8兆ドル近い富が失われた計算になる。家計についても保有株式は時価総額で約4兆ドル減少しており^{注1}、年間可処分所得の約8割に及ぶ。企業についてはROE向上を背景に株式への調達依存は低く、多くは社債やCPなどデットによる資金調達が主流であった。しかしデットによる調達はあくまで高株価が前提にあるため、株価下落によって過剰負債問題が露呈し、厳しいバランスシート調整に追い込まれている。このように、家計と企業は米国市場の変動によって大きなダメージを受ける一方、バブル崩壊後のわが国のよ

うに銀行システムが機能不全に陥るという事態は殆どみられない。これはリスクが銀行に集中することなく家計や企業に分散化される構造になっているからである。

一方、直接金融システムの安定性を支えるための条件とされる の点については、FRBをはじめとして非常に的確かつ迅速な対応を行っているものと見られる。バブルを生んだ原因としてFRBの政策運営を問う向きも一部ではみられるが、この点は明確な根拠はなく今後の論を待たなくてはならないだろう。しかし、少なくとも金融システムの安定性という観点からみるならば、1998年のLTCM危機や昨年のテロ後の迅速な対応^{注2}をみるかぎり、政策当局はすぐれた指導力を発揮したとみていいだろう。

以上、米国が現在見舞われている株価下落による企業や家計への影響は、直接金融システムが本来もつ安定性の弱さ(構造的)に起因するものであり、安定性を確保するための政策当局の対応に大きな運営上のミスがあったとはいえない。

図表5 米国における株式時価総額の対名目GDP比(倍)



資料：Federal Reserve Board “Flow of Funds” より作成

注：2002年3Qは8月末の数値を使用(筆者による試算)

～効率性の観点

一方、効率性の観点から米国金融システムの昨今の状況を見ると、いくつか運営上の問題点が出てくる。第1章で示したように、市場をベースとする直接金融システムの効率性を維持するには、歪みのない価格情報とそれに対する信頼性が不可欠とされる。市場ベースの金融システムでは、あらゆる情報が価格に集約されるだけに、何らかの事象で価格情報の信頼性が揺らいだ場合、システムが一気に崩壊しかねないリスクをはらんでいる。そこで既述のように、透明な価格情報によって効率性機能を維持するには、以下の3点が必要となる。

透明かつ質の高い情報が常に提供される

企業経営等に対するガバナンス機能が十分発揮される環境を整える

価格形成の歪みを最小限にするために流動性の確保を図る

周知の通り、エンロン、タイコ、ワールドコム問題など、米企業では不正会計が相次いで表面化した。ワールドコムでは、本来は経費（損金）に計上すべきものを投資に組み込み、赤字額を減少させて黒字経営にみせかけるといった手法であった。こうした通常ではありえない不正行為を放置してしまった一因として監査法人の機能不全があった。会計事務所では顧客獲得競争を背景に監査報酬を引き下げ一方、監査収入の落ち込みを補うためにコンサルティング業務を並行して行ったことが不正の温床となったとみられる。さらに、本来は経営者に株主重視の経営を求めるべく導入されたストックオプションも、経営者による巨額報酬を目的とした短期的な株価つりあげを誘引する要因となった。

こうした事実を踏まえ、昨今の米国金融システムの状況を効率性の観点から眺めると、価格情報の透明性が確保されていたとは言いがたい。効率性維持に必要な条件として先に示した ~ のなかで、 と に欠陥・不備があったことは明白であろう。 は不正会計によって情報そのものが歪められ、 は会計監査法人の機能不全やストックオプションの乱用などによってコーポレートガバナンスに亀裂が生じた。とりわけ、80年代のM&Aブーム以降、米国企業は安易な企業買収から身を守るために株主重視の経営によってコーポレートガバナンスの最先端を走ってきただけに、今回の一連の経営不振は単なるスキャンダル以上の問題を含んでいるといえよう。

~市場をベースとする金融システムの優位性は変わらない

以上、安定性と効率性を軸に昨今の米国金融システムの状態を評価したところ、問題の所在は価格情報を歪めるいくつかの要因（粉飾決算、ガバナンスの歪み等）に求められ、効率性が妨げられたことがわかった。

しかしこのことは、市場ベースの直接金融システムに欠陥があることを意味しない。直接金融システムが有効に機能するための運営の仕方に問題があったということであり、一部で言われる「市場万能主義の終焉」という表現は妥当性を欠くものである。本稿第2章でも示したように、高所得国である先進国では、経済発展上、市場ベースの直接金融システムが最も有効であり、銀行中心の間接金融システムの成長寄与度は限られることが明らかになっている。ここでのインプリケーションは、米国をはじめとする先進国は資本市場の発達による経済発展を今後も推し進めることが重要であるということであろう。

・効率性の問題はバブルの原因か否か

以上の考察によって、昨今の米国金融システムの問題点は整理することができたが、米国金融システムの問題点とバブルの因果関係がどうなっているのかという点は非常に興味深いテーマであろう。つまり、会計不信やコーポレートガバナンスの歪みといった米国金

融システムの効率性に関わる問題は、米株価急落の原因か否かという議論である。

この点を解明するカギは、90年代を特徴づけるITブームにあると断言していい。ニューエコノミーという言葉に象徴されるように、IT革命によって生産性の大幅な上昇がはかられ、結果として景気循環が消滅するとの議論が出たのは記憶に新しい。こうしたIT革命への期待の大きさが企業の期待収益率を大幅に上方シフトさせ、ベンチャー企業の勃興と旺盛な投資需要を生み出した。設備投資需要を満たすため、企業は株価をベースとした企業価値の拡大を目指した。ROEの向上によって株主価値を高め、先述のように、それを担保に社債などデットを通じた資金調達を拡大させた。調達した資金は設備投資とともにM&Aファイナンス等にも利用され、企業のバランスシートは急激に拡大していった。さらに、欧州を中心とする海外マネーの存在もこうした動きを助長する役割を果たした(金融経済レポート Vol.3 参照)。

こうした連鎖は株価が上昇する限り継続するものの、株価上昇の根拠となる期待収益が頭打ちになれば歯車が狂うのはバブルの歴史を振り返っても明らかである。企業は、EBITA (Earnings before Interest, Tax, Depreciation, and Amortization) という営業損益に利払いや減価償却費を加えた経営指標によって膨張したバランスシートを正当化し、さらにワールドコムのように費用計上すべきものを設備投資に組み込むなどEBITAを悪用する例も出てきた。こうした無理な経営が行われた背景として高田氏(2002)は、期待収益の低下という環境下にもかかわらず「コーポレートガバナンスが強いため、従来ながらの収益実現を四半期で投資家から求められ、高資本コストに沿ったパフォーマンスが暗黙に求められた」としている。日本のバブル時も同様に高株価を正当化するためにQレシオ(株価÷一株当たり純資産)などの指標を用い、その過程で様々な会計疑惑やモラル問題が浮上した。そこには、バブル崩壊時に多かれ少なかれこの国でもみられる共通のエッセンスが存在している。

以上の考察から、米国金融システムの効率性を阻害した不正会計等の要因は、バブルの原因ではなく結果あるいはその過程で生まれてきたものと解釈することが出来よう。したがって、金融システムの構造とバブルをつなぐ因果関係は少なくとも経験的にはないといえるのではないか。

(2) わが国金融システムの方向性

先述のように、米国はバブル崩壊と一連の不正会計事件等によって米国型金融システムに疑問がもたれる傾向にあるが、今回の問題は市場をベースとした直接金融システムの構造に起因するものではなく、会計制度やガバナンス機能の歪みといった運営上の欠陥に求められた。さらにこうした欠陥が、バブルの形成と崩壊の中で露呈されるようになったという文脈で捉えることができた。

翻ってわが国金融システムの現状をみると、いまだバブル崩壊の後遺症から抜け出せず、

経済の低迷とともに次々と増加する不良債権の処理に追われ、新たな発展に向けた確たる展望が開けてこない。以下では本稿の最後として、こうしたわが国金融システムの現状を先の米国と同様の方法で評価を行い、将来わが国金融システムが目指すべく方向性について考察を行う。

・現状におけるわが国金融システムの評価

わが国金融システムが銀行中心の間接金融システムに分類されることは先のデータからも明らかである。1章で議論したように、銀行中心の間接金融システムを「安定性」と「効率性」の観点から評価した場合、前者は資産価格の下落等によるショックが家計や企業に伝わる前にいったん銀行によって受け止められ、先の米国の金融システムとは違って短期的な安定性が確保される構造にある。同システムの安定性を保証するには、何よりも銀行経営の安定が確保されていることが前提とされる。一方、効率性の観点からは、資源配分を行う主体が銀行であるために、市場では適切に分配機能を果たせない分野、つまりエージェンシーコストが高い中小零細企業等において有効とされる。同システムの効率性が機能するためには、銀行によるモニタリング機能が正常かつ適切に行われることが鍵とされる。

わが国金融システムをこれらの視点から評価すると、バブル崩壊による銀行経営の弱体化によって安定性と効率性の両面で機能が十分果たされていないことがわかる。安定性の点では、不良債権処理が長引くことによって銀行のリスクテイク能力が大きく低下し、貸し渋り等を通じて企業等に悪影響をもたらしている。効率性においても、バブル生成期における土地担保融資やバブル崩壊後の追い貸し等を見るかぎり、適切なモニタリングが行われたとは言いがたい。こうした状況では、銀行は適切な資源配分機能を果たせず、経済全体にネガティブな影響をもたらしていることになる。

このように、現在のわが国金融システムは中心となる銀行自身の体力が著しく低下しているために、間接金融システムが持つ安定性と効率性の機能が十分果たせないでいる。わが国金融システムの機能を回復するためには、何よりも不良債権問題の解決を通じたリスクテイク能力の回復が求められるのは言うまでもないだろう。ただし、不良債権問題が解決しさえすれば従来の銀行中心の金融システムが有効に機能し、今後のわが国の経済発展が期待できるようになるのであろうか。こうした疑問点について、以下では金融環境の変化等を踏まえて考察を行う。

・金融環境の変化

～情報技術革新とグローバル化

金融システムを取り巻く環境の中で、最も本質的な変革を迫る圧力として働くとみなされるのが情報技術革新とグローバル化であろう。

日本銀行金融研究所(2001)の中で指摘されるように、情報技術革新は金融工学の発達と相まって、金融機能の分解(unbundle)やリスクの組み替えなどを可能とし、証券化やデリバ

ティブ、リスク管理手法など、多くの金融商品や高度なサービス提供をもたらしている。また、情報技術革新のもとでインターネット等による新たなネットワーク・インフラが構築されつつあり、コンビニによる料金支払いなど新たなサービスが出現している。情報技術革新は、企業の資金調達ニーズや業績評価・予測精度といった点も変化させている。より柔軟で個別ニーズに対応した生産を目指す企業が増えるにつれ、過去の実績から予見しえない特有のリスク(不確実性)を認識・管理していく必要性が高まっているためである。

情報技術革新の波はまた、グローバル化の進展をもたらし、世界的な金融取引規模を格段に飛躍させている。取引規模の拡大は標準化されたロットの大きい社債等の取引に適しており、さらに市場参加者の多様化によってリスクの分散機能が発揮しやすくなる。また、米国ではグローバル化によって世界的な M&A による企業の再編が行われ、そこでは株式交換など資本市場を活用した取引手法が活発化した。その過程で米銀の多くは伝統的な貸出業務を縮小し、M&A に絡んだ投資銀行業務を強化させていった。既にわが国においてもグローバル展開を行う優良企業等は 80 年代以降、国際金融市場を通じた資金調達を活発化させており、これが大企業の銀行離れという現象を生み出し、後にバブルの原因となる不動産向け融資を増加させる一因になったとみられる。

このように、情報技術革新とグローバル化の進展は、資本市場を中心とする金融システム機能を強化させる一方、従来型の銀行を中心とした金融システムの優位性を低下させる要因となっている。つまり、伝統的な銀行業務は、情報技術革新とグローバル化の中で資本市場からの競争圧力に晒されているものとみられる。

・市場をベースとした金融システム構築へ向けて

～わが国特有の金融構造を踏まえて

以上の考察から、不良債権処理という目下わが国金融システムが抱える最大の問題を解決しても、情報技術革新とグローバル化という潮流の中ではなお長期的には不十分であることが示された。また、2章の実証分析でも明らかのように、先進国では市場中心の金融システムが経済発展上も望ましいことが示された。わが国経済は低迷状態にあってもなお、一人当たり GDP で米国に次ぐ経済大国であることに変わりなく、目指すべく方向性は市場ベースの金融システムにある。この点はわが国金融当局も、金融ビッグバン構想として 98 年の外為法改正以降、市場機能を活用する方向に大きく舵を切っている。米国バブルの崩壊によって、こうした市場を重視したシステムや政策運営のあり方を疑問視する向きも一部で見られるが、ここで後戻りすることなくむしろ市場ベースの金融システムのあり方を徹底して研究・議論していく姿勢が必要とされる。

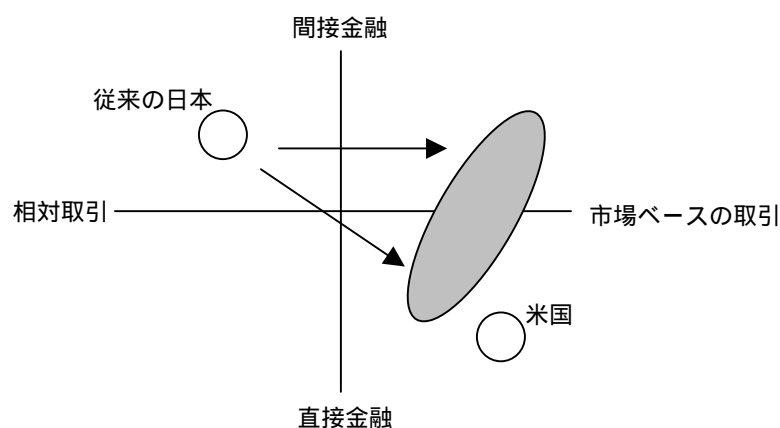
このように、わが国金融システムは今後も市場ベースの方向で制度設計を図っていく必要がある。ただしここで重要なのが、金融システムとは単に資金構造のみを表すものではなくシステム(制度)としての側面を有しており、金融・経済の枠組みを超えた非常に幅広いものである点である。すなわち、金融システムは本来、法律、税制、会計、文化、風

土など、それぞれの国で異なる要因と金融が結び合ったものとして議論されなくてはならない。しかし本稿でこれらの問題を包括的に扱うのは能力的・物理的にも不可能であるため、以下ではわが国に特有な金融構造を踏まえた際の金融システムのあり方について簡単に考察を行う。

わが国の金融構造で中心的役割を果たしているのは銀行部門であり、今後の金融システムの方向性はわが国銀行業がどう変化するかという点に集約されよう。わが国銀行部門の将来予測を行った Hoshi-Kasyap(1999)は、わが国の金融市場が今後米国なみの構造変化を遂げた場合、銀行貸出は今後 10 年程度の間最大で 41.5%、少なくとも見積もって 20%減少するとのシミュレーションを行っている。また、預金についても投資信託等の他の商品へのシフトによって最大 30%減少するとしている。確かに、米国が市場ベースの金融システムの先端であることは明らかであろうが、同システムの導入によってわが国も米国と同じ金融構造になると考えるのは極端な見方であろう。わが国国家計部門の金融資産に対する保守性等を鑑みても、預金からのシフトが大胆に進むとは考えにくい。また、エージェンシーコストの高い中小零細企業がわが国産業の重要な位置を占めていることから考えても、銀行部門の果たすべき役割は依然大きいとみられる。さらに、郵便貯金など公的金融のプレゼンスの大きさもわが国金融構造を考える上で重要な要素となっている。

このように考えた場合、わが国金融システムが今後変化するとしても、米国と同様の金融構造になるとは考えにくい。そこでの重要なポイントは「市場ベースか否か」という点にあり、取引形態が間接金融的なものであっても市場を通じて効率性と安定性が満たされる必要がある。すなわち、銀行融資という形態であっても資本市場をベースとした価格設定や規律付けが不断に行われることが重要とされる。また、銀行融資と資本市場には補完性というメリットもあり、資本市場が機能不全になった場合に銀行融資が代替するという面もある。図表 6 にみられるように、今後のわが国の金融システムは、取引形態を問わず、市場ベースを第一義とすることが必要であろう。

図表 6 わが国金融システムの方向性



(主な参考文献)

- 岡部光明、「現代金融の基礎理論」日本評論社、1999年
- 高田創、「会計不祥事はバブル崩壊の一局面にすぎない」中央公論、2002年9月号
- 日本銀行金融研究所、「電子決済技術と金融政策との関連を考えるフォーラム」、『金融研究』、日本銀行金融研究所、1999年
- 馬場直彦/久田高正、「わが国金融システムの将来像」、『金融研究』、日本銀行金融研究所、2001年12月
- Allen, F and D. Gale, comparing Financial Systems, The MIT Press, Cambridge, 2000
- _____, Comparative Financial Systems: A Survey, 2001
- A. Kunt and R. Levine, Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons, The World Bank Policy Research Department, 2000
- Hoshi, T and A. Kashyap, Japanese Banking Crisis: Where Did it Come From and How will it End?, NBER, 1999
- Ross Levine, Financial Development and Economic Growth, The World Bank Policy Research Department, Oct 1996
- Beck and Levine, Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?, Working Paper, Carlsson School, 2000
- Tadassee, S, Financial Architecture and Economic Performance; International Evidence, Working Paper, University of South Caroline, 2000