



日本経済の未来に貢献する 金融機関になろう

—資産組成機能の強化

慶應義塾大学 経済学部 教授 **池尾 和人**

■ 1. 日米の金融機関の比較

—まず日米の金融機関の歩みを見る際の基本的な観点はどのようなものでしょう。

池尾 当然のことですが、金融の活動は経済全体の動きと切り離しては考えられないものです。経済の動きとは別に金融だけが栄えたり衰退したりすることはあり得ません。マクロ経済の動きに金融が追随する面がある一方で、金融が主体的に働きかけて経済の先行きを後押しするという面もあります。双方向なわけです。まずはそれぞれが独立した存在や

機能ではないという点を再確認した上で、話を始めさせていただきます。

日米を含む先進国では、第二次世界大戦終了後しばらくの間、戦後復興とそれに引き続く高成長の時代が四半世紀くらい続きました。こうした流れが一段落して、1980年代になると先進国全般で成熟化が始まります。成熟化というと聞こえは良いですが、要は低成長化してくるのです。それに伴い「伝統的な銀行業」は不況産業化します。

これは、経済の成熟化に伴って、資金循環面で大きな変化があったことが背景にあります。「高成長下での資金不足」が基調の経済構造から、「低成長下での資金余剰」が基調の経済構造への転換です。こうした大きな変化を反映して、「伝統的な銀行業」が不況産業化したということがあったわけです。

ここまでは多くの先進国に共通した流れです。ところが銀行が不況産業化した後の対応に日米で差がありました。

〈目 次〉

1. 日米の金融機関の比較
2. 日本型伝統的銀行の課題
3. 証券化のスキーム
4. 新時代を見据えた人材の育成
5. 次なる行動へ

—なるほど。では、米国の金融機関の成熟段階への対応をお話してください。

池尾 米国でも、大手銀行が中南米の開発途上国に貸し込み、結果的に累積債務国問題を引き起こして危機に陥ったり、S&L危機^(注1)もありました。さらにその後も、3Lと呼ばれた高レバレッジのビジネスに対する貸付、不動産関連や開発途上国向けの融資の結果として、不良債権問題を大手銀行が抱えたりしました。しかしそれらの失敗と並行して、投資銀行ビジネスなどを中心とする新しい金融の動きが徐々に立ち上がってきて、主役に躍り出るほどの勢いとなったのが米国の動きでした。

—では、日本はどうだったでしょうか。

池尾 日本の場合は、1980年代前半の世界的な不況の時期に、都市銀行や当時の長信銀などの大手銀行は、資本市場に進出することで活路を開くことを想定していました。1983年の日米円・ドル委員会設置をきっかけに、金利の自由化と並んで業務の自由化に関わる金融制度調査会での議論が始まりました。しかし、残念ながらこうした自由化に関わる金融制度改革の議論は、結局「銀証問題^(注2)」に矮小化されてしまいます。

その頃には、日本は既にキャッチアップ段階を終わり成熟化した経済構造に移っていたのですから、本来であればそれに合わせて金融システムの基本的なあり方を見直すのが金融制度改革の課題だったと思います。しかし、金融システムの基本的性格を作り変えていく

という壮大な話から、銀行と証券の間の水争いのような現実的な利害対立に議論の焦点が移り、それが続いてしまいました。

結果として、当時の大手銀行がもくろんでいたような形で資本市場に進出することは叶わなくなりました。その結果、貸出業務に再度注力するようになりました。しかし成熟化した経済の中では、それまでの主要顧客であった製造業はもう資金を借りてくれません。そうした中で、不動産関連の業種に日本の銀行部門が貸し込んでいき、大きな失敗を引き起こしてしまいました。

それがあまりに大きな失敗であったがゆえに、その後始末で1990年代を使い切り、「伝統的な銀行業」の不況産業化からの脱出と再活性化の課題に真正面から取り組む余裕がないまま、20世紀が終わってしまったのだと思います。

これに対して、1990年代を迎える頃には、米国の金融業では伝統的な商業銀行以外のさまざまなバックグラウンドのプレーヤーの参入が活発化しました。マーケットでの取引と結びつきの強い業務展開を軸にしたトレーディング型のビジネスモデルが中心になってきました。米国における金融業の再生がとりあえず実現するわけです。

—米国の金融業は変化に対応できたということでしょうか。

池尾 1990年代中頃までは、米国の新しい金融業は実体経済を活性化させる意味でプラスに貢献したと思います。

米国の1970年代は停滞の時代でした。“エンパイアビルディング”という皮肉な表現が使われますが、経営者自らが「帝国を建設」するがごとく規模の拡大を追求する傾向が強くなりました。すなわち、本業とあまり関連のない分野に対してもM&Aを行って、強大なコングロマリットを作り上げる動きが顕著でした。こうした現象は経済の活性化にはつながらず、むしろ停滞を招きました。

この“エンパイアビルディング”を打破する金融活動が1980年代に展開されたわけです。例えば、そういう企業にLBO (Leveraged Buyout) をかけて解体し売却するということをしたわけです。ある種乱暴な方法をとったとも言えますが、企業側がシナジーを期待できないM&Aを行ってきたツケを払ったとも言えます。“コングロマリット・ディスカウント”と表現されますが、こうしたシナジー効果を伴わないM&Aによって企業価値が落ちる状況になった企業を解体し、ばら売りすればディスカウント分だけ価値が戻ります。それで儲けるという動きが出てきました。

こうした動きは、経営者支配の中で安住していた人たちにとっては不人気だったかもしれませんが、しかし、大局的に見るとこうした動きが米国経済の再活性化のための土壌作りをした感があります。

—米国では、新しい金融が経済にプラスの働きをしたということですね。

池尾 そうです。新しい金融業の動機はグリ

ード(貪欲)であったかもしれませんが、しかし、結果として経済全体にとってネットでプラスの効果を及ぼしたと思います。資本主義は、私利私欲を追求するものですが、営利の追求と経済全体の厚生向上が両立するという側面を持っているわけです。そういう資本主義の非情だが、効率的な面が出たと思います。

ただし、非効率なコングロマリットが存在している間はそれをばらしていれば良かったのですが、全部ばらし終わったら、することがなくなってしまいます。

その後の1990年代半ばから今回の金融危機に至る10年くらいは、俗に言われているように金融のための金融になってしまっていて、米国の実体経済の活性化に本当の意味で貢献したのかが怪しくなってきます。

—それでは、米国の金融機関の1980年以降の動きを総括していただけますか。また、その間の日本の金融機関はどうだったでしょうか。

池尾 米国で新しい金融業が立ち上がってから20年あったとして、前半の10年は経済にとってポジティブでしたが、後半の10年になるとだんだん金融のための金融になっていったようなところがあって、最終的に今回の危機につながっていったと私は見ています。こうした私の見方が正しいかどうかは別にして、米国では、この20年間にダイナミックな動きがありました。

それに対して日本では失敗の後始末だけ

で、1990年代のみならず2000年代半までを使い切ってしまいました。不況産業のままで抜本的な策を講じる余裕のないままきってしまった。つまり、経済が成熟化する中でどういう形で金融業を再度活性化させていくかという課題に十分に組み組めなかったのです。それが日本の金融機関の現状だと思います。

ただし、米国も直近の金融危機で再び迷路に入った感があります。そこは、表面的には日本と同様のように思えますが、1周回ってきた人と1周すら回っていない人ではやはり違いがあるのではないのでしょうか。

■ 2. 日本型伝統的銀行の課題

—日本の金融機関はまったく変化に対応できなかったのでしょうか。

池尾 日本の金融機関をめぐる大きな動きとしては、都市銀行や長信銀が20くらいあったものが、1990年代終盤から、捉え方によりますが、3～6くらいのグループに集約されたということがあります。同時期に遅ればせながら、日本でも「金融ビッグバン」と呼ばれた制度改革が証券、保険も巻き込んで行われて、1980年代に頓挫した金融制度改革のターンマッチが試みられました。

その結果、メガバンクであればグループバンキングの形で資本市場にも関わってビジネスを展開できる環境が整いました。しかしそれをどう活かして、日本経済の活性化につなげるかの具体的なイメージや展望は不明確な

ままです。少なくとも私にはわかりません。

もっとも日本経済全体が閉塞感に包まれる中で、金融にだけビジョンがあるということは考えられません。金融機関の足元は平穏でも先行きの展望がないという今の状況は、今の日本の経済が置かれた状況を映し出す鏡なのかもしれません。

—金融機関が日本経済をどう活性化していくかということが、なかなか見えてこないということですね。

池尾 僭越な言い方かもしれませんが、そうではないのでしょうか。金融機関は規制で守られていた側面がありました。しかし自由化が進んだ過程で規制に伴う超過利潤はなくなりました。他の産業と同様、不況の中では収入が増えません。その対応で経費削減を余儀なくされ、結果として銀行であれば、例えば行員が1人で担当する貸出先の件数が増加して、彼らは非常に忙しくなっています。そうした中では、さらに先のことを考えて準備することがなかなかできないままになっているのではないのでしょうか。

本来は日本経済の活路を考えて、それに「貢献していく」、それを「後押ししていく」という金融業のあり方を考えていかなければならないわけです。

それでは、そもそも金融業のコアの役割とは何かと言えば、それは資金仲介とリスクマネジメントです。もっと細かく言えばガバナンス面の役割、資本市場での情報発信機能など

もありますが、なんと言っても資金仲介とリスクマネジメントがコアです。そうであれば、基本になる問題設定は、成熟化した日本経済を活性化するには、この2つの機能をどのようにして強化していくのか、ということになると思います。その方向を明らかにすることがすなわち日本経済の活路につながるのだと思います。

—具体的に「資金仲介機能の強化」とはどういうことでしょうか。

池尾 資金仲介機能の強化のさらにコアは、アセット・オリジネーション（優良な貸出や出資持分などの金融資産の創出）機能を強化することだと考えています。かつての資金不足の時代には、審査をきちんとやることが資金仲介の仕事の基本でした。審査能力の確保が金融機関にとって重要で、社会にとっても必要十分な機能でした。しかし今は資金を借りに来る人を待って、その人が適格かどうかをチェックすれば良いという時代ではありません。自ら探して投資機会を発見し、開拓していく機能を持たなければなりません。受動的な審査というよりも、能動的に投資機会を開発していくような能力が重要性を増していると思います。しかし、これは非常に難しいことで、高い目利き能力が必要です。

しかし、そうした高い目利き能力は得がたい才能です。それを持つのは極めて希少な人材に限られるということになります。この限られた才能をいかに発掘し養成するかということが重要な課題です。

—その上で、そうした限られた才能は有効活用していかなければならないわけですね。

池尾 その意味で大切なことは、そうした才能を繰り返しリサイクルして利用する、すなわち、リピートしてオリジネーション能力を発揮できるような体制を整備していくことではないかと考えます。

そのためにはオリジネーターとアセットの保有者を分けるべきです。オリジネートした主体がアセットを保有し続ける前提だと、保有しているアセットが満期を迎えるサイクルでしか、オリジネーションの能力をリサイクルして使っていけません。それに対してオリジネートしたアセットを売却できるのであれば、その時間幅でリサイクルして能力を使っていけるわけです。

■ 3. 証券化のスキーム

—これまでに話されてきたことは、具体的にどういうスキームの金融をイメージされていますか。

池尾 証券化のイメージです。要するに、貸出でも良いのですが、優良な融資先を見つけて貸し出した結果として組成した貸出債権を金融機関が単に保有し続けるということだと、債権が満期を迎えた時点で、ようやく次の貸出の組成に取り掛かるというサイクルになります。それに対して、証券化が可能であれば、オリジネートされた貸出債権はすぐに証券化して、他の主体に売っていきます。そ

うなればもっと短いサイクルで次の融資の組成に取り掛かれます。

優良資産をオリジネートする能力ある人材が希少だとすると、できる限り有効活用しなければなりません。オリジネートされた資産を短期間で他の主体に売却、移転する仕組みを用意しないと有効活用できません。せっかくオリジネートした資産を金融機関自らが保有するしかないということだとあまり意味がないのです。

そのように考えると、「証券化」が金融機能の強化にとって重要です。証券化を核とした形での市場型間接金融の仕組みしか方法はないのではないかというのが私の基本認識です。もっと別の形で資金仲介に関わるオリジネーション能力を高度化させる方法があれば教えてほしいですが、私の考える範囲だとそういう方法しか思いつきません。

まずは高い目利き能力を持った人材を発掘して養成することが大前提ですが、その能力を短いサイクルで繰り返し有効活用するには、資産を証券化して所有移転し、トレーディングできる金融システムにすることが必要だということです。

—資産をオリジネートして証券化する金融機関と、その証券を保有する金融機関に分かれますね。

池尾 繰り返しになりますが、オリジネーションの面で高い能力を発揮できる人は、日本全体を探してもそんなに多くはいないと想像

されます。以前の資金不足の時代、高成長期には、そこそこ優秀な人が勤勉に仕事をしていれば良かったかもしれません。しかし、経済が成熟化した今、真に優良な金融資産を作り出すのは専門的な高い能力を持った人が一生懸命やらないとできません。そういう意味では金融業における資金仲介機能は難しい仕事になっています。勤勉性だけでは金融業の抱える問題の解決には至りません。

数少ない有能な目利き能力を持った人に短いサイクルで資産を繰り返し作ってもらうためには、その資産を保有するスタンダードな業務は別の人が担当するという、ある種の分業体制を敷く必要があると思います。そうした分業体制の中で業務を専門化していかないと機能強化はできないと思います。

—つまり、単なる貸し手ではなく、出資者として積極的に関与していくということですね。

池尾 そうです。私はプライベート・エクイティ・ファンド的な投資をイメージしています。もはや出来合いの投資機会に恵まれた時代ではないので、ハンズオン（案件に積極的に関与）で投資先企業を育成するくらいのことをやらないといけないと思います。今や、投資機会を懸命に探しても見つからない可能性が高く、投資対象のケアまでしないと有望な投資機会は確保できない時代になっているということです。

それゆえ私は、例えば地方金融機関にマー

(表) 金融機関の役割の変化～経済の段階に応じた～

	高成長段階	成熟段階
資金循環	資金不足	資金余剰
成長機会	豊富・キャッチアップ	希少・知識集約型
金融機関の役割	審査	目利き
金融機関の成長機会への対応	待ち	自ら創出・育成
金融機関に求められる態度	受動的 (ハズオフ)	能動的 (ハズオン)
オリジネーターとホルダー (※)	分離せず	分離

(※) 金融資産のオリジネーターとホルダー

(出所) 池尾氏のインタビュー内容に基づき、編集部作成

チャントバンキング的な機能が認められても良いのではと考えています。一般に銀行の株式保有に関しては、リスク管理の都合上減らすという形になっています。しかし、長期間保有し続けるという意味ではなく、企業を育てるという観点から、例えば5年、10年といった期間限定で融資先の株式を保有することは地域の金融機関に認めて良いのではないかと思います。

資金仲介機能の強化のあり方を考える上での方策の1つとして、伝統的な銀行が融資だけでなく、プライベート・エクイティ・ファンド的に期間限定で融資先企業の株式を保有するマーチャントバンキング機能を持つことも十分に検討されて良いと思います。

一日銀の「成長基盤強化のための資金供給」も貸出が中心ですが、もう一歩踏み込むイメージでしょうか。

池尾 対象先のリスクの程度で変わると思います。本当にエクイティ・ファイナンス的な形でないと対応しきれない領域もあるだろうし、それから伝統的なデッドの範囲で何とかなる領域も考えられますし、その間のハイブリッド的な範囲も考えられますよね。だから基本は貸出ですが、ある程度アップサイドのゲインも取れるような仕掛けを入れるということにもっと積極的に取り組んでも良いように思います。

単純にリスクの高い先に貸そうとすると、高い約定金利を取らないと合いません。ダウンサイドのリスクがあるのに、単純な融資では、アップサイドのゲインはまったく取れない。約定金利だけで計算すると10%以上の金利でなければ合わないということになってしまいます。ところが他方で、そうした金利水準での融資は現実的ではありません。

金利を現実的なレベルに抑えるためには、

金利以外で何らかのアップサイド・ゲインを取れる仕組みを工夫しようということです。昔は株式も合わせ持つことでこの問題を解決していたと思いますし、今でも株式保有は1つの方法ではあります。しかし、株式そのものを持つと、値上がりの可能性とともに値下がりリスクもあり、金融機関の財務に悪影響を及ぼします。

これを解決する方策として、ストックオプションやワラントを金融機関側がもらうという方法もあり得ると思います。ストックオプションであれば、アップサイドのゲインは取れる一方で、ダウンサイドのロスを心配する必要はありません。

このようにリスクの高い先に対しては、通常の貸出契約と合わせてストックオプションやワラントをもらうような契約をするなどの契約技術を高めるとともに、投資機会を自ら作り出すくらいのことを金融機関がやっていくことを考えないと、金融業を活性化して日本経済が活性化されることはなかなか期待しにくいと思います。そういう創意を発揮できる人材がどれくらいいるかということです。

■ 4. 新時代を見据えた人材の育成

—先ほどから人材の話が出ていますが、これからの金融機関を担う人材の育成とはどういうものでしょうか。

池尾 例えば、銀行でいう新入行員教育、す

なわち、新人から一人前に育てていくプロセスのあり方が、ここ10～20年の間にどれだけ変わったのか、あるいはまったく変わっていないのか。これは大きな問題です。

私見ですが、金融機関における人材の養成のあり方は、ここ20年間くらい基本的に変わっていないように思われます。聞くところでは、銀行の支店長のパーソナリティーによって方針が違っていたりする。例えば、どう育てて良いかよくわからないので教育を半ば放棄するに近い支店長がいる反面、熱心に教育するが自分の時代と全く同じ教育をしている、というケースもあるようです。

銀行、証券のあるべきビジョンにふさわしい人材教育が必要ですが、どの金融機関も忙しくて人材教育まで追いついていない実情もあるのではないのでしょうか。せっかく優秀とされる人材を大量に採用しても、彼らを今後の金融業を担う人材として育成しなければ残念だと思います。しかし、そのためには、その前提として今の日本の金融機関の経営者が将来の日本の金融をどのように展望しているのかが問われます。ビジョンが共有されていないから、新入行員・社員に対する教育のあり方も明確ではなく、結果的にこれまでどおりの教育でこれまでと同じタイプの銀行員が養成される傾向にあるのではないかと懸念しています。

—米国などはビジネススクールがそういう役割を担っているのではないですか。

池尾 そうですね。日本は事業会社を含めてOJT (On the Job Training) 中心の自社内の教育が基本というやり方をしています。このため、自社内のやり方には上手く合わせられても、大きくビジネスのあり方が変わる時に柔軟に対応していくのが却って難しいという側面もあると思います。

■ 5. 次なる行動へ

—最後にこれまでのお話を総括し、さまざまな金融機関の課題解決をサポートする制度、支援策として、政策当局などに期待できる施策はありますか。

池尾 現在の金融環境というか、金融政策のあり方は、金融ビジネスの観点からは決して望ましいものではないと思います。景気への刺激が基本的な目的ではありますが、これだけ金融緩和が続き、全般的に金利や資産の利回りが低下している環境では、新たな試みに挑戦しても採算を取るのが非常に難しい、というのが正直なところですよ。

採算だけを考えると、国債を買っておくのが一番良いという状況になっています。果敢にリスクを取っても、プレミアムが得られるような環境になっていません。企業側の立場でも、さまざまな工夫をしなくても、銀行から資金をただ借りるのが最も低コストという環境が続いています。銀行サイドも資金調達金利がほぼゼロのような状況下で、少しでも利ざやが乗る優良企業であれば貸すという

形になっています。

つまり金融ビジネスとして工夫をして旨味がある状況ではないということです。

—現在は低金利ですが、今後、国債の価格や金利のボラティリティが増すとは考えられませんか。

池尾 ゼロ金利はしばらく続くと予測できると思います。概ね1%の消費者物価上昇率が安定的に実現されるのは、どんなに早くても3年か4年先でしょう。今の金融政策のスタンスを考えると、中期的には金利が大きく動くことは想定しなくていい状況ですから、3～4年くらいの年限の国債を保有してもまったく非効率ではありません。むしろ今のマクロ環境の中で採算を考えれば、適切な投資行動になってしまっています。換言すると、今の金融政策は金融機関に国債保有を促すようなものになっているということです。

金融機関はよく考えもしないで国債を保有していると揶揄する人もいますが、私はそうは思いません。全く逆で、考えた上で持っているのだと思います。この間の金融環境の下では、結果的に国債を保有するのが一番賢いということになってしまっている。

—それでは、こうした環境の中、金融機関はどのような取組みをしていけば良いのでしょうか？

池尾 ある意味で日本の金融機関の現状は落ち着いています。しかし先行きは明らかでは

ない。日本経済全体も同じです。

政策当局には、規制の問題にせよ、公的金融の問題にせよ、改善してもらいたい点があります。しかし金融機関サイドの取組みが第一義的です。現在、幸いに経営的に差し迫った困難な問題を抱えているわけではありません。この余裕をできる限り前向きに考えて、展望を切り開くための金融機能の強化に取り組んでもらいたい。これが第一です。

そうした動きが出てきた中で、障害になっている制度などがあぶり出されてくれば、その是正案を具体的に提示していけば良いと思います。頭の中でいろいろと考えれば、確かに金融規制のあり方とか公的金融のあり方とかに問題はあります。しかし、民間の金融機関がこういう取組みをしている中でこういう点が障害になっているというような具体的な指摘にまでは、今の時点ではなかなか結びついていないと感じます。

まずは今、幸か不幸か持っている余裕を活かして、展望を切り開くような取組みを日本の金融機関には頑張ってもらっていただきたい。その中で具体的に問題が浮上してくれば、その解決を政策的に求めていくような、そういう順序が必要だと考えます。

一環境が落ち着いている今のうちに、動き始めなければならない。行動の 때가近づいているということですね。

本日は長時間本当にありがとうございました。
(聞き手：千田 雅彦)

(注1) インフレで市場金利が高騰する中、規制金利預金には資金が集まらなくなり、金利自由化に追い込まれるが、長期の固定金利での住宅ローンを抱える貯蓄貸付組合 (S&L) に逆ざやが発生し経営難に陥った危機。

(注2) 銀行と証券会社の分離規制に関わる問題。