

# 日本の金融システムはどう変質しつつあるか？

- メインバンク制ならびに市場型間接金融の実証的検討 -

総合政策学部 4 年 藤井 恵

総合政策学部 4 年 光安孝将

岡部光明研究会研究報告書

2004 年度秋学期（2005 年 2 月改定）

本稿作成にあたっては、丁寧で親切なご指導をしてくださった岡部光明教授（慶應義塾大学総合政策学部）に深く感謝したい。第 1 部については、緑川清春氏（綜通株式会社）にお願いしてご自身が金融学会で報告された本稿に関連の深い論文を郵送して頂いた。第 2 部については、藤原史義氏（慶應義塾大学総合政策学部 3 年）から参考になるご意見を頂いた。また岡部研究会の研究報告会議（2005 年 1 月 15 日、16 日）においても研究会メンバーと有益な議論を交わすことができた。これらの方々に感謝したい。なお、本論文はインターネット上においても全文アクセスおよびダウンロード可能である。[\(http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/\)](http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/)

電子メールアドレス：藤井 s01765kf@sfc.keio.ac.jp、光安 s01880tm@sfc.keio.ac.jp

## 概要

日本では、これまでメインバンク制と称されるひとつの金融のシステムが、企業の資金調達面だけでなくコーポレートガバナンス（企業の規律付け）のあり方をも特徴づけてきた。ところが近年、メインバンク制はすでに崩壊したとする論調も少なくない。もしそれが事実であれば、メインバンクによる企業規律付け機能も消失していることになる。一方、日本にとって将来のあるべき金融システムとして「市場型間接金融」が頻繁に主張されるが、そうしたシステムへの移行がなぜ必要とされるのであろうか。本稿は、変革期にある日本の金融システムにとって二つの重要な側面（メインバンク制および市場型間接金融）を取り上げ、それぞれに関して実証的ないし理論的検討を加えたものである。

第 1 部では、日本型コーポレート・ガバナンスを特徴づけるメインバンク行動に焦点をあて、その近年における動向を概観するとともに、メインバンクによる企業経営介入確率に関する実証分析を行った。具体的には 5 業種（電気・化学・建設・機械・鉄鋼）の全国一部上場企業のうち、1990 年～1997 年の間に財務危機に陥った企業（2 期連続営業利益赤字企業、合計 74 社）をサンプルとし、メインバンクの貸出行動とそれが企業経営に引き起こした変化を定量的に検討した。その結果、次の諸点が判明した。まず①企業が財務危機に直面した場合、メインバンクは短期的には倒産を回避させるべく緊急融資など貸出増加で対応するケースが多いこと、②財務危機の際にメインバンクが介入する可能性は、企業のメインバンクへの借入依存度が高いほど、そしてメインバンクによる持株比率が高いほど、それぞれ高くなること、である。一方③メインバンクからの役員派遣をもってメインバンクによる経営介入と定義した場合には、財務危機企業に対するメインバンクの経営介入の頻度は低いこと、④メインバンク持株比率は比較的長期的視点から決められるため極めて安定的であり、企業の短期的な財務危機がこれに与える影響はほとんどないこと、なども同時に明らかになった。これらを総合的に判断すると、メインバンク関係を通じる企業ガバナンスの態様は、従来以上に多様化し変質してきている可能性がある（例えば追い貸しの結果としての企業経営の効率化阻害など）。それを前提にすれば、今後は企業モニタリング機能強化のための諸施策（と

くに資本市場からの圧力強化)を拡充していくことが必要である。

第2部では、市場型間接金融が主張される理論的根拠とそこにおける主力金融手法の機能を分析した。日本の金融システムの将来のあるべき姿として、従来から「間接金融(indirect finance)から直接金融(direct finance)へ」の移行を主張する向きが多い。しかし、それは余りに単純かつ非現実的な方向であるとして、近年は「市場型間接金融(intermediated market transactions)に移行すべきであるとの主張が次第に支持を得つつある。ここでは、まず市場型間接金融を定義し、次いでその金融方式の機能を理論的に分析した。その結果、それは①投資機会発見のために異なる主体によって複数回のプロジェクトの評価が可能であること、②銀行部門に集中しているリスクをより広く分散できること、③様々な金融商品が組成されやすいシステムであること、④市場価格の情報伝達機能が十分に利用できること、⑤資金仲介と資産流動化の関係が密接であること、などの特徴を持っており、この点が従来の単純な間接金融にはない「市場型」間接金融の優れた特徴であることが明らかになった。続いて、市場型間接金融における代表的な金融手法である証券化(特に銀行による貸出資産の証券化)と投資ファンドを取り上げ、両者の比較分析を行った。証券化とは、一般に経済主体の有する資産を切り離し、それを裏付けとした証券を発行することで資金調達を行う金融技術である。また投資ファンドとは、投資家から集めた資金をプールし、設立して間もない成長企業に出資する仕組みのことである。両者はともに資本市場を通じて投資家から企業へ資金を融通させる(市場取引に立脚している)点で共通する一方、リスク配分のパターンなど機能については対極的な面も多い(53ページの表6を参照)。そして、この2つが近年同時に成長してきている現状を理解するため、リスクとガバナンスに注目して比較分析を行ったところ、両者は機能補完関係にあること、両者が存在することによってリスクおよびガバナンスが適切な主体へ配分されることが判明した。これを前提にすれば、現在進みつつある市場型間接金融への動きは望ましい方向であると判断できる。

キーワード：

メインバンク、企業ガバナンス機能、市場型間接金融、証券化、投資ファンド

# 目次

はじめに	1
<b>第1部 メインバンクの企業ガバナンス機能についての再検討 -実証分析-</b>	<b>2</b>
はじめに	3
第1章 メインバンク制の機能	5
第1節 メインバンクによるモニタリング	6
第2節 財務危機時におけるメインバンクの行動	7
第2章 先行研究とサンプルの説明	8
第1節 先行研究のサーベイ	8
第2節 本研究の特徴	10
第3節 サンプル企業とデータ	11
第4節 財務危機企業の認定	11
第3章 メインバンクによる経営介入の統計分析	12
第1節 財務危機企業とメインバンクの取引関係	12
1.1 融資面	12
1.2 持株面	13
第2節 メインバンクによる経営介入	14
2.1 メインバンクによる経営介入確率の実証分析	16
第4章 結論と残された課題	19
第1節 結論	19
第2節 残された課題	20
参考文献・資料	22

<b>第2部 市場型間接金融の機能とその主力金融手法についての分析</b>	<b>24</b>
序章 問題意識	25
第1章 市場型間接金融に関する諸議論の整理	26
第1節 金融システムの分類	27
第2節 市場型間接金融とは	30
第3節 日本の現状	35
第4節 まとめ	36
第2章 証券化と投資ファンドの比較分析	37
第1節 証券化のメカニズム	38
第2節 投資ファンドのメカニズム	48
第3節 比較分析	52
第4節 まとめ	55
終章 結論	57
参考文献・資料	58

## はじめに

日本では、これまでメインバンク制と称されるひとつの金融のシステムが、企業の資金調達面だけでなくコーポレートガバナンス（企業の規律付け）のあり方をも特徴づけてきた。ところが近年、メインバンク制はすでに崩壊したとする論調も少なくなっている。もしそれが事実であれば、メインバンクによる企業規律付け機能も消失していることになる。一方、日本にとって将来のあるべき金融システムとして「市場型間接金融」が頻繁に主張されるが、そうしたシステムへの移行がなぜ必要とされるのであろうか。本稿は、変革期にある日本の金融システムにとって二つの重要な側面（メインバンク制および市場型間接金融）を取り上げ、それぞれに関して実証的ないし理論的検討を加えたものである。なお、第1部は藤井恵が執筆し、第2部は光安孝将が執筆した。

# 第 1 部

メインバンクの企業ガバナンス機能についての再検討

- 実証分析 -

藤井 恵

## はじめに

金融方式は二つに大別でき、それらは間接金融方式(indirect finance)あるいは銀行型金融方式(bank-based financial system)、直接金融方式(direct finance)あるいは市場型金融方式(market-based financial system)と呼ぶことができる<sup>1</sup>。日本では、第二次大戦後の50年間余り間接金融方式が中心であり、とくに企業と銀行がきわめて密接かつ長期的な取引関係を維持する慣行、すなわちメインバンク制(main bank system)と称される金融の仕組みが支配的であったことが、事実としてみられる最大の特徴であった。ちなみに、間接金融から直接金融へのシフトが徐々に進んでいた1990年代前半においても、大企業では90%以上の企業が依然として「メインバンク」(平均的には1つないし2つの銀行)を持っていた。

企業と銀行の間におけるメインバンク関係は、具体的には次の点によって特徴づけられる<sup>2</sup>。すなわち、①当該企業がその他のどの銀行よりも多額の資金融資を受けており、かつそうした借入が長期的、継続的なものとなっていること。②当該企業の重要な株主となっていること。つまり、当該企業に対する債権者であると同時に、その企業の「所有者」にもなっている。③融資以外の各種金融取引(当座預金取引、外国為替取り扱い、社債発行の受託や保証など)でも主力の取引関係にあること。④当該企業に役員を派遣するなど人的関係を結んでいること。⑤当該企業が一定水準の利益を挙げている場合には、その経営に関与することはほとんどないが、ひとたび経営危機に陥った場合には、長期的に再建可能とみられる限り、他の債権者との間での調停役となって債務の繰り延べや免除、緊急融資、人的支援などの経営支援を行うこと、である<sup>3</sup>。

---

<sup>1</sup> この二つの金融方式の区分は、単純明快ではあるが正確性を欠く面がある。この点に関するよりの確な理解の仕方は岡部(2003b)で述べられている。

<sup>2</sup> 詳しくは岡部(1999)を参照。

<sup>3</sup> このような内容は必ずしもデジタルな形をとらず、暗黙の合意によるものであるため、メインバンク関係を形成する契約関係は、一般契約に比べると不完全であり、企業あるいは銀行のいずれかから、一方的に関係を吐きされることもありうる、という不安定な面もある(土屋・



日本においてはメインバンクを中心とした銀行が、コーポレート・ガバナンスにおいて重要な役割を果たしてきたと言われている。特に、企業が経営困難に陥った場合、メインバンクは有力な債権者として、あるいは大株主として、その企業の経営に介入してリストラや清算を実施する<sup>4</sup>。このように、メインバンク関係は取引先企業の経営危機が引き金となって、経営コントロールの権限が移転するという経営ガバナンスの仕組みを内包していると見ることができ、企業が財務危機に直面した際、メインバンクが経営に介入し、リストラクチャリングを行って企業の業績の回復に寄与するという関係が、これまで広く観察されてきた<sup>5</sup>。

しかし、こうしたメインバンク介入型ガバナンスは、1990年代に入ってその機能を低下させつつあるともいわれている。1980年代から進展した金融の自由化、国際化<sup>6</sup>は、「銀行離れ」「メインバンク離れ」<sup>7</sup>を引き起こし、企業の資金調達におけるメインバンクの役割を低下させた<sup>8</sup>。また、1990年代初頭に顕在化した不良債権問題は、銀行のリスクテイク能力を低下させ、メインバンクによる経営不振企業の再建はこれまでほど行われなくなったとの意見もある。さらに、メインバンクの企業への介入がみられても、それは本来ならリストラを進めるべき企業に過剰な融資を行っているだけで、企業経営の効率化・業績の回復にはつながっていないとの見方もある。

藤井(2003a)、岡部・藤井(2004)では、メインバンクは過剰な融資(追い貸し等)を通じて企業経営を非効率的にする方向に作用し、株主価値にマイナスの影響を与え

---

岡本 2003)。

<sup>4</sup> 貝塚(2002)。

<sup>5</sup> メインバンクは他行より返済順位が劣後するため、経営危機に陥った企業の建て直しができ、利益(残余価値)が出れば最後にそれをすべてもらうことができる。この残余価値を高めることが、メインバンクが事後的な監視役として働くインセンティブである(シェアード 1997)。

<sup>6</sup> 土屋・岡本(2003)では、この他にも①2度にわたる石油危機の後、日本経済が安定成長期に入り、資金需要が以前に比べ平均的に減少したこと、②大企業の大規模な投資がなくなり、その一方で資本市場からの外部資金調達力が大きく変化したことが、「銀行離れ」を引き起こした原因として挙げられている。

<sup>7</sup> 1980年代以降、企業の多くは資金調達方法を銀行借入という間接金融から、資本市場(株式の発行、転換社債の発行、CPの発行等)からの直接禁輸方式へ大きくシフトしていった(土屋・岡本 2003)。

<sup>8</sup> 伊藤(2002)。

ている、との結果が得られたものの、こうしたメインバンクの介入によるガバナンス機能の実態については詳細に検討していない。そこで本稿では、近年のメインバンクの動向を概観し、メインバンクによる介入の実態を実証的に検証した上で、その効果について検討する。

## 第1章 メインバンク制の機能<sup>9</sup>

メインバンク制度ないし慣行は、次の三つの機能をはたしてきたと理解できる。第一は、投資資金の効率的供給である。すなわち、金融取引に不可避である情報の非対称性の問題（企業が実施しようとする投資計画について銀行が保有する情報と企業自身が保有する情報には質量両面で格差があることによって生じる取引上の諸問題）をこの制度は軽減するので、銀行は、企業とを持たない場合よりも多くの外部資金を、より低コストで供給できる。第二は、企業経営のモニタリング（監視）である。つまり、債権者であり株主でもある銀行は、一般株主に代わって企業の経営を一括してモニターしコントロールできる立場にある。現に、程度の問題はあれ実際に銀行のそうした働きがあったと理解される。第三は、企業経営のリスクに対する「保険」の提供である。つまり、企業が財務上の危機に陥った場合、その企業が再建可能と判断される限り、メインバンクが中心となって当該企業の救済活動を行うことが広く観察された<sup>10</sup>。

つまり、メインバンク制は、企業の資金調達面で貢献したうえ、企業経営の効率性を維持させ、そして企業がリスクの大きい事業を行うことを可能とした、と評価できる。したがって、日本経済のかつての高度成長にとって重要な推進役であったと言える。これらの長所は、日本経済が（資産価格バブルによって）活況を呈してきた時期

---

<sup>9</sup> 岡部(2003b)。

<sup>10</sup> もしリストラが実行されず、あるいは失敗しさらに状況が悪化すると、メインバンクは役員を外向させて債権を直接管理し（経営決定権の移動）資産の劣化を防いだり、経営陣の退任を促したり、さらには清算手続きを開始することもある。このような形のモニタリングは強く機能し、それは企業再建機能とまで言うことができる（河端 2004）。

以来相当の期間にわたって（とくに 1980 年代後半から 1990 年代前半に）国際的に注目された。

メインバンクがエージェンシー・コストを削減するという、情報生産面において優れていたことは藤井(2004)で実証した。そこで以下では企業経営のモニタリング機能と企業経営のリスクに対する保険の提供について詳細に検討する。

### 第1節 メインバンクによるモニタリング<sup>11</sup>

メインバンクによるモニタリング機能は、「事前」に相手企業の新しいプロジェクトの可能性を評価する、「常時」相手企業の振る舞いを監視する、そして「事後」には財務破綻に帳面した相手企業を管理するという三段階に分類できる。（シャー、マーク・J.1998、青木・パトリック 1996）。

「事前的モニタリング」は、モニタリングの最初の段階で、企業によって提案された投資計画の評価と選別である。モニタリングの第二段階「中間的モニタリング」は、資金提供がされた後も、経営者の行動や企業活動全般、特に資金の用途などを、投資家が不断にチェックすることをいう。投資家と経営者（そして労働者）のあいだの利害が必ずしも一致せず、投資家が経営者の隠れた行動を暴こうとしないならば、経営者には資金を自らの利益のために流用しようとするインセンティブが働く。この段階のモニタリングはこのようなモラル・ハザード問題を対処するために必要となる。「事後的モニタリング」と呼ぶ最後の段階は、企業投資行動の結果、すなわち財務状況を識別し、財務困難な状況においては企業の長期存続性についての判断を下して、匡正的ないしは懲罰的行動をとることである。事後的な結果に応じて一定の行動をとるようコミットする（またはコミットしない）ということは、経営者の事前のインセンティブや中間段階の行動に影響する。

---

<sup>11</sup> 青木・パトリック（1996）。

これらの三つの段階のモニタリングが別々の専門家した機関に委託され、高度に分散化した英米型システムに比較して、日本のメインバンク・システムは、その最盛期（高度成長期）において、企業のモニタリングの三段階が高度に「統合化」され、その企業のメインバンクに「専属的に委任」されるシステムであったと特徴づけられる。

## 第2節 財務危機時におけるメインバンクの行動

メインバンクは企業経営者に対するモニタリング手段として、「状態依存型ガバナンス」と定式化されているように、取引先企業が経営危機に陥った場合に独自のメカニズムで企業を規律づけるとの見方がしばしば指摘されている<sup>12</sup>。メインバンクは、融資先企業と金融取引を通じた密接な関係を維持し、内部情報を用いて常時モニタリングを行うものの、ステークホルダーに十分な収益配分がなされている間は、経営に直接介入しない。しかし、企業が経営困難に陥った場合、メインバンクは有力な債権者として、あるいは大株主として、その企業の経営に介入して、リストラや清算を実施する<sup>13</sup>。このように、メインバンク関係は取引先企業の経営危機が引き金となって、経営コントロールの権限が移転するという経営ガバナンスの仕組みを内包していると見ることができる<sup>14</sup>。このガバナンス構造がメインバンクによる的確なモニタリング活動に支えられている限り、企業の効率的再建につながる可能性が高い。

しかし、もし銀行に十分なモニタリング能力がなければ、ソフト・バジェットイング（soft budgeting）というかたちで非効率な企業に対する過剰融資の問題が発生したり、銀行と企業との間の関係が不透明化したりすることになる<sup>15</sup>。例えば、メインバンクによる救済保険の提供が多くの企業に対して繰り返し行われると、経営者は、収益悪化時の救済を織り込んで行動し、倒産回避のための経営努力を破棄してしまうと

---

<sup>12</sup> 宮島・新田（2003）。

<sup>13</sup> 山中（1997）では、メインバンクが企業救済をする理由として、①メインバンクとしての名声（評判・レピュテーション）、②メインバンクとしての社会的使命、公共的使命を挙げている。

<sup>14</sup> 貝塚（2002）。

<sup>15</sup> 小佐野（2001：第4章）。

いうモラルハザードの可能性が高まる。他方、メインバンクの顧客企業への融資・株式保有面でのコミットメントが強くなれば、銀行の顧客企業への追加融資が、収益回復による経営再建の見通しではなく、もっぱら、回収不能となった債権の顕在化を回避するために行われる可能性が上昇する。さらに、銀行の自己資本比率規制が厳格となれば、不良債権の償却による自己資本低下を回避しようとするインセンティブが上昇し、こうした銀行側の行動が借り手側に共有されれば、先に述べた借り手のモラルハザードの危険性が一層高まる<sup>16</sup>。現に、最近の企業破綻の事例は、メインバンクが経営危機に陥った企業を救済し（財務状態が悪化した企業に対し、その倒産を先延ばしするために追加融資を行い）、その結果として企業経営の効率性を回復するという仮説がしばしば成り立たないことを示している<sup>17</sup>。

## 第2章 先行研究とサンプルの説明

以上の議論を踏まえた上で、本稿では財務危機企業とメインバンクの取引関係を見たうえでメインバンクによる経営介入確率に関する実証分析を行う。

### 第1節 先行研究のサーベイ

メインバンクに関する実証研究は非常に数多く行われている<sup>18</sup>。大村・楠美・水上・塩貝（2002）では過去13年間（1988年1月～2001年4月）に倒産した企業について、その倒産に至るまでの5年間の財務データを用いてその財務特性、特に負債によるファイナンスの実態に関する実証分析を行っている。倒産した企業の収益状況はその最終局面において予想通り急速に悪化しており、企業間信用も急速に減少しているが、それにもかかわらず銀行借入も含む負債額が倒産直前まで一貫して増加している実態が明らかにされている。

---

<sup>16</sup> 宮島・新田（2003）。

<sup>17</sup> 詳しくは堀内・花崎（2000）を参照。

<sup>18</sup> 詳しくは堀内・花崎（2000）を参照。

堀内・花崎（2000）では包括的な企業財務データを用いて、企業と銀行の取引関係が企業経営の効率性に及ぼす影響を分析し、日本の金融仲介機能と企業経営統治との関係を再検討している。具体的には製造業の各分野に属する多数の企業を取り上げ、それらの企業の経営効率性と銀行との取引関係についての実証分析を行っている。それによれば、いわゆるメインバンク関係が企業経営の効率性を高めたとする通説は支持されない。むしろ、TFPの上昇率で定義された経営効率性の向上に、一貫してポジティブな効果を発揮してきたのは、企業が属する産業の輸出入比率の高さ、すなわち海外市場からの競争圧力であることを主張している。

メインバンクによる介入について扱ったものには広田・宮島（2000）、広田・堀内（2001）、緑川（2004）がある。これらの3つは本研究の先行研究となるため以下で詳細にみていく。

#### 先行研究(1)：広田・宮島（2001）

これまで日本企業にユニークな特性と理解されてきたメインバンクの介入によるコーポレート・ガバナンスの機能が、1990年代に入っていくかに変化しているかを検討している。

具体的には、電気・化学・建設の3部門の上場企業のうち財務危機に陥った企業を分析の対象に取り上げ、この財務危機企業に対して、①メインバンクが経営に介入しているか、②メインバンクの介入があった場合、それは企業経営にいかなる変化を引き起こしているかを定量的に分析した。その結果、企業が財務危機に陥った際にメインバンクが経営に介入する確率は近年（90年代）石油ショック後に比べて大きく低下していること、また、メインバンクが介入したとしても、経営者交代の時期の遅れ、収益の回復の遅れなど、90年代にはその介入の効果が薄れていることが示唆される、と結論付けている。

先行研究(2)：広田・堀内（2001）

近年のメインバンク関係の実態と変化を、日本の大企業 500 社余りのデータを用いて分析している。中でも特に、その関係が 1990 年代にいかなる変化を見せているかに注目している。結論としては、企業とメインバンクの関係は 90 年代に入ってから安定しており、融資・持株・役員派遣・社債慣例業務のいずれの面で見ても、その関係に大きな変化は見られないとしている。

先行研究(3)：緑川（2004）

1980 年代以降のメインバンクの最も注目される企業の財務危機時の救済について、どのような変化を起こしたかを大企業に焦点をあて、幾つかの角度から時系列的に分析している。その結果、①財務危機企業分析では、メインバンクは最新になればなるほど貸出額増加割合を低下させたが、貸出シェアの増加割合は逆に高くなるなど、依然として救済機能はたかく、株式保有も通説でいうほど低下していない。但し 1998 年以降の救済行動は銀行団が協調して救済する行動ではなく主力行が救済し、非主力行は救済しないという二極化が明確となった。②倒産企業分析ではメインバンクは対象企業の倒産を回避させることは困難であった。企業の倒産前のメインバンクの対応では、1992 年以降貸出額と貸出シェアの両項目とも増加割合を上昇させるなど救済傾向を示し、株式保有・人材派遣での救済要件もかなり充実していたといえる。

以上の結果から、1980 年以降の金融環境の諸変化があったものの、メインバンクの大企業を対象とした財務危機企業の救済行動は 1980 年以降から最新まで「救済している」ことで、基本的には変化してないことが示されている。

## 第 2 節 本研究の特徴

本研究では分析の対象企業を、全国一部上場企業のうち、電気・化学・建設・機械・鉄鋼の 5 つの産業に属しているものとした。これらの 5 つの産業のうち、1990 年～

1997年間に財務危機に陥った企業をサンプルとした。

まず初めにこれらの企業とメインバンクの関係を融資面、持株面からする。その後メインバンクによる経営介入確率の実証分析を行う。

### 第3節 サンプル企業とデータ

以下では財務危機企業とメインバンクの取引関係を見たうえでメインバンクによる経営介入確率に関する実証分析を行う。

分析の対象企業は、全国一部上場企業のうち、電気・化学・建設・機械・鉄鋼の5つの産業に属しているものとした。これらは日本経済の成長に対して中心的な役割を果たしてきた産業として注目されてきたからである。これらの5つの産業のうち、1990年～1997年間に財務危機に陥った企業をサンプルとした。(財務危機の定義は次に述べる) これらのサンプル企業のデータは日経 NEEDS から得た。

### 第4節 財務危機企業の認定

緑川(2004)にならって、2期以上連続営業利益<sup>19</sup>赤字企業を財務危機企業と認定する。ただし、広田・宮島(2001)に従い、恒常的な赤字企業が財務危機企業に含まれるのを避けるため、営業利益が2年連続赤字になる前に、営業利益が3年連続黒字であったものだけを財務危機企業と認定する。そして、企業が財務危機企業と認定された年(営業利益が2年連続して赤字になった年)を基準年(0年)とし、それ以前の年を-1年、-2年、それ以後の年を+1年、+2年と呼ぶことにする。財務危機に陥った企業は電気が27社、化学13社、建設4社、鉄鋼10社、機械34社であった。

---

<sup>19</sup> 緑川(2004)によると、営業利益は本業での利益がでていない状況であり、マイナスになると取引先がゆゆしき問題となるほど重要な問題である。しかも財務危機の定義「一定期間において営業利益で金融費用を賄えない状態」からすると営業利益赤字が分析する際の的確な数字でないと考えられる。



また、各財務危機企業のメインバンクを、企業が財務危機に陥る直前の時点に、『会社四季報』（東洋経済新報社）の【銀行】の欄に一番最初に記載されている銀行とする<sup>20</sup>。そして、各企業のメインバンクからの借入額とメインバンク持株比率（メインバンク持株数/発行済み株式数）のデータを『企業系列総覧』（東洋経済新報社）から得た。

### 第3章 メインバンクによる経営介入の統計分析

#### 第1節 財務危機企業とメインバンクの取引関係

##### 1.1 融資面

財務危機と認定されたサンプルの企業がメインバンクとどのような関係をもっているのかについてみておく。まず、企業が2期連続財務危機に陥った次の期（+1期）にメインバンクからの融資がどのように変化しているのかみてる。具体的には財務危機に陥った期（0期）と比較することで融資の増減を確認した。

メインバンクからの借入額データが入手できなかったものはサンプルから除去した。その結果、電気20社、化学11社、建設4社、鉄鋼10社、機械29社となった。結果をまとめると以下のようなになる。

表1：メインバンクからの融資

業種	対象社数	融資を増やしている	融資を減らしている	変化なし
電気	20社	8社(40%)	9社(45%)	3社(15%)
化学	11社	6社(54.5%)	3社(27.3%)	2(18.2%)
建設	4社	2社(50%)	2社(50%)	0社(0%)
鉄鋼	10社	6社(60%)	3社(30%)	1社(10%)
機械	29社	12社(46.1%)	9社(26.9%)	8(26.9%)
合計	74社	34社(45.9%)	26社(35.1%)	14(19%)

<sup>20</sup> 広田・堀内（2001）では、このメインバンクの特定化方法が他の方法に比べてより適切であることを指摘している。

表 1 から、企業が財務危機に陥っても融資額を増やすメインバンクは 45.9%、減らすメインバンクは 35.1%、額を変えないものは 19%であることが明らかになった。

これは企業が財務危機を迎えた場合、短期的には倒産を回避させるべく融資面で対応する場合が比較的多いことを示している。

## 1.2 持株面

メインバンク制の特徴の一つに、メインバンクが当該企業の大株主となっている点がしばしば指摘されている。メインバンクが大口貸出先であると同時に大株主であるという現象<sup>21</sup>は、結果としてメインバンクに企業経営に関し、債権者としての面と株主としての面の両方をもたせることとなり、企業経営の監視という観点からは強力なものとなったと言える<sup>22</sup>。

そこでここではサンプル企業とメインバンクの関係を持株面から考察する。企業が 2 期連続財務危機に陥った次の期（+1 期）にメインバンク持ち株比率がどのように変化しているのかみてみる。具体的には財務危機に陥った期（0 期）と比較することで持株比率の変化を確認した。

メインバンク持ち株比率のデータが入手できなかったものはサンプルから除去した。その結果、電気 26 社、化学 12 社、建設 4 社、鉄鋼 10 社、機械 34 社となった。結果は以下の通りである。

---

<sup>21</sup> 株主と債権者は時として利益が相反するが、日本のコーポレート・ガバナンスシステムはこれを解決してきたことが指摘されている。詳しくはシェアード（1997）を参照。

<sup>22</sup> 山中（1997）。

表 2：メインバンク持株比率の変化

業種	対象社数	変化なし	増加	減少
電気	26 社	25 社 (96.2%)	0 社(0%)	1 社(3.8%)
化学	12 社	12 社(100%)	0 社 (0%)	0 社(0%)
建設	4 社	2 社 (50%)	0 社(0%)	2 社 (50%)
鉄鋼	10 社	8 社(80%)	0 社(0%)	2 社(20%)
機械	34 社	30 社(88.2%)	2 社(5.9%)	2 社(5.9%)
合計	86 社	77 社(89.5%)	2 社(2.4%)	7 社(8.1%)

表 2 より、持株比率を変化させないものは 89.5%、増やすものは 2.4%、減らすものが 8.1%であることが判明した。これは、メインバンク持株比率は極めて安定的であり、企業の財務危機が与える影響はほとんどないことを示している。これは財務状況が良好でない企業ほど株式持合いを維持する傾向にあるという第 2 章で得られた結論とも整合的である。メインバンク持株比率は比較的長期的視点から決められるため極めて安定的であり、企業の短期的な財務危機が与える影響はほとんどないことを示している。

## 第 2 節 メインバンクによる経営介入

取引先企業が財務危機に陥ったときのメインバンクの役割の典型的なケースでは、負債のリファイナンス（元本の返済猶予と金利の棚上げあるいは免除）やつなぎ融資が供与され、役員が派遣される<sup>23</sup>と同時に多くの場合、問題解決の専門家である中堅幹部が送り込まれ企業の中心幹部とともに仕事を進める。現職の上位の経営陣は降格ないし退任させられることになる。資産整理、銀行借入の返済、社内の意思決定プロセスの変更から他企業による合併吸収にまでおよぶ組織のリストラなどを軸とする大

<sup>23</sup> メインバンクは企業の経営陣のポストに自行出身の役員を送り込むことにより、独立的立場からのモニタリングよりもその企業の財務内容について十分な監査を行うことができ、リストラの進捗度合いを監視することができる。また、役員派遣は、他の金融機関に対してメインバンクがその企業を支援する意思があることをシグナルとして示唆するものでもある（青木・パトリック 1996）。

掛かりな合理化計画が策定され実行に移される<sup>24</sup>。

では、実際にメインバンクによる経営介入はどの程度存在するのだろうか。ここでは広田・宮島（2001）に従い、メインバンクによる新規役員派遣の有無で経営介入を判断する。具体的には企業が財務危機に陥った年を含む前後3年間、0、+1、+2年にメインバンクからその企業に新規の役員（監査役は除く）が派遣された場合にメインバンクの経営介入ありとみなす。各企業の有価証券報告書を用いて役員派遣の有無を調査した。新規役員派遣の有無を確認できなかった1社をサンプルから除外した。その結果、電気26社、化学13社、建設4社、鉄鋼10社、機械34社となった。結果は以下の通りである。

表3：メインバンクからの新規役員派遣の有無

業種	対象社数	新規役員派遣あり	新規役員派遣なし
電気	26社	2社(7.7%)	24社(92.3%)
化学	13社	3社(23.1%)	10社(76.9%)
建設	4社	1社(25%)	3社(75%)
鉄鋼	10社	3社(30%)	7社(70%)
機械	34社	7社(21%)	27社(79%)
合計	87社	16社(18%)	71社(82%)

メインバンクによる新規役員派遣のあった企業は16社と全体の18%<sup>25</sup>であり、企業が財務危機に陥ってもメインバンクによる介入頻度は低いことがわかる<sup>26</sup>。

<sup>24</sup> 青木・パトリック（1996）。

<sup>25</sup> 広田・宮島(2001)では財務危機企業のうちメインバンクが役員を派遣した企業の比率は石油ショック後のサンプルでは31.7%であったのが、90年代のサンプルでは13.1%に低下しており、メインバンク介入型ガバナンスの機能が低下したことが示されている。

<sup>26</sup> メインバンクの経営介入の有無を判断する際に、メインバンク（あるいは銀行）からの新規役員派遣の有無だけを基準に使うのではなく、既存の銀行出身役員の有無やその数を考慮に入れるべきという意見もある。しかし新規に派遣される役員と、すでに前に派遣された銀行出身の役員とではその役割が異なり、メインバンクが財務危機の際に経営改善機能を持つのはやはり新規役員派遣を通じてであるとの指摘に従い（広田・宮島2001）、本稿でもメインバンクによる新規役員派遣があった場合、メインバンクによる経営介入があったものと判断する。

次に、経営介入の時期について見てみる。

表 4：メインバンクによる新規役員派遣の時期

業種	対象社数	0 期	+1 期	+2 期
電気	2 社	1 社	1 社	
化学	3 社		2 社	1 社
建設	1 社		1 社	
鉄鋼	3 社	1 社	2 社	
機械	7 社	2 社	3 社	2 社
合計	16 社	4 社	9 社	3 社

新規役員派遣の時期は 0 期が 4 社、+1 期が 9 社、+2 期が 3 社と、財務危機に陥った次の期（+1 期）が圧倒的に多いことがわかる。

## 2.1 メインバンクによる経営介入確率の実証分析

ここでは広田・宮島（2001）に従い、財務危機企業へのメインバンクの介入確率はいかなる要因によって生じたかを探るために、メインバンクの経営介入確率に関する回帰分析を行う。具体的には一部データに欠落のあったものを削除した 71 社を対象にして、メインバンクの介入確率に関するプロビット回帰式を推定する<sup>27</sup>。そこでは、まず従属変数として「メインバンクの役員派遣あり（1）、なし（0）」を用い、独立変数には以下の変数を採用する<sup>28</sup>。

①メインバンク借入への依存度＝メインバンク借入÷総資産

企業のメインバンクからの借入金の総資産に占める比率を表わす。

②メインバンク持株比率＝メインバンクの持株数÷発行済み株式数

これらのメインバンク融資・持株変数はメインバンクの介入確率に正の影響を与え

<sup>27</sup> プロビットモデルの詳細は松浦・マッケンジー（2001）を参照。

<sup>28</sup> 各変数の値は、特に断らない限りはサンプル企業が財務危機に陥る直前の時点（-2 年）の年度末の値とする（広田・宮島 2001）。

ると考えられる。

③総資産営業利益率＝営業利益÷総資産・・・1年と0年の平均値

財務危機の深刻度を表わす。メインバンク介入確率に対して負の効果を持つと予想される。

④現預金比率＝減預金÷総資産

手元流動性を表わす変数。メインバンク介入確率に対して正の効果を持つと予想される。

⑤負債比率＝負債÷総資産

負債比率が低い企業ほど、メインバンク介入の可能性は小さくなると考えられるので正の効果を持つと予想される。

⑤log 資産＝総資産の対数値

企業の規模を表わす変数。メインバンク介入確率に与える影響は先見的には明らかではないが、コントロール変数として含めておくことも重要である。

⑥産業別ダミー変数

(電気：電気産業のサンプルに1、化学：化学産業のサンプルに1、建設：建設産業のサンプルに1、鉄鋼：鉄鋼産業のサンプルに1)

産業特有の要因をコントロールするために用いる。

以上のプロビット回帰式の推定結果が表にまとめられている。

表 5：メインバンクの介入確率

説明変数	パラメーター	t 値
MB 借入比率	68.69	2.6***
MB 持株比率	58.29	2.29**
総資産営業利益率	-3.61	-0.65
現預金比率	3.26	1.11
負債比率	-4.46	-2.17
log 総資産	-0.2	-0.64
電気ダミー	-0.39	-0.70
化学ダミー	0.42	0.71
建設ダミー	-0.07	-0.06
鉄鋼ダミー	0.86	1.38
R-squared	0.389604	
介入なし (0)	57 (社)	
介入あり(1)	14 (社)	
全サンプル数	71 (社)	

まず企業とメインバンクの融資・持株関係がメインバンクの介入確率にどのような影響を与えているかを見てみる。メインバンク借入比率は 1%水準で有意に、メインバンク持株比率は 5%水準で有意になっている。これは、企業のメインバンク借入依存度が高いほど、またメインバンクによる持株比率が高いほど財務危機の際にメインバンクが介入する可能性が高くなることを意味している。

次に、企業の財務危機の深刻度を表わす指標と見られる総資産営業利益率、現預金比率、負債比率はいずれも統計的に有意でない。このことは、財務危機企業にメインバンクが介入するかどうかは、その深刻度とはあまり関係がないことを示唆している。また、企業規模を表わす総資産対数値も有意にならなかった<sup>29</sup>。

<sup>29</sup> これらは宮島・広田（2001）で得られた結論と同じである。

## 第4章 結論と残された課題

### 第1節 結論

本稿で得られた結論をまとめると以下のようになる。

- ①企業が財務危機に陥っても融資額を増やすメインバンクの割合は45.9%、減らすメインバンクは35.1%、額を変えないものは19.0%である。これは企業が財務危機を迎えた場合、短期的には倒産を回避させるべく融資面で対応する場合が比較的多いことを示している。
- ②企業が財務危機に陥っても持株比率を変化させないものは89.5%、増やすものは2.4%、減らすものが8.1%である。これは、メインバンク持株比率は比較的長期的視点から決められるため極めて安定的であり、企業の短期的な財務危機が与える影響はほとんどないことを示している。
- ③役員派遣をもってメインバンクによる経営介入と定義した場合、財務危機企業に対するメインバンクの経営介入の頻度は低い。
- ④企業へのメインバンク借入依存度が高いほど、またメインバンクの持株比率が高いほど財務危機の際にメインバンクが介入する可能性が高くなる。
- ⑤財務危機企業にメインバンクが介入するかどうかは、その深刻度とはあまり関係がない。

以上の結果は、メインバンク関係によって生じる企業ガバナンスの態様は、個別企業の取引内容においてもまた企業全体としても、従来以上に多様化してきている可能性が大きいことを示唆しているといえよう。したがってメインバンク関係は、その形態が変容してきているとはいえ、全く解消してしまっているとは考えにくい<sup>30</sup>。

こうした傾向は、長期的取引関係の維持に基づく効率性（長期雇用制度の下での熟練の蓄積等）という日本型経済取引の長所が維持できる点で評価できる。しかし他方

---

<sup>30</sup> これは広田・宮島（2001）、緑川（2003）で得られている結論とも整合的である。



では、メインバンクとの間における安定株主関係を維持することによって企業乗っ取りの脅威を回避するとか、経営危機に際しての支援を期待する、といった動機が企業側で働いているためにこのような傾向が生じている可能性もある。そうした動機は、個別企業からみれば合理的であるが、企業全体について経営の効率性を維持させるといふ観点からみれば、むしろ逆効果になる面（企業に対するモニタリングを弛緩させる面）を持っていることに注意する必要がある<sup>31</sup>。

したがって、そうした動機の発生を抑制することが必要であり、そのためにモニタリング機能強化のための諸施策（特に資本市場からの圧力強化）によって対応する必要があるだろう。一方、より根本的には、金融システムを効率的で頑健なものにすることが重要であり、そのためには公共政策が大きな役割を持っている。

## 第2節 残された研究課題

本章の分析では、財務危機企業とメインバンクの関係の実態、メインバンクによる経営介入確率の実証分析に焦点が絞られており、その効果については詳細に議論されていない。よってその効果についてのより詳細な分析は残された課題である。

また、メインバンクというモニターを誰がモニターするのか、という大きな問題も残されている。それは銀行のモラルハザードにも関わる問題である。金融機関においては「信用」の意味するところが他の事業に比して重く、信用の連鎖が崩壊し金融秩序が瓦解することを防ぐため行政当局が金融産業を規制するということはどこの国でも行われているが、日本の金融行政当局は私企業たる金融機関のコーポレート・ガバナンスまで担っていたといえる<sup>32</sup>。行政当局は金融機関に対して天下りを頂点として

---

<sup>31</sup> 役員派遣後のリストラは、もしその企業とメインバンク関係がなければ、銀行は企業に対して厳しい態度でのぞむのに対し、その企業とメインバンク関係があれば、銀行の企業に対する態度に甘さがみられることも指摘されている。この意味でメインバンクによるモニタリングは必ずしも株式価値を最大化するという意味でのコーポレート・ガバナンスにつながらない（小佐野 2001）。

<sup>32</sup> シェアード（1997）。

人事介入を行い、商品や京浜にいたるまで行政指導によって経営介入を行い、銀行の自立性、競争力を奪ってきた。1989年以來日本で起きた銀行、証券など金融機関の破綻は、そのようにして自主的な経営力が奪われていったことが根本原因であると考えられる<sup>33</sup>。今後は銀行業界についても①参入と退出の自由（免許制の撤廃と参入障壁の除去）、②情報の公平性、③独占なき多数の経済主体の参加、という市場競争原理の導入によって自立的にコーポレート・ガバナンスが確立すべきであろう。

---

<sup>33</sup> 河端（2004）。

## 参考文献

- [1]青木昌彦・ヒュー・パトリック（1996）『日本のメインバンクシステム』東洋経済新報社。
- [2]伊藤秀史【編著】（2002）『日本企業 変革期の選択』東洋経済新報社。
- [3]大村敬一・楠美将彦・水上慎士・塩貝由美子（2002）「倒産企業の財務特性と金融機関の貸し出し行動」経済財政政策ディスカッション・ペーパー・シリーズ。
- [4]岡部光明（1999）『環境変化と日本の金融 バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』日本評論社。
- [5]岡部光明（2003b）「コーポレート・ガバナンスと金融システム」、岡部光明（編）『総合政策学の最先端Ⅰ：市場・リスク・持続可能性』慶應義塾大学出版会。
- [6]岡部光明・藤井恵（2004）「日本企業のガバナンス構造と経営効率性：実証分析」慶應義塾大学大学院 21 世紀 COE プログラム、総合政策学ワーキングペーパーシリーズ。
- [7]小佐野広（2001）『コーポレートガバナンスの経済学—金融契約理論からみた企業論—』日本経済新聞社。
- [8]貝塚啓明（2002）『再訪 日本型経済システム』有斐閣。
- [9]土屋守章・岡本久吉（2003）『コーポレート・ガバナンス論—基礎理論と実際』有斐閣。
- [10]河端真一(2004)『コーポレートガバナンスの研究』信山出版株式会社  
財団法人資本市場研究会『21 世紀の資産運用—グローバル競争と発言する機関投資家』プログレス。
- [11]花崎正晴・堀内昭義（2000）「メインバンク関係は企業経営効率化に貢献したか—製造業に関する実証分析」日本政策投資銀行設備投資研究所。

- [12]花崎正晴・堀内昭義（2004）「日本企業のガバナンス構造—所有構造、メインバンク、市場競争」日本政策投資銀行設備投資研究所。
- [13]広田真一・堀内俊洋（2001）「近年のメインバンク関係の実態と変化」『金融経済研究』第17号。
- [14]広田真一・宮島英昭（2001）「メインバンク介入型ガバナンスは変化したか？—1990年代と石油ショック後との比較—」早稲田大学ファイナンス研究所ワーキングペーパー。
- [15]藤井恵(2003a)「日本企業の資金調達構造とコーポレート・ガバナンス」慶應義塾大学 湘南藤沢学会 岡部光明研究プロジェクト優秀論文。  
<<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/>>
- [16]藤井恵・杉山貴昭(2003b)「日本企業のガバナンス構造と企業パフォーマンス：株式持合および雇用調整に関する実証研究」慶應義塾大学湘南藤沢学会 岡部光明研究プロジェクト優秀論文。 <<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/>>
- [17]藤井恵(2004)「日本企業の資本構成—エージェンシー理論に基づく実証分析—」岡部光明研究プロジェクト。
- [18]ポール・シェアード（1997）『メインバンク資本主義の危機』東洋経済新報社。
- [19]マーク・J・シャー（1998）『メインバンク神話の崩壊』東洋経済新報社。
- [20]松浦克己・コリン・マッケンジー（2001）『EViewsによる計量経済分析—実践的活用法と日本経済の実証分析—』東洋経済新報社。
- [21]宮島英昭・新田敬祐（2003）「生産性と外部からの規律—不振産業におけるガバナンス問題は何か—」証券アナリストジャーナル 2003. 12.
- [22]緑川清春（2004）「メインバンクの企業救済行動の統計分析」日本金融学会 2004年度秋季大会。
- [23]山中宏（1997）『メインバンクの審査機能』税務経理協会。

## 第 2 部

市場型間接金融の機能とその主力金融手法についての分析

光安 孝将

## 序章 問題意識

日本の金融システムに関して、銀行を中心とした従来型の間接金融(indirect finance)から市場機能の優れた点も利用した市場型間接金融(intermediated market transactions)に移行すべきであるとの指摘がなされている。しかし、金融システムの変化は単に制度が新しくなったこと以上の意味を持つ。なぜならば、間接金融において銀行は、コーポレート・ガバナンス面においても企業をモニタリングするという形で行ってきたし、また、コーポレート・ファイナンス面においても銀行貸出が圧倒的な重要度を占めていたためである。金融制度が変わるということは、これらの面を含めた銀行と企業との関係が変わる可能性を秘めているのである。また、これは銀行と企業との関係に留まらない。例えば、家計においても預金として預けていたものを、市場を利用して株、債権、社債、証券、ファンド等に投資したり、そのプロである機関投資家や投資信託に運用を委託したりすることにより、銀行との関係が変わる可能性もあるためである。そこで本稿では、日本が変わりつつある市場型間接金融というシステムに注目して、その機能と、主力商品である銀行の証券化と投資ファンドの比較に焦点を当てた。ここで証券化とは、経済主体の有する資産を切り離し、それを裏付けとした証券を発行することで資金調達を行う金融技術である。また投資ファンドとは、投資家から集めた資金をプールし、設立して間もない成長企業に出資するファンドのことである。両者は資本市場を通じて投資家から企業へ資金が融通される点は共通するものの、その機能は対極的な面も多い。この2つの商品が同時に発展している現状を理解するために、リスクとガバナンスに注目して比較分析を行った。

本稿の構成は以下の通りである。第1章では、市場型間接金融の再定義と求められる役割や、意義を述べた。第2章では、銀行の証券化と投資ファンドの比較分析を行った。終章では、それらの結論を述べた。

## 第1章 市場型間接金融に関する諸議論の整理

蠟山氏が提唱した「市場型間接金融」という言葉は、現在の日本の向かうべき姿のキーワードとして、金融関連の教科書からビジネス書に至るまで流行語のように使われている。しかし、市場型間接金融は万能な制度であるのか、なぜ従来の間接金融より関わる主体が多く複雑な制度に移行することが望ましいのか、どこが具体的に従来型の間接金融に比べて優れた制度であるのか、といった当然起こるべき疑問に体系的に答えている本や論文は今のところ見当たらない。そこで本章では、上記の問題意識を受けて以後分析を行っていくにあたって必要になる言葉の定義や、これまでなされてきている議論の流れを理解するために、市場型間接金融に関する文献の整理を試みる。

本章の構成は以下の通りである。第1節は、制度的視点と機能的視点から金融システムの分類を行う。そして、その分類に従って、それぞれの金融システムの特性を述べる。また、従来の制度的視点の枠組みを拡張することによって、市場型間接金融も含めた類型化を行う。第2節は、新しい金融制度としての市場型間接金融を狭義と広義で定義した後、市場型間接金融の機能と意義を述べる。以下本稿における、狭義の市場型間接金融と広義の市場型間接金融は一貫してここで述べる定義に従う。第3節は、前節までの議論を踏まえた上で、わが国の現状を概観しながら市場型間接金融の進捗具合を述べる。第4節は、本章のまとめである。

## 第1節 金融システムの分類

金融システムは、様々な視点から分類することが可能であるが、大きく分けて制度的視点(*institutional perspective*)と機能的視点(*functional perspective*)が存在する。そこで本節では、この2つの視点から金融システムの類型化を行った後に、市場型間接金融を分析できるよう従来の枠組みの拡張を行う。

### 1.1 制度的視点(*institutional perspective*)

制度的視点で最も代表的なものは、直接金融(*direct finance*)と間接金融(*indirect finance*)という分類である。<sup>34</sup>これは金融システムを資金移転の面に着目して分類したもので、視点が単純明快で汎用性が高かったことなどから多用されてきた。

ここで言う直接金融とは、投資超過主体である最終的な資金の借り手が発行する株式や債券等を貯蓄超過主体である最終的貸し手が直接購入する形で資金提供する場合である。対して間接金融とは、銀行等の金融仲介機関が独自に債務証券を発行することによって最終的貸し手から資金を調達し、その資金をもって最終的借り手の発行する本源的証券を取得する形で最終的借り手に資金供給を行う場合である。<sup>35</sup>

この2つの類型を比較した場合、これら2つのシステムには一長一短があると考えられている。そのため経済の発展段階など直面している経済状況が与えられない限り、どちらが望ましいシステムであるかを判断することは困難である。一般に、キャッチアップ過程にある中で企業経営をやっていくということが主たる課題である場合は、投資資金の効率的供給が可能なメインバンク制を含む間接金融は非常に有効に機能する。また、金融取引に伴うリスクを金融機関が代わって負担するという点では間接金融は効果的である。なぜなら、直接金融では投資家がこれらのリスクのすべてを負担することになるが、間接金融では最終的な借り手が返済能力を失う場合であっても、

---

<sup>34</sup> Gurley and Shaw(1960)によって提唱された。

<sup>35</sup> この直接金融と間接金融の定義は岡部(1999a)に従った。



その損失を金融機関が吸収することで一般投資家は守られる<sup>36</sup>ためである。<sup>37</sup>一方、産業構造そのものを大きく組み替える必要がある場合は、情報の収集やチェックが多数の参加者により行われ、それに伴いリスクも広く薄く負担される直接金融のほうが望ましいと言われている。<sup>38</sup>

## 1.2 機能的視点(functional perspective)

金融システムの分類に関しては、機能に注目する方法がある。機能に分類する利点としては、金融システムに関わる制度が状況に応じて大きく変化するのに対し、金融システムが様々な形で供給するサービスの種類や本質には大きな変化がないことがあげられる。

機能的視点で最も代表的なものとしては、Merton(1995)、Freixas and Rochet(1997)、Cecchetti(1999)がある。<sup>39</sup>そこで本項では、これらの分類を簡単に紹介することとする。Merton(1995)は、金融機能を①資金の時間および場所を越えた移転、②リスクの管理、③決済機能、④資源のプール化・小口化、⑤情報提供、⑥情報の非対称性に伴うインセンティブ問題への対処、の6つに分類した。一方Freixas and Rochet(1997)は、①支払決済サービスの提供、②リスク管理、③情報処理と借り手のモニタリング、④資産の変換、の4つを主要な機能としてあげている。また、Cecchetti(1999)は④を除き、代わりに④流動性供給、⑤政府保証、を挙げている。

また斉藤(2002)は、金融システムに期待される基本機能は①事前と事後の非対称情

---

<sup>36</sup> ただし、その分資金の運用利回りは小さくなる。即ち、間接金融は直接金融に比べてローリスク・ローリターンである。

<sup>37</sup> この説明は、吉野(2003)に依っている。この本で吉野は、直接金融と間接金融の違いを債務者側から見つけるのは困難であり、投資決定権の所在が誰にあるかが違いであると述べている。しかし、近年の契約理論における、インセンティブと交渉力がコーポレートガバナンスに与える影響に関する理論研究を踏まえると、債務者側にも直接金融と間接金融の違いはあるとするのが一般的である。株主と債権者の利害対立を理論分析したものとしては光安(2003)などがある。

<sup>38</sup> この説明は、池尾(2003)、吉野・高月(2003)を参考にした。

<sup>39</sup> この説明は、久田(2001)を参考にした。

報縮減、②リスク分担機会の提供、であると述べている。この2つの機能から、前項の制度的視点で分類した2つのシステムの比較をしており、①の機能に関しては、金融市場を多種多様な情報収集機構として捉えると、情報チェックが（市場化価格、取引量、乗っ取り等を通じて）複数回行われる直接金融の方が間接金融よりも望ましい特性を持つと考えられる。しかし、主目的が執行過程のモニタリングにあるような状況においては、情報生産の重複を回避できる点で間接金融の方が直接金融よりも望ましいと考えられる。つまり、市場中心のシステムは事前的な情報収集に優位があり、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る。そのため、新技術の起こる局面においては情報収集に関わる取引費用が相対的に重要なため直接金融の方が望ましく、技術の改良・伝搬・普及が起こる局面においては主要債権者としての銀行の監視能力が活用できる間接金融の方が望ましいと述べている。また②の機能に関しては、市場中心の金融システムは同時点での部門間のリスク分担に優れており、銀行中心のシステムは異時点間のリスク分担に優れている。資産価格の変動が本源的資金提供者に直接には影響しない銀行中心のシステムは、通常時は安定的であると言えるが、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持っており、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直接金融の方が安定的であると言える。これらの点から、いずれの分類によっても、特定の金融システムの類型が全般的に優れた特性を持っている訳ではなく、金融システムが置かれた環境に応じて、優劣は変化すると理解すべきである。<sup>40</sup>

---

<sup>40</sup> この点は斉藤(2002)を参考にした。

### 1.3 2 類型の問題点と視点の拡張

制度的視点と機能的視点の2つの視点は、金融制度を類型化する上では非常に便利であるが、近年の金融サービスの複雑化や高度化により、それだけの単純な枠組では捉えられない動きも出てきている。例えば、機能的視点の分類を極端に推し進めると、金融仲介機能を構成する基本的なサービスの結合や分解は自在に可能であるとの結論に至るが、現実的には金融仲介サービスの組み合わせには類似するパターンがあり、それが金融仲介機関や業者の存在だとすれば、やはり制度的視点は重要であるとの指摘がある<sup>41</sup>。しかしその一方で、制度的視点から直接金融と間接金融に類型化したところで、その中間に位置するものや、両者が同時に存在する状況を的確に分析することは困難であるとの指摘がある。そこで第2節では、本節の制度的視点を拡張させ、より現実に即した金融システムの類型化を試みることにする。

## 第2節 市場型間接金融(Intermediated market transactions)とは

近年新しい金融システムの形態として市場型間接金融という言葉がしばしば用いられる。しかし詳しく見てみると、市場型間接金融に移行すべしとの意見では大方一致しているものの、具体的に市場型間接金融がどのようなシステムであるかについては学者や本によって様々な理解がなされ、統一的な見解がないように思われる。そこで本節では、まず市場型間接金融を整理した上で狭義と広義の2つの定義を行い、次に市場型間接金融の機能と意義を述べる。

### 2.1 狭義と広義の市場型間接金融

本項では、市場型間接金融という用語が様々な意味で用いられていることから生じる混乱を避けるために、狭義と広義の2つの意味で再定義を行った。

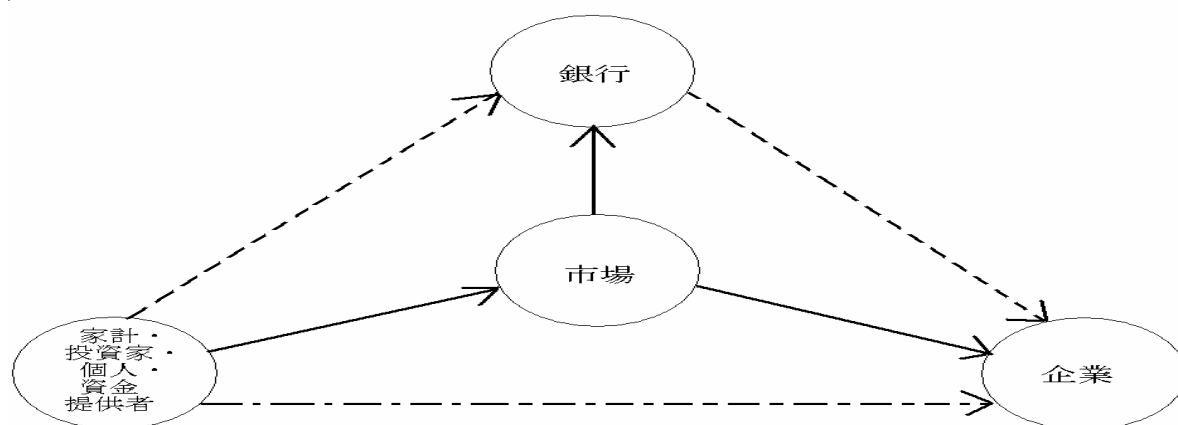
---

<sup>41</sup> 堀内(2004)による。

### 2.1.1 狭義の市場型間接金融

狭義の市場型間接金融とは、金融仲介機関が最終的な資金提供者および最終的な資金調達者と市場とを繋ぐ場合であり、最終的な資金提供者から資金を集めてきてそれをマーケットに繋ぐ形と資金調達者が発行した金融商品等をパッケージ化してマーケットに提供する形で、市場の資金を最終的な資金調達者に提供する金融システムである<sup>42</sup>と定義する。この様子を表したものが図1の実線部分である。<sup>43</sup>

図1 狭義の市場型間接金融における資金の流れ



### 2.1.2 広義の市場型間接金融

広義の市場型間接金融に関しては、学者によって様々な見解があるが、大きく分けて①間接金融と狭義の市場型間接金融を組み合わせたもの、②間接金融と直接金融を組み合わせたもの、③間接金融と狭義の市場型間接金融と直接金融を組み合わせたもの、の3つが存在する。そこでまずこれらの説を述べた代表的な文献を紹介し、次項でなぜ見解が分かれたのかについて考察する。

①の定義に属するものとして、蠟山(2001)は、「広い意味での証券市場が金融の中軸

<sup>42</sup> 池尾(2004c)より抜粋。

<sup>43</sup> 市場型間接金融の説明については簡単なものとしては池尾(2004a)などがある。

に大きく存在し、一方では、そこに間接的に専門的金融サービスが付加された資金が投資家から流れ込む。さらに他方では、間接的にコーポレート・ファイナンス・サービスを伴った資金が借り手に流れていく。これからはこうした広義の証券市場を中心としたシステムが大きくなる必要がある。こうした資金の流れを可能にする金融は市場型間接金融と命名できよう。<sup>44</sup>」と述べている。また池尾(2003)は、「これからは新しい間接金融の時代であることを論じたい。旧来型の間接金融が続くということではなく、資本市場を活用する形の新しいタイプの間接金融が優勢となる傾向があるということである。旧来型の間接金融に取って代わるのは、言葉の厳密な意味での直接金融では決してなく、市場型間接金融である。<sup>45</sup>」と述べている。さらに池尾は、「日本経済の現在の発展段階と直面する課題との関連でみると、金融システムの将来としては、相対型中心の金融システムから市場型中心のそれへのアーキテクチャーの転換が求められていると考える。ただし、市場型化は、厳密には「直接金融の拡大」を図ることとは違う。現代において、金融技術は高度化し、金融取引はますます複雑化している。そのために家計と企業が文字通り「直接」に取引を行うということは、もはや有効なやり方であるとはいえなくなっている。<sup>46</sup>」と述べている。

②の定義に属するものとして、吉野は、「中間型金融の発展には、成熟した直接金融、間接金融双方の存在が不可欠である。<sup>47</sup>」と述べている。また、馬場・久田は、「重要な論点は、わが国の金融システムの歴史的経緯と現状を勘案しつつ、直接金融（資本市場）と間接金融（銀行）の最適なバランスを探っていくことであろう。<sup>48</sup>」と述べている。

③の定義に属するものとして、米澤は、「複線的金融システムは、現在の間接金融の

---

<sup>44</sup> 蠟山(2001)より抜粋。

<sup>45</sup> 池尾(2003)より抜粋。

<sup>46</sup> 池尾(2004b)より抜粋。

<sup>47</sup> 吉野・高月(2003)より抜粋。この本では中間型金融は一国の発達状況を示すパラメーターといえる。と述べられている。

<sup>48</sup> 馬場・久田(2001)より抜粋。

チャンネルに加え、直接金融のチャンネルを太くするとともに、市場型間接金融のチャンネルを確立することが必要である。<sup>49)</sup> と述べている。また、福井は、「金融機関に信用リスクが蓄積し易い構造」を変えるためには、「幅広い主体によって信用リスクが負担される構造」への転換が必要です。言い換えれば、相対の間接金融、市場型間接金融あるいは直接金融のいずれが優れているか、ではなく、それらを包含したシームレスな信用供給が可能なシステムを目指すべきだと言うことではないでしょうか。<sup>50)</sup> と述べている。

## 2.2 広義の市場型間接金融に関する見解の差と重要な批判

まず、広義の市場型間接金融の3つの定義の差異について考察を行う。①は、市場型間接金融に直接金融が含まれない点で②および③と異なる。ここで重要な問題は市場型間接金融における直接金融の位置付けである。これに対する意見として、岡部(1999b)は、間接金融と直接金融それぞれを、相対型と公開型に分類すると、米国は間接金融かつ公開型が主流であると分析している。<sup>51)</sup> また、高田・柴崎(2003)も統計を用いて、アメリカも実は完全な直接金融ではないと指摘している。<sup>52)</sup> よって、この指摘に従い、直接金融と狭義の市場型間接金融を同じものとして<sup>53)</sup> 捉えるならば、先に定義した3つの広義の市場型間接金融は同じものとなる。<sup>54)</sup>

---

<sup>49)</sup> 米澤(2004)より抜粋。

<sup>50)</sup> 福井(2003)より抜粋。

<sup>51)</sup> 岡部(1999b)参照。

<sup>52)</sup> 高田・柴崎(2003)は、「米国=直接金融、株式を通じた調達」、「日本=間接金融、デットを通じた調達」といった固定観念を持ちやすいが、実際には米国でもデットを通じた調達が主流であることを統計的に示している。日本と米国との差異は、銀行が企業ファイナンスの中心として存在しているかどうかであると述べている。

<sup>53)</sup> あるいは厳密な意味で直接金融の国は存在しないと考えてもよい。

<sup>54)</sup> 米国を市場型間接金融と捉えるなら、直接金融の国は存在しないことになる。しかし、池尾(2004b)が述べている通り、そもそも金融仲介機関が一切存在しない直接金融というシステムは現実的ではなく、その意味でも間接金融と直接金融は単純すぎる分類である。間接金融に狭義の市場型間接金融を加えたものとして直接金融を定義するならば、間接金融から直接金融への変化は望ましいものである。

### 2.3 市場型間接金融の機能と意義

市場型間接金融の利点として、池尾(2004c)は、「①新しい投資機会を発見するために、異質な評価基準を持つ主体による複数回の評価を可能になること、②伝統的間接金融の下で銀行部門に集中するリスクが増大しており、自己資本ベースが毀損している銀行部門が耐えがたくなっている。<sup>55)</sup>」と述べている。これに加え柳川(2004)は、「③仲介者が多様化するとともに様々な金融商品パッケージの提供が促進されること。④種々の金融商品が最終的に取引所のようなマーケットを通じて取引されるが、金融商品のある程度標準化・規格化して取引することで取引を活発に行うことができ、市場価格の情報伝達機能を発揮することが可能となると共に、多様なプロの投資家が取引に参加することで取引の活性化や複雑な取引を可能にする。<sup>56)</sup>」と述べている。また柳川は、「市場型間接金融に求められている機能として、リスク管理・リスク分散の多様化があり、これは重要な点ではあるが、これだけでは多層的な多様な金融仲介機関の必要性を説明することができない。あえて複雑な間接金融を考えなければならない理由は、⑤さまざまな形で情報提供が必要となっていること、また、⑥有限責任ルールの中にある仲介機関の倒産リスクなどリーガルリスクが存在することにある。<sup>57)</sup>」と述べている。さらに内田は、「市場型間接金融の意義は、⑦リスク分散・専門性追求のための「機能分化と補完」にあり、資金仲介と流動化の関係が伝統的間接金融よりも密接であること。<sup>58)</sup>」を述べている。

上記の理由をまとめると、市場型間接金融の発達が望まれる理由として、①市場のガバナンス機能利用、②リスク管理・分散、③商品ラインナップの充実、④資本市場の高度化、⑤情報提供の必要性、⑥リーガルリスクの存在、があげられる。以上の理由から、蠟山(2002)は、「伝統的な間接金融方式の縮小と同時に新しい資金の流れに関

---

<sup>55)</sup> 池尾(2004c)より抜粋。

<sup>56)</sup> 柳川(2004)より抜粋。

<sup>57)</sup> 柳川(2004)より抜粋。

<sup>58)</sup> 内田(2004b)より抜粋。

する枠組みを作らなければならない。<sup>59</sup>」と述べている。

### 第3節 日本の現状

前節では、制度的視点の拡張を行い、市場型間接金融を定義して考察を行った。本節では、日本の現状と市場型間接金融の進捗具合を述べることとする。

日本では、第二次世界大戦後 50 年間余り間接金融が中心であり、特に企業と銀行が極めて密接かつ長期的な取引関係を維持する慣行、即ちメインバンク制(main bank system)と称される金融の仕組みが支配的であったことが、最大の特徴であった。<sup>60</sup> 企業の資金調達、このメインバンクからの借入が主な手段であり、典型的な間接金融であった。

しかし、1980 年代に入ると環境の変化が起こった。主な変化は、①企業の資金調達パターンの変化、②株式持合いの解消傾向、③機関投資家の役割の上昇、④情報技術革新の影響、である。この4つはいずれも日本の金融システムを間接金融である銀行型金融システムから(bank-based financial system)直接金融または市場型間接金融である市場型金融システム(market-based financial system)に変化させる要素を持っている。以上の理由から、日本も市場型間接金融または直接金融に近づきつつある。<sup>61</sup> こうした流れを踏まえ、蠟山(2002)は、「市場機能を中核とした強靱で適度なリスクシェアリング能力を持った複線的金融システム<sup>62</sup>へと再構築していくことが日本経済の発

---

<sup>59</sup> 蠟山(2002)より引用。

<sup>60</sup> 岡部(2003a)、岡部(2003b)より引用。

<sup>61</sup> 今後日本の金融構造が米国のそれに急速に近づく可能性が高いことを述べた論文としては、Hoshi and Kashyap(1999)などがある。これに対し、馬場・久田(2001)は日米金融システム構造が大きく違うことを踏まえると、米国とはやや違った形になる可能性もあることに留意しておく必要があると述べている。

<sup>62</sup> もとより相対型の産業金融モデルも存在するが、市場金融モデルの役割がより重要になるという意味で、市場機能を中核とした複線的金融システムと呼ぶことにする。と前に定義されていることから、複線的金融システムは、本稿における広義の市場型間接金融と同義と考えて差し支えない。



展にとって不可欠である。<sup>63</sup>」と述べている。このように間接金融から市場型間接金融へと現実的にも金融システムが変化しつつあるが、最適な金融システムは、経済の発展度合いなどの条件によることには注意が必要である。<sup>64</sup>後に第5章で行う実証研究も、この結論を支持している。

#### 第4節 まとめ

本章では、市場型間接金融に関して述べられている文献の整理を行い、市場型間接金融の定義を再度行った。そして市場型間接金融が7つの点で従来の間接金融より優れていることを述べた。第1は、投資機会発見のために異なる主体による複数回の評価が可能であることである。第2は、銀行部門に集中しているリスクを分散できることである。第3は、様々な金融商品が組成されることである。第4は、市場価格の情報伝達能力が利用できることである。第5は、金融機関に情報提供が求められているためである。第6は、倒産隔離など各種リーガルリスクに対処できるためである。第7は、資金仲介と流動化の関係がより密接であることである。そして日本の現状も市場型間接金融に向かいつつあることを述べた。日本は、長らくメインバンク制という間接金融が主流だったが、環境変化に伴い、徐々に市場型間接金融にシフトしつつあり、その変化は現在の日本にとって望ましい変化であることを述べた。

---

<sup>63</sup> 蠟山(2002)より抜粋。

<sup>64</sup> 市場型間接金融に内在している問題点として、内田(2004a)は、①最終的貸手の負担増大の可能性、②直接金融や間接金融に比べ、プレイヤーが多くなることによるエージェンシー問題の深刻化、③伝統的間接金融への悪影響、④金融機関の関与増大による市場機能低下の可能性、をあげている。

## 第2章 証券化と投資ファンドの比較分析

狭義の市場型間接金融では、家計（個人、投資家）から企業に資金が渡る経路は2つ存在する。<sup>65</sup>第1の経路は、家計から資産市場を通じて銀行（金融仲介機関）が企業に資金を融通するルートである。第2の経路は、家計から資産市場を通じて企業に資金を投資するルートである。第1の経路による代表的な金融手法は、銀行による、資産担保証券ABS(Asset-Backed Securities)の発行や、ローンセール(loan sale)や、銀行貸出債権を裏付けとする募集型CLO(Collateralized Loan Obligation) によって、貸付債権や売掛債権の流動化<sup>66</sup>をはかる銀行の債権証券化(securitization of loan assets)がある。また、第2の経路による代表的な金融手法としては、家計が投資ファンドを購入して、ファンドマネージャーが企業の株式を取得するという投資ファンド(investment fund)がある。

銀行の証券化にしても投資ファンドにしても、間接的に家計から企業に資金が融通される点では同じものである。その意味で、どちらも狭義の市場型間接金融を押し進める商品である。しかし、その機能において両者は対極的な面も存在する。そこで本章では、狭義の市場型間接金融の代表的な商品である、銀行の証券化と投資ファンドの意義や、両者の関係を特にリスクとガバナンスの視点を中心に比較分析を行うこととする。

本章の構成は、以下の通りである。第1節は、銀行の証券化の機能や利点を含む証券化のメカニズムを考察する。第2節は、投資ファンドの機能や利点を含む投資ファンドのメカニズムを考察する。第3節は、前節までの考察を踏まえて、銀行の証券化と投資ファンドの比較分析を行う。第4節は、本章のまとめである。

---

<sup>65</sup> 第1章 図1を参照。

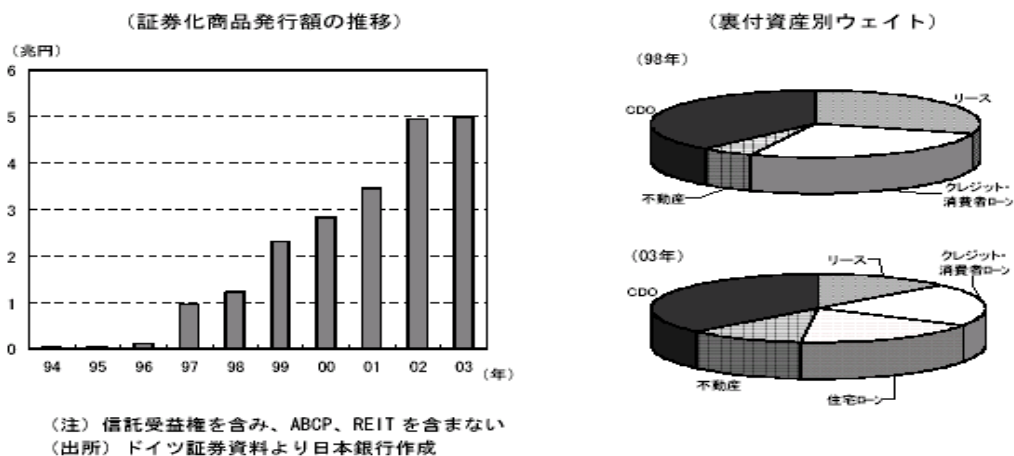
<sup>66</sup> いわゆるオフ・バランスシート証券(off-balance-sheet securitization)である。

## 第1節 証券化(securitization)のメカニズム

証券化とは、経済主体の有する資産を切り離して、それを裏付けとした証券を発行することで資金調達を行う金融技術である<sup>67</sup>。証券化することによって、リスクを削減するとともに、リスク許容度に応じて多様な投資家を呼び込むことが可能になるという特性を有している。こうした特性をもった証券化商品の市場が健全に発展していくことは、わが国経済をしっかりと支えていく仕組みを強化することにつながると考えられる。

わが国の証券化市場は、新たな金融仲介の場として着実に成長してきており、90年代後半以降、急テンポで拡大した。証券化の対象となる原資産の種類も、当初はリース料・クレジット債権が過半を占めていたが、住宅ローン債権、商業用不動産が増加するなど多様化が進んでいる。特に、最近では、いわゆる募集型 CLO(Collateralized Loan Obligation)や住宅金融公庫の買取型 RMBS(Residential Mortgage-Backed Securities)など、証券化を前提に原資産となる債権を組成する取引も見られるようになってきた。こうした発展の背後には、市場参加者の創意工夫に加え、様々な制度整備など、公的セクターの取り組みもあったとみられる。これらを表したものが図2である。

図2 わが国の証券化市場の動向



<sup>67</sup> この説明に関しては、日本銀行(2004)を参考にした。

本節では証券化商品の利点や問題点や意義を述べていく。1.1 は、ガバナンスの視点から銀行側にモニタリングコストを減らすメリットがあることを、1.2 は、銀行の証券化には信用力があるという視点から信用補完を、1.3 は、会計の視点からオフバランス化のメリットがあることを、1.4 は、流動性の視点から即時現金化できることを、1.5 は、家計の視点から選択肢が増加することを、それぞれ述べる。1.6 は、本節のまとめである。

### 1.1 銀行のモニタリング費用移転

本項は、ガバナンスの視点から銀行の債権証券化の意義をモデル用いて<sup>68</sup>考察する。

貸付を行っている銀行は企業のモニタリングを行うことによって、貸付債権を回収している。しかし、銀行の企業審査能力には限界がある。なぜなら、銀行にとって、企業審査に使える時間は限られており、企業審査にかかる物理的な時間がコンピュータの普及によって短縮されても、貸出に適する企業を選び出したり、それを最終的に銀行が決定できるような形で整理したりするためには、ある程度の企業審査を行う必要があるためである。そのため、仮に大量の企業が資金を需要していても、実際に審査して貸し出す企業は限られる<sup>69</sup>可能性がある。

伝統的に銀行は、貸し出す企業数（あるいは貸出量）が増えれば増えるほど望ましいと単純に考えてきた。それは、企業への貸出量が銀行の利潤に直結する時代には正しかったかもしれない。しかし、現在のように銀行が企業に貸し出すかどうかをきちんと審査しなければならない時代には、企業に貸し出すかどうかの取捨選択に時間や費用がかかる経済モデルを構築する必要がある。企業審査にコストと時間がかかる場合、解決策は大きく分けて2つ存在する。第1は、企業審査を誰かに代行してもらう方法である。例えば、格付会社などは企業審査を代行するものである。第2は、銀行

---

<sup>68</sup> モデルを作成するに当たっては、柳川(2001)を参考にした。

<sup>69</sup> 貸出量が単に需要と供給だけでは決まらないとする考え方として、他にも信用割当などがある。

が審査できる分以上は貸し出さない方法である<sup>70</sup>。しかし、これは資金を望む企業が借り入れることができない事態を指しており、社会的に望ましくない。

銀行の証券化は以上の2つを同時に解決する可能性を持っている。なぜなら、第1の銀行の債権を証券化して市場に流すことで、企業審査を市場に任せることができるためである。また、第2の貸し渋りに関しても、企業審査のコストが便益を上回る分は証券化することによって、銀行の効用を高めると同時に企業も資金を借り入れることができるためである。このような状況を考察するためにモデル化を行う。具体的に想定するのは以下のような状況である。

### 1.1.1 モデル化

銀行の企業審査能力に限界があることを明示的に考えるため、企業を取捨選択して審査するために時間がかかるモデル<sup>71</sup>を考える。審査に時間がかかるならば、重要なのは単位時間当たり、どの位有意義な審査が可能であるかである。ただし、ここでは単純化のため、審査の質には差がなく、そのため単位時間当たり企業情報量が多いほど銀行の効用が高くなるものとする。よって、獲得した企業情報量  $M$  から得られる効用  $U(M)$  は以下のようなになる。

$$U(M) = \frac{V(M)}{T(M)} \quad (1.1)$$

ここで、 $V(M)$  は、仮に審査時間の制約がない場合に企業情報量  $M$  から得られる効

---

<sup>70</sup> 近年の貸し渋りはこの観点から説明できる可能性がある。即ち、銀行は企業が貸し出した資金が返済されるかどうかを審査するのに大きなコストがかかるならば、貸し出しを行わない可能性があるためである。特に不景気には先行きの見通しが不安定になり、BIS規制などの規制がある銀行はリスク回避的に行動すると考えられるため、この傾向はより一層強まると思われる。

<sup>71</sup> このモデルに関しては、Yanagawa(2001)を参考にした。ただし、柳川が扱っているのは個人の情報処理能力に関してであり、証券化を対象としたのは本稿のオリジナルである。また、情報伝達にかかる時間の問題を考慮した他の文献としては、Bolton and Dewatripont(1994)があげられる。ただし、そこでは情報処理にかかる混雑問題は考慮されていない。

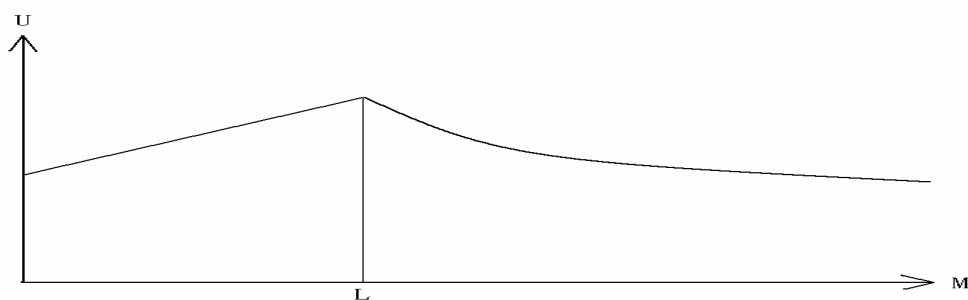
用であり、ここでは単純に、 $V(M) = a + bM$  (1.2) という線形の増加関数の関係にあるものとする。一方、 $T(M)$  は、 $M$  の企業情報量を得た場合にそれを意味のある情報に整理するためにかかる時間であり、ここでは、以下のような関数と考える。

$$T(M) = t \quad \text{if } M \leq L \quad (1.3)$$

$$T(M) = \frac{tM}{L} \quad \text{if } M > L \quad (1.4)$$

$L$ はこの銀行の持っている企業審査能力のキャパシティであり、外生的に与えられているものとする。企業情報量がこのキャパシティを超えない限りは、一定時間 $t$ で審査できるが、キャパシティを超える企業情報量があると、混雑現象が生じて審査する時間が $\frac{tM}{L} > t$ だけかかると仮定されている。このような定式化の下では、図3のように $U(M)$ は $M$ の単調増加関数ではない。

図3 企業情報量と銀行の効用



なぜなら、企業情報審査に時間がかかりすぎるからである。従って、仮に情報を得るのに費用が全くかからないとしても、 $M$ が増加することが望ましいとは限らない。 $M$ の最適値つまり、一番効用が高くなる企業情報量はキャパシティ量に等しい $L$ であり、それ以上の企業情報量は効用を低下させる。そのため、企業情報量の獲得費用が0であったとしても $L$ 以上の企業情報を得ることは望ましくない。また、最適情報量は $L$

のみに依存し、 $t$ には依存しない。つまり、企業情報審査の速度が増しても、最適な企業情報量は変化しない。ただし、最適情報量の下で得られる効用  $U$  の水準は  $t$  の低下によって高くなる。これは、IT 化が進んでも、銀行の持っている企業審査能力に限界がある限り、利用される企業情報には限りが出てくることを表している。

次に証券化の影響を考察する。いま、企業情報量  $M$  のうち、 $m$  だけの企業情報を市場に委任する（すなわち銀行から見ればすべての企業を直接モニターするのをやめ、一部を証券化することによって、市場に任せる）ことを考える。市場を用いることによって、銀行が企業情報処理にかかる時間は、あたかも  $(1-\alpha)m$  ( $0 < \alpha < 1$ ) の企業情報を受け取ったのと同じですむものとする。ただし、委託することによって得られなくなる企業情報も一方では発生するため、企業情報の価値としては、 $(1-\beta)m$  ( $0 < \beta < 1$ ) の起業情報を受け取った場合と同じ価値しか得られなくなるものとする。この証券化を組成するためには、 $m$  1 単位当たり、 $p$  だけコストがかかるとすれば、銀行がどれだけの企業情報を市場に流すべきかは、以下の最適化問題から求められる。

$$\text{Max}_{M,m} \frac{a + b(M - \beta m)}{t(M - \alpha m) / L} - pm \quad (1.5)$$

この問題から、銀行にとっての  $m$  の限界便益  $MR(m)$  は、

$$MR(m) = \frac{\alpha a + (\alpha - \beta)bM}{t(M - \alpha m)^2 / L} \quad (1.6)$$

となることが分かる。一方、限界費用は  $p$  である。よって、この  $MR(m)$  が  $p$  よりも低い場合には、証券化を利用しないことが最適となるが、 $MR(m)$  が  $p$  よりも高い場

合には、銀行は市場に流す情報量  $m$  を増加させることが望ましくなる<sup>72</sup>。ただし、銀行自身の企業情報処理がキャパシティ以下になるまで、市場を利用するのは、銀行にとっては最適な行動ではない。なぜならば、キャパシティ以下に企業情報処理量を減らしても、企業情報処理時間は  $t$  以下にならないのに対して、企業情報の価値は、市場に委任する分低下するから<sup>73</sup>である。従って、このモデルでは、委託する企業情報処理量の上限は  $\frac{(M-L)}{\alpha}$  となる。その結果  $MR(m)$  の方が  $p$  よりも大きい場合には、銀行は証券化により市場を利用するが、その利用量は  $\frac{(M-L)}{\alpha}$  である。

### 1.1.2 モデルの解釈

そこで、次に  $MR(m)$  がどのような場合に大きくなるかを検討する。まず、証券化により、企業をモニターせずすむ時間の節約度  $\alpha$  が大きいほど、また市場での企業情報の欠落度  $\beta$  が小さいほど  $MR(m)$  は大きくなる。これらは市場の効率性を表す指標なので当然の結果である。

次に、企業情報量  $M$  の変化であるが、 $M$  の増加は  $MR(m)$  を低下させる。これは  $M$  が増加することによって、銀行の審査時間にかかる混雑効果がそもそも大きくなってしまうため、市場の限界的な貢献を小さくしてしまうからである。従って、例え市場を用いるとしても、銀行は安易に受け入れる企業情報量  $M$  を増やすわけではないと言える。上の最適化問題から簡単に確認できるように、 $(M - \alpha m)$  が  $L$  を上回っている限り、 $M$  の限界便益は負である。従って、 $M$  のレベル選択において、満たすべき条件は  $(M - \alpha m)$  を  $L$  以下にすることである。そのため  $M$  を増加させても、 $MR(m)$  が大きく低下せず、市場を利用して  $(M - \alpha m)$  を  $L$  と等しくすることが可能な範囲では、企業

<sup>72</sup> 通常であれば、 $MR(m)$  と  $p$  が等しくなる  $m$  が最適値となる。しかし、この場合  $MR(m)$  が  $m$  の増加関数になっているため、 $m$  の最適値はゼロか上限のどちらかになる。

<sup>73</sup> 上の最適化問題では記述の単純化のため、このように  $m$  が  $M - L$  よりも大きくなるケースを排除した記述になっている。



情報量  $M$  を増やすことが銀行にとっては最適である。しかし、それ以上企業情報量を増やすインセンティブはない。

また、 $p$  が下がれば市場を利用する量が大きくなる。これは、税金面を含む組成コストが下がれば、証券化の利用が促進されることを示している。

最後に、 $t$  および  $L$  の影響であるが、 $t$  は小さいほど、そして  $L$  は大きいほど  $MR(m)$  は大きくなる。これはそもそも銀行の企業情報処理の効率性が高まることにより、企業情報の時間当たりの限界的な価値が高まるからである。 $L$  の増大はそもそも市場を必要としなくなる側面もあるが、 $M$  を銀行が選択できる限り、 $L$  の増大は市場を利用する企業情報量  $m$  を増やすと共に、全体の獲得情報量  $M$  を増やす結果となる。

以上の結果から、銀行の証券化の結論をまとめると以下の4点になる。第1に、市場の効率性が上がれば証券化は増える。これは情報が毀損することなく市場に伝わることを表しているので、当然の結果である。第2に、銀行のキャパシティを超える企業情報量は証券化される。なぜなら、企業をモニターすることはコストがかかり、キャパシティ以上に保有しても混雑効果が発生してしまうため、超えた分は市場に委任するのが最適だからである。第3に、組成コストが安いほど証券化は利用される。これは、インフラ整備や、税制や、法律の整備が進み、環境が整えば証券化の利用は増えることを表している。第4に、銀行のキャパシティが大きくなるほど、証券化も増え、全体としての獲得情報量も増える。以上のことから、銀行は、最適な量(キャパシティ)の企業をモニタリングし、残る部分を証券化することになる。また、企業側にとっても融資を打ち切られることがないので、証券化は望ましい。

ただしこのモデルでは、情報に質はなく、企業の経営状況などは考慮していなかったため、銀行がキャパシティを超えた場合にどの企業のモニタリングをやめて、証券化するかは無作為に決められていた。しかし、実際には銀行は経営が上手く行っている企業から証券化を始める。この、優良貸出先から証券化を行う理由は、次項 1.2 の信用補完で述べる。

## 1.2 信用補完

証券化には、情報の非対称性の問題が内在している。なぜなら、売り手である証券組成側と、買い手である投資家が持っている情報量に差があるため<sup>74</sup>である。情報の非対称性は2つの問題を引き起こす。第1は、モラルハザード型(hidden action program)である。これは、貸し倒れの確率が企業側の努力によって変化してしまうため、債権者のモニタリングの仕方や貸借契約のあり方が借り倒れの確率に影響を与えるためである。第2は、逆選択型(adverse selection)である。これは、売り手が提示している債権の貸し倒れの確率を強く判断できないため、商品契約の成立が困難になってしまう恐れがある。情報の非対称性が存在し、この2つの問題がおこると、商品の評価自体が困難になり、低い価格しか付かなくなり、取引が成立しにくくなる<sup>75</sup>のである。<sup>76</sup>

これを防ぐために、貸出債権を証券化する際には、銀行は通常は信用補完を行う。信用補完とは、証券化して売り出す債権がよい商品であると信用してもらうために、その債権の劣後部分を自らが保有する行為のことで、万が一大きな損失が出たときは、真っ先に自分が損する仕組みにすることである。このとき、銀行側はもし嘘をついて投資家を騙したとしても自分が最初に損をしてしまうので、そのインセンティブはなく、情報の非対称性の問題は解決できる。これを表しているのが、図4である。銀行は確実に一定額を払うという証券を発行する。その額より低い価格になった場合は、信用補完を行い、銀行が損失を被る。よって、銀行は確実に返済がなされる優良貸し出先を証券化する傾向がある。

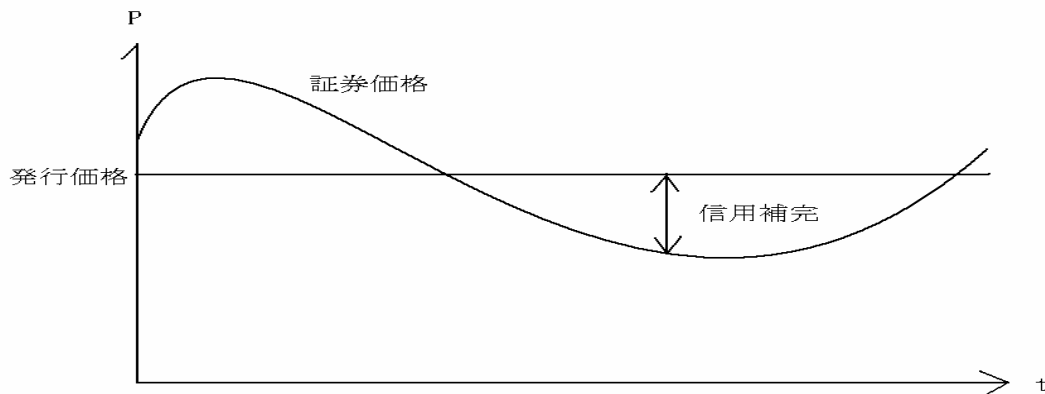
---

<sup>74</sup> 契約理論でいう、エージェンシー問題である。

<sup>75</sup> レモンの市場と同じ原理である。

<sup>76</sup> 貸し倒れの可能性があること自体は取引にとってあまり大きな問題でないことに注意が必要である。なぜなら、貸し倒れの可能性を正しく把握できているのであれば、それを折り込んで、適切な価格付けがなされるためである。

図4 信用補完



### 1.3 オフバランス化

証券化を会計の視点から見た利点としては、対象資産を自らの貸借対照表（バランスシート）から切り離せるという、いわゆるオフバランス効果が得られることがある。このオフバランス効果により、銀行はバランスシートのスリム化や ROA(Return on Asset:総資産利益率)・自己資本比率の向上など、会計面でも財務体質の強化を図ることができる。これに関連した利点として、BIS(Bank for International Settlements:国際決済銀行)の自己資本比率規制への対応が挙げられる。なぜなら、BIS 自己資本比率規制上の分母対策として、銀行の主要な資産である貸出を圧縮するため、貸付債権の流動化が有効な手段となりうるからである。今後は、単なる BIS 規制対策というよりも、金融機関にとってもポートフォリオ・マネージメントや、ALM(asset liability management:資産・負債の総合管理)のための能動的なツールとして、資産流動化の手法が一層活用されるようになるものと予想される。

### 1.4 債権保有リスクの減少と流動性の向上

銀行は資産流動化・証券化を行うことにより、将来のキャッシュ・フローを裏付けとして、現時点で資金を調達することができる。銀行にとって、流動化・証券化の利点

は、資金回収の早期化による流動性と資金効率の向上および、債権保有に伴うリスクを投資家に転嫁できる点である。ただし、証券化するための仕組みの組成に係るコスト負担が生じる点は注意する必要がある。

### 1.5 投資家にとっての利点

個人（家計、投資家）にとっては、間接金融による預金に加え、証券化という選択肢が増加することになる。これは、よりリスクを嗜好する個人にとっては、望ましいことである。

まず、投資家の多様な選好・リスク許容度に応じて柔軟に組み替えることにより、幅広いリスク選好を持った投資家が取引に参加可能となる。さらに証券形式とすることで、売買が容易となり、高い流通性を具備することもできる。

### 1.6 まとめ

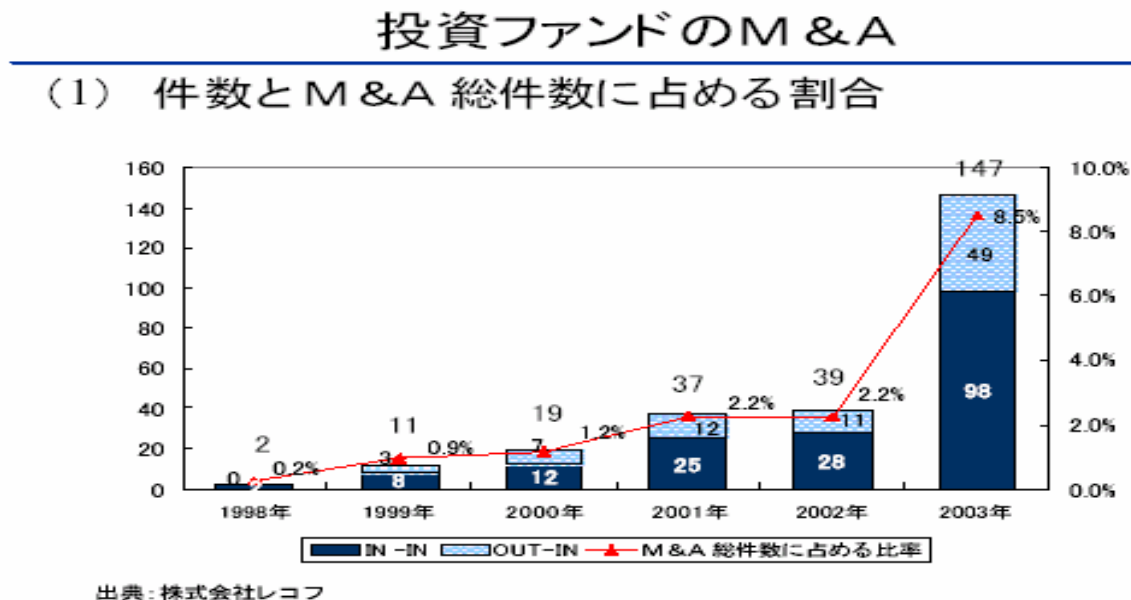
本項では、証券化のまとめをおこなう。銀行の証券化の機能や利点を考察した結果明らかになったのは、以下の5点である。第1は、ガバナンスの視点から銀行側にモニタリングコストを減らす利点があり、銀行の審査能力のキャパシティを超えた分は証券化するインセンティブがあることである。ただし、第2点として、銀行が証券化する際には、信用補完の観点から劣後部分を残して証券化し、かつ、優良な貸し出し先から証券化していく必要があることを明らかにした。第3は、会計の視点からオフバランス化の利点があることである。第4は、証券化により、流動性が向上しリスクを分散できることである。第5は、投資家の視点から証券化という選択肢が増加することで、多様なリスク選好に対応することができることを述べた。

## 第2節 投資ファンド(investment fund)のメカニズム

投資ファンドとは<sup>77</sup>、一般的には、プライベート・エクイティファンド<sup>78</sup>といい、投資家から集めた資金をプールし、設立して間もない成長企業に出資する商品のことである。このとき単に資金を提供するだけでなく、経営権をきちんとり、経営資源を投入して企業価値を上げるための積極的な取り組みを行うファンドである。ファンドを用いることによって、リスク許容度に応じて多様な投資家を呼び込むことが可能になるという特性を有している。こうした特性をもった投資ファンドが健全に発展していくことは、わが国経済をしっかりと支えていく仕組みを強化することにつながると考えられる。

わが国の投資ファンド M&A の件数と表したものが図5である。また、公表金額を表したものが図6である。

図5



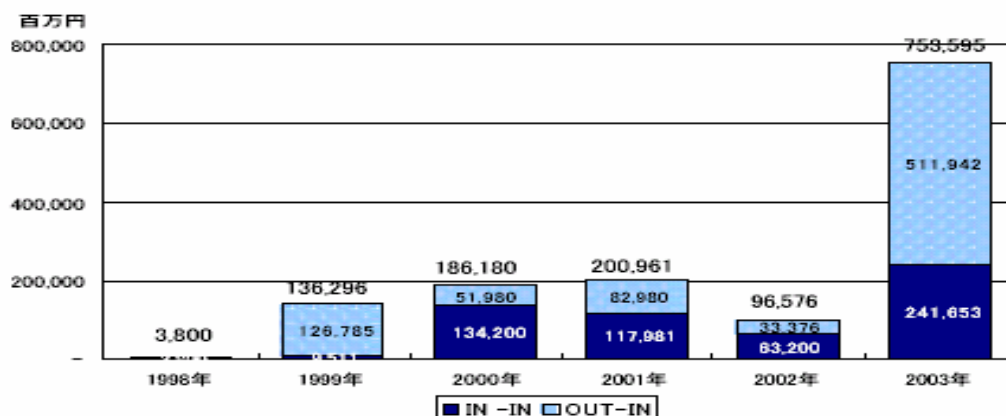
<sup>77</sup> この説明は飯田(2004)を参考にした。

<sup>78</sup> プライベート・エクイティファンドは破綻した企業のみを対象とする企業再生ファンドというものもある。両者ははっきり分かれるのではなく、企業再生ファンドはプライベート・エクイティファンドの一部と区分される。

図 6

## 投資ファンドのM&A

### (2) 公表金額の推移



出典：株式会社レコフ

この図で、IN-IN は国内企業同士の M&A を表し、OUT-IN は外国企業の対日投資を表している。図 5 より、分かることは 2 つある。第 1 は、近年投資ファンドは 1998 年の 2 件から 2003 年の 147 件とわずか 6 年の間に急増しており、M&A で投資ファンドが占める割合も 1998 年の 0.2% から 2003 年の 8.5% と格段に高くなってきていることである。第 2 は、件数では国内企業同士の M&A が多いことである（2003 年で比較すると、外国企業の対日投資が 49 件に対し国内同士は 98 件）。ただし金額面においては、図 6 から明らかなように外国企業の対日投資は 5119 億円と国内同士の 2416 億円を大きく上回ることから、1 件当たりの平均投資額は外国企業の対日投資の方が大きい傾向があることが分かる。

本節では、投資ファンドの利点や問題点や意義を述べていく。2.1 は、ガバナンスの視点からファンドの特性を、2.2 は、ファンドマネージャーの役割と意義を、2.3 は、投資家にとってのファンドの利点を、それぞれ述べる。2.4 は、まとめである。

## 2.1 ガバナンスへの関与

本項は、ガバナンスの視点から投資ファンドの意義を考察する。投資ファンドによる買収の特徴は、支配権の獲得をして広い意味のリストラクチャリングを行うために、上場企業であっても非上場企業にして、意思決定を素早くさせていくというのが一般的である。積極的な経営参加をして、マネジメントや人材を投入し、企業の開拓を図るということになる。買収の特徴としては3点が挙げられる。第1は、支配権の獲得と非上場化である。積極的な支配を行うためにも、支配権の獲得が前提となる。また、迅速な意思決定を行うため、上場企業であっても非上場化することが一般的である。第2は、積極的な経営参加である。企業価値の向上に向けて、マネジメントノウハウの導入や人材や取引先の紹介等の経営資源を積極的に投入する。また、事業会社と共同で買収にあたる場合も多い。第3は、ガバナンスを重視した経営である。対象会社におけるコーポレート・ガバナンスとファンドの受託者責任を重視し、説明責任と透明性に基づき運営行うことである。

## 2.2 ファンドマネージャーの役割

投資家の資金をプールして投資ファンドを運営するのがファンドマネージャーであり、銘柄の売買に関して最終的な意思決定を行う。ただし、投資ファンドは投資のプロではあるが、必ずしも経営のプロではないので、経営のプロをプールしておいて、買収したところにそういったプロを送り込んで企業を改革したり、事業会社と組んでその事業会社のノウハウを移転してもらうこともありうる。また、ファンドマネージャーの意思決定には3つの情報が関与している。第1は、アナリストが提供する特定の銘柄や業種に関する情報である。第2は、証券取引所での取引価格に代表される市場情報である。第3は、通常ファンドマネージャーは複数人いるため、1人ずつに権限を分割しているのが通常である。この状態をファンドマネージャーから見ると、委譲された目標と制約条件に基づいて銘柄の売買を行わなければならないことを意味し

ている。

また、投資ファンドには証券化と同じく情報の非対称性の問題が内在している。<sup>79</sup>なぜなら、ファンドの投資内容や運用成績は、その運営者の能力や判断力に追うところ  
が大きい。しかしこの部分は、出資者には正確に把握できない場合が多い。なぜなら、  
そもそも出資者にはそれを判断するだけの能力も情報もないから<sup>80</sup>である。ファンド  
においては、出資者側は様々な評判などを通じファンドの能力を間接的に判断するし  
かない。しかし、日本ではファンドの歴史が浅いために、過去の実績に関する情報が  
十分ではなく、また評判を得るだけの実績も少ない。そのため、偏った評判や情報に  
よってファンドへの投資が左右される可能性がある。また例え十分な歴史があったと  
してもそもそも判断が難しい構造を抱えている。評判はあくまでも、部分的な情報を  
伝えるだけであり、それが能力の完全な証明や十分な投資収益を保証するものではな  
いからである。より重要なのは、元来ファンドの運営は人材が生命線であり、個人的  
な資質や能力に負う面が大きい点である。そのため、たとえば途中で能力を発揮でき  
ない事情が生じた場合には、運用成績が大きくぶれるという問題も抱える。このため、  
能力の高いファンドに適切に資金が提供される状況を実現させることは、容易ではな  
いが、それがすぐに規制の必要性には結びつくわけではない。まずは当事者による契  
約や評価システムの工夫が求められる。例えば、ファンドが成功すればファンドマネ  
ージャーのリターンが大きくなるような契約が通常なされているが、これも情報の非  
対称性を緩和する1つの方法である。

---

<sup>79</sup> この記述に関しては柳川(2004)を参考にした。

<sup>80</sup> いわゆるエキスパートの理論の問題として、近年そこから生じる軽減策が理論的に検討されて  
いる。



## 2.3 投資家にとっての利点

個人（家計、投資家）にとっては、投資ファンドという選択肢が増加することになる。これは、よりリスクを選好する個人にとっては、望ましいことである。

また売り手にとっても、投資家の多様な選好・リスク許容度に応じて柔軟に組み替えることにより、幅広い投資家を呼び込むことが可能となる。

## 2.4 まとめ

本項では、投資ファンドのまとめをおこなう。まず、投資ファンドに期待される働きと日本の現状について述べた。次に、投資ファンドの機能や利点を考察した。その結果明らかになったのは、以下の3点である。第1は、ガバナンスの視点から投資ファンドは積極的にコーポレート・ガバナンスに関与する特性があることを明らかにした。第2は、投資ファンドにおいては、ファンドマネージャーの役割が大きいことを明らかにした。第3は、投資家の視点から投資ファンドという選択肢が増加することで、多様なリスク選好に対応することができることを述べた。

## 第3節 比較分析

本節では、第1節で行った証券化の分析と、第2節で行った投資ファンドの分析を踏まえ、両者の比較分析を行う。両者の共通点と相違点をまとめたものが表6である。

この表に従い、証券化と投資ファンドの比較と、それが金融システムに与える影響について考察していく。3.1 はリスクについて、3.2 はガバナンスについて、3.3 は資金の流れについて、3.4 は商品特性について、それぞれ比較を行う。

表6 証券化と投資ファンドの機能比較

機能		手法名	銀行の証券化 (securitization)	投資ファンド (investment fund)
共通点	類型		狭義の市場型間接金融	狭義の市場型間接金融
	リスク		優先部分を投資家に移転 中リスク・中リターン	投資家が引き受ける 高リスク・高リターン
	情報の非対称性		あり 信用補完で対応	あり 報酬契約で対応
	投資家の利点		選択肢の増加	選択肢の増加
相違点	ガバナンス		投資家に移転することで モニタリングコスト減少	積極的に関与することで 経営に介入
	会計		オフバランス化	—
	流動性		即時現金化により向上	非上場化により減少
	資金の流れ		大きいものを小口に分割	小さいものを大口に集約
	商品特性		個別的な商品を標準化	標準的な商品を個別化

### 3.1 リスク

本項では、リスクの視点から両者を比較する。銀行の証券化商品は、情報の非対称性を解消するために信用補完を行うため、劣後部分を銀行自身が保有して優先部分の証券化を行う。そのため、預金に比べればリスクは高いものの、投資家にとってはミドルリスク・ミドルリターンの商品である。これに対し、投資ファンドは、プロのファンドマネージャーが運用する分、直接金融である株式投資に比べればリスクは低いものの、証券化商品に比べるとハイリスク・ハイリターンの商品である。このリスクに関しては互いに補完関係にあると理解することができる。なぜなら、以前はリスクが低い預金か、リスクが高い株式投資の2つしかなかったが、その中間に証券化商品と投資ファンドという選択肢が加わることによって、預金、証券化商品、投資ファンド、株式投資とリスク選好に応じて選択の幅ができるからである。よって、一方の手法がもう一方の手法を妨げるものではなく、むしろ補完的であって両者がともに発展することはリスク管理の視点からも望ましい。即ち、狭義の市場型間接金融の発展は

リスク管理の視点から見て望ましいものである。

### 3.2 ガバナンス

本項では、ガバナンスの視点から両者を比較する。銀行の証券化商品は、自己の企業審査能力のキャパシティを超えた部分に関して証券化を行い、ガバナンスを市場に委託する。これに対し、投資ファンドは投資家から集めた資金をプールし、マネジメントや人材を投入して積極的に経営に関与し、企業のガバナンスを行う。従って、証券化は市場を通じて投資家にガバナンスが移転するのに対し、投資ファンドは市場を通じてファンドマネージャーにガバナンスが移転するため、両者は対照的な働きをすることが分かる。

### 3.3 資金の流れ

本項では、資金の流れから両者を比較する。一般的には銀行の貸出は大きな額で行なわれる。そのため、これを1人の投資家が肩代わりすることは困難である。しかし、証券化を行えば、小口に分割して売り出すため1人の投資家でも投資することが可能になる。つまり、資金の流れは大口から小口に分割される動きになる。一方、投資ファンドは、多数の投資家が投資した資金をプールして、特定の企業の経営に関与していく。つまり、資金の流れは小口から大口に集約される動きになる。よって、銀行の証券化と投資ファンドは資金の流れにおいては対照的な動きをする。

### 3.4 商品特性

本項では、商品特性から両者を比較する。銀行の貸出は相対的取引であり、個々の企業の状態を見ながら融資を行うかどうかを決定する。このような個別性が強いロットの小さな金融取引や、情報の非対称性に伴うエージェンシー・コストが大きく、信用の供与に当たって企業審査が必要とされる金融取引は、銀行の方が対応し易い面が

あるとされている。対して、ロットの大きな金融取引や、取引される商品の内容が標準化された金融取引は、市場の方が対応し易い面がある。銀行の証券化は、個別性が強い貸出を、市場を用いることによって標準化する行為である。これに対して、投資ファンドは、標準化された市場で資金を調達し、個別性の強い相対的取引を行う点で両者は対照的である。

#### 第4節 まとめ

本章では、市場型間接金融の代表的な商品である証券化と投資ファンドの比較分析を行った。まず証券化のメカニズムとその意義は5つにまとめることができる。第1は、銀行は最適な量の企業をモニタリングし、それ以上に抱えている場合は証券化することで市場にモニタリングを任せることができることである。第2は、情報の非対称性の解決策として、銀行が信用補完を行うため、銀行は確実に返済が見込まれる企業の劣後部分を保有し、その優先部分を証券化することである。第3は、会計上オフバランス化の効果から証券化は望ましいことである。第4は、銀行にとっては債権保有リスクの減少と流動性の向上が見込まれることである。第5は、証券化という商品が増えることで、投資家の多様なリスク選好に対応できることである。また、投資ファンドのメカニズムとその意義は3つにまとめることができる。第1は、ガバナンスの視点から、投資ファンドは積極的にコーポレート・ガバナンスに関与する特性があることである。第2は、投資ファンドにおいては、ファンドマネージャーが重要な役割を果たすということである。第3は、投資ファンドという商品が増えることで、投資家の多様なリスク選好に対応できることである。

これを踏まえて銀行の証券化と投資ファンドの比較分析を行った結果、共通点としては、リスクの移転、情報の非対称性の存在、新たな商品出現による多様なリスク選好に対応できることがあげられる。一方相違点としては、ガバナンスに関与するか否か、会計上のメリットがあるか否か、資金の流れが大きいものを小口に分割化するか

小さいものを大口に集約するか、商品特性が個別的な商品を標準化するか標準化された商品を個別化するか、が挙げられる。金融・資本市場と銀行をはじめとする仲介機関は、銀行から投資家へリスクやガバナンスが移転する点や、リスク選好に応じた商品の購買選別が起こる点においては、競合関係というよりもむしろ相互補完的な関係にあることを明らかにした。従って、これら狭義の市場型間接金融が進んでいる日本の現状は望ましい動きであると考えられる。

## 終章 結論

第2部では、市場型間接金融に関して述べられている文献の整理を行い、市場型間接金融の定義を再度行った。そして、市場型間接金融が従来型の間接金融より優れている点として、①投資機会発見のために異なる主体による複数回の評価が可能であること、②銀行部門に集中しているリスクを分散できること、③様々な金融商品が組成されること、④市場価格の情報伝達機能が利用できること、⑤情報提供の必要性があること、⑥リーガルリスクが存在すること、⑦資金仲介と流動化の関係が密接であること、の7点を明らかにした。そして日本の現状も市場型間接金融に向かいつつあることを述べた。

続いて、市場型間接金融の主力手法として、銀行の証券化と投資ファンドをあげ、これらの比較分析を行った。ここで証券化とは、経済主体の有する資産を切り離し、それを裏付けとした証券を発行することで資金調達を行う金融技術である。また投資ファンドとは、投資家から集めた資金をプールし、設立して間もない成長企業に出資する手法のことである。両者は資本市場を通じて投資家から企業へ資金が融通される点は共通するものの、その機能は対極的な面も多い。この2つの商品が同時に発展している現状を理解するために、リスクとガバナンスに注目して比較分析を行った。

その結果、両者は機能補完関係にあり、リスクおよびガバナンスの適切な主体への配分が達成される点で、これらの商品が同時に発展することを明らかにした。このように銀行と市場とは競合・代替関係と補完関係を同時に持ちながら、各々の持ち味をいかして有機的に機能することにより金融システムを支えており、その点でも市場型間接金融が進む現状は望ましい動きであると結論付けることができる。

## 参考文献

- [1] 飯田和夫(2004)「わが国企業の M&A 動向とその課題」M&A 研究会 委託調査報告第 2 章 内閣府経済社会総合研究所。  
<<http://www.esri.go.jp/jp/mer/houkoku/0405-02.pdf>>
- [2] 池尾和人(2003)『銀行はなぜ変わらないのか』中央公論新社。
- [3] ———編/著(2004a)『入門金融論』ダイヤモンド社。
- [4] ———(2004b)「日本の金融再生と証券市場—市場型金融拡大の課題」日本証券経済学会。 <[http://www.jsri.or.jp/sess/meeting/report\\_61/31.pdf](http://www.jsri.or.jp/sess/meeting/report_61/31.pdf)>
- [5] ——— (2004c)「市場型間接金融とは何か」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 第 1 回 会合議事要旨 財務省総合政策研究所。  
<[http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk070\\_1.htm](http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk070_1.htm)>
- [6] 内田浩史(2004a)「市場型間接金融と金融機関の役割」。  
<[http://www.eco.wakayama-u.ac.jp/~uchida/research/publications/pdf/market\\_fi.pdf](http://www.eco.wakayama-u.ac.jp/~uchida/research/publications/pdf/market_fi.pdf)>
- [7] ———(2004b)「市場型間接金融と金融機関の役割」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 第 2 回 会合議事要旨 財務省総合政策研究所。  
<[http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk070\\_2.htm](http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk070_2.htm)>
- [8] 岡部光明(1999a)『現代金融の基礎理論：資金仲介・決済・市場情報』日本評論社。
- [9] ———(1999b) 『環境変化と日本の金融：バブル崩壊・情報技術革新・公共政策』日本評論社。
- [10] ———(2003a)「日本経済の動向と金融システム：政策論の視点から」慶應義塾大学湘南藤沢学会。
- [11] ———(2003b)「金融システムとコーポレート・ガバナンス」岡部光明編『総合政策学の最先端 I』慶應義塾大学出版会。
- [12] 斎藤誠(2002)『日本の「金融再生」戦略』中央経済社。
- [13] 高田創・柴崎健(2003)『金融不況脱出』日本経済新聞社。

- [14] 日本銀行金融市場局・事務局(2004)「証券化市場フォーラム・報告書」。  
<<http://www.boj.or.jp/seisaku/04/data/mpo0404c.pdf>>
- [15] 馬場直彦・久田高正(2001)「わが国金融システムの将来像—変革の圧力と金融当局の役割」日本銀行金融研究所 DPS(Discussion Paper Series)2001-J-22。
- [16] 久田高正(2001)「技術革新の中での銀行業」日本銀行銀行論研究会編『金融システムの再生に向けて』有斐閣。
- [17] 福井俊彦(2003)「わが国金融サービスの高度化に向けて—2003年11月4日金融イノベーション会議における福井総裁講演要旨」。  
<<http://www.boj.or.jp/press/03/ko0311a.htm>>
- [18] 堀内昭義(2004)「金融システムにおける融資取引関係の可能性と限界」堀内昭義・池尾和人編『金融サービス』NTT出版。
- [19] 光安孝将(2003)「企業の資金調達における転換社債の意義：リスク・ガバナンス・インセンティブの視点からの理論分析」慶應義塾大学湘南藤沢学会 岡部光明研究プロジェクト優秀論文。<<http://web.sfc.keio.ac.jp/~okabe/paper/>>
- [20] 柳川範之(2001)「情報技術の発展と経済活動」奥野正寛・池田信夫編/著『情報化と経済システムの転換』東洋経済新報社。
- [21] —————(2004)「市場型間接金融についての整理」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 第2回 会合議事要旨 財務省総合政策研究所。  
<[http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk070\\_2.htm](http://www.mof.go.jp/jouhou/soken/kenkyu/zk070_2.htm)>
- [22] 吉野直行・高月昭年編(2003)『入門・金融改訂第2版』有斐閣。
- [23] 米澤友宏(2004)「金融システムの現在・過去・未来」経済財政諮問会議競争力ワーキング・グループ 第5回 会議議事要旨。  
<<http://www.keizai-shimon.go.jp/special/vision/competition/05/item3.pdf>>
- [24] 蠟山昌一(2001)「市場型間接金融」序論」財務省財務総合研究所『フィナンシャルレビュー』。



- [25] ———編/著(2002)『金融システムと行政の将来ビジョン』 財経詳報社。
- [26] Bolton, Patrick and Mathias Dewatripont (1994), “The Firm as a Communication Network,” *Quarterly Journal of Economics*, November, pp. 809-839.
- [27] Cecchetti. S. (1999), “The Future of Financial Intermediation and Regulation: An Overview,” *Federal Reserve Bank of New York, Current Issues*, Vol.5, No.8.
- [28] Freixas and Rochet (1997), “*Microeconomics of Banking*, MIT Press.
- [29] Gurley, John, G., and Edward S. Shaw (1960), *Money in a Theory of Finance*, Washington, D. C.: Brookings Institution.
- [30] Hoshi, T. and Kashyap, A. (1999), “The Japanese Banking Crisis:Where Did it Come from and How will it End?,” *NBER Macroeconomics Annual 1999*,National Bureau of Economic Research.
- [31] Merton, R. (1995), “The Global Financial System:A Functional Approach,” Chap. 1, Harvard Business School Press. (野村総合研究所訳『金融の本質』野村総合研究所広報部,2001年,第1章)
- [32] Yanagawa, Noriyuki (2001), “Information Transmission among Bounded Rational Agents,” *mineo*.