

マネーフローの歴史的変化と金融ビジネスの方向性

－求められるバリュエーションのディシプリン－

直接金融への期待と現実

21世紀は、我が国における直接金融¹の役割への期待と現実のギャップが、大きな広がりを見せながら幕をあけた。

2001年2月の自民党の証券市場等活性化対策委員会の報告や、小泉新内閣下でまとめられた同年6月の「骨太の方針」に見られるように、2001年は、わが国において直接金融拡大の必要性が、国家的レベルで強調された年であった。この結果、金庫株やETFの導入が実現した他、証券税制の改革もまだ不十分とは言え、過去に比べれば大きく前進した。ペイオフ解禁を控え、地方自治体やその他の法人においても、銀行預金偏重の体制を改め、証券運用を検討する動きが広がった。懸案の日本版401(k)関連の法律も成立した。こうした点では、直接金融にとっては制度面でフォローの風が吹いた年であった。

一方、銀行の不良債権問題、そしてその裏側にある企業の過剰債務問題は、景気低迷の持続、デフレの進行もあり、悪化に向かった。不良債権問題や過剰債務問題の早期処理、言い換えれば問題企業の早期退出を求める声も強まり、マイカル、青木建設などの大型の破綻も表面化した。ペイオフ解禁を前にした、信金・信組、第二地銀に対する相次ぐ破綻措置や早期是正措置の発動、そして特別検査の動向を睨んだ、大手銀行の株価の急落も生じた。

米国の同時テロはグローバル景気をさらに下押しすると同時に、大成火災の破綻をもたらした。世界的ITバブルの終焉、エンロンの破綻、アルゼンチンのデフォルトなども、国内市場に直接、間接の悪影響をもたらした。

結局、2001年は、制度面では直接金融にとって前進が見られた年であったが、株価の低迷、社債のデフォルト、株式投信の大幅下落、MMFの元本割れ、クレジットスプレッドの大幅拡大など、投資家の証券市場に対する期待や信頼が大きく損なわれた年となった。

2002年は、2001年のこうした基調を引きずりながらも、景気回復の実現や証券優遇税制など制度面の改善の効果の発揮が期待される年となる。

ただし、不良債権問題や過剰債務問題は、バブル期にGDPの50%から100%にまで拡大した銀行貸出の過剰の修正が、90年代以降僅かしか進んでいないことを見ても、解決には

¹本論では、投資信託等を含め、相対取引ではなく市場を活用した金融取引一般を指す。

時間がかかろう²。従って、景気動向やデフレの進行度合いによっては、金融システムの不安や大手企業の破綻懸念などが容易に拡大する展開となる。市場の冷却化要因が常時、潜在的に存在する状況にあるわけである。

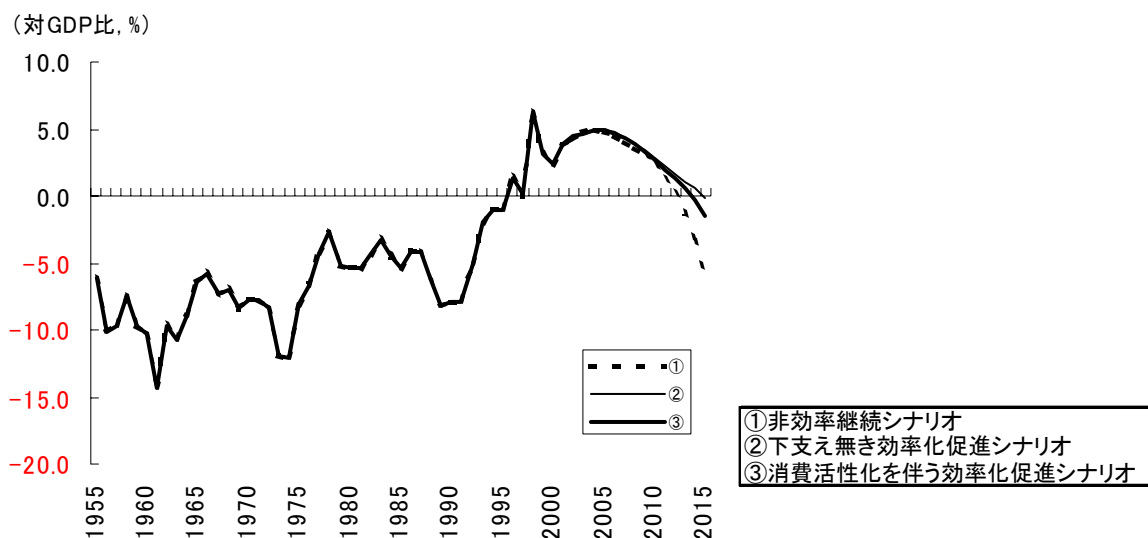
企業セクターの構造的資金余剰状態が意味するもの

企業の過剰債務問題は、銀行の過剰貸出だけではなく、過去の過大な資本市場ファイナンスと表裏一体の関係にある。また、企業が生む収益率の低下を考慮すれば、債務だけではなくエクイティも相対的に過大となっているといえる。

企業が、貸し手、社債権者、株主といった資金の出し手が満足するリターンを実現するためには、バランスシートの両側の圧縮と効率化が必要である。この調整が進む間、我が国の企業セクター全体では、ネットで資金余剰部門とならざるをえない。野村総合研究所の中期経済見通しによれば、企業セクターの資金余剰は向こう10年～15年間も続くものと予想される（図1）。

通常の経済環境下におけるマネーフローでは、個人の貯蓄が企業の資金不足を補うことになる。しかし、日本は中期的にこの姿が成立しないわけである。個人も企業も貯蓄過剰であり、資金を欲しているのは、巨額の財政赤字を抱える政府セクターである。

図1 国内企業部門貯蓄投資差額



(出所) 2002年 NRI 中期経済見通し

こうした中で、個人の貯蓄を吸収し、企業のファイナンスをサポートしてきた金融仲介

² 淵田康之「不良債権問題を巡る動向とわが国金融の展望」『資本市場クォーター』2001年秋号参照。

機関の役割は大きな変容を迫られている。銀行の資産を見ると、貸出残高の前年比マイナスが恒常的に続く一方で、国債保有残高が、90年代半ばの30兆円台から、2000年以降60兆円～80兆円台で推移するようになっている（図2、図3）。伝統的な銀行ビジネスは、既に成り立たなくなっているのである。銀行が抱える不良債権問題は、こうした、より本質的な問題の一側面ではない。

図2 貸出残高前年比（国内銀行・銀行勘定）

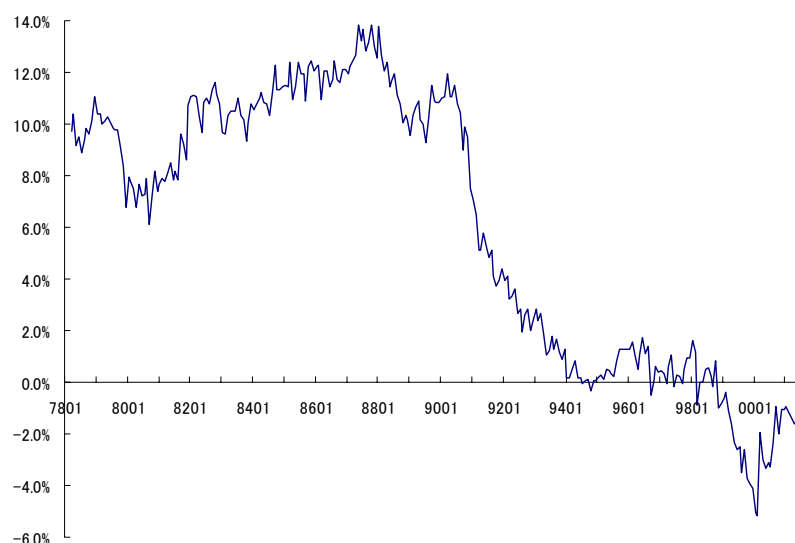
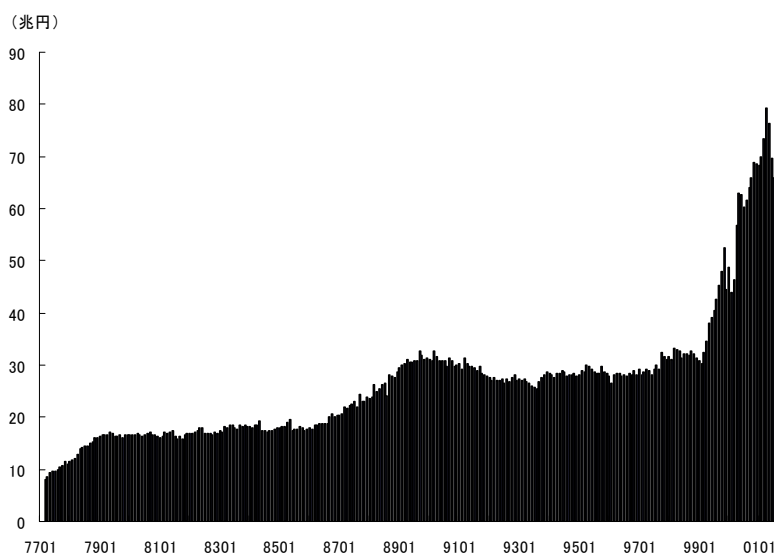


図3 国内銀行の国債保有残高の推移



（出所）日本銀行「金融経済統計月報」

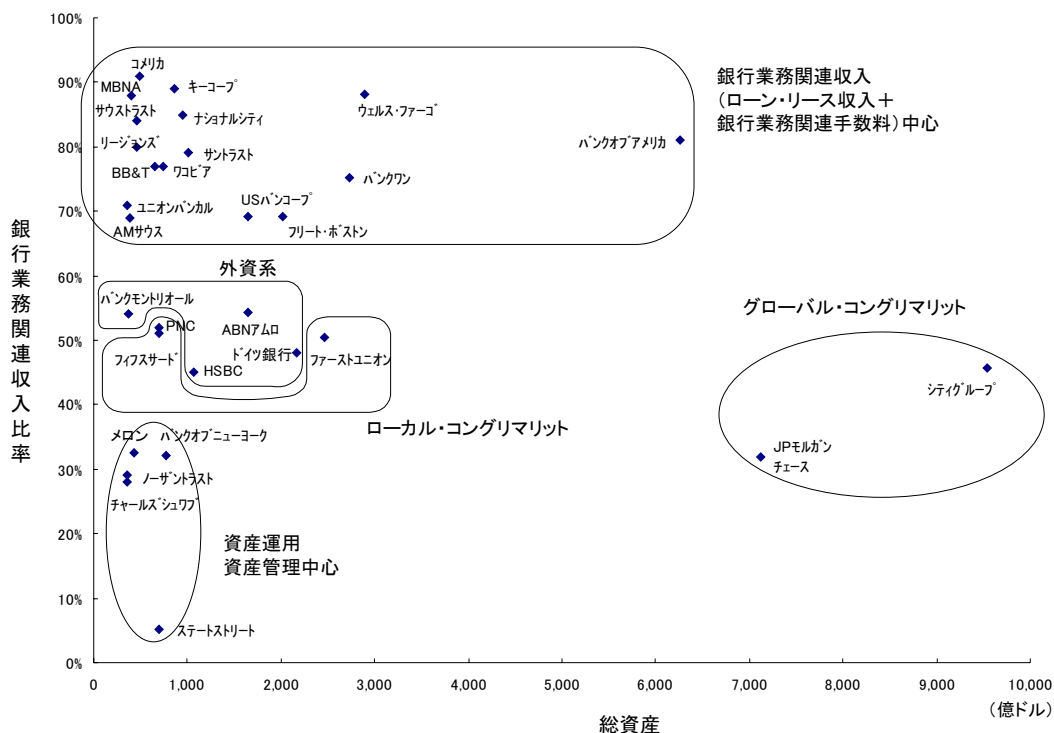
米銀再生の経験は日本にあてはまらない

しばしば指摘されるように、わが国の銀行における預貸利ざやは2%程度と、米国の銀行の半分に過ぎない。不良債権処理に伴う実現信用コストも含めた後のベースで見ると、ほとんど利ざやをとれていないのが、近年の状況である。リスクに見合った貸出条件が設定されていないことがこの一因である。さらにその背景には、資金需要に対して、銀行の貸出キャパシティが大きすぎるという、いわゆるオーバーバンキング状態があり、過当競争の結果、合理的な貸出条件の設定が困難となっているという現実がある。

そして前記のように、企業の資金余剰状態が10年以上も続くということは、銀行が貸出条件の設定の正常化を目指しても、預貸業務自体は縮小均衡に向かっていかざるをえないことを意味する。わが国の銀行が再生を目指すならば、預貸業務依存からの抜本的な脱皮を目指す必要があるのである。

この点で、わが国の銀行にとって、90年代半ばには不良債権問題を克服した米銀の再生の経験は、参考にならないことになる。図4は、米国の銀行上位30行の収入全体に占める銀行関連業務からの収入の比率を示したものである。銀行関連業務比率には、預貸利ざやの他、預金関連手数料、ATM手数料、カード収入、リース収入、サービシング手数料などが含まれる。伝統的銀行業務とその周辺業務からの収入ということである。

図4 米国銀行の収入構造（上位30行）



(出所) Federal Financial Institutions Examinations Council 資料より野村総合研究所作成

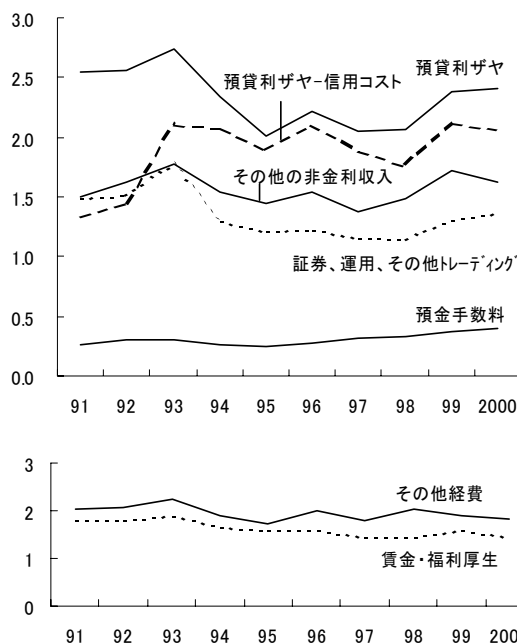
この図からわかるように、J.P.モルガン・チェースとシティグループという金融コングロマ

リット、証券業シフトを鮮明にしたファーストユニオンやデータ子会社の収入が大きいフィフスサード、外資系銀行、そして資産運用を本業としたメロン・ファイナンシャル、グローバル・カストディアンであるステートストリート、バンクオブニューヨークなどを除き、大半の銀行は、基本的に銀行業務関連収入に大きく依存した姿になっている³。米銀は、預貸利ざや依存から手数料依存の度合いを高めたと言われるが、その手数料もあくまで伝統的銀行業務とその周辺から生まれているのである。

図5~7は、米銀の収支率の推移を示したものである。90年代初頭、ROE、ROAは、極めて低水準にあったが、これが急速に回復した。その最大の要因は、銀行の規模を問わず、実現信用コスト控除後の預貸利ざやが大きく改善したことにある。

すなわち、米銀の復活は、伝統的銀行業の復活であった。わが国の銀行の場合は、貸出業務が縮小均衡に向かっていくのであり、米銀とは全く異なる生き残りシナリオを描いていかなければならない。

図5 米銀の収益率、経費率の変化① (上位10行、%)



	91	92	93	94	95	96	97	98	99	2000
ROA	0.21	0.61	1.13	0.91	0.88	0.92	0.98	0.78	1.05	1.00
ROE	4.23	10.91	16.75	13.86	13.78	13.21	13.22	10.53	13.58	13.07

(注) 資産に対する比率。その他非金利収入には、クレジットカード関連手数料、モーゲージのサービサー手数料、ATM手数料、債権の証券化に関わる手数料などが含まれる。

(出所) Federal Financial Institutions Examination Council

図6 米銀の収益率、経費率の変化② (上位11位~100位、%)

³ チャールズシュワップが図中にあるのは、USトラストを買収したためである。

■ 資本市場クォーター 2002年 冬

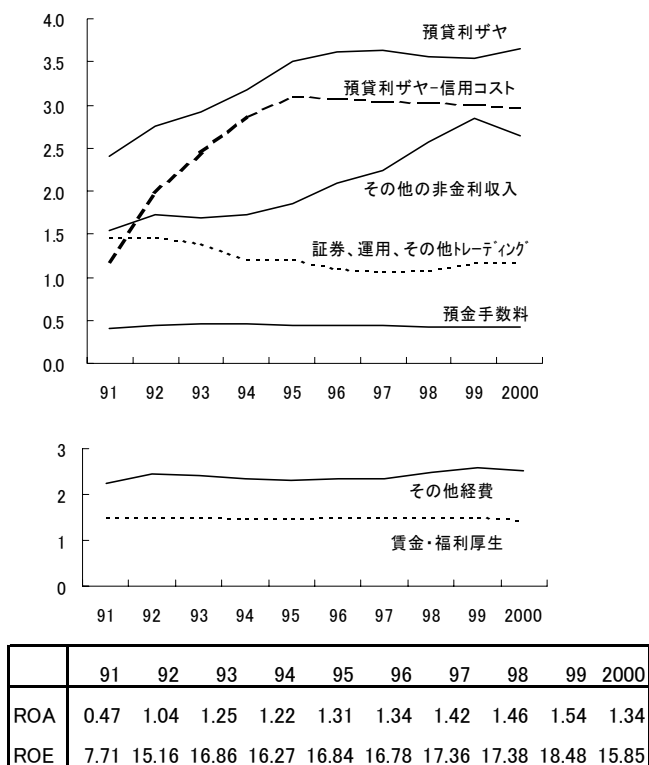
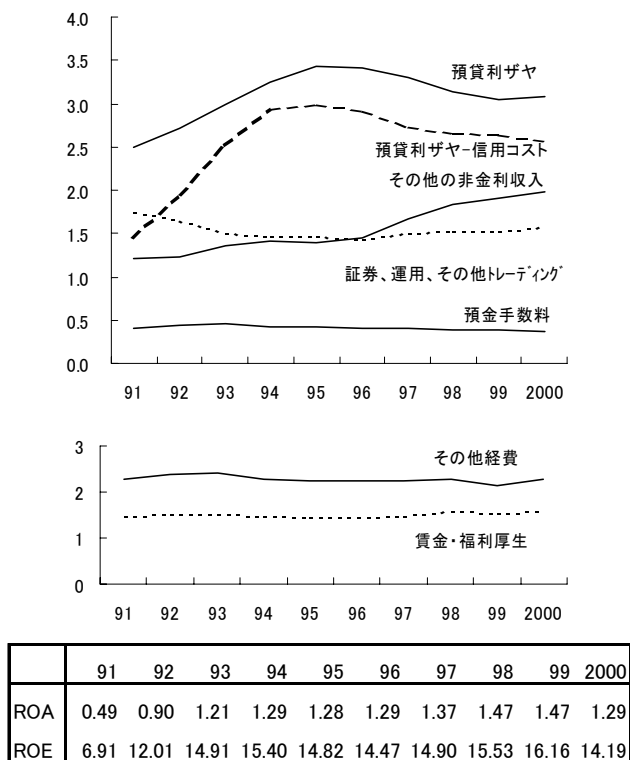


図7 米銀の収益率、経費率の変化③ (上位101位~1000位、%)



(注) 図6、図7の注、出所は図5に同じ。

必要な投資商品販売への本格的取り組みと運用体制の強化

もちろんわが国の多くの銀行は、貸出業務において、リスクに見合った貸出条件を設定する努力を既に本格化させている。また、スコアリングモデルを導入し、ハイリスクだが、ハイリターンが期待される新たな中小企業向けローンの強化を目指している銀行も増えている。しかしながら、マクロ的に見れば企業セクターの資金余剰状態が続くことを考えると、企業向け貸出業務の将来性に大きな期待はできない。

また、消費者信用会社と提携するなどして、消費者ローンの分野を強化する銀行も増加している。しかし、個人貯蓄率がゼロの米国と異なり、個人の貯蓄率が高い日本において、一般的な個人の借入れニーズは基本的に大きくない。そもそもゼロ金利の日本において、年利15~18%の借入れを行なう個人は、銀行がその本業を支える顧客層として追及すべき性格のものかどうか疑問無しとしない。相当限界的な顧客層であり、市場規模としても過大な期待は禁物であろう。

以上から示唆されることは、各種の合理化努力や預貸利ざやの改善努力を進めるとしても、預貸業務以外からの収益向上を実現できない銀行は、生き残りは困難であるということである。

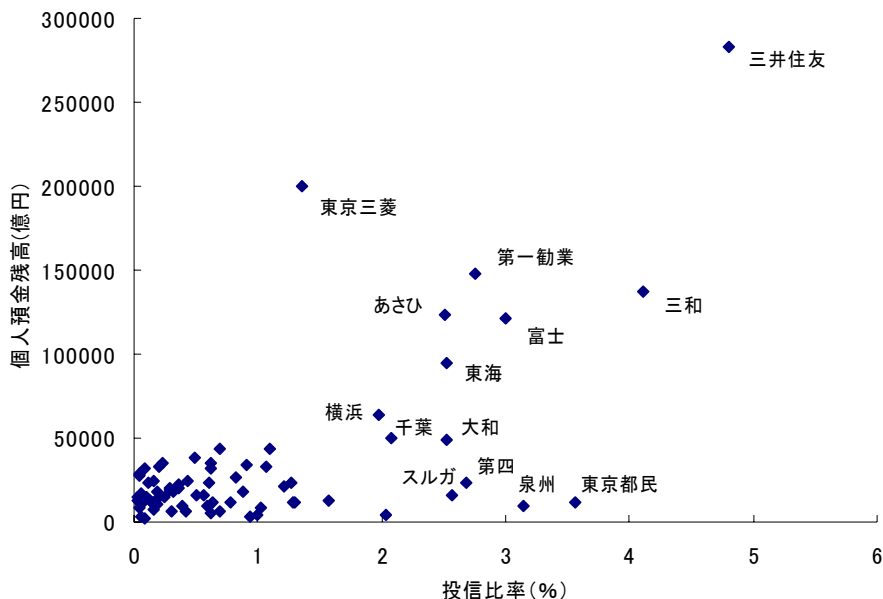
貸出業務の将来に大きな期待ができない以上、預金が集まり続けるとしたら、証券等の運用業務の強化が必須である。我が国の銀行はこれまでも運用業務を行っており、また国内部門では唯一、巨額の資金不足を抱える政府部門のファイナンス、すなわち国債をはじめとする公共債の保有は既に増大している。しかし、あくまで業務の中心は預貸業務であり、リソースも預貸業務関連に集中的に投入されてきた。今後のマネーフロー環境を念頭に、業務別の収益性とリスクの評価を今一度見直し、キャピタルアロケーションを大きく変更していくことが不可欠である。

もちろん、自前で運用能力を強化していくだけではなく、運用のアウトソースを拡大させていくという道もある。この場合も、運用評価やリスク管理といった運用管理体制の強化は不可欠である。

預金を集めることの意義を、抜本的に見直していくことも必要である。元利保証の預金を負債とする以上、運用業務の強化といっても許容できるリスクは限られている。むしろ預金を集めて、運用難に陥るよりも、預金を極力抑制し、投資信託等、他の金融商品の販売を強化していくことが重要である。

殆どの銀行は、既に投資信託の販売を行っており、投信残高に占める銀行販売投信の比率も着実に上昇しているが、まだ各行の投信販売残高は個人預金残高の1.9%に過ぎない(都銀、主要地銀の合計。2001年3月末時点)。また、この比率は図8に見られるように、ほぼ0%の銀行から、3%以上の銀行までばらついており、投信への取り組みに積極的な銀行とそうでない銀行の格差は大きい。投信のみならず、今後は生命保険商品等の販売も重要となる。自らのバランスシートを使わない、個人向け金融商品の販売ビジネスへの注力である。

図8 銀行の個人預金残高と投信比率



(注) 投信比率は、各行が販売した投信残高／各行の個人預金残高 (%)。2001年3月末。
 (出所) 各行資料より野村総合研究所作成

もう一つ目指すべきオフバランス化は、貸出債権の流動化、証券化である。不良債権のオフバランス化は、国家的要請として進む方向にあるが、正常債権、要注意債権も含めて圧縮し、自己資本比率を向上させる必要がある。もちろん、単に自己資本比率の向上だけではなく、銀行機能のうち審査機能やサービシング機能を発揮することで手数料収入を向上させ、利ざやに過度に依存しない収益構造を確立していくことにもつながる。わが国の銀行システム全体の自己資本比率や収益構造の改善に資するためには、貸出債権の購入先は、他の銀行だけではなく、他の機関投資家にも広がっていくことが必要である。

貸出債権の流動化、証券化は、市場での評価に足る債権であることを前提とするため、リスクに見合った貸出条件の設定や、担保価値よりもキャッシュフローを重視した新たな貸出慣行の我が国への普及を促すことにもつながる。そして、貸出債権の証券化市場を触媒として、貸出市場と社債市場間の裁定関係が強化され、間接金融と直接金融の適切な機能分担が確立することが期待されるのである。

預貸利ざやが急速に回復し、未曾有の好景気にも恵まれた米銀の再生シナリオは我が国の銀行にはあてはまらない。しかし我が国の銀行は、米銀以上に、個人、企業との密接かつ強力な関係を持ち、大きな信頼を寄せられてきた存在である。金融システムにおける競争的優位性を活かし、伝統的銀行業務から、新たな金融ビジネスにリソースを大きくシフトする経営判断が求められている。

資金の融通からバリュエーションの時代へ

このように、銀行は、バランスシートの右と左を抜本的に見直すことにより生き残りを目指すことになる。個人の貯蓄を集め、企業のファイナンスをサポートするという金融仲介ビジネスは、フローでは成り立たなくなる。しかし、ストックを大きく入れ替えていくところに新たな金融業の役割が期待されるのである。

バランスシートの見直しが進むのは、銀行だけではない。他の金融機関、企業、個人、その他法人、それぞれのレベルで金融資産・負債のストック調整が進展していくのである。

企業においては、銀行が担保やリレーションをベースとした貸出姿勢を変更していくこともあり、より本格的に資本市場と向き合うことを要請される。すなわち企業価値向上を目指し、設備の廃棄、事業の見直し、さらには企業分割、M&A等を指向することになる。自社株買いや株式持ち合いの解消もこの一環として引き続き進展する。

個人や、その他法人は、ペイオフ解禁を契機に、預金偏重の状況を見直さざるをえない。確定給付型年金から確定拠出型年金への制度移行を実施する企業に勤務する個人には、従来の退職給付金のストックが、一時金として支払われ、新たな行き先が注目される。

以上のようにフローではなく、各主体の金融の資産、負債がストックレベルで見直されるが、そのプロセスはマーケットの機能に大きく依存しながら実現する。いわば大規模な「入れ替え商い」の時代に入るといえる。

金融資産、負債のストックの見直し、すなわち各主体における金融バランスシートの抜本的な再構築の時代においては、従来のように資金不足部門に、とにかくマネーを流すという量的調整よりも、金融商品、金融取引のバリュエーションが最重要となる。

前述のように銀行は、土地担保や過去からの取引関係を重視した貸出慣行を見直しつつある。貸出債権のオフバランス化も進める必要があるため、この点からも市場価値をベースにした貸出債権の「評価替え」が促される。

貸出が市場ベースのバリュエーションに接近することにより、企業は、負債構成における、銀行借入れ、社債、株式、それぞれのコストを評価し直すことになる。同時に、資金の出し手からは、従来以上に、市場ベースでの企業価値の向上が要求されるようになる。持ち合い解消、政策保有株の売却も進み、株式もその本来の機能で評価されるようになる。

ペイオフ解禁は、預金者による個々の銀行の預金のバリュエーションを不可欠とし、銀行の選別が進展する。また、預金もリスクフリー商品でなくなる結果、証券商品を求める動きも顕在化する。ただしその前提として証券商品が適切にバリュエーションされていることが重要であり、社債やMMFの突然の価値下落のような事態は、個人のリスクフリー商品への引きこもり、すなわちバリュエーション放棄という事態につながってしまう点には注意が必要である。

金融機関の役割は、右から左にお金をつなぐことよりも、企業や事業を適切に評価することを通じて、個人や機関投資家のポートフォリオの中味を適正にリバランスすることである、という考え方は、最近の金融論でも普及している。

日本は、金融の機能として文字通り「お金を融通」することが重視された結果、不足する資金を政策的に割り当てることに適した間接金融中心体制で発展した。バブルの時代は、銀行も証券市場も、適正なバリュエーションを見失いつつ量的な拡大が追求された時代であった。しかし今、企業の資金余剰体質が定着するなかでは、適正なバリュエーションがようやく金融業の本質として位置付けられ、間接金融と直接金融の本来の役割分担が追及される段階への移行が促されることとなろう。

方向性としては、役割分担といっても、銀行にリスクを集中させた現行の間接金融偏重体制から、米国を一つの究極の姿として意識しつつ、直接金融をより重視した体制へのシフトが目指されることになる。

問われるバリュエーションのディシプリン

ただし、今日、その米国において IT バブルの崩壊や、エンロンの破綻を契機に、資本市場の構造問題が議論されはじめている点にも注目しなければならない。ディスクロージャーのあり方、監査法人のあり方、IPO のあり方、アナリストのあり方、ファンドマネージャーのあり方、格付け機関のあり方、コーポレートガバナンスのあり方、401(k)やストックオプションのあり方等々である⁴。

ビッグバンにおき日本が目標とした米国資本市場でも、適切なバリュエーションのためのフレームワークやプロフェッショナルの行動規範のあり方は、未だ試行錯誤の状況にある。国際的にみても、金融商品の評価について、時価会計（フェアバリュー・アカウンティング）のさらなる徹底が提言される一方で、それに対する批判も強力に展開されている。フェアなバリュエーションとは何か、という指針が確立していないとも言える。

2002 年の日本市場は、こうした海外の動向も睨みながら、間接金融、直接金融それぞれで、バリュエーションのあり方が大きく見直される段階に入る。銀行も証券会社も機関投資家も、リスクに見合ったリターンをわが国市場に確立し、適正なバリュエーションに基づく金融バランスシートの再構築を実現する上で、中核的役割を果たさなければならない。

融資担当者、インベストメントバンカー、ファイナンシャル・アドバイザー、ファンドマネージャー、アナリスト、会計士、格付け機関の担当者等々が、バリュエーションのプロフェッショナルとして、それぞれのレベルで高いディシプリンを持って行動していくことが期待される。

（淵田 康之）

⁴ 淵田 康之「エンロンの破綻と米国資本市場の課題」『資本市場クォーターリー』2002年冬号参照。