

金融システム・公共政策の課題と展望*

—2008年東大・設研共同主催シンポジウム抄録—

福田 慎一	(東京大学大学院経済学研究科教授)	[編]
花崎 正晴	(日本政策投資銀行設備投資研究所)	
中村 純一	(日本政策投資銀行設備投資研究所)	

*シンポジウムに報告者、討論者、パネリスト等としてご参加を頂き、その記録を「経済経営研究」として刊行することをお許し頂いた皆様方に心より感謝申し上げます。本稿をまとめるにあたっては、シンポジウムの内容を忠実に反映するよう万全の注意を払って原稿を作成し、参加者の方にも可能な限りご確認を頂いたが、残された誤謬については全て编者たちの責に帰するものである。

Challenges and Prospects for
the Financial System and Public Policy

Economics Today, Vol.30, No.1, April, 2009

Edited by

Shin-ichi FUKUDA

Graduate School of Economics

The University of Tokyo

Masaharu HANAZAKI

Research Institute of Capital Formation

Development Bank of Japan Inc.

and

Jun-ichi NAKAMURA

Research Institute of Capital Formation

Development Bank of Japan Inc.

目 次

1. 今回のシンポジウムの概要	1
2. 報告セッションの要約	2
2. 1 オープニング・レクチャー「年金の現状と今後の課題」 高山憲之	2
2. 2 論文報告「2000年代前半の貧困化傾向と再分配政策」 小塩隆士	4
コメント 植田和男	
2. 3 論文報告「マンション開発と住環境問題－プット・オプション履行義務付き開発許可 制度の提案－」 山崎福寿	7
コメント 吉田二郎	
2. 4 論文報告「環境配慮活動と企業価値－環境格付け融資事例による分析－」 内山勝久	10
コメント 祝迫得夫	
2. 5 論文報告「どのような企業がM&Aを選択するのか：企業統治と組織構造」 宮島英昭	13
コメント 柳川範之	
2. 6 論文報告「企業の社会的責任（CSR）とコーポレート・ガバナンス－非財務情報開示と ステークホルダー・コミュニケーション－」 首藤 恵	16
コメント 河口真理子	
2. 7 論文報告「いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか」 中村純一・福田慎一	19
コメント 塩路悦朗	
2. 8 論文報告「夕張ショックと地方債市場」 中里 透	22
コメント 小西秀樹	
参考文献	25
3. パネルディスカッション「アメリカ発の金融危機と金融業の行方」議事録	26
3. 1 基調講演「アメリカ発の金融危機と金融業の行方」 深尾光洋	26
3. 2 ディスカッション 深尾光洋、佐藤隆文、翁百合、荒木幹夫 （司会）花崎正晴	35
4. 参考資料：プログラム	53

1. 今回のシンポジウムの概要

サブプライム・ローン問題を発端とするグローバルな金融・資本市場の混乱は、アメリカ型の市場の制度設計や金融機関のビジネスモデルの在り方を根本から問い直す事態に発展し、実体経済への影響も深刻化の一途を辿っている。このような中、日本経済は、持続可能な経済成長の基盤としての金融システムの再構築や、社会保障、都市再生、地球環境、地方財政といった公共政策上の諸課題の解決に、一刻の猶予も許されない状況にあると言える。

このような問題意識の下、東京大学金融教育研究センターと日本政策投資銀行設備投資研究所は、2008年11月21日に、日本政策投資銀行本店にて、「金融システム・公共政策の課題と展望」と題するシンポジウムを開催し、学界、金融機関等より、各テーマに関係の深い研究者および実務家延べ約70名が参加した。また、シンポジウムの最後に行われたパネルディスカッション「アメリカ発の金融危機と金融業の行方」には、一般のオーディエンス約180名も加わった¹。

シンポジウムでは、花崎正晴（日本政策投資銀行）による開会挨拶の後、8つの研究セッションを行った。植田和男（東京大学）が座長を務めた午前のセッションでは、高山憲之（一橋大学）によるオープニング・レクチャーに続き、小塩隆士（神戸大学）、山崎福寿（上智大学）、内山勝久（日本政策投資銀行）が論文を報告し、植田和男、吉田二郎（東京大学）、祝迫得夫（一橋大学）が指定討論を行った。小川英治（一橋大学）が座長を務めた午後のセッションでは、宮島英昭（早稲田大学）、首藤恵（早稲田大学）、中村純一（日本政策投資銀行）、福田慎一（東京大学）、中里透（上智大学）が論文を報告し、柳川範之（東京大学）、河口真理子（大和総研）、塩路悦朗（一橋大学）、小西秀樹（東京工業大学）が指定討論を行った。最後に、会場を移して行われたパネルディスカッション「アメリカ発の金融危機と金融業の行方」では、深尾光洋（慶應義塾大学・日本経済研究センター）の基調講演に続き、深尾光洋、佐藤隆文（金融庁）、翁百合（日本総合研究所）、荒木幹夫（日本政策投資銀行）が討論を行い、東京大学金融教育研究センター長の貝塚啓明による閉会挨拶により締めくくられた²。

¹ 本シンポジウムの開催にあたっては、共催者として財団法人統計研究会（財政・金融研究委員会金融班）、後援者として財団法人日本経済研究所より、多大なご協力を頂いた。ここに記して感謝申し上げたい。また、活発な議論を通じてシンポジウムに貢献して頂いた全ての参加者の皆様にも厚く御礼申し上げたい。なお、本稿に掲載された報告、講演、ディスカッション等の内容は、全てシンポジウム開催時点（2008年11月21日）までの情報に基づく各参加者の個人的見解であり、各々が所属する組織の公式見解を示すものではない。

² プログラムは巻末を参照。所属、肩書きは全てシンポジウム開催時点のものである。

2. 報告セッションの要約

2. 1 オープニング・レクチャー 年金の現状と今後の課題（一橋大学 高山憲之）

講演要旨

日本国内では年金の記録漏れ、給付漏れが大きな問題となっているが（いわゆる「宙に浮いた年金問題」）、前提となる信頼の崩壊という点で実は金融システムの問題と年金問題には共通性がある。そこで、年金問題の現状とこれまでの対応を概観し、今後追加的に実施すべき対応策について提言する。

2007年に発覚した約5000万件に上る「宙に浮いた年金問題」の原因の一つが、社会保険庁による杜撰な記録管理と不作為にあったことは間違いない。このため、マスメディアを中心に激しい社会保険庁バッシングが行われているが、そこには社保庁職員が真面目に働きさえすれば問題は解決するという根強い錯覚がある。大規模な未払いや不払いは日本の公的年金だけでなく、企業年金や民間の生命保険、また諸外国の公的年金でも同様に発生している。記録漏れの原因の全容を究明することなしに、問題の解決はあり得ない。

発足当初の年金制度では、加入者記録が各制度内で作成されており、制度横断的な個人という発想がなかった。これにより、複数の制度に加入する人が一人で複数の年金番号を保有するという事態が大量発生した。また、厚生年金制度においては1962年に磁気テープによる記録管理を開始した際、漢字からカナへの変換ミスが発生したが、当時は問題への対応が行われず放置された。こうした経緯により、1997年に基礎年金番号が導入されると、約1億の基礎年金番号に対し2億件の宙に浮いた年金が認識された。このため名寄せ調査が開始されたが、加入者からの返信は少なく、2006年6月時点においても5000万件の年金記録が宙に浮いたまま残った、というのが実態である。

記録漏れの原因を整理すれば、①複数の分断された制度が存在し、年金統一番号（基礎年金番号）が長い間整備されなかったこと、②ヒューマン・エラー（本人・事業主・自治体・社保庁）、③エラー修正装置の不全（官僚無謬神話、裁定時主義）、④不十分な外部チェック機能、⑤ガバナンス不足に伴う社会保険庁の機能不全、⑥銀行のシステムトラブルにも見られたように日本の組織に共通した問題である実務の重要性に関する認識不足（ヒト・モノ・カネの投入不足）、といったことが挙げられる。

5000万件の残された記録漏れに対して、時効の撤廃とともにオールジャパンの短期集中決戦とも呼べる対応が取られている。具体的には、企業・地方自治体・金融機関など

への協力要請、台帳との突合せ、加入記録「特別便（名寄せ特別便・全員特別便）」の送付、有効でない回答へのフォローアップなどの対応が実施されている。また原因究明・問題解決のための検証委や第三者委などの各種委員会も設けられている。

今後の課題としては、短期的には、今ある記録漏れ件数を可能な限り減らすことに尽きる。手段としては住基ネットの活用、「ねんきん定期便」の送付、手書き台帳との突合せなどを行うとともに、例外的に未統合記録を公開し、本人に名乗り出てもらうことも選択肢の一つと言える。

一方で、長期的には記録漏れ問題の再発防止につながる制度改革が必要である。具体的には、①エラーの点検・修正のためのバックアップシステムの導入など制度設計における発想の転換、②権力行使型行政からサービス・情報提供型行政への転換と電子政府の実現（社会保障カード構想など）、③情報開示と説明責任の徹底、④利用者の立場に立ったニーズ調査とサービス向上、⑤内的監査や外的モニタリングの強化、⑥苦情処理体制の整備（第三者機関の設置）、などが求められる。

最後に、社会保険庁改革について触れておきたい。政府は 7 月の閣議決定で、年金業務を引き継ぐ日本年金機構について、徹底した人員削減（4 割減）と業務の抜本的な民間委託拡大を基本方針とした。しかし、この方針は政治家の懲罰的な発想を反映したものであり、行政費用・コンプライアンス（納付協力）費用の節約という観点が欠けている。年金保険料徴収業務を日本年金機構から分離し、世界のトレンドでもある年金保険料と税金の一体徴収、もしくは国民健康保険料との一体徴収を、最優先の検討課題とすべきである。

年金制度改革の実務に携わる社保庁職員は多大な批判にさらされているが、彼らを懲らしめるという発想だけでは、モチベーションの低下という弊害ばかりが大きくなる。ミスの原因を一番よく知っているのも社保庁職員なのであり、彼らが胸を張って仕事ができるようにプラスのインセンティブを付与する枠組を作ることも重要な課題である。旧国鉄職員が、JR に組織が変わっただけで見違えるほど良い仕事をするようになったのが何よりの証拠である。

2. 2 2000 年代前半の貧困化傾向と再分配政策（神戸大学 小塩隆士）

報告要旨³

従来の所得格差や貧困を巡る様々な議論は、主に 2000 年以前のデータを根拠としていた。それに対し本報告では、2000 年代前半における「国民生活基礎調査」のマイクロデータを使用して、日本の所得格差や貧困に関する最新の状況を展望した。

2000 年代の日本の世帯所得の変化に関する特徴を挙げると、まず全年齢階級に共通して平均所得が大幅に減少している。他方で 1990 年代に拡大傾向にあった所得格差は、ジニ係数など代表的指標のいずれで見ても 2000 年を境に縮小傾向にある。二つの変化は、低所得世帯の増加により社会全体として貧困化が進んだことを示唆しており、所得分布の統計的観察もそのことを裏付けている。所得が貧困線（中位所得の 50%点）を下回る世帯の占める比率である貧困率を見ると、貧困線自体が下方シフトしているため、通常の貧困率（相対的貧困率）にはあまり変化がない。しかし、貧困線の位置を 1995 年水準で固定して計算した絶対的貧困率には、大幅な悪化が見られる。以上の事実から、2000 年代前半における日本の所得分布に相応しいキーワードは、「格差」より「貧困化」であったと言える。

ただし、平均所得減少と格差縮小の同時進行の是非は、効率性と公平性のトレードオフを踏まえて評価しなければならない。そこで 1997 年と 2003 年の二時点間の社会的厚生の変化を計測したところ、格差縮小によるプラス効果は平均所得減少によるマイナス効果の 3~4 割に過ぎず、厚生水準はネットで少なくとも 2 割程度低下したことがわかった。なお、この時期、所得分配の二極分化の程度を表す「極化」指標に有意な変化はなく、「勝ち組」「負け組」といった現象も統計的には観察されない。

こうした所得分布を巡る変化の中で、税・社会保障など現状の再分配政策の効果を 1997 年と 2003 年の二時点間で比較したところ、2003 年の方が格差縮小・貧困軽減効果の向上が観察された。ただし、その大部分は若年・中年層から高齢層への所得移転を通じた高齢層の格差縮小によるものであり、同一年齢階層内での再分配による格差縮小は限定的で、若年層での貧困軽減もほとんど見られない。

討論者からのコメント（東京大学 植田和男）

- ・ 報告の結論については同意するが既知の内容も多い。より広い視点での展開を望む。

³ 詳細は、小塩・浦川（2008）を参照。

- ・ 他の指標でも格差拡大が観察されないことを強調し、現在の日本社会の格差拡大に対する必要以上の懸念を払拭できれば、国民全体の幸福度向上につながるのではないかと。
- ・ 特に単身世帯の格差指標が低下している事実は、貧困問題との関係上、より詳細に分析する必要があると思われる。
- ・ アメリカでは所得上位 0.1% 層の総所得に占める割合が 1990 年代から急上昇し、所得上位層と中位・下位層の賃金格差の拡大が顕著であるが、日本ではまだその傾向は見られない。アメリカの格差拡大の背景として、IT など高技能労働に補完的な技術進歩（偏向的技術進歩）の影響が指摘されているが、日本でも同様の影響はないのだろうか。
- ・ 報告で使用している国民生活基礎調査はサンプルが低所得世帯に偏っている特性を持つことが知られている。他の統計データからは実質賃金の下落傾向は観察されておらず、貧困化の進行を指摘するには注意が必要だ。
- ・ 再分配政策の評価についても全体的には同意する。ただし、正確な評価のためには何らかの形で生涯所得の概念を導入する必要があると思われる。
- ・ 近年の若年層における非正規労働の急増が所得分配にどのような影響を与えているのか関心がある。

フロアからのコメント

- ・ 賃金のみを対象とするのか、資本所得も含めるのかなど所得の定義を明確化した上で議論した方がよいのではないかと。国民経済計算における雇用者報酬は 2000 年代では横ばいだが国民所得そのものはプラスの成長を続けており、さらにキャピタルゲインを含めると必ずしも所得の減少傾向は見られないのではないかと。
- ・ 地域間の格差拡大について考えると、2000 年代に地方の公共事業が大幅に削減されたことで幸福度の意味で大きなマイナスの影響を与えているのではないかと。

報告者からのリプライ

- ・ 格差に対する意識と統計的事実のギャップは、貧困に陥るリスクの現実化や将来所得の減少に対する全体的な不安によって、近隣家計との収入差や社会全体の貧困化に対する関心が増していることの影響ではないかと推測される。
- ・ IT デバイドなど技術革新の所得格差への影響について日本での実証分析はまだ不十分である。今回のデータでは考察できないので今後の検討課題とする。

- ・ 国民生活基礎調査の統計的性格については指摘された通りであり、結果については慎重な解釈が必要であると再認識している。
- ・ 所得再分配の評価について、年齢階層内の変化と年齢階層間の変化という二分法についてはより注意深い分析が必要であると認識している。
- ・ 現在入手可能な範囲のデータで生涯所得のパネルデータを構築するのは困難であるが、厚生年金の報酬比例部分に関するデータが活用できれば生涯所得について所得格差の推計が可能となると考えている。
- ・ 非正規労働増加の影響に関しては、今回使用した国民生活基礎調査でも利用可能な質問項目があり、今後の検討課題としたい。
- ・ 所得の定義について、この報告のデータでは賃金以外の所得も含んでいるが、資本所得の把握に関して不十分であることは否めない。
- ・ 地域間の格差拡大については都道府県別の GDP などのデータからも観察されるものであり、家計ベースの格差とも絡めて検討すべき課題であると思われる。

2. 3 マンション開発と住環境問題－プット・オプション履行義務付き開発許可制度の提案－（上智大学 山崎福寿）

報告要旨⁴

近年、各地でマンション開発に伴って、開発業者と地域住民との間で日影や景観を巡る紛争が頻発している。その背景には、不動産が緊密化した都市における外部不経済を開発業者が内部化しないことによる（社会的な観点から見た）過大投資の問題がある。ただしこの種の問題は、交渉費用が十分に小さく既存の権利内容とその帰属主体が明確であれば、当事者間の私的交渉によって解決可能であることが知られている（コースの定理）。

この点で、現行の都市計画・建築規制は、私的交渉による調整を許さない硬直的なもので、都市環境や建築技術の変化にも対応できておらず、効率的な土地利用を損なうばかりか、本来の目的である良好な住環境保護という観点からも機能していない。しかし、住環境権や景観権といった新しい権利概念は法制度上の位置づけが明確でなく補償価格に関する立証・合意が困難なことや、開発計画が公表された時点で地価が下落してしまう結果、住民にとって損失回避のため住宅を売却して転居するという選択肢が存在しないという問題もあり、市場とコース的な交渉のみによる単純な問題解決は不可能であるという意味で、何らかの規制が必要なことも事実である。

そこで本報告では、経済学的な観点から、従来と全く異なる規制の方向を提案する。その方策は、①用途地域や容積率規制など権利調整や開発制限を目的とする規制は原則全廃、②周辺住民に対し保有不動産を開発主体に売却するプット・オプションを与え、開発主体にその行使を受け入れる義務を課す、③権利行使した住民には売却資産を権利行使時点の市場価格で買い戻す権利を与える、というものである。

この制度のもとでは、仮に周辺住宅地の市場価格を下落させるような開発が行われた場合には、プット・オプションが行使され価格低下分の損失は開発業者が負うため、外部性が内部化される。住民にとっては地価下落による損失を回避する選択肢が得られること、社会的には市場メカニズムの利点を活かした効率的な開発や紛争の未然解決が可能になること、開発業者にとっては開発妨害などを目的とした地権者との交渉から解放されるとともに上記③により転居費用は実際には負担せずに済むこと、などのメリットが存在する。さらに、ピグー税との比較では、権利行使価格さえ定めればよいため、実施に必要な情報が圧倒的に少ないという利点もあり、極めて有効性の高い規制方法であると考えられる。

⁴ 詳細は、瀬下・山崎（2008）を参照。

討論者からのコメント（東京大学 吉田二郎）

- ・ 本報告の議論では、開発による外部効果が地価に反映されるための暗黙の仮定として①同質な住民、②転居のコストなし、③外部性の及ぶ対象地域が小さい、という状況を想定しているが、実際には妥当と言えるだろうか。
- ・ 不動産価格評価の立証可能性を仮定しているが、個々の住宅価格の変化について「任意の時点で契約の双方が合意し、紛争時には裁判所に立証できるような地価」というものは存在しないのではないか。また、プット・オプションの権利行使価格を設定するための「基準時点」の設定についても、例えば開発業者がその時点より前に意図的に悪い風評を流す可能性などを考慮すると注意が必要ではないか。
- ・ 外部不経済のみが議論されているが、正の外部性を持つ開発の存在も考慮する必要があるのではないか。例えば、負の外部性をもたらす開発と正の外部性をもたらす開発が同時期に行われる場合、前者を行う開発業者は後者の開発のおかげで損失を免れるが、後者はその正の効果を内部化できないため、本報告の制度のもとでは正の外部性を積極的に生み出すインセンティブが欠落しているのではないか。
- ・ この点を解決するためには、プット・オプションではなく、開発の正の外部効果による利益についても業者が獲得できるような「先渡し契約」の方が有用ではないか。

フロアからのコメント

- ・ 例えば汐留に建設されたビルが東京湾からの風を遮りヒートアイランド現象の一因となったことなど、開発の影響が広域に及ぶ場合にはオプションを付与する住民の範囲が確定できないのではないか。また、住民も遠方での開発の影響を評価することは難しいのではないか。
- ・ 地価の決定には、周辺地域の状況のみならず、マクロ経済全般の要因や鉄道新設など個別の開発計画とは直接的な関係のない要因も影響するため、個別の開発の影響を峻別することは難しいのではないか。

報告者からのリプライ

- ・ 外部効果が地価に反映されるための仮定が全て満たされていないとしても、現行の規制よりは本報告の提案の方がより効率的だと考えている。
- ・ 権利行使価格の基準時点の設定は、指摘の通り実際の運用上は非常にデリケートな問題になるだろう。

- ・ 正の外部性をもたらすような開発が行われる場合には、開発業者が既にその土地を買い上げている場合が多いので、分析上は想定する必要はないと考える。本報告の問題意識は、周辺住民が一方的に負の外部性を被る問題の方が深刻である、というものである。
- ・ 広域的な開発の影響が及ぶ範囲については、都市計画などに線引きの役割が求められるが、原則としてはその範囲の全ての住民にプット・オプションを付与すれば問題はないと考えている。住民が影響を評価する必要はなく、地価を見て判断すればよい。
- ・ 地価に影響するマクロ経済などの要因については、適切なヘドニック法によって対応できるであろう、という研究成果がある。

2. 4 環境配慮活動と企業価値－環境格付け融資事例による分析－（日本政策投資銀行 内山勝久）

報告要旨⁵

企業が環境配慮活動を行うのは、企業経営にとって環境リスク管理の重要性が高まっていることを反映したものである。近年では利潤機会の追求に加えてリスク管理が企業価値の構成要素となっている。その意味で環境配慮活動は、単なる社会貢献としての位置づけから、企業活動の一部になりつつある。しかし、企業の環境配慮活動を市場が評価しているか否かは必ずしも明らかではない。本報告では日本政策投資銀行の環境格付け融資事例に関する公表データを用いて企業価値の変化を検証した。

まず、短期的な効果を見るためにイベントスタディの手法を用いて分析した。全サンプルを用いて検証したところ、株式の累積異常収益率はイベント日から 11 営業日以降に有意な正値を示した。ところで融資制度の性質から、得られた累積異常収益率が環境面の効果か低利融資の効果か識別が難しいという側面がある。これに対処するために融資を伴わず環境面だけの要素が強い事例を用いた検証もあわせて行い、両者を比較した。その結果、両者に大きな差はないことが確認されたことから、正の累積異常収益率は概ね環境面からの影響である可能性が示唆された。ただし、市場の反応は緩慢であり、解釈が難しい。

次に、中長期的な効果を見るためにサンプル企業の財務データを用いて分析した。環境に配慮するから企業価値が高いのか、企業価値が高いから環境に配慮する余裕があるのかという内生性の問題に対処するために、第一段階でプロビットモデルにより企業が環境格付け融資を選択する確率を推定し、第二段階で推定された選択確率と企業価値の変化との関係を検証する手法を用いた。プールしたデータとパネルデータによる推定を行った結果、環境格付け融資の選択確率が高い企業は企業価値が高いことが確認された。すなわち、環境格付け融資は中長期的にも企業価値を高める可能性があることが示唆された。ただし、前述の識別の問題などデータや推定上の問題もあることから、得られた結果については幅をもって見る必要があり、解釈にも十分な留意が必要である。

討論者からのコメント（一橋大学 祝迫得夫）

- ・ 環境格付け融資が環境 SRI の一種であり、企業は株主のものとすると、従来の投資基準では反映されていなかった株主（投資家）の選好を SRI という手段で反映させるという意味を持つ。従って、短期、長期にかかわらずリターンで評価すればよいのでは

⁵ 詳細は、内山（2008）を参照。

ないか。つまり、企業価値は株主（投資家）の投資基準によって決まるのであって、この意味で DBJ が環境格付け融資を行うことの妥当性は著者が強調するほど明白ではないと思われる。

- ・ イベントスタディにおいて、累積異常リターンが 11 営業日以降になると統計的に有意になることの説明が説得的ではない。イベント期間をもっと長期間に設定して検証した方がよいのではないか。また、異常リターンの計算にあたってはマーケットのインデックスを使っているが、ファイナンスの実証研究でよく使われる Fama-French ファクターを代替的なベンチマークとして使ってもよいのではないか。
- ・ パネル分析に関しては、被説明変数である企業価値の尺度としてトービンの q を採用しているが、ROA や ROE 等の収益率の指標を使った方がいいのではないか。マクロ経済学的に考えてトービンの q を使ってもよいが、使うのであれば、各年の数値は変動が大きいので適切ではなく、数年間の平均値などのような長期的な数値を使用すべきである。

フロアからのコメント

- ・ （討論者のコメントへのコメント）環境分野の研究者の視点からすると、「企業は株主のもの」ではなく、様々なステークホルダーが関係するので、討論者の考え方には違和感を覚える。市場メカニズムによって株主（投資家）が適切に企業価値を判断するという考え方は、必ずしも適切でないと思われる。
- ・ イベントから得られる情報として、負債の調達がついたという側面もある。こうした点に対処するために、環境格付け融資ではなく、ノーマルな融資の効果も検証し両者を比較する必要があるのではないか。
- ・ イベントスタディでは 11 営業日以降に有意な結果が表れているが、これはイベント期間をたまたま長くとしたことによる結果に過ぎないのであって、例えばイベント期間を 10 営業日としたら効果なしという結論になったとは考えられないか。

報告者からのリプライ

- ・ 討論者からのコメントに関しては次の通り。まず、SRI は基本的には上場企業を対象にしており、ある程度市場による評価が行われている。本報告においてもデータの制約から上場企業に限定した分析を行っているが、環境格付け融資の本来の目的は SRI の概念を融資というツールにより中堅企業にまで拡張することであり、DBJ が環境格付け

融資を行うことの意味が不明瞭との批判は当たらないと考える。パネル分析に関しては ROA や ROE の採用を特段排除しているわけではない。これらは財務的なパフォーマンスを見る上で必要。ここでは q により市場的なパフォーマンスをまず計測しただけ。収益性の指標に加え安定性や成長性なども検証する必要がある、これらは今後の課題としたい。

- ・ 討論者およびフロアからのコメントに関しては次の通り。イベントスタディのイベント期間の設定については明確な基準は存在しない。従ってどうしても恣意性が入ってしまう。長めに設定すると色々なノイズが混入することにならないかという懸念もある。先行研究を踏まえてもう少し検討したい。Fama-French ファクターについても今後検討してみたい。環境格付け融資の環境面だけの効果を見るために、ノーマルな融資の事例を比較の対象とするのが望ましいのは問題点として認識しているが、こうした融資事例を収集するのは実際問題として大変困難である。

2. 5 どのような企業が M&A を選択するのか：企業統治と組織構造（早稲田大学 宮島英昭）

報告要旨⁶

1990 年代末からの日本の M&A ブームの重要な特徴は、企業が M&A を成長戦略の一部として位置づけた点と、M&A が成熟企業の事業再組織化・事業ポートフォリオ組み換えのツールとして利用され始めた点にある。本報告ではこの M&A ブームにおいて、いかなる企業が M&A を選択したのかについて、企業の統治構造や組織構造の差に焦点を当てて分析した。

日本の M&A 市場は、持株会社解禁（1997 年）、企業結合法制（1999 年）などの制度的変化を背景に、1999 年頃から IN-IN 型主体にブームとなり、2006 年に 2775 件、約 15 兆円とピークを迎えた後、高水準で推移している。1999～2001 年には国内企業間の大型統合（メガバンク誕生など）が、2002～2004 年には産業再編が一服し成長戦略としての買収案件が、2004 年以降は成熟産業の企業が海外有力企業を買収する IN-OUT 型の M&A が、それぞれ牽引役となった。また、M&A の増加は特定産業に集中して起きた。上場企業一社当たりの M&A 件数を「M&A 比率」と定義すると、情報通信、流通、サービスは件数も M&A 比率も多く、紙・パルプ、ガラス・土石など成熟産業では、件数は少ないが M&A 比率で見れば多い。

こうした M&A ブームの決定要因を、1995～2004 年のデータをもとに、収益性、売上高、株価の変動、金融的要因などから分析した結果、正のショックとしては現在の収益性より将来の成長性の影響が強いこと、売上高の減少や株価の変動など負のショックの役割が大ききこと、金融的要因の作用は小さいことが確認された。

M&A に積極的な企業の特性については、今日の M&A ブームのピークに当たる 2005～2007 年の東証一部・二部上場の非金融法人のデータを対象に、成長機会（トービンの q ）や事業リスクの大きさを考慮しつつ、金融的側面（企業の現金保有）、企業統治構造、株式保有構造、取締役会の構成、組織構造（持株会社か否か）に注目した。当期に買収主体となったか否かを質的従属変数とする推計の結果、①成長機会の大きい企業ほど、②本来リスクの高い企業ほど、③現金保有が多い企業ほど M&A に積極的であるほか、④企業統治構造に関しては、機関投資家の株式保有率の高い企業は M&A に積極的、内部者から成る取締役会を有する企業は M&A に消極的、安定株主の多い企業は M&A に消極的、⑤組織構造に関しては、持株会社を選択する企業は M&A に積極的、といった点が明らかになった。

⁶ 詳細は、蟻川・宮島（2008）を参照。

持株会社の M&A の促進効果は大きく、また、持株会社の採用が多い産業は M&A が集中した産業とも一致する。どのような企業が持株会社を選択するのかを考察するのが今後重要な課題である。

討論者からのコメント（東京大学 柳川範之）

- ・ 分析結果のうち、特に、M&A に対し企業統治構造の違いが有意に影響していること、持株会社形態の影響が極めて大きいことは興味深い点である。
- ・ 日本企業の意思決定において、M&A が設備投資の完全代替でなく差別化があるとしたら、いかなる要件の下で設備投資でなく M&A を選択するのか、今後実証できるとよい。
- ・ 論文でも指摘されているように、推計モデルにおける内生性の問題は気になるところ。例えば、M&A とキャッシュとの因果関係（M&A に備えてキャッシュを持っていた可能性）、M&A と外国人持株比率との因果関係（先進的な特性が外国人投資家を引きつけた可能性）、をもう少し厳密に検証できるとよい。
- ・ M&A が企業業績を向上させるかについても、今後実証分析できれば面白い。ただし、事後的なパフォーマンスの評価は難しい問題を含む。パフォーマンスが悪かったとしても、それが事前の期待値も悪い非効率な M&A だったのか、期待値は悪くなかったが、運悪く失敗したのか、識別が難しい。

フロアからのコメント

- ・ 資金制約の影響を捉えるために説明変数として現金保有（ネットキャッシュ）を使っているが、もし、銀行や資本市場によいアクセスがあり、随時資金調達が可能状態ならば、むしろキャッシュの量は減らしている可能性もある。頑健性テストとして、借入額対時価総額比率のような変数で試したらどうか。
- ・ 今回の報告は acquirer 側の分析であるが、target 側からの分析ではどのような結果が出ているのか。
- ・ M&A は、経営者の役得消費（perquisite）の一つとして捉えられる部分もあるので、事後的なパフォーマンスとのセットで評価すれば、実証としてよりよいものになる。
- ・ 説明変数はほとんどが時間を通じて変化のない変数だが、変化のある変数を入れてみて、M&A を行ったきっかけがわかるとよりよい。
- ・ ネットキャッシュを「流動資産マイナス流動負債」と定義しているが、流動資産には様々なものが含まれており、キャッシュと解釈することが妥当と言えるだろうか。

- ・ 社内取締役比率の影響がマイナスであるということは、社外取締役比率はプラスである、と理解してよいのか。

報告者からのリプライ

- ・ M&A と設備投資との代替性は意識しており、代替というより補完の関係にある、という実証結果を得たこともあるが、まだ理論的にも深まっておらず、今回は除いた。水平 M&A、非水平 M&A それぞれにおける代替関係の有無を今後検討していきたい。
- ・ M&A とパフォーマンスとの関係については、acquirer 側からの分析は、小規模な買収の場合は難しいため、現在、上位 50 案件程度のサンプルで推計することを検討中。
- ・ M&A とキャッシュとの関係については、統計的にキャッシュの保有が M&A の条件になっていることは事実だが、ご指摘の通り慎重に考える必要がある。
- ・ target 企業側からの分析には取り組んでいるところ。target 側の M&A の選択に対する企業統治構造の影響が明らかにできると考える。

2. 6 企業の社会的責任(CSR)とコーポレート・ガバナンスー非財務情報開示 とステークホルダー・コミュニケーションー (早稲田大学 首藤 恵)

報告要旨⁷

企業の社会的責任 (Corporate Social Responsibility : CSR) への関心は日本でも急速に広がってきたが、実践とのギャップが存在している。CSR 活動を促進するには、ガバナンスの枠組で CSR 活動を捉え、企業に具体的な行動指針を提供するとともに、CSR 活動と経営パフォーマンスとの関係に注目し、実践する際の評価基準を与えることが重要である。本報告は、精度の高い CSR データを利用し、CSR 活動と企業の経営パフォーマンスとの関係を定量的に検証し、有効な CSR 戦略の検討材料とするものである。サンプルは、2001～2005 年の 5 年間の財務データが完備した上場企業であり、①総合的に見た CSR の取り組み姿勢、②CSR 活動のガバナンスの側面から見た内容ー内部ガバナンス (組織内部の機関設定と自己規律) と外部ガバナンス (経営および CSR 理念・方針といった非財務情報の開示、ステークホルダーへの働きかけ (消費者、取引先、従業員、環境への対応)) ー、③社会貢献 (経営理念での言及、社員のボランティア活動の支援等)、の三つの観点から、CSR 活動と企業パフォーマンスとの関係を分析した。CSR データには、2006 年のアンケート調査 (全上場企業 3600 社中 324 社から回答) を非回答企業も含めて利用し、企業パフォーマンスには、収益性、安定性 (リスク)、成長性、市場評価、といった多面的な指標を用いた。

分析結果の含意を要約すれば、次の通りである。①CSR 活動は企業規模や産業特性などと密接に関係しており、それを考慮しない一律な CSR の要請と評価は企業への負荷を高める。企業は、経営戦略として CSR 活動の優先順位を検討すべきである。②企業規模や産業特性を考慮してもなお、CSR 活動に対する市場評価や社会的評価に敏感な企業は、一般に企業パフォーマンスが高いと言える。③非財務情報の開示とステークホルダーへの働きかけを重視している企業の市場評価は安定している。④すなわちステークホルダーに対する積極的な情報発信・収集活動や説明責任の履行など、CSR 活動の情動的側面が企業の経済的パフォーマンスと社会的パフォーマンスを両立させるために重要であると考えられる。

討論者からのコメント (大和総研 河口真理子)

- ・ 現下の地球環境悪化の実態がどのくらい深刻かという認識の違いが、CSR 活動や SRI に対する温度差・理解度の違いを生み出している。
- ・ 金融業界は直接の環境負荷が小さいことを理由に、全般的に環境問題に対する感度が低

⁷ 詳細は、首藤・竹原 (2008a、2008b) を参照。

い。よって製造業などが環境経営に熱心に取り組む経営的理由を把握しきれず、環境や CSR への取り組みを投資の評価に加える SRI の価値を低く評価しがちである。

- ・ SRI は、かつて倫理観に基づく投資行動であった（社会的責任投資：Socially Responsible Investment）。しかし 1990 年代後半以降は、SRI はメインストリームの機関投資家が行う ESG（環境・社会・ガバナンス）の長期的な影響を考慮した投資（Sustainable & Responsible Investment）を意味するようになった。その背景には、地球環境問題、児童労働などに危機意識を持つ人が増え、そうした社会の変化を受けて CSR 活動、特に環境、労働が企業の生き残りのためのビジネス戦略として明確に意識されるようになったことがある。
- ・ 定性的には、ESG が企業価値に影響を与えるということは理解され、経営の質の判断材料となっている。しかし定量的な影響の大きさや、短期的な評価については研究の蓄積が十分でない分野である。この点で、今回の研究は包括的・多面的に日本企業の CSR と企業価値との関係を分析した先駆的な実証研究と言える。
- ・ 個別の論点としては、従業員への対応に関しては市場評価との関連性が見られず、環境への対応については企業パフォーマンスとの間にトレードオフがあり、他の側面と異なる結果となっている。環境・労働面の対応を他の側面と同じくステークホルダー・コミュニケーションの有無で評価しているが、環境負荷はコスト・売上の変動要因であり、労働（女性の活用、役員のダイバーシティなど）は生産性に直結するので、財務データなど企業の経営パフォーマンスの情報を使った分析を検討する必要があると思われる。
- ・ また、CSR 活動の効果は長期にわたって発現するものであり、短期的には財務データに表れて来ない部分を「ブランド価値」の変化として捉えようとする研究が外国では増えているので、そうした方向での研究の進展も期待したい。

フロアからのコメント

- ・ 分析に用いた CSR 活動に関するデータソースはアンケート調査であり、いわば自己申告に基づくものだが、本来は外部からの客観的な評価の方が望ましいのではないかと。

報告者からのリプライ

- ・ 環境・労働に関する CSR 活動と企業パフォーマンスとの関係がポジティブに出なかったことに関しては、指摘のあった役員のダイバーシティ等、今回の分析のデータソースとしたアンケート調査には含まれていなかった、もう少し詳細な個別の問題に対する分

析が必要だと考える。

- 「ブランド価値」を捉えようとすることの重要性は否定しないが、日本企業の場合、ブランド戦略を情報操作と誤解しているような面があり、分析に用いるには極めて慎重な検討が必要であると考えている。
- ご指摘の通り CSR 活動の情報は自己申告でなく外部からの評価データが本来は望ましいが、現状では入手が困難。ただ、最近は CSR ランキング評価を企業が積極的に取得しようとする動きがあるので、今後の検討課題としたい。

2. 7 いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか（日本政策投資銀行 中村純一・東京大学 福田慎一）

報告要旨⁸

「失われた 10 年」の日本経済に関し、経営再建の見込みが乏しい、いわゆる「ゾンビ企業」を存続させたことが、経済の回復を遅らせた主因の一つであると指摘されている。しかし、かつて「ゾンビ企業」と呼ばれ、結果的に破綻や上場廃止に追い込まれた企業はごくわずかであり、存続した「ゾンビ企業」の大半は近年業績を大きく改善させている。

そこで 1995～2004 年度の東証一部・二部上場企業の財務データをもとに、先行研究の手法を修正して各年における「ゾンビ企業」を識別した上で、それらがいかなる要因で「非ゾンビ企業」になったかを、多項ロジット・モデルで推計した。

推計結果から、健全企業への復活に関しては、マクロ経済環境の改善に加え、リストラと金融支援の両要因がいずれも寄与したことがわかった。しかし、企業のリストラ効果や金融支援がもたらした効果は常にプラスではなく、やり方によっては逆効果の場合も数多く存在した。リストラに関しては、従業員、有形固定資産の削減がともに有効であるが、優良資産の切り売りでは復活できず、不良資産の整理が有効であった。金融支援においては、思い切った債務免除のみが有効で、小出しの債務免除は逆に復活を妨げる傾向にあった。また、長い間「ゾンビ企業」であった企業ほど、復活する確率は低かった。

以上の結果から、日本経済が回復する過程で、幸運な外的要因だけでなく、企業の経営努力や経済政策の在り方が、「ゾンビ企業」の復活に効果的であったと言える。また復活には、問題の先送りになるような後ろ向きの改革ではなく、より収益性を高めることを見据えたメリハリをつけた改革が必要であったことも示唆されている。

討論者からのコメント（一橋大学 塩路悦朗）

- ・ データセットからその年に「ゾンビ」であった企業のみを取り出して推定を行うのはサンプル選択バイアスの懸念があり、バイアスを修正する推定方法を用いる必要がある。
- ・ 分析の趣旨からすれば、ゾンビの判定を毎年行うのではなく、長期平均的な動きを見るようにした方が良いのではないか。例えば、サンプル期間を前半・後半に分割し、前半にゾンビ度が高かった企業群が後半に健全になったかどうかの決定要因を、サンプルの内生性を考慮しながら分析することが考えられる。

⁸ 詳細は、中村・福田（2008a、2008b）を参照。報告は、2008b に基づく。

- ・ 論文中の「債務超過の企業に存続価値があるかどうかはフォワード・ルッキングな基準に依存」という主張について、もし企業が債務超過になっても存続を認められるのであれば、経営努力を怠るようになってしまわないのか。
- ・ 実証分析から得られた教訓は早期処理の重要性にあると理解しているが、論文の結論部にある「ハードランディング路線の是非、DCF 法云々」という主張は、分析結果との関係が明確でなく、唐突な印象を受けた。
- ・ 確かに多くの「ゾンビ企業」は健全化しており、実はゾンビではなかったというのが論文の主張だが、それは外的条件が良い方に転んだ幸運のお陰であったかも知れない。株価で簡単なチェックはしているが、外的条件が良い時しか生き残れない企業は、やはりゾンビだったと見なすべきではないのか。
- ・ 銀行の追い貸しによってゾンビ企業の再生に時間がかかっていたとすれば、それはやはり資源配分のロスではないか。
- ・ 一部のゾンビ企業が処理されたから同業の他のゾンビ企業は息をつくことができた、という面はないか。
- ・ 再生型法的整理もゾンビ企業再生の手段として積極的に位置づけるべきではないか。

フロアからのコメント

- ・ デュレーション・モデルを推計すれば、早期処理の効果をより明示的に測定できる。
- ・ ゾンビ企業の存在が問題になった時期には、メインバンクによる再建（私的整理）が疑問視され、代替的なメカニズムとして法的整理や M&A の有効性が議論された。債務免除で再生できた企業と上場廃止企業について、より立ち入った比較分析を期待したい。
- ・ 次のステップとして、いかなる企業／銀行が、いかなる条件の下であれば、損失の早期確定／債務免除ができるのか、といった点の解明も期待したい。

報告者からのリプライ

- ・ 推定方法に関するいくつかのコメントについては、今後の検討課題としたい。
- ・ 「フォワード・ルッキングな基準」がソフト・バジェットにつながったかどうかは、なぜ「ゾンビ企業」になったかという分析によって検証すべき問題だと考える。
- ・ 「ハードランディング路線の是非、DCF 法云々」の部分は、多少言葉足らずかも知れないが、当時の論調であった「当該時点で入手可能な外部情報のみに基づく厳密な清

算主義」が、「フォワード・ルッキングな基準」と相容れない面があることを指摘しようとしたもので、早期処理が重要であるという含意と矛盾はないと考えている。

- 幸運だけで生き残っているような企業は、確かにゾンビと見なされても仕方がない。ただし、復活後の株価による検証結果が示唆するように、外的条件が良い時の「良い」の基準をかなり厳しく見ても、そのような企業数はかつて主張されていたよりも大幅に少ないというのが、本報告の発見の一つである。
- 追い貸しと資源配分の効率性に関しては、本報告の指標では追い貸しを受けている限り「ゾンビ企業」にとどまるため、コメントと同様、分析結果は漫然と追い貸しを続けることの非効率性を示している。
- ゾンビ企業の処理が同業の他のゾンビ企業を助けたという側面があることは、一部の業種では否定はできないが、メジャーなものではないと考えている。
- 法的整理や M&A など代替的なメカニズムについては、直接検証することは今後の検討課題としたいが、そうした選択肢が用意されたことがプレッシャーとなって銀行主導の再生も加速したことを指摘しておきたい。

2. 8 夕張ショックと地方債市場（上智大学 中里 透）

報告要旨⁹

近年の金融・資本市場における新たな展開の一つとして、財投改革に伴う自治体の資金調達の変化と地方債市場の自由化を背景とした地方債市場の拡大（クレジット市場における地方債の比重の高まり）が指摘される。地方債市場の拡大は、自治体の財政運営において、市場を通じた規律づけの役割が重要性を増していく可能性があることを意味する。

この点で、2006 年 6 月、市場公募債発行団体ではない夕張市による財政再建団体の指定申請の意向表明を機に、地方債市場において流通利回りが上昇し、銘柄間の利回り格差が拡大したこと（いわゆる「夕張ショック」）は興味深いエピソードである。その背景には、再生型破綻法制の整備や新発地方債に対する交付税措置の全廃が議論されるなど、地方債の発行を支えてきた信用補完スキームが近い将来に見直されるのではないかと、という見方の広まりがあった。

そこで市場公募地方債発行 24 団体を対象に、夕張ショックの前後である 2005 年 9 月末および 2006 年 9 月末の二時点における流通利回りの対国債スプレッドを、格付けや各自治体の債務残高など財政指標で説明する回帰モデルを推計した。その結果、①AA 格と AA マイナス格の地方債の間には 2005 年で 2～3bps 程度、2006 年で 9～14bps 程度のスプレッド格差が生じていたこと、②両期間中における各自治体のファンダメンタルズの変化を考慮してもなお、夕張ショック後に地方債スプレッドの全般的な上昇と銘柄間のスプレッド格差の拡大が生じたことが確認される。

この実証結果は、地方債の利回りが自治体の信用力に応じて形成され始めたことを示唆しており、今後仮に債務調整の導入など信用補完スキームが見直された場合、地方債スプレッドの全般的な上昇と格差の拡大が生じることが予想される。自治体の資金調達コストは上昇する半面、財政状況に応じて地方債のスプレッドが速やかに調整される点、自治体の財政運営に適切な規律づけをもたらすメリットもある。特に、夕張市の財政破綻の一因となった過大投資や不適切な不動産取引に対し、議会や金融機関によるモニタリングが機能しなかったことを考慮すると、地方債市場による規律づけは新たな再生法制における早期是正措置を補完するものと言える。債務調整の導入を巡る議論においては、これらの点も考慮に入れてその是非を判断することが必要である。

⁹ 詳細は、中里（2008）を参照。

討論者からのコメント（東京工業大学 小西秀樹）

- ・ 地方自治体の再生型破綻法制などが議論されているが、課税権や支出権限において国が依然として多くの制約を課している以上、誠実な財政運営をしている自治体に対しては国が責任を持って財源を保障すべきである、という主張にも一定の根拠はある。
- ・ データを見ると、AA マイナス格の 5 自治体（北海道、大阪府、兵庫県、大阪市、神戸市）の地方債スプレッドの上昇が突出している。推計結果はこれら 5 自治体の影響を強く受けているのではないか。また 2008 年には、これら 5 自治体以外のスプレッドの平均からの乖離は一段と拡大しているが、この点についてはどのように解釈するのか。
- ・ 地方債の利回りには、自治体の破綻に関わる信用リスクのプレミアムのみではなく、転売しにくいことを反映した流動性リスクのプレミアムも含まれている。信用リスクのプレミアム分のみを何らかの方法によって峻別すべきではないか。
- ・ 個別銘柄の格付けを自治体のファンダメンタルズの代理変数として用いているが、格付けは連続的に変化しないため、係数の変化が過大推計される虞がある。先行研究にならって格付けを他のファンダメンタルズで回帰して得られた残差を用いてはどうか。

フロアからのコメント

- ・ 地方債の利回りには、地方自治体の財政状況のみならず、信用市場全体の環境要因も影響しているのではないか。
- ・ 推計対象の二期間の間で、夕張ショックを受けて格付け機関の審査が厳しくなるなどの要因によりデータの観測誤差が変化したと考えると、推計された係数にはバイアスが含まれる虞はないか。
- ・ 地方財政における債務調整とは具体的にどのような形態をとるのか。
- ・ スプレッドの変化を二時点だけで比較しているが、スプレッドが趨勢的に上昇しているのか、あるいは特定の日に急激に上昇したのかでは異なる分析が必要ではないか。

報告者からのリプライ

- ・ 2008 年にスプレッド格差が拡大していることについては、地方債の問題というよりは信用市場全体の要因が作用していると考えられる。
- ・ 信用リスクのプレミアムと流動性リスクのプレミアムの判別については、地方債の CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）市場などが整備されれば可能になるだろう。

- ・ 格付けをファンダメンタルズの代理変数として利用することの問題点は指摘の通りだが、先行研究に比べて本報告のサンプルでは格付けの違いがさほど大きくない（AA マイナスと AAA の範囲に収まる）という難点があり、単純に適用することは難しい。
- ・ 信用市場全体の要因をコントロールすべき、という提案は有用であり、今後の課題として取り組みたい。
- ・ 地方債の格付けは直近では頻繁な変更が行われているが、サンプル期間ではさほど変更されていないため、観測誤差の違いは生じていないと考えるのは妥当であろう。
- ・ 債務調整の手段は金利の減免などであるが、夕張市の場合には民間金融機関からの融資を北海道が事実上肩代わりした。具体的な制度は未定であり、今後整備される。
- ・ スプレッドの変化は夕張ショックの半年ほど前から少しずつ起きており、ショックの直後にはもちろん急上昇したが、その後は徐々に下がってきている。

参考文献

- 蟻川靖浩・宮島英昭（2008）、「どのような企業が M&A を選択するのか：企業統治と組織構造」『一橋ビジネスレビュー』Vol.56 No.3、一橋大学イノベーション研究センター、pp.74-91
- 内山勝久（2008）、「環境配慮活動と企業価値－環境格付け融資事例による分析－」RCGW Discussion Paper No.36、日本政策投資銀行設備投資研究所
- 小塩隆士・浦川邦夫（2008）、「2000 年代前半の貧困化傾向と再分配政策」『季刊社会保障研究』第 44 巻第 3 号、国立社会保障・人口問題研究所、pp. 278-290
- 首藤 恵・竹原 均（2008a）、「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス(上)－非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」『証券経済研究』第 62 号、日本証券経済研究所、pp.27-46
- 首藤 恵・竹原 均（2008b）、「企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス(下)－非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション」『証券経済研究』第 63 号、日本証券経済研究所、pp.29-49
- 瀬下博之・山崎福寿（2008）、「マンション開発と住環境：プット・オプションの活用」『権利対立の法と経済学－所有権・賃借権・抵当権の効率性』第 8 章、東京大学出版会
- 中里 透（2008）、「夕張ショックと地方債市場」、未公刊論文
- 中村純一・福田慎一（2008a）、「いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか」『経済経営研究』Vol.28 No.1、日本政策投資銀行設備投資研究所
- 中村純一・福田慎一（2008b）、「いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか」、未公刊論文（2008a の改訂版）

3. パネルディスカッション「アメリカ発の金融危機と金融業の行方」議事録

3. 1 基調講演「アメリカ発の金融危機と金融業の行方」（慶應義塾大学・日本経済研究センター 深尾光洋）

（2008 年 11 月 21 日）

金融危機の拡大

サブプライム問題は、2007 年の春から夏にかけて表面化し、2007 年の夏には複数の金融機関が大きな損失を発生させた。まず、6 月にベアー・スターンズ傘下のヘッジファンドが大きな損失を発表した。さらに、7～8 月にドイツの金融機関が、10 月にはシティをはじめとするいくつかの金融機関が損失を発表し、アメリカの複数の金融機関のトップが責任を取って交代することとなった。

そして、2008 年 3 月、アメリカで 5 番目の投資銀行であるベアー・スターンズが事実上、破綻状態に陥り、FRB が実質的な瑕疵担保責任を提供し中央銀行がリスクを負う形で、JP モルガンによる買収を通じた救済が行われた。これにより、アメリカで 5 番目より上の投資銀行については恐らく破綻はないだろう、あるいは“too big to fail（破綻させるには大きすぎる）”のラインが見えた、という見方が広がり、一時的に金融市場は安定化した。

半年ほどして、9 月 7 日、財務省がファニーメイ（アメリカ連邦住宅抵当公社）とフレディマック（アメリカ連邦住宅貸付抵当公社）に対する救済策を発表した。ファニーメイとフレディマックは日本の住宅金融公庫に当たるような金融機関で、保証を含めた負債総額が 500 兆円程度ある。日本の GDP が 500 兆円台、アメリカが約 1500 兆円であるから、ファニーメイとフレディマックの負債総額は非常に大きいと言える。これらに対して、政府が「いつでも資本を出す」という約束をすることで救済した。この時点までのアメリカ政府の対応は良かった。

ところが、9 月 15 日、リーマン・ブラザーズがチャプター・イレブン（アメリカ連邦破産法第 11 条）の適用を申請して破綻した。この直前の 13 日と 14 日には、アメリカの金融界のトップが連銀に集まって「リーマンを救うのか救わないのか」という大議論を行ったが、最後の最後のところで「救えない」ということになった。

リーマン・ブラザーズは規模から見ると、ベアー・スターンズより一つ上に位置する 4 位の投資銀行であった。5 位は救われたが、4 位が実質上破綻したため、その上も助かる

のかどうか見通しが立たなくなり、3位と2位のメリルリンチ、モルガン・スタンレーの二社に対する信用不安が拡大した。

同時に、アメリカのトップクラスの保険会社である AIG が資金繰り難に陥った。同社は、2007 年の「フォーブス」で全米トップ企業の一つにも選ばれるなど、優良企業と考えられていたが、突然、資金繰りに詰まって中央銀行に駆け込む事態となった。

しかも、リーマンの場合は倒産時点まで、CP（コマーシャルペーパー）の借入れは最上級の格付け、長期格付けも、フィッチは破綻の少し前までダブル A、破綻直前にシングル A、ムーディーズと S&P の格付けもシングル A 格であった。AIG に至っては、ダブル A 格のまま実質上破綻状態に陥った。これで金融市場が大混乱に陥ることとなった。

この後、連銀が他の中央銀行と協力してドルの流動性を供給した。そして、9 月 19 日には、7000 億ドル、70 兆円規模の金融危機対応策を発表した。当初、3 ページほどだったこの法律は、下院で細目が書き加えられた時点で 100 ページを超えた。しかしこれが共和党議員の反対で下院で否決されてしまった。これに対して上院では、反対した議員を賛成に回らせるため、木製の弓矢の製造業者への減税策など訳のわからない減税や補助金などが次々と付け加えられた上で可決された。この上院の全体が 400 ページくらいの法案が下院に送られ、ようやく下院を通過した。

しかも当初、ポールソン財務長官は「不良債権の買取り枠が 7000 億ドル」と言っていたが、救済策がまとまると君子豹変し、不良債権の買取りを資本注入に読み替えて、公的資本注入策を発表した。アメリカの新聞では“bait and switch”、つまり、安売りの商品でお客を釣っておきながら、「この商品は悪いから、こっちにください」と言って入れ替えたようなものと批判されているが、緊急事態だからということで押し通した。

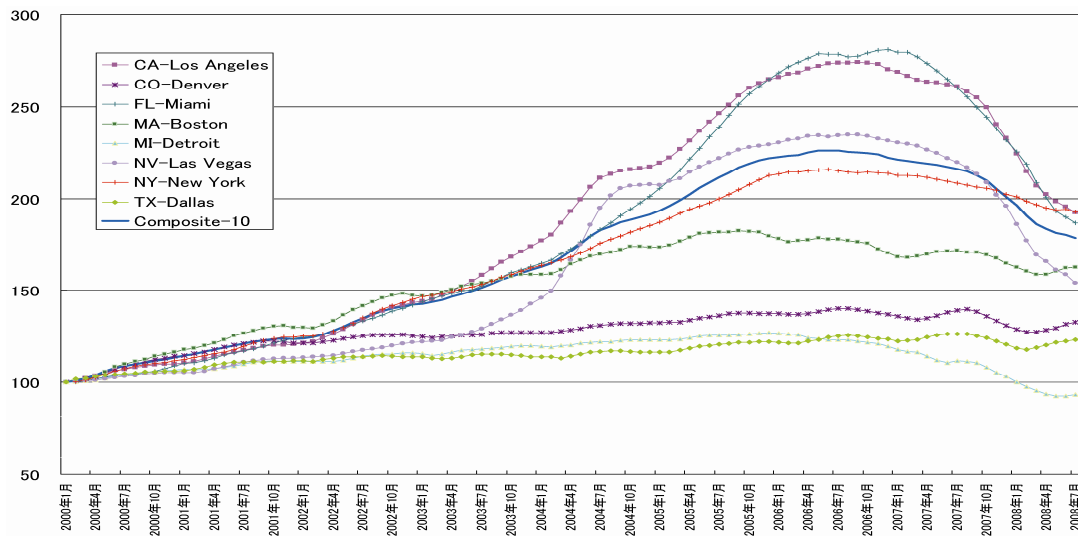
現在の金融市場は、このような形で一応の落ち着きを示しているが、危機的な状況は続いている。これが実際のところである。

なぜ金融市場の混乱は深刻化したのか

もともとサブプライム問題は、フロリダ、カリフォルニアあるいはネバダといった地域の不動産価格が大幅に値下がりしたことが端緒である（図表 1）。

ただし、これによる損失額は、サブプライムからもう少し広い範囲までととっても、せいぜい 1 兆ドルと見られている。日本の銀行の「失われた 10 年間」での不良債権損失も全国銀行ベースでちょうど 100 兆円程度であったから、それと同じくらいの損失額である。経済規模はアメリカが日本の 3 倍であるから、ウェイトから見れば 3 分の 1 に過ぎ

図表 1 ケースシラー住宅価格指数



ない。しかも、100 兆円の損失のうちの約 40 兆円はヨーロッパの金融機関が被っている
ので、アメリカの金融機関が被った部分は 50～60 兆円ほどである。

従って、私は当初、「アメリカの経済規模から見て、この程度の不動産の損失は何と
かなる範囲だろう。もちろん一時的に資本は相当傷つくし、厳しい状況もあるだろうが、
政府が対応を誤らなければ何とかなる範囲だろう」と考えていたが、そうではなくなっ
てしまった。

こうした危機が起きた理由を分析すると、一つは、SEC（アメリカ証券取引委員会）が
2004 年に大手投資銀行 5 社に対する資本規制を弱めたことが挙げられる。当時の資本規
制では、10～15 倍くらいがレバレッジの上限と考えられていたが、この規制緩和で 30～
40 倍のレバレッジを利かせることが可能になった。

もう一つの理由としては、デリバティブや証券化商品を使った高レバレッジ取引が拡
大したことが指摘できる。特に、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）が非常に
拡大したこと、あるいは SPC や SPV（特別目的会社）を使ったファイナンスが拡大した
こと、これらによって高レバレッジの取引が行われた。SPC、SPV については、本来、連
結すべきものを連結から外していたように見える。つまり、SPC、SPV に流動性供給をす
るという契約を結んでいる場合、危なくなったら必ず流動性がなくなるのだから、実際
上は連結すべきだと思われるが、それをしていなかった。

また、シティグループの SIV（簿外の投資ビークル）がよく議論になる。シティが使っ
ていた手法は、まず、売れにくかった CDO（債務担保証券）を SIV に買わせ、数週間か

ら数ヵ月くらいの ABCP（資産担保 CP）を出して回す。すると、短期調達と長期運用であるから儲かる。さらに、この ABCP を系列の MMF（マネー・マーケット・ファンド）に買わせる。MMF は日本で言うと MRF（マネー・リザーブ・ファンド）に当たるもので、証券会社の預かり口座になっている。つまり、シティを信用して系列の証券会社から MMF を買っていた人が、間接的に CDO、すなわちサブプライムの流動化資産を持っている形になる。これがデフォルトすると、連結から外したまま放置すれば、MMF に穴があいて、信用が一気に失墜してしまう。そのため、再連結と言うか、資産を自分のところへ戻さざるを得なくなった。

さらに、ヘッジファンドに対するプライム・ブローカレッジ業務にも相当大きな問題があった。ヘッジファンドのブローカーであるから、様々な有価証券やデリバティブの売買の仲介をする。この仲介を行う際、ブローカレッジのフィーを安くする見返りに、ヘッジファンドから担保として預った資産を投資銀行の担保としてもう 1 回使ってよいという契約を結んでいたのである。

リーマンを例に説明すると、まず、ヘッジファンドがリーマンにプライム・ブローカーを依頼する。するとヘッジファンドは資産を預けておいて、それを担保に売買したり、あるいはお金を借りたり、貸株を受ける。この時リーマンは、預かった資産を自ら運用することができる。つまり、それを担保に資金調達してもう 1 回様々な投資ができるわけで、二重のレバレッジをかけていたと言える。日本でも FX（外国為替証拠金取引）の業者がいくつかつぶれたが、これも顧客から預かった担保を自ら運用に使っていたわけで、レバレッジのレバレッジということになる。

政府による金融危機対応の失敗

こうした状況に対して、政府は金融危機対応を取ったが、これには、やはり大きな失敗があったと思う。その一つは、FRB が格下のベアー・スターンズを救済した後に、その上のリーマンを破綻させたことである。

私自身、驚いたことであるが、破綻後、リーマンの債務の評価額は元本の 9%にまで低下している。これは、CDS の決済のために行われたオークションで付いた値段であるが、非常に低い水準で、日本の最悪ケースを下回る。日本では、木津信組が最悪のケースで、預金保険機構の資金援助額などから計算すると、清算価値は元本の 22%程度であった。長銀、日債銀の場合は、カット率が 10~30%で、回収価値が 90~70%であった。山一証券の場合には、日銀が負債総額の 3%程度の損を被っただけで負債は全部返済できたの

で、回収価値は 97%と非常に高かった。

ところが、リーマンの場合は負債の 9%しか返せない計算であり、何でもここまで悪化したのか、大きな謎である。関係者からは、フランチャイズ・バリューが失われたとか、不良債権が沢山あったという説明を聞くが、それほど資産価値がないのであれば、そもそも資金調達できないはずで、納得がいかない。自らも資産を持っていて、それで資金調達していたのであれば、担保の掛け目の分があるので、そこまで低い清算価値になりようがない。

すると、デリバティブの含み損で取引先に多額の担保を提供していたか、あるいは先ほど説明したように、プライム・ブローカレッジを使って、顧客の預かり資産を担保に流用していた、といったことくらいしか考えられない。

リーマンの CP は破綻直前まで最上級の格付けだったので、これを MMF の運用に組み込んでいたファンドがあり、そうした MMF が元本割れをする。プライム・ブローカレッジを受けていたヘッジファンドは、預けていた資産の価値が 9%まで下がり、連鎖倒産する。リーマンが破綻すれば、こうしたことが起きるのは避けられないことである。また、モルガン・スタンレーなど他の投資銀行からも資産が流出し、プライム・ブローカレッジや格付け、会計に対する信頼が失墜してしまった。

AIG も、CDS を使って巨額の利益を出していたが、結局、大きな損失を被ることになった。AIG は保険会社であるが、ポールソン財務長官の言葉を借りると、保険会社の上にヘッジファンドが一つ乗っかっていた。ロンドンにあった AIG の証券部門が CDS のプロテクションを大量に売っていた、ということである。

CDS は基本的に債務保証である。例えば、私がリーマンの社債を持っていて、その信用リスクをヘッジしたいとする。格付けがシングル A ならば、年間数十ベースのフィーを払ってプロテクションを買うことができる。すると万一、社債が償還されない場合でも、損失は保証先から補填してもらえる。これが CDS の仕組みである。

ただし、CDS と債務保証の違いは、原資産を持っていなくても CDS 契約は作れるということである。CDS のプロテクションを持っているということは、ターゲット企業がつぶれれば儲かり、逆に、CDS のプロテクションを売っていれば、ターゲット企業がつぶれれば大損するということになる。

AIG は、CDS のプロテクション、特にダブル A やトリプル A といった高格付けの流動化証券の保証を大量に売っていた。これによって AIG 全体の利益を 2 割弱、押し上げていたと言われている。

ところが、サブプライム問題の影響で、こうした CDS の取引に大量の含み損が発生した。すると、当初ダブル A 格であった AIG は、シングル A に格下げされそうになる。CDS の取引条項に AIG の格付が低下した場合の担保差し入れ条項が入っていたため、AIG は突如として担保が不足する。それで資金繰りに困って、まず 8 兆 5 千億円くらい政府からお金を借りた。しかし、その後 12 兆円まで借り増しが必要になり、それでも足りずに 15 兆円まで増やして、といった具合に「底なし」の状況に至った。

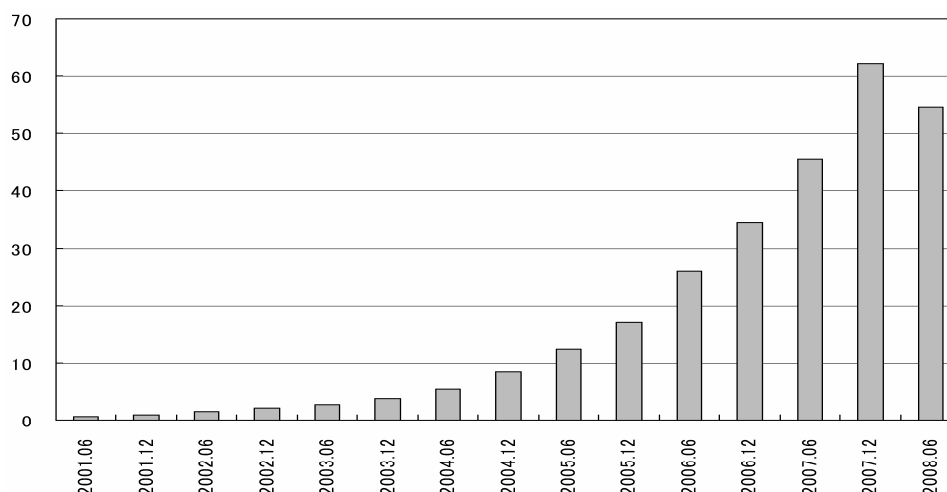
アメリカ政府が、なぜ AIG は助けたのかということについても疑問がある。サブプライム関連資産の信用保証を行っていた AIG が破綻すると、保証を受けていた金融機関が損失を被る可能性があった。CDS で AIG は負けたわけで、それに対する「勝ち」がどこかにあるはずだが、それがどこにあるかが見えない。

ニューヨークタイムズの報道によると、ゴールドマン・サックスは 200 億ドル前後の「勝ち」を持っていたとされる。AIG が破綻していたとすれば、この「勝ち」を取りはぐれる可能性があったと言える。このように、今回の金融支援策には不透明なところが残っている。

CDS 市場の闇

金融危機により、アメリカでは実体経済が急激に悪化してきている。自動車の売上は急減し、地方自治体も資金調達難で、地方自治体でもレイオフするなどという話が出ている。また、短期金融市場の動揺も続いており、金融機関の財務諸表や格付けに対する不信感が拭えない。その理由の一つが CDS の存在である。CDS の想定元本残高は、ピークで 62 兆ドル、2008 年 6 月末で 54 兆ドルである（図表 2）。何回も同じリスクを売買

図表 2 CDS 想定元本（兆ドル）



しているため膨れ上がっている部分はあるが、54 兆ドルというのは全世界の GDP に匹敵する非常に大きい額である。

しかも、CDS には大きなリスクがある。普通のデリバティブの場合、想定元本に対する損失率は 10～20%というオーダーである。例えば金利スワップでは、元本に対するリスクは満期の長いものでも 5%とか 10%というレベル、為替リスクでも通常は 20～30%が上限である。ところが CDS は信用保証なので、最大で想定元本の 100%の損失が出る可能性がある。

これに関連した一つの問題点は、CDS で「勝ち」があっても、保証を売っている金融機関が破綻すると「勝ち」が消えてしまうことである。デリバティブは、要は賭け事である。例えば麻雀で大勝ちして、相手の月給の 3 倍も勝っている状況というのは、取りはぐれる可能性が極めて高い。これと同じで、デリバティブで大きく勝っているということは実は危険である。CDS には、こうしたカウンターパーティ・リスクがある。

もう一つの問題点は、担保差し入れ条項のリスクである。例えば、原資産を持っている銀行が CDS でヘッジをかける。この取引相手の投資銀行が他の投資銀行でもう一回ヘッジして、さらに、それがもう一回ヘッジされ、保険会社が最終的な保証人になるといった形でブローカーが間に何回も入る。ここで、CDS のヘッジ対象企業の経営が悪化すると、取引の各段階全てで担保が求められ、原資産に対して数倍の担保が必要になる可能性がある。

ヘッジ対象企業が破綻すれば、最後には実際にお金が決定的な保証人から最初にヘッジした銀行まで取引の連鎖を動いて終わりになるが、破綻の直前に担保の必要額が最大になる。担保の必要額は、日々あるいは一週間単位で計算されるため、相当早い段階で担保がコールされる。この結果、大量の担保が CDS 市場全体として必要になって資金繰りが苦しくなるということが起きてくる。

また、CDS の保証の売りによる利益計上の問題もある。本来、デリバティブは「勝ち」と「負け」を足したらゼロになるはずである。保証料というのは将来の損失に見合っているはずなので、ほぼ全額を引き当てておく必要が本来的にはある。そのように、入ってきた保証料を全部引き当てていれば利益は出ない。しかし、実際には AIG が多額の利益を計上していた。AIG にサブプライム関連証券などの損失をヘッジする CDS 取引を行っていた取引先も利益を計上していたはずであるから、AIG とその取引先の「勝ち」と「負け」を足してプラスになっていたということである。

この点については、バフェット氏が既に 2003 年初めの段階で指摘している。この頃、

CDS などのデリバティブ市場は、今から比べれば非常に小さなマーケットであったが、彼は、2002 年のパークシャー・ハザウェイ社のアニュアルレポートで「デリバティブは金融上の大量破壊兵器である」とまで言っている。

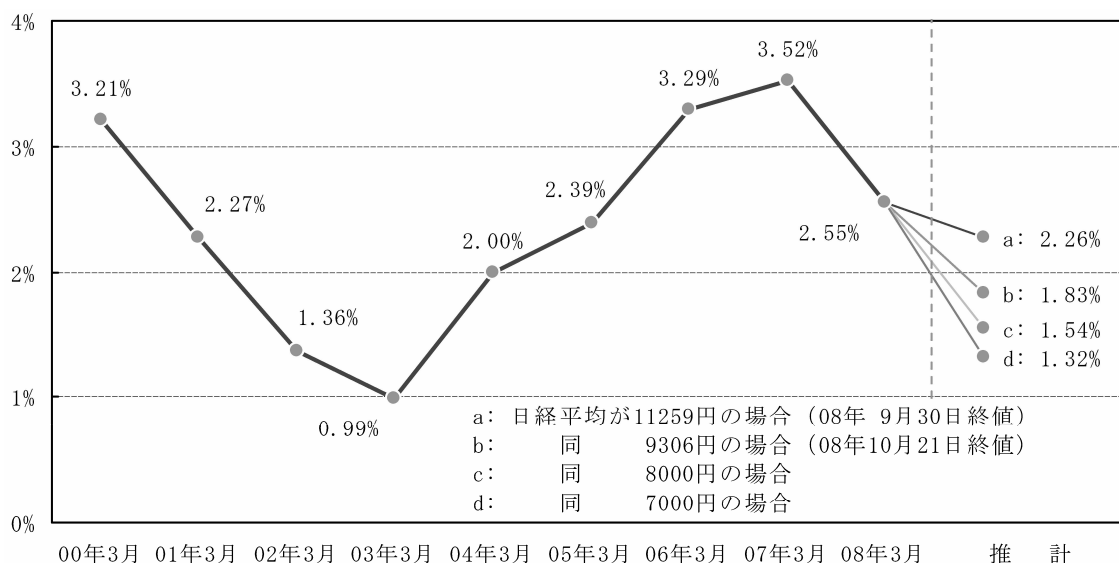
彼は、買収した企業が保有していたデリバティブ・ハウスを清算しようとしたところ、多額の含み損が出てきた。その理由は、長期のデリバティブ取引の評価が甘く、損を小さく出して、利益は沢山出るように評価していたことにあった。しかも、ディーラーや CEO は巨額の報酬を受け取って退職してしまっていた。そして、最終的に含み損が実現すると、株主や債権者が損失を被ることになった。実際、AIG の破綻のプロセスは、彼が懸念した通りに進んだと言える。

日本の金融機関への影響

このサブプライム・ローンをきっかけとしたアメリカの金融問題は、日本にも相当波及してきている。特に大きな問題は、株価の下落である。日本の銀行は、7、8 年前よりはかなり株式保有を減らしてきているとはいえ、2008 年 3 月期末で資本 35 兆円に対し 25 兆円の株式を保有している（全国銀行ベース）。

2008 年 3 月末の日経平均 1 万 2500 円から株価は 4 割下がったので、10 兆円の損失、すなわち資本が 10 兆円飛んだ。繰延税金資産のように清算価値のない資産を積み上げることで見かけ上の損失は減らせるが、清算価値から見れば 10 兆円が失われ、信用が低下する。日経平均が 7000 円の場合（図表 3 の d）、2003 年夏頃の水準まで資本が悪化していると言える。

図表 3 全国銀行の修正自己資本比率（日経センター推計）



金融業・金融監督の行方

最後に、金融業・金融監督の行方について述べる。まず、資産査定なしの資本注入には問題があった。そのため、なぜリーマンの資産がここまで悪化したのかが、いまだに解明されていない。

次に、CDS などのデリバティブ評価の透明化とカウンターパーティ・リスクの削減が急務である。デリバティブ取引で、取引の両サイドの評価額を足してプラスになっている可能性はかなりあるが、これがどの程度の規模なのか何もわかっていない。仮に、CDS 取引の片側が、利益を想定元本の 1%分甘く見るだけで 55 兆円になる。このように、どこにどのくらい隠れ損失があるのか見えないということが、金融不安がなかなか終わらない原因の一つだと思われ、デリバティブの現在価値額合計に対する世界規模の調査が必要と言える。

デリバティブの取引所のようなものを設立して、ここで評価することも必要である。しかし、これもなかなか難しい。「プレーンバニラ」と呼ばれる単純なものであれば簡単であるが、CDS には複雑なものもある。例えば、5 つの会社のうち、どこかがつぶれたら保証がもらえるといった「連勝何式」みたいなものもある。そうすると、会社の順列組み合わせの数だけ CDS はあり得るわけで、こうしたものまで果たして取引所に持っていけるのかという問題がある。

また、金融機関に対する自己資本規制の全面的な見直しも必要である。特に、現在のバリュー・アット・リスクによる資本の計算には相当な欠陥があり、むしろ、最大損失ベースの資本規制にすべきではないかと考えている。

例えば、引当金については、現在は、景気が良くなると引き当てを下げて利益を出し、景気が悪くなると引当率が上がって損が出る。景気が良くなると引当率を下げた利益を計上して繰延税金資産を償却し、悪化すると引き当てが増えて損が出るので繰延税金資産が増えるという具合になっていて、実質的な資本はあまり動いていない。それよりは、景気が良くなっても景気が最悪期の引当率で固定しておいて、景気が悪化しても引き当てを増やさずに済むようにする方が、よほど素直な規制になるのではないかと考えている。

3. 2 ディスカッション

パネリスト： 深尾光洋（慶應義塾大学・日本経済研究センター）

佐藤隆文（金融庁）

翁 百合（日本総合研究所）

荒木幹夫（日本政策投資銀行）

司 会： 花崎正晴（日本政策投資銀行）

（2008 年 11 月 21 日）

3. 2. 1 基調講演を踏まえた各パネリストの見解

（花崎）

基調講演では、今回の金融危機の本質的な問題点、さらには金融機関へのインプリケーションなど、大変分かりやすく解説して頂いた。

次に、基調講演を踏まえて、各パネリストからご意見を伺いたい。

（佐藤）

規制監督当局の立場から、基調講演に対する補足をしたい。まず現状認識としては、9 月、10 月に比べれば金融セクター、金融市場の状況は多少は落ち着いてきた、やや小康状態にあるという印象を持っている。他方で市場の流動性欠如と、巨大なカウンターパーティ・リスクが残っており、市場は依然として緊張状態にある。さらに、最近では実体経済の悪化が鮮明になってきており、金融セクターの健全性喪失と実体経済の悪化との間の負のスパイラルが発生している。少なくともアメリカについては、確実にそう言うことができる。

こうしたグローバルな金融市場の混乱に対する規制監督当局の対応として、欧米では通貨・国境をまたがった中央銀行による大規模な流動性の供給、預金全額保護、銀行への資本注入や国有化、公的関与の下での不良資産の移管・購入など、一連の異例の措置が打ち出され、実施に移されている。危機対応としての政策メニューは概ね出揃った感がある。これらの措置は 1990 年代末から 2000 年代初頭に日本で取られた措置と共通する部分も大きい。今後の関心としては、これらの措置が量的に十分なものか、効果の発現までにどの程度時間がかかるか、といった論点が挙げられるだろう。

4 月に金融安定化フォーラムでまとめられ、G7 会合に提出された報告書で、今回の金融市場の混乱に関する具体的な原因分析と提言が行われている。そこではマーケットの透明性の向上、金融機関に対する健全性規制の強化、格付けの在り方およびその利用の仕方、資産の正確な評価と信頼性のある情報開示の必要性、モーゲージ・ブローカーな

ど規制の対象となっていなかった金融仲介業者に規制の幅を広げること、規制監督当局間の連携を取るなどが謳われている。グローバルなトレンドは規制監督の強化であり、その目指すところは今回のような混乱を二度と引き起こさないような信頼性の高い金融市場、制度的枠組を整備することにある。

こうしたトレンドの中で、規制監督当局は宿命として難しい問題に直面している。それは目の前の危機に対処するという短期的な課題と、将来の危機を未然に阻止する枠組を作るという中長期的な課題との間のトレードオフである。現在、足下の市況や経済を回復させるために異例の措置が取られているが、そうした危機対応に過度に傾斜すると、いわば何でもありの世界になってしまい、中長期的に見た制度の規律、信頼性、透明性が失われて、真に持続的な解決にならない。一方であまりに性急に規律重視を進めれば、足下の景気をさらに悪化させて、かえって一層の異例の措置に踏み切らざるを得ない事態を招くことになる。

昨年夏以降、主要国の規制監督当局間では高い頻度でやりとりが行われているが、その中でキーワードの一つとして共有されているのが、“orderly de-leveraging (秩序立ったレバレッジ解消)” という言葉である。“de-leveraging” とは、複雑に絡み合った金融派生商品取引の糸を解きほぐし、リスクの所在を明らかにしつつ資本不足を解消していくということである。“de-leveraging” は、足下の状態を改善するために必要であり、中長期的には制度の再設計の前提ともなる。“orderly” という言葉は、それを秩序立った形で、足下の市場環境を見ながら進めなければいけないという意味であり、その背景には先に述べた短期と長期の課題の両立という規制監督当局にとっての宿命がある。

最後に、日本国内の状況に関して付言する。サブプライム関連の証券化商品や CDS 関連のエクスポージャー（与信残高）等については、欧米に比べれば相対的に限定されているが、大手金融機関を中心に相応の規模での損失計上を余儀なくされている。金融機関全体として見ればその規模は限定的であるが、時間の経過とともに影響が拡大していることも事実であり、金融セクターの健全性維持のために規制監督当局としては依然高い警戒水準を維持する必要があると考えている。

さらに、グローバルな市場の混乱の悪影響が間接的な形で三つのルートから日本の金融セクターに波及してきている。第一に、グローバルな実体経済の後退と為替市場の動きが挙げられる。日本経済は依然として外需に依存するところが大きく、総需要は外需の冷え込みによって急激に縮小しつつある。

第二に、株式市場を通じた影響が挙げられる。日本の銀行セクターの株式保有は、

Tier1（自己資本比率規制上の中核的資本）の範囲内に収めさせる政策の効果もあり昔に比べれば小さくなっているものの、今もなお相当量を保有している。それが株価の大幅な下落により、含み益が減るという局面から含み損が発生する局面に変化してきている。含み損は Tier1 から控除されるため、銀行の貸出余力の低下を通じて実体経済に大きな悪影響を及ぼす。また、株価が大幅に下落した銘柄については減損処理が必要となり、損益計算書にも直接の悪影響を及ぼすことになる。

第三に、不動産市場を通じた影響が挙げられる。バブル期とは異なり、不動産評価の考え方が DCF 法（割引現在価値法）など欧米の手法と共通化したことを契機として、不動産の金融商品化が一気に進んだ。そして、私募ファンドや J-REIT（日本で組成された不動産投資信託）などを通じて大量の海外ファンド資金が日本の不動産に流入していたが、今回の危機に伴ってそういった資金が一斉に引き揚げられ、不動産市場が急激な調整局面に陥った。

金融機関は 2008 年 9 月期中間決算で大幅減益、2009 年 3 月期の通年の業績予想も軒並み下方修正という現状にある。その原因としては、第一に利ざやの縮小あるいは投信販売などフィービジネスの不振といった本業の低調、第二に実体経済の後退を契機とした融資先企業の業況悪化とそれに伴う信用コストの上昇、第三に保有株式の減損処理、が挙げられる。

今日のグローバルな市場の混乱が日本の金融セクターに与える直接的な悪影響は相対的にはなお限定されているが、様々なチャネルを通じて波及する間接的な影響は深刻になってきており、いわゆるデカップリング（非連動）は起きていない。

（翁）

少し視点を長くにとって、1990 年代までの世界の金融危機との比較から今回の危機の特徴と求められる政策対応について話をしたい。まず共通点としては、歴史上何度も繰り返されてきたように危機の震源が資産価格の異常な高騰と急速な下落にあるという点が指摘できる。今回は不動産価格が震源であったが、価格の高騰期に安易に貸し付けられた資金の焦げ付きが危機を引き起こす、というパターンは共通している。

対して、相違点は危機発生後の展開にある。展開に違いをもたらした第一の要因として、今回の危機では非常に高いレバレッジがかけられ、その巻き戻しが極めて厳しいものになったという点が挙げられる。今世紀に入ってから世界的な金融緩和の下で、グローバルな資金が様々な市場に流れ込んだ。特に資金の流入先となったアメリカの負債総額は GDP の二倍以上に膨れ上がっていた。こういった状況は金融緩和というマクロ的

な条件と、基調講演でも指摘された金融機関の行動というミクロ的な条件が相まって作り出されたと言える。特にアメリカの投資銀行においては、高いレバレッジで証券化商品への投資を短期的に繰り返すというビジネスモデルを採用し、住宅バブルの崩壊とともに信用収縮を一気に加速させる元凶となった。また、アイスランドなど GDP 比で見て大規模な金融部門を抱え、主に外国の資金にそのファイナンスを依存していた小国が、信用収縮の影響で壊滅的な打撃を受けたことも、今回の危機を象徴する出来事と言える。

第二の要因は、金融技術革新を背景とした金融機関のビジネスモデルの変化と、それに伴う金融システムの構造変化である。1990 年代後半以降の証券化、デリバティブといった金融技術の加速的発展により、融資のリスクを銀行本体から切り離すことができると考えられるようになった。このような証券化商品をそれぞれのリスク・リターンのプロファイルを選好する投資家が購入するという形で金融システムが複線化していくことは、金融システムの中核にある銀行セクターの安定性を高める観点から望ましいと考えられ、アメリカをはじめとして証券化の動きを促進するような制度設計が行われた。

しかし、今回の危機で実際に起きたのは、金融技術を駆使して複雑に加工された商品がグローバルに広がって様々なプレイヤーが保有した結果、リスクの所在と質が見えなくなり、市場参加者がお互いの信用度について疑心暗鬼になるという現象であった。その結果、市場の価格発見能力が失われて流動性危機に発展し、さらに広範に悪影響が波及したのである。

従来システミックリスク（危機の連鎖）と言うと、取り付けや決済システムの麻痺など銀行セクターにおける危機が念頭にあり、それに対する備えも銀行セクターを中心に行われてきた。しかしながら、現在の金融システムは、銀行セクターより圧倒的に幅広いプレイヤーの市場心理と行動、金融商品の状況といった要因が複合的に作用することでリスクが一気に増幅して市場機能が停止する、いわば市場型のシステミックリスクが起きやすい形に変容した、ということが今回の危機によりもたらされた教訓である。

こうした点を踏まえると、金融規制の制度設計に関して具体的には二つの課題を挙げることができる。第一に、今回の金融危機を増幅させる要因となった規制体系や制度の不備を点検することである。特にアメリカの場合、投資銀行など銀行セクター以外の金融機関が極めて大きなエクスポージャーを抱えていたにもかかわらず、それがもたらしうる危機への対応の原則は全く定められていなかった。銀行セクターは、預金保険制度や中央銀行へのアクセスが確保され、相対的に厳格な規制の下にあったが、一方でこうしたセーフティネットに一切依存せず、規制も緩いという投資銀行セクターが併存し、

しかも金融仲介において大きなシェアを持っていた。同様に、フレディマックやファニーメイも極めて大きなエクスポージャーを抱えながら規制監督体制は不備であり、かねてより問題が指摘されていたしながら見直しは阻まれていた。

従って今後については、こうした主要なプレイヤーが規制監督対象から外れて金融システムに不安定性をもたらすことがないような体制を構築することが求められる。また、危機発生後のアメリカ当局の対応が場当たりの印象を与えるようなものであったことが市場の不安心理を増幅させた面もあり、今後はそうしたことが起きないような原則の確立を目指す必要もある。

もう一つ規制の不備に関して付け加えるべき点は、基調講演でも指摘された CDS 市場の問題である。まずは、官民で取引実態や市場の実態を把握し、集中決済機関の設立などの対応策を早急に検討する必要がある。

第二の課題は、マクロ的な視点に立ったプルーデンス（信用秩序の維持）政策の必要性である。これだけ金融市場相互の関係が複雑化し、一金融機関の行動が直ちに他の金融機関に波及するようなシステムになってくると、従来のような個別の金融機関への対応を中心とした体制では今回のような危機を防ぐことはできない。規制監督当局や中央銀行には、金融市場のリスクの所在を的確に把握し、ストレスのかかる局面でそのリスクがどのような影響を持つのかについて分析を深め、今回のような危機を未然に防ぐ規制監督上の工夫を検討してもらいたい。また、例えば自己資本比率規制がレバレッジの変化を通じてむしろ金融システムの不安定性を増幅させるという基調講演で指摘された問題についても、マクロ的な観点から再検討することが重要である。

（荒木）

戦後日本の産業の歩みに政策金融の立場から関わってきた経験に基づいて、今回の金融危機に対する所感を述べ、さらに実体経済への影響について、融資の現場から入ってくる情報をベースに、現状を紹介したい。

近年、市場型間接金融、あるいは債権の流動化、証券化といったことが新しい金融手法として注目を集め、そのポジティブな側面が強調されてきた。もちろん、相対の銀行取引の中で二人のプレイヤーが向き合って情報を交換すること、すなわちリレーションシップバンキングにも、大いに意味はある。しかし成熟化が進んだ今日の産業、金融の世界においては、市場を通じて多数のプレイヤーが色々な視点やニーズでものを見る方が、社会全体として多彩なリスクテイクが行われる。さらに、リスクテイクに適した主体がそれぞれのニーズ、要望に合った形でリスクをとっていくなれば、銀行セクターは

適切な水準のリスクテイクで安定した経営が可能になる。要約すれば、概ねこのような議論だったと理解している。

そのような論調の中で、金融技術の目覚ましい発展と相まって、投資銀行業務あるいは市場型間接金融の機能の一部が異常に大きくなり、歪みを生み出してきた。当行の業務は半世紀にわたって長期のプレーンなローンを中心にしており、非常にシンプルな構造であるが、その対極にある金融市場の近年の傾向が今回の危機のベースにある、という印象を持っている。

具体的には実体経済、いわば実需とは相当かけ離れたところで、市場型の金融商品の開発とその運用にかなりの軸足を置いて業務がなされてきた。加えて、高いレバレッジをかけて資本効率を極限まで上げ、期間のミスマッチも利用し、とにかく高いリターンを短期間に獲得しようとしてきた。こうした裁定利益の徹底的な追求が最近言われているところの投資銀行業務であったとすれば、それが限界に来て今回の危機につながったのだらうと考えている。これを裏返してみれば、産業・事業を支援する本来の金融の姿が見えてくるのではないかと感じている。

次に、実体経済の最近の状況について簡単に触れておきたい。既に佐藤氏が指摘されたように、銀行セクターにおいて株価下落に伴う自己資本の縮減やクレジットコストの増大が生じ、それらがバランスシート調整を通じて貸出余力に影響を与えてきている。加えてもう一つの大きな要因として指摘しておきたいのは、債券市場の機能低下である。本来であれば債券市場を中心に資金調達を行うような大企業の方でも相対の銀行取引にニーズが戻ってきているが、銀行セクターは貸出余力が乏しく、そこに資金需給のアンバランスが発生している。

実体経済への影響については、産業による違いもある。例えば不動産業界は、そもそも物件そのものが動かなくなっており、ほとんど流動性がない。従って、資金・資産の回転で収益を上げるようなビジネスモデルの企業は、急速に資金繰りが厳しくなっており、体力の弱い地方の中堅・中小の事業者ほど深刻な状況に直面している。また、日本の輸出の柱である自動車、電気機械産業も、世界的なマーケットの収縮の中で急激な需要の減少に見舞われている。これらは、下請け企業群の多さという意味でも、鉄鋼や化学など素材を供給する関連業界の幅広さという意味でも、極めて影響力の大きい産業であるだけに、連鎖的に悪影響が広がりつつある、という印象を持っている。

大企業の場合、社債市場から間接金融へシフトすると言っても、かなり予防的に資金手当てをしようという動きも含まれている。従って、直ちに資金不足から重大な事態に

立ち至るところまで懸念する状況では、少なくとも今のところはないかも知れない。しかし、予防的な行動も含めれば間接金融への資金需要が供給力を上回って大きくなってきている中で、このアンバランスをどう解決するかということが需要側、供給側双方にとって大きな課題となっている。また、地方においては、公共投資の縮減トレンドや自動車、電気機械などの下請け企業の受注減少といった要因も加わり、東京、大企業といったところよりも、深刻さの度合いは一層大きいという感触を持っている。

3. 2. 2 金融危機に対するアメリカの政策対応および規制の在り方に対する評価

(花崎)

アメリカの金融当局は、3月のベアー・スターンズの経営危機に際しては実質的な救済措置を講じた一方、9月のリーマン・ブラザーズの際は救済せず、結果的に経営破綻した。これら一連の対応については、救済の基準が曖昧であったとの批判がある。あるいは、投資銀行や格付会社、CDSなどデリバティブ商品に対する監督や規制が不十分であったとの指摘がある。こうした状況を受けて、先日の金融サミットでは、金融規制および監督を全般的に強化する方向性が示されている。今回の金融危機に対する、主にアメリカの政策的な対応についてどのように評価し、今後の金融規制および監督の在り方についてどのような方向性が望ましいと考えるか、ご意見を伺いたい。

(深尾)

最近の政策対応に関して、いくつか疑問に思うことがある。一つは、時価会計の停止を巡る問題である。これまでに導入された措置は、時価会計の停止というよりも、有価証券の区分を満期保有に切り替えても良いとか、市場価格がつきにくい有価証券を貸出と同じように評価して良いといったことであり、この辺りの対応まではリーズナブルだと思う。しかしながら、会計をいじるという発想は基本的に間違っていると思う。財務内容に透明性が欠けているから、カウンターパーティ・リスクが高いままお互いに信用が回復して来ないのであって、損失が顕在化することが問題なのではない。透明性を徹底的に高めて現状が見えるようにしなければ、金融機関の資金調達に対する政府保証など、現在行われている異常な保護策を外せなくなる。危機対応の異常な措置を早期に正常化するためには、むしろ時価会計を徹底してデューデリジェンス（資産査定）を行い、バランスシートの膿みを出し切る必要がある。その上で、本当にダメなところには資本が必要なら注入する、場合によっては損を切って他の金融機関と統合させる、といった措置が当然必要になる。現状は、突然どういう理由かわからないが何兆円か資本を入れ

てそのままにしてある、といったケースが目立っており、非常に疑問を持っている。

(翁)

公的資本の注入に踏み切ったこと自体は良かったと思っているが、それに関連して二つの課題を指摘したい。第一は深尾氏が指摘された通り、デューデリジェンスが行われておらず、金融機関がどの程度傷んでいるか把握しないまま資本注入に踏み切ったという点である。本来なら、公的資金の規模がどの程度なら十分なのか、市場でもコンセンサスが形成されて然るべきであるが、それが今回全く得られていない。確かに、刻々と変化する実態に追いつくのが難しい面もあるが、そこが課題であることに違いはない。

第二は、日本のケースと共通するが、金融機関に対して公的資金を注入して資本の棄損をとりあえず穴埋めしても、抜本的な解決にはならないという点である。金融機関の再生には、最終的には取引先である企業の再生、あるいはマクロ経済全体の改善が必要になる。つまり、産業と金融の再生は一体であるということである。現在、アメリカでは、自動車産業を救済すべきか否かといったことが議論になっているが、そうした企業が抜本的に再生していくという展望が開けない限り、金融機関についても明るい見通しは持てない。

規制強化の動きについては、CDSの問題に象徴される通り、今回の危機の背景には明らかに制度の不備、規制の空白部分があった。従って、その是正のために取り組むべき課題は大変多いわけだが、同時に規制だけに頼るわけにはいかない。平時においては金融機関の内部統制や市場規律が重要な意味を持つので、金融機関の内部管理の徹底や情報開示の促進といった取り組みを規制強化とうまく組み合わせていく、という考え方が非常に重要である。

(佐藤)

主要国の規制監督当局は頻繁に意思疎通を行っており、抱えている悩みも共通している。深尾氏、翁氏の指摘の中にも正にその通りという部分もあるが、時価会計の関係で一点と、もう少し広い視野から、日本の教訓に照らして今回アメリカで取られている措置をどのように評価するかということについてコメントしたい。

巷では「時価会計」の凍結という言い方が多用されているが、本来は“fair value accounting (公正価値会計)”という言葉、概念を用いるべきである。「公正価値」の中身として、“mark to market”すなわち市場価格、あるいは市場価格が使えない場合には“mark to model”すなわちモデルに基づく理論値を使うという枠組が、いわゆる時価会計あるいはfair value accounting というものである。そして最近、この時価会計あるいは

fair value accounting を巡り、大きく言って二つの制度変更もしくは解釈の明確化の流れがある。こうした流れは、アメリカ、ヨーロッパの方が先行し、日本はむしろそれに追隨している状況である。

第一に、いかなる場合でも市場価格が神聖不可侵で万能だという考え方はおかしい、という流れがある。正に現在、証券化商品の市場は全く流動性がない、取引が行われないう状況にある。一部で取引が行われていても資金繰りに窮した保有者による投げ売りであったり、オファーとビッドの間が極端にかけ離れていたりする。このように市場が混乱している時に成立している市場価格に関しては、公正価値として使わなくても良い、もし市場が混乱していることをある程度客観的に示せる場合には、mark to model すなわち理論値で差し支えない、こういった考え方が時価会計あるいは fair value accounting の運営方針として明確化された、ということである。日本の場合、変動利付き国債の市場価格が極めて特異な展開を示していたため、いま紹介したような考え方が2008年9月期決算でも使われているのではないかと推測している。

第二に、基調講演の中でも触れられていたが、金融商品の保有目的の変更を一定の条件の下で認めよう、という流れがある。銀行にはトレーディング勘定と銀行勘定とがあるが、短期売買目的の資産を計上するトレーディング勘定については常に時価評価をして、その変動を損益計算書に反映させなければならない。また、銀行勘定で保有する金融資産は、子会社株などの「政策保有」、「満期保有」、「その他有価証券」の三つに分けることができるが、このうち、「その他有価証券」についてはやはり時価評価が原則である。しかしながら、一定の条件が満たされれば、こうした時価評価を原則とする資産、すなわち「その他有価証券」や、場合によってはトレーディング勘定で保有する金融資産について、保有区分を満期保有に変更することによって時価評価しないことを認めよう、ということである。このような区分の変更を認める枠組を、まずは欧州諸国が採用する国際会計基準を審議するIASB（国際会計基準審議会）が先行的に打ち出し、日本においても、日本の会計基準設定主体であるASBJ（企業会計基準委員会）が一定の条件の下に同様の方向性を示した、という状況である。

もちろん、仮に市場価格あるいは公正価格ではなく、取得価格、簿価で評価することにしても、市場価格が存在している限り、含み損が生じているという事実には何ら変わりはない。特に上場企業、上場金融機関の場合、多数の市場アナリストがその動向をウォッチしており、会計処理上あるいは自己資本比率規制上、違った形に見せていても、含み損の存在自体は認識されている。従って、こうしたケースでは、会計処理の話、規

制対応の話に加えて、マーケットに向かってきちんと説明責任を果たさなければならぬという点については、既に指摘されている通りである。

1990 年代の日本における危機対応の際の教訓として、三つの重要なポイントを挙げておきたい。まず、リスクの所在、損失の発生源とその規模を早めに特定することである。次に、不良資産については、可能なものはオフバランス化していくことである。オフバランス化によって、単に引き当て処理をした場合に比べ、将来の追加的な損失のリスクを遮断することができる。アメリカの TARP（不良資産救済プログラム）も、現状では専ら金融機関への資本注入のために用いられているが、本来はオフバランス化を促す趣旨で作られた仕組みである。そして最後に、引き当てやオフバランス化によって損失が実現し自己資本不足が認識された段階では、速やかな re-capitalization（資本増強）を行うことが、非常に重要なステップであったと言える。その際、金融市場が機能しておらず、マーケットからの資本調達ที่ 難しいのであれば、規制監督当局による資本注入が極めて有効な手立てとなる。また、翁氏も指摘されたように、実態をきちんと開示していくことが市場の信認を得る上で大変重要であるということも付け加えておきたい。

こうした 1990 年代の日本の経験も踏まえて現状を眺めれば、グローバルな危機に対する取り組みの進展度合いは道半ばというのが実感である。具体的な問題点としては、やはりマーケットが動いていない、あるいは市場の流動性が存在しないため、fair value として使えるような市場価格をマーケットで見出せない、あるいは市場の価格発見機能が働いていない、という困難が続いていることが挙げられる。また、その点と密接に関わっているが、損失やリスクの所在と、損失額を確定する作業がなかなか進んでいない。この点に関しては、1990 年代の日本の不良債権問題の場合のように、銀行セクターだけ、しかも相対の貸出債権の問題が主であったのとは状況が大きく異なっている。今回の場合、不良資産が証券化商品や、CDS を含む複雑な金融商品に組み込まれたことにより、リスクが非常に多様な形で、かつ見えない形で世界中の投資家に分散されており、その所在を特定することが極めて難しい。また資産の保有主体にとっては、そうしたリスクがどのような条件の下で、どの程度の規模で損失として顕在化するのか、といったことについて十分な予測を持つことができない。こういった側面も 1990 年代の日本の不良債権問題とは大きく異なっており、まだ問題は相当大きいという認識を持っている。

ただし、金融機関の自己資本不足に対しては、昨年くらいまではマーケットベースでの資本調達が大規模に行われ、最近では各国の金融当局による公的資本注入も進んでおり、自己資本不足に対応するための枠組、あるいは当局のコミットメントの存在は感じ

られる。従って、危機が底なしに悪化してグローバルな金融システムそのものが崩壊してしまう、といった流れにはなっていないと考えている。

3. 2. 3 証券化モデルの評価について

(花崎)

今回の危機は、アメリカのサブプライム・ローン問題が契機となって顕在化した。サブプライム・ローン問題は組成された住宅ローン債権を市場で証券化して転売するという、いわゆる市場型間接金融の下で起こった問題であると考えられる。また証券化を極限まで利用して収益を追求するビジネスモデルとして、転売することを最初から目的として債権を組成するという OTD (originate to distribute) モデルという用語を目にする機会も増えた。このような証券化モデルに対してどのような評価をしているか。

(荒木)

先程の話の延長上で言えば、市場型間接金融や証券化モデルという手法そのものは、それらの持つ使命をその範囲内で果たしていく限りであれば、金融の発展の上で重要であると思う。また、いわゆる銀行セクターの健全性の維持などの観点からトータルで考えれば、決して否定すべきものではない。ただしこのごく一部のビジネスモデルが異常に大きくなってしまったのが問題であった。私どもの仕事のやり方との対比で言えば、これまでの金融というのは形態如何に関わらず事業をする人あるいは事業そのものが必要とする資金のニーズに対してどう応えるかというところから組み立てられ、時には非常にプレーンな貸出であったり、また時には証券化という仕組みを利用して多彩なリスクテイカーにリスクを分担してもらったりしながら、資金を供給していくというように考えられてきた。ただある時点を境に、運用機会が資金量と比べて不足している環境の中で、金融のビジネスモデルが投資対象としての投資商品をどのように作り出すかという視点から逆向きに組み立てられるようになったのではないかと思う。その結果として、実際の産業界の事業ニーズ、事業者の中にある実態に即した資金ニーズにどう応えるかという視点がおろそかにされてきたのではないだろうか。

(深尾)

証券化商品自体は 20~30 年前からアメリカなどで長年取引が行われている普通の商品である。証券化に伴う問題点について解決するための手法も既に色々と開発されている。なぜサブプライム問題のような事態が起きたのかと言えば、一つは証券化に向いていないものを証券化したということにあると思う。証券化に向いているものとは標準化の進

んだものであり、例えば債務者の信用度合いが数値的にどの程度で、所得がいくらあって、というようなデータが標準的に取れるものである。しかし、サブプライム・ローンにおいては、時に“NINJA (no income, no job or no asset) loan”などと呼ばれるように、所得も職も資産もないような人に貸し出すというようなことが行われていた。このように本来証券化に向いていないのに無理やり証券化の枠組にのせて作られた金融商品が、リスク選好が強く、少しでも高いリターンがあれば何でも買うという人に売られてしまった。またアメリカにおける土地神話によって、かつての日本と全く同様の事態が起きており、格付会社も原資産を 7 年以上持っていれば損は絶対に出ないという想定で証券化商品を格付けしていたという事例が実際見られる。このように考えると、証券化に適さないものを証券化してしまったところに問題があったのであって、証券化の手法そのものに問題があったとすれば、ずっと昔に問題が出ていて然るべきである。

もう一つ、fair value に対する評価の問題がある。先に会計上の問題が話に出ていたが、fair value に関する mark to model について私は非常に疑問を持っている。特にデリバティブの mark to model については、バフェット氏の言葉を借りれば“mark to myth”（作り話に基づく評価）と言われるように、パラメータを操作すればどのような結果でも得られるという問題がある。これは実証分析やシミュレーション計算、あるいは将来のキャッシュフロー見通しの作成など、少しでも実際にモデルに触れたことのある人ならわかると思う。その結果、特に数値化できないものを証券化する際に、パラメータの自由度がとても広いモデルを使ったことが大きな問題につながったのではないかと思う。日本でも例えば退職給付債務の評価について標準化がなされておらず、企業によって全然違うパラメータで計算をしている。もしこのパラメータを揃えたなら、現在のバランスシートと相当な差が出てくると思われる。実際にはこのようなレベル、あるいはそれ以上に複雑なものを証券化して格付けを行っており、他のデリバティブ、例えば CDS や長期の金利スワップ・為替スワップなどについても同じような問題を抱えていると思う。

3. 2. 4 日本の金融業、金融システムの将来について

(花崎)

これまでの日本の金融の流れを見ると、1980 年代からの一連の規制緩和によって金融の自由化・市場化が進み、アメリカ型の金融システムあるいは市場型間接金融への移行が謳われてきた。他方で企業との相対型の金融も依然として大きなウェイトを占めており、その意味ではアングロサクソン型のビジネスモデルとは一線を画しているとも言え

る。では今後の日本の金融はこのまま市場化や証券化の流れが進んでいくのであろうか。また金融ビッグバン以降の日本では金融商品取引法の制定などの制度改革も進んでいるが、今後さらにどのような制度改革が必要になると考えられるか。

(翁)

今回の金融危機によって、いわゆるアメリカ型投資銀行は、銀行持株会社化や合併・倒産によって姿を消してしまった。ただし高レバレッジを前提とするアメリカ型投資銀行モデルが失敗したとはいえ、投資銀行モデルと商業銀行モデルを比較して、預金を集めて貸出を行う商業銀行モデルがデットとエクイティをともに提案できる本来の意味での投資銀行モデルに勝っていたというわけでもない。長い目で見れば預金と貸出のみによるビジネスモデルには限界があり、特に企業取引に関しては、金融機関は企業価値の向上を支援していくという観点から新たなモデルを考えていく必要がある。その中ではデットとエクイティをシームレスに提案できたり、企業価値の向上に対して様々なソリューションを提案できたり、実際にリスクテイクができるような金融機関像が求められる。日本でもファイヤーウォール規制が緩和される方向で制度変更がなされ、多様な金融機関がデットもエクイティも、あるいはそれらを一体としても提供できるようになってきている。企業・産業と金融機関の相互発展のためには、企業価値を高めていく手助けになるような財務ソリューションやアドバイスを併せ持つビジネスモデルが今後さらに重要になると考えている。

(佐藤)

現在グローバルに起こっている事態やOTDというビジネスモデルに対する強い反省から生まれてくる今後のトレンドとして、大きく分けて三点くらい挙げられる。

第一のトレンドとしては、過剰なレバレッジに対して抑制が働くようになるのではないか。これは規制が強化されるというのではなく、市場のプレッシャーが過剰なレバレッジについてネガティブな評価をするようになり、ハイリスクな商品に対して市場が慎重な見方をするようになるということである。また金融業が十分な資本基盤を持つことの重要性が再確認されており、現在起きている **de-leveraging** も金融機関が自己資本を十分な水準まで回復させるという側面を含んでいる。

第二のトレンドとしては、より透明性を高めなければならないということだと思う。サブプライム問題では、一連の証券化の連鎖の中で二次証券化、三次証券化、さらには **off-balance-sheet entity**（簿外の投資子会社）を使って、すなわち **SIV**（**structured investment vehicle**）や **ABCP conduit** といった簿外の投資ビークルを使うなどといった

具合に、ありとあらゆるものを複雑に組み合わせて、さらにその商品にずさんな信用格付けを付与した結果、自分が買っている商品が具体的にどのようなリスクとリターンのプロファイルを持っているのか全く見えなくなってしまった。そこで金融庁では、原資産のリスク・リターンがどのように入っているのかを追跡できるような仕組みに変えていく必要があるとの問題意識を持っており、内部では「トレーサビリティの確保」と呼んでいる。また会計上の連結基準の話とも関わることであるが、オフバランスシートの仕組みをむやみに使うことについては抑制されていくとともに、オフバランスの実態も含めた全体像について、共通の基準に則ったより高い水準のディスクロージャーが求められるようになるのではないかと思う。

第三のトレンドとしてはリスク管理の信頼性についてより高いものが求められるのではないか。金融監督当局の間での議論の中でも、LCFI（large complex financial institutions）と呼ばれる欧米の巨大複合金融機関の場合、会社の中のどの部門でどういう商売が行われているのかということをCEOがきちんと把握できていないケースが一般的であったということが問題視されている。リスク管理はリスク管理の専門家に任せておけばいいという傾向は日本でもあるが、欧米でもそういう傾向が強い。しかし今後の金融機関経営者に対しては、会社全体に広がりを持った、あるいは持株会社の下でグループを形成している場合にはグループ全体にわたった、ファームワイド、グループワイドでの実効的なリスク管理が求められてくる。このようなきちんとしたリスク管理を行えば、短期的な利益の最大化という行動パターンは抑制され、報酬体系についても、負担しているリスクによって調整された後の収益に着目して決まるように適正化されると思う。こういったことをやっていくと、金融業のリスク管理のために費やすべきコストはかなり上昇するだろう。従って、今後の金融業の利益率については、あまり高いものは望めないのではないかと思う。

このようなトレンドの先に金融業が将来どういった展開をするのかについては私には予見できない。ただし、ここで確認しておきたいのは、経済活動における金融仲介機能に対するニーズというものは不変であるということだ。これは翁氏の指摘と共通の認識である。資金不足主体に対して資金調達をサポートし、資金余剰主体に対しては資産管理・運用をサポートする。それぞれについて多様なサービスが可能になっており、これらの組み合わせがトータルとして実体経済における付加価値を創造する活動をサポートする。そのような意味で本源的な付加価値を創造する活動により近いところで行われる金融サービスになることが望ましい。その際、金融当局としては、あまり過剰な規制に

よってマーケットメカニズムを損なわないよう、またイノベーションを阻害しないよう、留意する必要がある。ただ昨年来から思うこととして、イノベーションという言葉は使う人によって全く意味が違う。アメリカ型投資銀行の利潤第一主義の人々は、形式上の法令遵守を実現しつつ小資本で短期的な利益を最大化するかということのための道具がイノベーションであるという理解を持っていたと思う。我々規制監督当局からすれば、今まで資金調達にアクセスすることができなかった人にもアクセス可能になり、また資金余剰主体にとっては今までなかったようなリスクとリターンの組み合わせが提供されることによって、全体としての金融仲介機能がより多様でより効率的・効果的なものになり、結果として経済全体の最適資源配分を助けるような、そういう技術がイノベーションであると認識している。私がここでイノベーションを阻害しないと申し上げた際の意味は後者に当たる。金融庁としてはこういった考え方で事態に取り組んでいきたいと思っている。そういう意味で昨年から進めている日本の金融資本市場の競争力強化やベター・レギュレーション（金融規制の質的向上）への取り組みを続けていきたいと考えている。

（花崎）

これまでの議論から、OTD モデルへの反省を踏まえ、今後の金融業には企業価値の向上や資源配分の最適化という金融本来の機能をどれだけ発揮できるかが再び問われるようになって感じた。こうした潮流の中で、民営化へのスタートを切った日本政策投資銀行はどのような役割を果たせるのか、民営化に向けた取り組みについて紹介させてほしい。

（荒木）

日本政策投資銀行は 2008 年 10 月 1 日より株式会社化した。当面は政府出資 100% の特殊会社としてスタートし、株式会社日本政策投資銀行法という根拠法の下で、政府出資がある限りはユニークなビジネスモデルを組み立てられる立場にある。政府持ち株はいずれ 5 年ないし 7 年のうちに全て民間に売却される見込みで、それが成就した際には根拠法が廃止され、名実ともに民間企業となる予定である。このように民間の株式会社になるにあたって、我々は「金融力で未来をデザイン」という企業理念を制定した。では金融力とはどういったものであるかということについては、様々な先生方からの助言・示唆を頂きながら、設備投資研究所を中心に議論を重ね、まとめてきた。その成果として次の 4 つのポイントを挙げたい。第一に、長期的視野に立脚して顧客企業の資金需要を支援していくということ。第二に、格付けなど外部の評価のみに頼らず、自らの調査

力・審査力を発揮して適切な評価をしていくこと。第三に、投融資を一体とした多様な手段を活用し、長期の資金需要に関する様々なニーズを満たすソリューションを提供するという。第四に、自身で健全なバランスシートを持つということ、である。情報生産の内生化や自己資本の充実を考えると、むやみにボリュームを増やすのではなく、小規模ながらもしっかりと金融機能を果たすビジネスモデルを追及していきたい。その意味では、欧米流の実体経済と乖離したモデルとは違い、顧客ニーズに謙虚に耳を傾けながら的確かつ最適なソリューションを提供して企業の価値向上に助力することを今後の業務の中核とする所存である。掲げた高い理想の実現が容易ではないことは自覚しているが、是非チャレンジしていきたいと考えている。

3. 2. 5 質疑応答および閉会の辞

(花崎)

最後に、本日のパネルディスカッションについて、フロアの皆様からご意見、ご質問があれば承りたい。

(フロアからの質問)

アメリカ型投資銀行の失敗は、それを担っていた人の失敗であったと思う。だからと言って、今後日米が逆転し、日本の金融の国際競争力が勝ってくるとは思わない。イノベーションという面で、モノづくりについては日本には世界に誇れる一流企業が多数ある一方、金融業についてはモノづくりに比べると如何ともしがたいという状況にあると思う。日本の金融業の行方という点について、どうしたらこの千載一遇のチャンスでニューヨークやロンドンに対抗できるような状況に持っていけるのか。非常に不確実性の高い状況ではあるが、何か明るい展望を聞かせてほしい。

(深尾)

私はアメリカ型モデルの問題点の一番根底にはコーポレート・ガバナンスの問題があると思う。具体的には経営者報酬について経営者が自ら決めることができるというところに根本的な欠陥がある。経営者の報酬は報酬委員会が決めるのだが、報酬委員会は現実には経営者の知人によって構成されているのであり、とても独立性が満たされているとは言えない。株主に何ができるかと言えば経営者を罷免することができるだけで、報酬は決められないという奇妙な規定になっている。日本でも委員会設置会社ではそういう規定になっている。委員会設置会社は一般的にガバナンスが効くと言われているが、私はむしろ今の形態の委員会設置会社ではガバナンスが十分に効かないと思う。やはり

トップで数十億単位の年収をもらうようになると緩みが生じてきて、高額ボーナスを設定されると相当倫理的な人でも危うくなるのが当然である。それが相当無理な格付けの設定や証券化、あるいはスキームの設計につながったのではないかと。これは法律事務所、会計事務所に対する報酬も含めて関係している。私はこの点が改善されない限り、アメリカでは将来またこのような問題が生じてくると思う。それからトップの報酬をもって金融業の栄枯盛衰を見るという風潮があるようだが、私はそうではないと思っている。むしろ日本の金融仲介費用は世界で見ても非常に低いわけで、金融業の利益が薄いということは、よい意味では非常に低いコストで資金を供給している、悪い意味では金融業が儲かっていないからパフォーマンスが悪いということであり、そのどちらの側面を見るかということではないかと思う。

(翁)

大学を出て銀行や証券会社に入社する人を見てみると、大学時代の成績が良い人が多いわけで、潜在的な能力を持った人は金融業に大変多いのではないかと思う。そういう意味では、金融機関の人材評価や処遇の仕方、あるいは入社後の育成について色々な課題があるのではないかと思う。例えばゼネラリストばかりでなく、より専門性を持った人材を従来より高く評価していくというような、人事の側面で見直すべき点が残されているのではないかと思う。

(花崎)

最後に、このシンポジウムを終えるにあたり、主催者を代表して、東京大学金融教育研究センターの貝塚啓明センター長からご挨拶をお願いしたい。

(貝塚)

私は、数年前、アメリカの 1930 年代の大恐慌のサーベイを行ったことがあるが、最も落ち込みが厳しかったのは住宅投資と消費であった。結局、日本の場合も、最終的には、消費者が将来をどう思うかというのが極めて重要であろう。今回のような金融危機が起きると、誰もが自分の預金がどうなるか、あるいは自分が投資したものがどうなるか、大変なことになったと不安感に支配され、悲観的になって支出を抑制する。

従って結局は、むしろ政治家の問題であるが、経済政策の構想も含めて皆が安心できる日本経済の将来像を描くことが最も重要である。その際、金融システムの安定が、人々に安心感を与えるための必要条件となるので、それが満たされた上で将来の姿を描くということが重要な課題と言える。

(花崎)

このパネルディスカッションでは、「アメリカ発の金融危機と金融業の行方」をテーマに、深尾教授の基調講演に始まり、パネリスト各氏から大変貴重で有益な議論を賜った。厚く御礼を申し上げます。また、ご多用中にもかかわらずご列席下さった皆様にも、厚く御礼を申し上げます。

以上をもって、本日のシンポジウムを終了させて頂く。

参考資料：プログラム（所属、肩書きは全てシンポジウム開催時点のものである）

開会の辞 花崎正晴（日本政策投資銀行設備投資研究所長）

午前の部 座長：植田和男（東京大学教授）

オープニング・レクチャー

講師	高山憲之（一橋大学教授）
演題	年金の現状と今後の課題

論文報告・討論

講師	小塩隆士（神戸大学教授）
演題	2000年代前半の貧困化傾向と再分配政策
討論者	植田和男（東京大学教授）
講師	山崎福寿（上智大学教授）
演題	マンション開発と住環境問題－プット・オプション履行義務付き開発許可制度の提案－
討論者	吉田二郎（東京大学講師）
講師	内山勝久（日本政策投資銀行設備投資研究所）
演題	環境配慮活動と企業価値－環境格付け融資事例による分析－
討論者	祝迫得夫（一橋大学准教授）

午後の部 座長：小川英治（一橋大学教授）

論文報告・討論

講師	宮島英昭（早稲田大学教授）
演題	どのような企業がM&Aを選択するのか：企業統治と組織構造
討論者	柳川範之（東京大学准教授）
講師	首藤 恵（早稲田大学教授）
演題	企業の社会的責任とコーポレート・ガバナンス－非財務情報開示とステークホルダー・コミュニケーション－
討論者	河口真理子（大和総研経営戦略研究所主任研究員）
講師	中村純一（日本政策投資銀行設備投資研究所）・福田慎一（東京大学教授）
演題	いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか
討論者	塩路悦朗（一橋大学教授）
講師	中里 透（上智大学准教授）
演題	夕張ショックと地方債市場
討論者	小西秀樹（東京工業大学教授）

パネルディスカッション

テーマ	アメリカ発の金融危機と金融業の行方
基調講演	深尾光洋（慶應義塾大学教授・日本経済研究センター理事長）
パネリスト	佐藤隆文（金融庁長官）
パネリスト	翁 百合（日本総合研究所理事）
パネリスト	荒木幹夫（日本政策投資銀行代表取締役副社長）
司会	花崎正晴（日本政策投資銀行設備投資研究所長）

閉会の辞 貝塚啓明（東京大学名誉教授・金融教育研究センター長）

経済経営研究目録

(1980年7月より2009年4月まで)

Vol. No. 発行年月

◇経済一般理論・実証◇

日本の景気循環の推計	26 (1)	2005. 5
－Markov Switching Dynamic Factor Model を用いた検討－		
経済の情報化と IT の経済効果	22 (1)	2001. 11
日米経済と国際競争	20 (4)	2000. 3
現金収支分析の新技法	16 (3)	1995. 11
日米独製造業の国際競争力比較	12 (1)	1991. 6
－実質実効為替レートを利用した要因分析－		
レーガノミックスの乗数分析	10 (1)	1989. 5
為替レートのミスアラインメントと日米製造業の国際競争力	9 (1)	1988. 7
貯蓄のライフ・サイクル仮説とその検証	2 (3)	1982. 1
今後のエネルギー価格と成長径路の選択	1 (1)	1980. 7
－期待されるエネルギーから資本への代替－		

◇設備投資◇

1990年代不況下の設備投資と銀行貸出	26 (7)	2006. 3
R&D のスピルオーバー効果分析	26 (2)	2005. 6
－日本のハイテク産業における実証－		
1990年代の設備投資低迷の背景について	25 (4)	2004. 12
－財務データを用いたパネル分析－		
設備投資と不確実性	25 (2)	2004. 9
－不可逆性・市場競争・資金制約下の投資行動－		
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	16 (6)	1996. 1
－1985～1995年－		
大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究	16 (2)	1995. 11
－1966～1984年－		

大都市私鉄の運賃改定とその過程の研究 －1945～1965 年－	15 (1)	1994.12
大都市私鉄の投資と公的助成 －地方鉄道補助法とその評価－	14 (1)	1993.4
鉄道運賃・収支と設備投資	13 (2)	1992.7
大都市圏私鉄の設備投資について	12 (3)	1991.8
設備投資と資金調達 －連立方程式モデルによる推計－	11 (4)	1991.2
土地評価とトービンの q / Multiple q の計測	10 (3)	1989.10
我が国の設備機器リース －その特性と成長要因－	9 (5)	1989.3
設備の償却率について －わが国建設機械の計測例－	9 (3)	1988.9
設備投資の決定要因 －各理論の実証比較と VAR モデルの適用－	6 (5)	1986.3
設備投資研究 '85 －主要国の設備投資とわが国における R&D 投資の構造的特色－	6 (4)	1985.9
設備投資研究 '84 －変貌する研究開発投資と設備投資－	5 (1)	1984.7
設備投資研究 '82 －調整過程における新たな企業行動－	4 (2)	1983.7
投資促進施策の諸類型とその効果分析	4 (1)	1983.7
設備投資研究 '81 －研究開発投資の経済的効果－	3 (4)	1982.7
税制と設備投資 －調整費用、合理的期待形成を含む投資関数による推定－	3 (3)	1982.7
時系列モデルの更新投資への適用	3 (2)	1982.7
設備投資研究 '80 －投資行動分析の新しい視角－	2 (2)	1981.7

◇金融・財政◇

金融システム・公共政策の課題と展望	30 (1)	2009. 4
－2008 年東大・設研共同主催シンポジウム抄録－		
自由な労働移動のものの通貨統合の費用	29 (1)	2009. 3
いわゆる「ゾンビ企業」はいかにして健全化したのか	28 (1)	2008. 3
貸し手間の協調の失敗と公的政策	27 (1)	2006. 5
日本企業のガバナンス構造	24 (1)	2004. 1
－所有構造、メインバンク、市場競争－		
非対称情報下の投資と資金調達	23 (3)	2003. 2
－負債満期の選択－		
－投資非効率と企業の規模－		
メインバンク関係は企業経営の効率化に貢献したか	21 (1)	2000. 8
－製造業に関する実証研究－		
ドル・ペッグ下における金融危機と通貨危機	20 (3)	1999. 8
アメリカ連邦政府の行政改革	20 (1)	1999. 6
－GPRA を中心にして－		
なぜ日本は深刻な金融危機を迎えたのか	19 (1)	1998. 9
－ガバナンス構造の展望－		
国際機関投資家の新潮流	16 (4)	1995. 9
アメリカの金融制度改革における銀行隔離論	13 (1)	1992. 6
メインバンクの実証分析	12 (4)	1992. 3
Asset Bubble のミクロ的基礎	11 (3)	1990. 12
資産価格変動とマクロ経済構造	11 (2)	1990. 7
貯蓄・投資と金利機能	11 (1)	1990. 6
金融構造の変化について	10 (2)	1989. 8
公的部門の金融活動	9 (4)	1988. 10
－米国での動きとわが国との対比－		
クラウドニング・アウトについての研究	8 (1)	1987. 11
－国債発行の国内貯蓄および金融仲介への影響－		
アメリカの金融システムの特徴と規制緩和	7 (1)	1986. 10
アメリカの金融自由化と預金保険制度	6 (3)	1985. 6

西ドイツの金融自由化と銀行収益および金融制度の安定	6 (2)	1985. 7
西ドイツの公的金融		
ーその規模と特徴ー		
アメリカの公的金融	6 (1)	1985. 7
ーフェデラル・ファイナンス・バンクと住宅金融ー		
金融市場の理論的考察	5 (2)	1984. 7
債券格付に関する研究	2 (1)	1981. 7
資本市場に於ける企業の資金調達	1 (2)	1980. 10
ー発行制度と資金コストー		

◇資源・環境◇

二酸化炭素排出と環境グズネツ曲線	27 (3)	2007. 3
ーダイナミック・パネルデータ推定による検証ー		
カーボンファイナンスの評価と今後の可能性	25 (5)	2004. 12
ーモンテカルロ法によるシミュレーション分析ー		
地域経済と二酸化炭素排出負荷	24 (4)	2004. 3
エネルギー問題に関する理論および実証のサーベイ	1 (3)	1981. 2

◇会計・企業・財務◇

ドイモイ（刷新）政策導入後のベトナムに於ける資本・金融自由化政策概観	27 (4)	2007. 3
日本の M&A	26 (6)	2006. 3
ーイベント・スタディによる実証研究ー		
ベトナム私法整備の経緯と日本支援の役割	26 (5)	2006. 3
ー社会的共通資本としての法学の視点からー		
DIP ファイナンスの実証研究	26 (4)	2006. 3
税効果会計と利益操作	25 (6)	2005. 3
ー倒産企業による実証分析ー		
コーポレート・ガバナンスの世界的動向	25 (3)	2004. 9
ー欧米、中国・韓国における法制度を中心とする最近の展開 ならびに「会社法制の現代化に関する要綱試案」の動向ー		

コーポレート・ガバナンス改革の現状と課題	24 (5)	2004. 3
ー経営機構改革の具体例の検討、内部統制システム等に関する考察を中心としてー		
利益の質による企業評価	24 (3)	2004. 3
ー利質分析の理論と基本的枠組みー		
企業の再生と挫折	24 (2)	2004. 3
ーUAL におけるターンアラウンド戦略の評価ー		
商法改正後の新しいコーポレート・ガバナンスと企業経営	23 (6)	2003. 3
ー社外取締役、監査役会など米国型機構、従来型機構の検討を中心としてー		
日本の製造業	23 (5)	2003. 3
ー長期データに基づく収益力の再検証ー		
利益操作の研究	23 (4)	2003. 2
ー不当な財務報告に関する考察ー		
バブル崩壊後の企業財務の推移と課題	18 (3)	1998. 3
連結決算 20 年のデータで見る日本企業の資本収益性低下	18 (2)	1998. 3
日米医療 NPO（非営利組織）の経済分析	17 (2)	1997. 3
企業のリストラクチャリングについて	16 (1)	1995. 5
日本主要企業の資本構成	12 (2)	1991. 7
企業における情報行動の分析	7 (2)	1987. 3
ー職場における情報行動に関する調査報告ー		
ビジネス・リスクと資本構成	3 (1)	1982. 4
 ◇産業構造・労働◇		
防衛的技術進歩	26 (3)	2005. 7
ーグローバル経済下の内生的技術進歩ー		
技術進歩と人的資本	25 (1)	2004. 5
ースキル偏向的技術進歩の実証分析ー		
我が国の半導体産業とイノベーション	23 (7)	2003. 3
ーイノベーション経営研究会報告書ー		
我が国製造業の打開策を探る	23 (2)	2002. 11
ープロダクション・ニューパラダイム研究会報告書ー		

貿易と雇用	23 (1)	2002.11
ーグローバル化の産業と地域への影響ー		
グローバル化と労働市場	21 (2)	2000.11
ー日本の製造業のケースー		
偏向的技術進歩と日本製造業の雇用・賃金	20 (2)	1999.6
ーコンピュータ投資にみる技術進歩の影響ー		
戦間期日本における農工間賃金格差	19 (3)	1998.12
日本の労働市場と失業	9 (2)	1988.8
ーミスマッチと女子労働供給の実証分析ー		
産業調整問題に関する理論および実証	3 (5)	1982.8

◇地域政策◇

ハイテク型産業クラスターの形成メカニズム	27 (2)	2006.10
ーフィンランド・オウル ICT クラスタにおける歴史的実証ー		
地域・目的別社会資本ストックの経済効果	19 (2)	1998.11
ー公共投資の最適配分に関する実証的分析ー		
地域間所得移転と経済成長	18 (1)	1998.3
アジアにおける地域の国際ネットワーク化試論	17 (1)	1997.3
ーネットワークの理論的考察とその応用としてのアジア重層ネットワーク構想ー		
新しい町づくりの試みサステイナブル・コミュニティ	16 (5)	1995.10
ー真のベター・クオリティ・オブ・ライフを求めてー		
首都圏を中心としたハイテクゾーンの現状と将来	6 (6)	1986.3