

# メンバーバンク制と金融産業の今後

## ～新しい金融システムを目指して～

財政金融委員会調査室 小野 伸一

### [目次]

1. はじめに
2. メンバンク制確立の背景①－銀行融資の影響力
3. メンバンク制確立の背景②－エクイティ・ファイナンスの発達の遅れ
4. ファイナンス機能の変遷
5. メンバンクの今後
6. 投資銀行の役割
7. 銀行のコーポレート・ガバナンス
8. 今後の金融機関のビジネスモデルとファンドの役割
9. おわりに～フィンテック対応の重要性～

### 1. はじめに

2007年に顕在化した米国のサブプライムローン問題に端を発するグローバル金融危機の後、世界的に金融環境が大きく変貌を遂げていく中で、また近時、金融イノベーション、いわゆるフィンテック（FinTech）に対する注目度が高まる中で、銀行をはじめとする我が国の金融産業、金融システムについても、改めてその在り方が問われている。

本稿では、まず初めに、戦後の我が国における金融の原点を探る意味で、今日に至るまで我が国の金融システムの大きな特徴となっているメンバーバンク制を取り上げ、メンバーバンク制が確立した背景として、戦後の資金不足の中で銀行融資が大きな影響力を持ったこと、株式持ち合いや制度・政策的要因、株主意識の問題によりエクイティ（株式）・ファイナンスの発達が相対的に遅れたことなどを指摘する。

次いで、金融産業・システムの主要な構成プレーヤーである商業銀行、投資銀行（証券会社）、ファンドの機能と変遷について述べるとともに、今後のメンバーバンク機能の在り方について考察する。さらに、投資銀行について、金融危機の一因となった存在として批判されることもあったものの、本来の機能の必要性は不変であることを述べるとともに、銀行のコーポレート・ガバナンスの在り方に言及する。

最後に、我が国において持続的な経済成長を実現していくためには、積極的なリスクテイクとこれを支える金融システムが必要であること、ガバナンスを有効に機能させつつ商業銀行、投資銀行、ファンドなどが健全に発展し、金融産業自体の効率性、収益性の向上が図られることが必要であること、フィンテックに対する取組も今後の重要な課題であることなどを指摘する。

## 2. メンバンク制確立の背景①—銀行融資の影響力

メンバンク制は戦後、1950年代に確立したとされている。企業に対する主要な貸出先となっている銀行（通常1行）と当該企業との間に長期的関係が構築され、当該企業の実態・情報把握などで優位に立つとともに、役員を送り込んだり、当該企業の株式を保有するなどして影響力を行使してきた。大企業では主に旧都銀などがメンバンクとなり、地域の中小・中堅企業では地銀、相互銀（現在の第二地銀）、信金、信組などがその役割を担ってきた<sup>1</sup>。「土地本位制」といわれたように、融資は通常、土地などの不動産を担保として行われ、特に高度成長期には土地価格が一貫して上昇傾向であったことが融資の拡大を支えてきた。

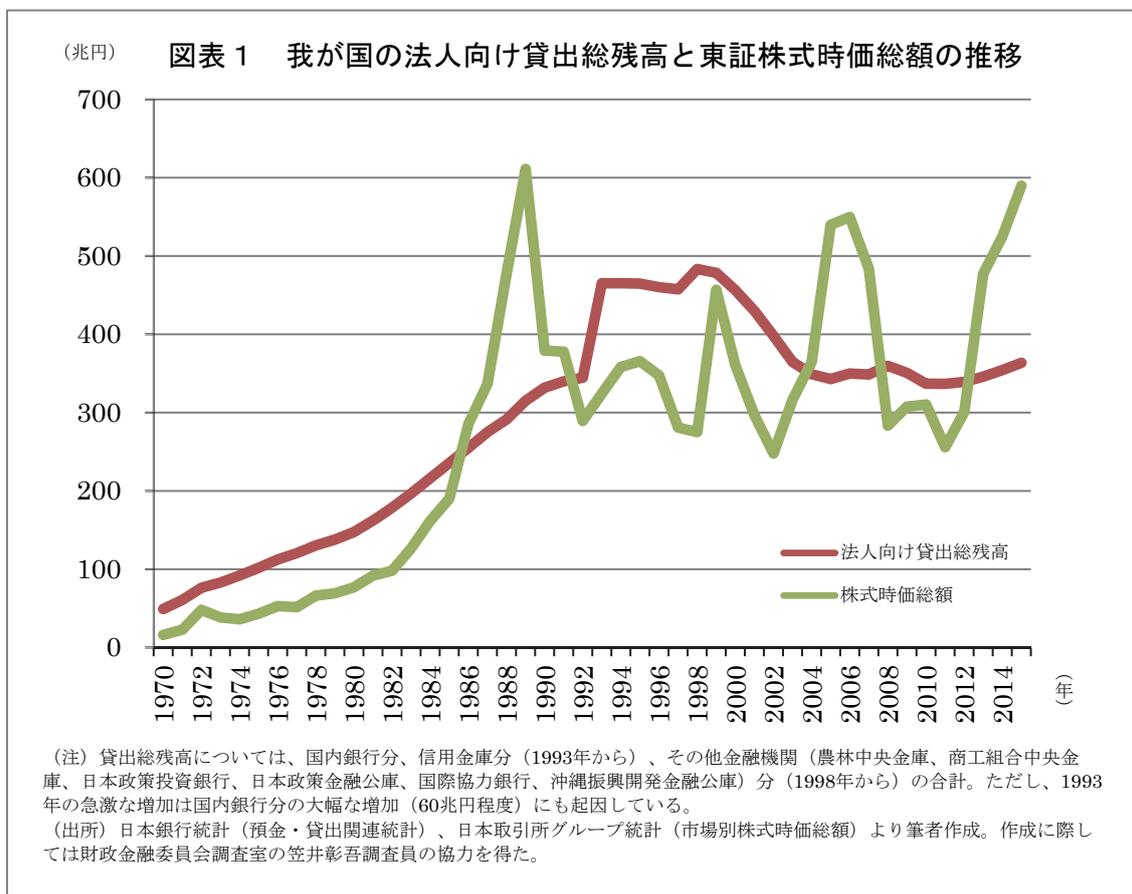
メンバンク制が確立した背景としては、まず、戦後間もない時期に、銀行融資が成長の「律速段階」となり、大きな影響力を及ぼすようになったことが挙げられる<sup>2</sup>。すなわち、第二次大戦で大きなダメージを受けた我が国経済は、戦後、石炭・鉄鋼への「傾斜生産」方式の採用などにより資源的・資金的制約を克服し、高度成長を実現するに至ったが、その過程においては、慢性的な資金不足状態にあった企業セクターにとって、資金制約が成長の制約にならないよう継続的に融資を受けることが決定的に重要であった。戦前の財閥は戦後になって解体されたものの、旧財閥ごとの企業グループが残存する中で、三菱、住友、富士など旧財閥系のメンバンクが対企業ファイナンスの中核的役割を果たしたのがその一例である。

このようなメンバンク制は、いわば国家の後ろ盾によって補強される仕組みとなっていた。すなわち、銀行業への参入が制限されるとともに、銀行は破綻させないという行政当局の強い意思のもと、「護送船団方式」という独特の銀行行政スタイルが成立し、「箸の上げ下ろし」に至るまで様々な行政指導が行われ

<sup>1</sup> 帝国データバンクの全国メンバンク調査（2015年、146万社対象）によれば、企業がメンバンクと認識している金融機関は、メガバンク等（三菱東京UFJ、三井住友、みずほ、りそな、埼玉りそな）との回答が29.3万社（構成比20.1%）、地銀・第二地銀が72.4万社（同49.7%）、信用金庫が33.8万社（同23.2%）、信用組が3.7万社（同2.5%）などとなっている。トップ3は、三菱東京UFJ 10.3万社（全体に占めるシェア7.1%）、三井住友8.0万社（同5.5%）、みずほ6.3万社（同4.4%）である。メガバンク等や地銀・第二地銀のみならず、信用金庫や信用組合もメンバンクとしての機能を果たしていることがわかるが、本稿では、主にメガバンク等や地銀・第二地銀を対象として考察している。

<sup>2</sup> 戦時中の統制経済下において、銀行融資が戦時金融の中心とされ、政府のコントロールの下で軍需産業に重点的に融資が行われたこともメンバンク制確立の背景にあると考えられる。

ることとなった。護送船団方式のもとでは、各銀行は横並びを意識し、効率性や収益性を向上させようというインセンティブに乏しかったのではないかと思われる。



政府・日銀による低利誘導政策、いわゆる「人為的低金利政策」がとられ、企業のオーバーボローイングが恒常化したことも、結果的に融資市場の発展を支え、銀行の存在感を高めることにつながったように思われる。また、いわゆる「セグメンテーション政策」がとられ、「専門銀行主義」により長期（長信銀）と短期（都銀・地銀）の市場が分割されていたことや、国境をまたぐ金融取引に制限があったことは、各種金利間の裁定の妨げとなり、結果的に人為的低金利政策がとられることを容易にしたのではないかと考えられる。さらに、「国営銀行」といわれた郵便貯金などの財政投融资資金を原資とする広範囲にわたる政策金融も、税制優遇策などのバックアップのもと、大きな原資を有し、民間銀行の信用を補完する役割を果たした（次第に民業圧迫論も惹起され郵政民営化へとつながることとなった）（図表1）。

### 3. メーンバンク制確立の背景②—エクイティ・ファイナンスの発達の遅れ

メインバンク制確立のもう一つの背景は、背景①と裏表の関係になるが、株式持ち合い（銀行と企業との間や企業同士で株式を持ち合うこと）や制度面・政策面の要因、株主の意識の問題などにより、本来あるべき形での株式市場、エクイティ・ファイナンスの発達が遅れたことではないかと思われる。

### （１）株式持ち合い

我が国の企業金融は、必ずしも戦前から間接金融中心であったわけではなく、例えば 1930 年代には、むしろ株式や社債のウェイトが高く、直接金融が中心であった<sup>3</sup>。大株主の多くは三井、三菱、住友など財閥の持株会社（一族所有）であり、安定株主として機能していた。主な株式会社における大株主の株式保有比率は、1919 年の 21.0%から 1936 年には 37.4%に高まり、株主の法人企業化現象が生じていた<sup>4</sup>。ただし、鮎川義介（1880—1967）が築いた日産コンツェルンのように、一般公衆が株主になる公開持株会社も存在していた。

戦後になって、GHQによる財閥解体の実施により、大株主、安定株主としての持株会社は解体され、1947 年に制定された独禁法により法的にも禁止された。この結果、個人保有が増加し、1950 年にはその割合が 70%強まで高まり<sup>5</sup>、いわば安定株主不在の状況が現出した。このような中で、上場企業は安定株主対策を模索するようになり、結果的に株式持ち合いが行われることとなった。1950 年の商法改正により、少数株主保護が強化され、第三者割当増資が導入されたことや、1960 年代に資本自由化の波が押し寄せたことも、上場企業を持ち合いに向かわせる要因になったのではないかと思われる。そして、株式持ち合いは 1970 年代前半までに確立し、個人保有比率は 1974 年に 33%まで低下することとなった<sup>6</sup>。1970 年代以降、取引先などの安定株主比率は次第に高まっていき、1990 年代前半には 65%を超える水準にまで達した<sup>7,8</sup>。

株式持ち合い主体の典型は銀行であり、多くの融資先の株式を保有する一方で、融資先企業も銀行の株式を保有した。旧財閥系銀行を中心とするグループ企業間の持ち合いが代表例であり、中でも持ち合い比率が高かったのは三菱（金曜会）と住友（白水会）であった<sup>9</sup>。銀行は独禁法上、他の事業会社の 5%を超

<sup>3</sup> 橋本寿朗『現代日本経済史』p. 57

<sup>4</sup> 同『現代日本経済史』pp. 58-9

<sup>5</sup> 同『戦後の日本経済』p. 104

<sup>6</sup> 同『日本経済論』p. 150

<sup>7</sup> ポール・シェアード『メインバンク資本主義の危機』p. 113

<sup>8</sup> 株式持ち合いのピークは 1990 年前後ではないかと思われる。その後、バブル崩壊による長期停滞が続く中で、金融ビッグバンや金融危機による銀行再編などの影響、さらに時価会計の導入などにより株式持ち合いは減少していくこととなり、各種調査によれば 2000 年代後半に 10%前後まで低下したようであるが、近年は下げ止まる傾向にある。2015 年 6 月に策定されたコーポレートガバナンス・コードにより、持ち合いのさらなる減少がもたらされるか否かが注目される。

<sup>9</sup> 橋本寿朗『日本経済論』pp. 155-6

える株式を持っていないこととなっており（5%ルール）、株式持ち合いもこの範囲内となるが、5%までであれば（中核的な自己資本の範囲内で）何社の株式でも保有することができる<sup>10</sup>。このような銀行と融資先企業との株式持ち合いは、メインバンク制の基盤を堅固なものとする効果も有していたと考えられる。

株式持ち合いは、上述のような歴史的経緯によって形成されてきたものであるが、今後の我が国株式市場、我が国経済の活性化の観点からみれば、本来的に望ましいものとはいえないであろう。まず、株式持ち合いは、株主として重要な権利（共益権＝株主総会における議決権など）の行使に歪みを生じさせるおそれがあり、企業間競争を阻害し、新陳代謝の妨げとなり、非効率な企業を温存させてしまう可能性がある。買収防衛の観点から株式持ち合いが行われる場合も同様である。そもそも戦後の我が国の株式市場自体が、もっぱら経済的利益（自益権＝利益配当請求権など）を期待する一種の確定利付きの擬似債券市場のようになっていたのではないかという見方もある<sup>11</sup>。確かに従来、株式には、今日ではなくなった「額面」が存在し（50円額面、5円配当が一般的）、株式発行も1960年代までは株主割当の額面発行が通常であった。このような状況は、共益権に関心の薄い株式持合主体にとっては、むしろ好都合であった可能性がある。

さらに、株式持ち合いは、流通株式の減少をもたらし、株式市場の流動性を低下させ、株式市場の健全な発展の妨げとなるおそれがある。流動性が低下すれば、市場における価格形成機能が損なわれ、企業価値を正しく反映した価格形成が行われない可能性も高まる。加えて、一般に銀行や企業が価格の変動しやすい株式を保有することは資産評価の変動、ひいては資本の変動をもたらす要因となるが、これも、特に自己資本規制（リスク管理）の厳格な銀行にとっては望ましくないことである。

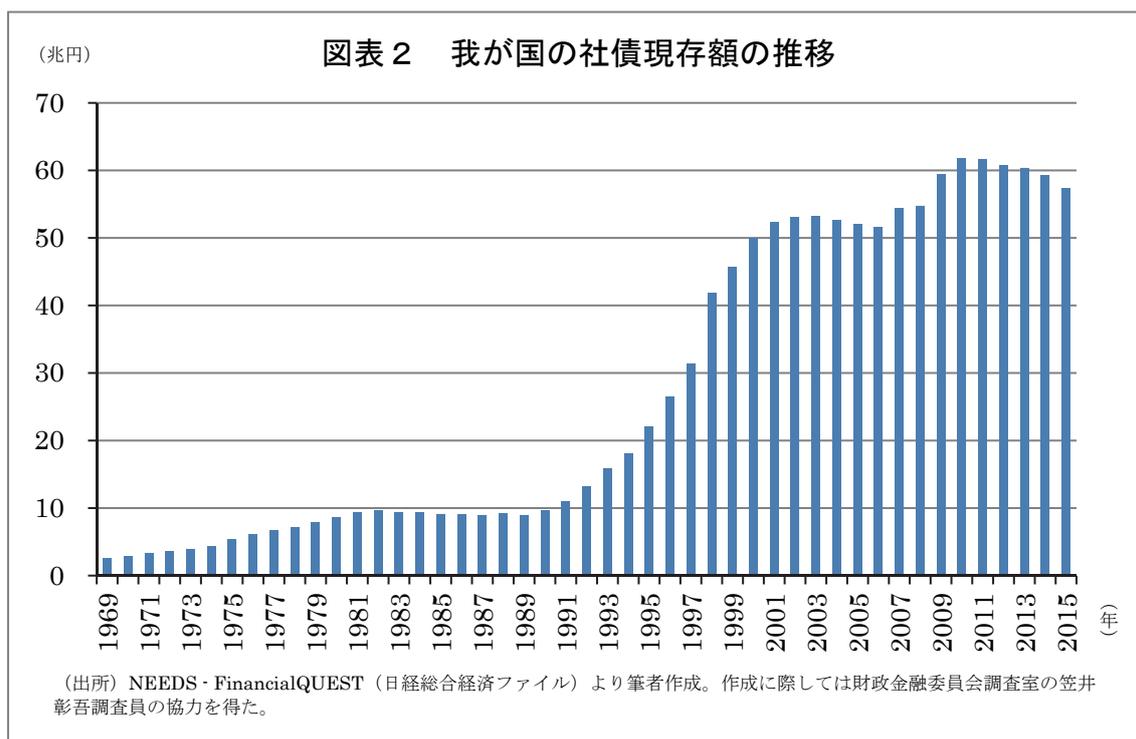
## （2）制度面・政策面の要因

まず、戦後、我が国で郵貯マル優など貯蓄の奨励策がとられたことが、預金重視の資産構成につながった可能性がある。郵貯は昭和40年代以降、シェアを拡大させ、財政投融资を通じ、我が国の戦後金融システムの1つの特徴といえる多様な政府系金融機関の存在を支える役割も果たした。また、戦後、証券市場においては、外国証券会社が証券取引所の会員から事実上、排除されており、外国の有力証券会社（投資銀行）を含めた競争による市場活性化が行われなか

<sup>10</sup> 今年の通常国会（第190回国会）において銀行法が改正され、従来認められていた金融関連業務やその従属業務の会社に加え、金融関連IT企業等に対して認可により5%を超えて出資することが可能となった。

<sup>11</sup> 井出正介『不均衡発展の60年』pp. 96-8

ったこと、セグメンテーション政策として旧証券取引法 65 条により銀行と証券が分離され、銀行が証券業務を行うことができなかつたことも影響している可能性がある。さらに、専門銀行主義に基づき、長信銀（興銀、長銀、日債銀）がワリコーやリッチョー、ワリシンなどの金融債を発行し長期資金を提供したことも、結果として株式代替効果を有し、エクイティ・ファイナンスの発達にはマイナスに働いた可能性がある。



ちなみに、株式市場と並ぶ直接金融市場である社債市場についても、戦後、我が国では様々な規制が存在し、発達が遅れることとなった。受託銀行や証券会社が決める金利は市場実勢を下回っていたと考えられ、事実上、国内機関投資家などへの割り当てに近い形で発行されていたこともあり、裾野が広がらなかった。一方、企業サイドからみれば、人為的低金利政策を背景に、金融機関から有利な条件で借り入れを実現することの方が優先順位が高く、社債発行のインセンティブが十分存在しなかったのではないかと思われる。今日では個人向け社債の発行も増加し、投資家の意識に変化もみられるものの、まだ機関投資家が中心であることに変わりはなく、規模的にも 2000 年代以降、50～60 兆円程度で推移しており、図表 1 で示した融資市場に比べてかなり小さくなっている（図表 2）。今年 1 月、日銀はマイナス金利の導入を決定したが、これが社債の発行に及ぼす影響が注目されるところである。

### (3) 株主の意識

戦後、我が国の株式市場では、銀行や企業などの持合株主をはじめとする「口うるさくない」株主が相当数存在し、ガバナンス行使についての意識の高い機関投資家も十分育っていなかったと考えられる。さらに、高度成長期に代表されるような、人口が増加し、為替レートも円安に固定されて輸出が伸びていく右肩上がり経済の中では、企業に資本効率の追求を迫る必要性は必ずしも高いとはいえず、多くの株主は、株式を一定の果実が得られるデットの如く保有していたのではないかと思われる。量的拡大が続くことで資本の効率性などの質的改善の必要性があまり実感されず、株式の本来の機能が十分発揮されにくい状況となっていた可能性がある。株主総会の所要時間も短いほどよい企業であるかのように受け止められていた。

また、既に述べたように株式は額面発行が原則であったが、企業会計ルール上も、株式の簿価は現在とは異なり取得価格であったから（取得原価主義）、株主も配当率を時価ではなく簿価を基準として考える傾向があり、そうであれば配当は必ずしも低水準というわけでもなかった。そして、経済成長と歩調を合わせて株価も上昇基調が継続し、株主も厳しい要求を突きつける必要性に乏しく、そこまでの意識が醸成される環境になかった。

さらに、株主サイドの事情として、株式はリスクを伴うものという意識がどうしても先行し、市場での取引単位（金額）も今日より大きかったので、個人株主の裾野がなかなか広がらなかったということもあるであろう。金融工学、端的にはリスクとリターンの関係（リスクとリターンには正の相関関係があり、リスクをとることで価値が増大する）に対する理解も必ずしも十分でなく、単純にギャンブルと同一視し、手を出さない方がよいと考える人も多かったように思われる。なお、我が国の株式市場は、1980年代後半のバブル期には前例のない活況を呈したが、バブル崩壊以降、失われた10年とも20年ともいわれたデフレ経済の中で、リターンは大きく低下した。そしてこれがリスクテイクの不活発さにつながるというマイナスの連鎖が生じていたのではないかと思われる。

ちなみに、日本人がリスクテイクに消極的であった背景には、リスクヘッジ機能を有するオプションや先物などデリバティブ（金融派生商品）市場の発達が欧米より遅れたこともあるかもしれない。例えば、株式オプションの価格決定式として有名なブラックショールズ方程式が米国で生み出されたのは1973年のことであり、以後、欧米ではデリバティブ市場の拡大にはずみがつくこととなったが、我が国において理解が進み、普及していったのは1990年代以降と思われる。総じて我が国では、金融イノベーションの普及が遅れる傾向があるように思われ、これは今日のフィンテックについても例外ではない（後述）。

## 4. ファイナンス機能の変遷

### (1) グローバル金融危機とエクイティ・ファイナンス

今日の我が国経済は、実質経済成長率で2%程度の安定軌道にはまだ達していないものの、日銀によるマイナス金利付き量的・質的金融緩和政策が継続しており、企業にとって資金不足や貸し剥がしが問題となるような時代ではなくなった。そして、経済規模で我が国を超えた中国をはじめとして、競争力の向上した経済パワーがプレーヤーとして出現し、凌ぎを削る中、人口減少に転じた我が国において企業が生き残り成長していくためには、従来にも増して効率性、収益性の追求やグローバル化が重要となっており、国境を越えたM&Aも日常茶飯事となった。

振り返れば、2000年代に入って、年金基金などの機関投資家や、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド、国家ファンド）を含む様々なファンドが資本市場において存在感を増していった。ベンチャー支援や企業再生のために、PE（プライベート・エクイティ）ファンドやバイアウトファンド、ベンチャーキャピタル（ファンド）、企業再生ファンドが大きな役割を果たし、リスクマネー供給の役割を担うエクイティ・ファイナンスへの注目度は格段に高まった。潤沢なオイルマネーや新興成長国の余剰資金、アメリカのドル供給、さらには低金利通貨を利用した投資マネー（キャリートレード）などを背景に、世界的に過剰流動性が発生する中で、民間資金のみならず外貨準備や年金などの公的資金まで目の色を変えて効率のよい投資先を探し回った。

しかしその後、2007年には、米国のいわゆる住宅バブルが崩壊し、中低所得者向けの住宅ローン（サブプライムローン）の焦げ付き問題が深刻化、信用収縮（クレジット・クランチ）が生じた。そして2008年9月には、投資資金の大規模な引き揚げが発生し、投資銀行のリーマン・ブラザーズが経営破綻した（リーマン・ショック）。世界的に巨大な資金の巻き戻し現象が発生し、金融市場は多大な流動性不足に陥った。そこでは裁定が有効に機能せず、資産価格の拠って立つ水準が見失われていた。この背景には、以下のような事情があったと考えられる。

- ①証券化の進展によりリスクが見えにくくなる中で、サブプライムローンが含まれる証券化商品の価格にミスプライシング（価格と本来の価値の乖離）が発生していたこと
- ②格付機関同士の競争もあって、証券化商品の格付けが甘くなっていたこと
- ③証券化商品を担保とする信用供与（証券化とレポ取引<sup>12</sup>を組み合わせたシャ

<sup>12</sup> レポ取引とは、有価証券を担保とする貸付け（貸し手からみたとき）、あるいは契約期間末に買い戻す条件で有価証券を売却して行う借入れ（借り手からみたとき）をいう。

ドーバンキング) が膨らんでいたにもかかわらず、実態が十分把握されておらず、預金保険制度の適用対象でもなかったこと<sup>13</sup>

④投資銀行(証券会社)が過度なレバレッジをかけた自己勘定投資で利益を上げていたこと

⑤リーマン・ブラザーズに公的資金が投入されなかった一方、AIGには公的資金が投入されたが、結果的に市場の混乱を食い止められなかったこと<sup>14</sup>

リーマン・ブラザーズをはじめとする米国の主要な投資銀行のレバレッジは、リーマン・ショック直前の2007年には、1998年に破綻したヘッジファンド「LTCM」のレバレッジ(35倍)<sup>15</sup>に近い30倍に達していたようであり、明らかに行き過ぎであった。金融市場が発端となったショックは実物市場にも波及し、世界的に深刻な不況に見舞われることとなったが、FRB(連邦準備理事会、米国の中央銀行制度)やイングランド銀行などの非伝統的な金融政策(国債購入など量的緩和政策)の実施、各国中央銀行による流動性供給、財政出動などもあって、次第に流動性は回復し、実態経済も好転していった。

なお、グローバル金融危機の本質については、現在でも様々な主張がなされており、必ずしも定説があるわけではない上、様々な金融商品の開発や多様なリスクマネー供給、エクイティ・ファイナンスの必要性が金融危機によりなくなってしまうわけでもない。ガバナンスを発揮しつつ資本効率を追求し、その見返りとしてのリターンを得るという営みも、資本主義が続く限り不変であろう。もちろん、世界的な所得格差の拡大を論じたトマ・ピケティの『21世紀の資本』を待つまでもなく、資本主義の「一人歩き」には危険が伴い、政治的な(民主主義の)リーダーシップやガバナンスの行使、支援インフラの整備などにより、行き過ぎが戒められなければならないであろう。そして、金融危機の経験は経験として記憶に留めつつ、自己資本規制の強化(バーゼルⅢ<sup>16</sup>、

<sup>13</sup> リーマン・ブラザーズに起こったこと(破綻)は、いわば預金保険が適用されないシャドバンキングに対する取り付け(バンク・ラン)であったと考えることができる。

<sup>14</sup> リーマン・ブラザーズ破綻(9月15日)直後の16日、経営危機に陥った大手保険会社のAIGに公的資金が投入された。リーマン・ブラザーズに公的資金が投入されず、AIGに投入されたのは、AIGはCDS(クレジットデフォルトスワップ)の取引を主導していたことから、破綻により発生する(リーマン・ブラザーズを上回る世界的な)混乱が懸念されたからではないかと想像されるが、実際には市場の混乱を食い止めることはできず、世界中で株価が暴落していった(リーマン・ショック当時FRB議長であったバーナンキの回顧録『危機と決断』によれば、リーマン・ブラザーズは事業の毀損が激しく、買い手(スポンサー)も不在であったので公的資金は投入できなかったが、AIGは公的資金投入の裏打ちとなる一定の事業価値が存在したとされている)。

<sup>15</sup> LTCMのレバレッジについて、グリーンSPANは『波乱の時代』の中で、最善の推定で自己資金の35倍を投資していたと述べている。また、米国のファンド専門家リチャード・ブックスターバーは『市場リスク 暴落は必然か』において、LTCMは自己資本が30億ドルにすぎない中で、1,000億ドルを超える資金をリスクにさらしていたと述べており、ほぼ同様の見方をしている。

<sup>16</sup> 銀行に関する原則・指針等の国際的なルールであり、G20首脳会合の下にあるFSB(金融安定理事会)に設置されているBCBS(バーゼル銀行監督委員会)で策定されている。バーゼルⅢ(2010年合意)はバーゼルⅡ(2004年合意)と比較して自己資本規制の強化などに特徴がある。

G-SIFIs<sup>17</sup>) など金融システム全体の健全性を確保する規制や、金融システム全体のシステミックリスクを抑制し安定を確保するマクロ・プルーデンス政策が適切に行われることを前提に、市場重視型、価値追求型の金融産業への転換の流れについてはこれを押し止めることなく守り育てていくことが重要であるように思われる（後述）。

## （２）デット・ファイナンス

リスクマネーの中核部分は主にエクイティによって担われるが、融資や債券などデット・ファイナンスについてもその重要性が軽視されてはならない。融資を通じて銀行と企業との間に長期的関係が構築されたことが、株式市場を通じたガバナンスとは異なった、長期的視野でのガバナンスの実現に貢献したとの積極的評価も可能である。また、エクイティ自身、デットによる適度なレバレッジがあってはじめて本来の効果が発揮される面もある。今日の我が国のような安定成長下では、土地本位制といわれる不動産担保をベースにした融資には限界がある一方、将来キャッシュフロー、換言すれば市場における企業価値や事業価値に着目した融資の重要性は今後、高まりこそすれ低下することはないように思われる。

融資については、特に 2000 年代に入って、様々なタイプの手法が登場している。ビジネスモデルなどの無形財産や将来資産に基づく創業期の無担保融資、特定の事業収益が返済原資となるプロジェクト・ファイナンスやノンリコース・ローン、複数の金融機関が協調しモニタリングするシンジケート・ローン、住宅ローン貸付債権など資産の証券化、在庫などの動産や売掛債権、知的財産権などを担保とする融資（アセット・ベースト・レンディング、ABL）、さらに通常のデットではカバーできない、デットとエクイティの中間領域ともいえるメザニン債やハイ・イールド債（劣後ローン）を組み合わせたファイナンス・スキームなどである。

これらで特徴となっているのは、事業や資産が将来的に生み出すキャッシュフローなどの価値に注目し、そのリスクをリターンに反映させたファイナンスを行う考え方や、市場機能・監視機能（ガバナンス）を重視する考え方、さらに時価評価を重視する考え方などである。このようなファイナンスが発達することにより、複数の銀行がバラバラに担保融資を行い担保資産が複雑に錯綜してしまうことや、時価を反映しない担保資産が温存されることなども抑制されるであろう。銀行にとっては、手数料ビジネスの拡大につながるというメリットもある。市場の評価を得て事業価値、資産価値の増大に貢献し、融資をする

---

<sup>17</sup> グローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）について、自己資本のバーゼルⅢ規制水準への上乗せ、破綻処理の枠組の整備などの対応を進めることとされている。

側とされる側がウィン・ウィン関係になるようなファイナンスが今後とも充実していくことが望まれる。そしてこれは、市場における価格と価値の乖離を抑制し、金融危機の発生を未然に防ぐことにも役立つと考えられる（後述）。

なお、証券化商品をはじめ金融工学を駆使して開発された複雑な金融商品は、グローバル金融危機の発生で明らかになったように、価格と本来的な価値の乖離が生じやすいものであるから、客観的かつ公正な時価評価に基づく格付けが極めて重要である。グローバル金融危機の引き金を引いたサブプライムローンの証券化商品の多くは、格付け会社からトリプル A の格付けを得ていたが、これは明らかに異常なことであった。

## 5. メンバンクの今後

メンバンク制は、1990年代後半から2000年代初頭にかけてのいわゆる「金融ビッグバン」の進展により、護送船団方式に綻びが生じ、競争原理が導入されるようになったこと、1997～8年に拓銀や長銀、日債銀が破綻する金融危機が発生した後、株式持ち合いが減少し、不良債権処理が懸案化したことなどを背景に、その役割を終えたかのように語られることもあったが、実際には、少なくとも外形的には、今日に至っても特に大きく変化しているわけではない。市場機能の活用を含むファイナンスの多様化が進展しても、それがメンバンク制にマイナスの影響を与えたようには必ずしも見受けられないように思われる。これは、ノーベル経済学賞を受賞したロナルド・H・コース的な見方でいえば、金融ビッグバンを契機にメンバンクを含む持株会社を活用した金融グループが成立し、グループ組織全体で取引コスト削減や効率性向上を実現することができたからであろうが、いずれにせよ機能という点に注目すれば、メンバンクは簡単になくなるような存在ではないといえる。

特に、企業が経営破綻したり、窮境に陥ったりしたような場合には、株式が無価値化して株主の役割発揮が困難であることから、大口債権者としてのメンバンクには、再建方針の決定・実施をはじめガバナンス行使の観点から果たすべき大きな役割がある。ただし、一般論としていえば、メンバンク機能は、これまでの旧財閥ごとのメガバンク（旧都銀）とグループ企業のような、歴史的経緯に基づくアプライオリな関係を前提にするのではなく、効率的で質の高いサービスを提供できる銀行が競争的に獲得していくべきものであろう。

メンバンク機能の本質は、銀行が顧客志向のサービスを徹底し、顧客との密接な関係を構築することにより、リスクとリターンをコントロールし、同じリスクでより顧客に有利な条件でファイナンスできるようになったり、同じ条件でよりリスクを低減させ、生じた余力でさらなるサービスの提供が可能となる（そのような競争で優位に立つ）こと、そしてそのような方向にガバナ

ンスを効かせることにあるのではないかと筆者は感じている。要は顧客密着バンキングであり、それ自体、何ら目新しいものではない。このような意味でのメインバンク機能は、必ずしも商業銀行でなければならないわけではなく、特にM&Aで持続的に成長している企業などでは、投資銀行が担ってもおかしくないが、実際には、商業銀行、投資銀行を含む金融グループが全体として役割分担を行い、メインバンク機能を果たしている（果たすこととなる）場合が多いと思われる（後述）。

なお、従来のメインバンク制をめぐる論点の一つに、融資先への役員などの派遣がある。銀行から融資先への人材派遣は当然のこととして行われているが、会社が窮地に陥り、再生のために債権放棄や債務免除が必要な状況に至った場合に、銀行からの出向者は、親元の銀行への配慮から、判断を先延ばししたり、反対に回る可能性がある。このような利益相反を完全に回避することは難しいであろうが、身分的な独立性の維持や責任の明確化に従来以上に留意するなど、派遣人材の位置付けについては十分慎重な検討が必要と考えられる。

## 6. 投資銀行の役割

### （1）米国投資銀行の変遷

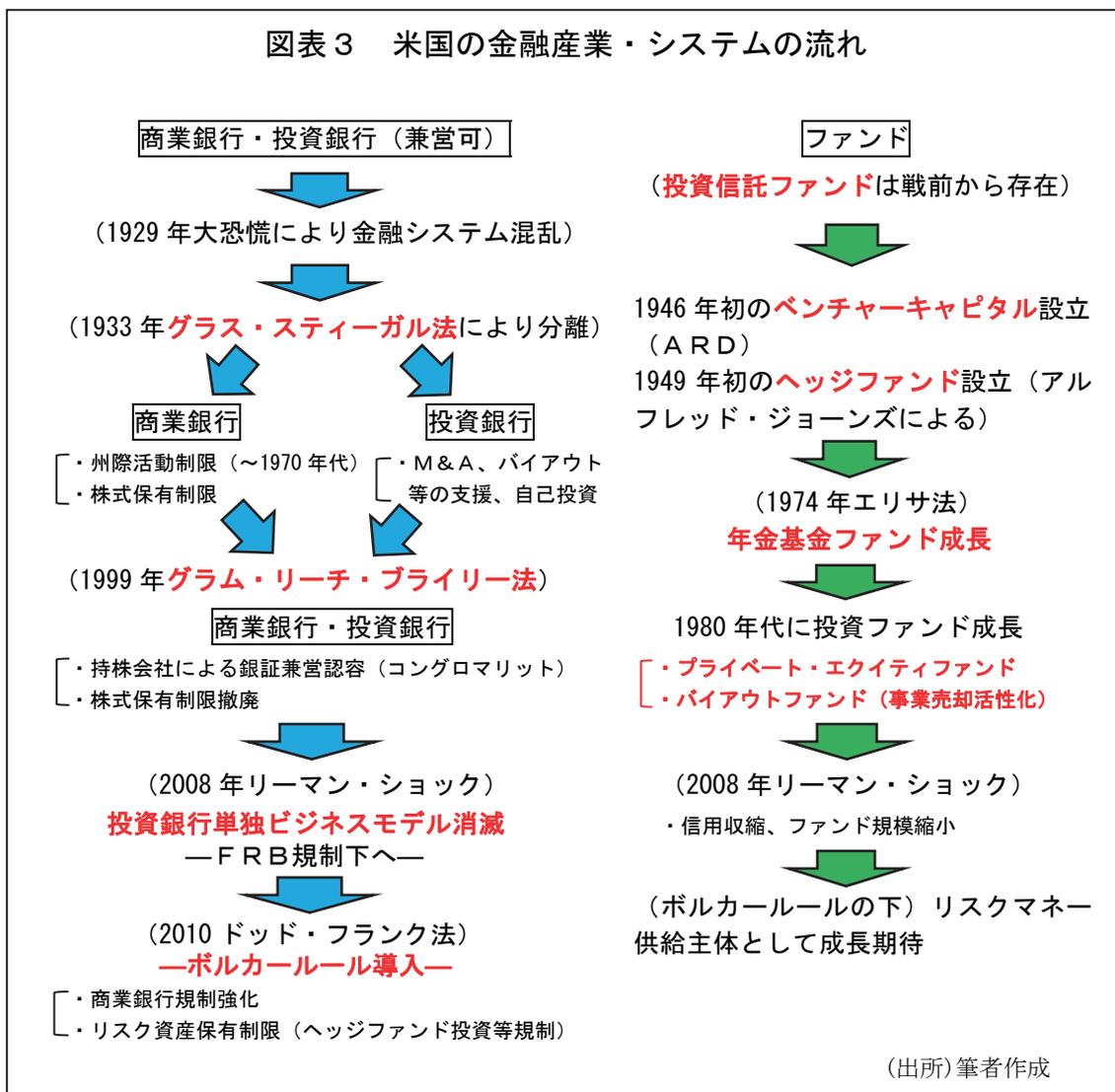
欧米では、もともと銀行といえば、預金業務、貸出業務を主に行う商業銀行（コマーシャルバンク）とともに、預金業務は行わず、株式や社債など証券の引き受け・販売（IPO（新規株式公開）を含む）やM&Aのサポート、自己資金投資などを行う投資銀行（インベストメントバンク）を指す概念でもあり、投資銀行は発達した株式市場においてエクイティ・ファイナンスを担うプレーヤーとして大きな役割を果たしてきた。

投資銀行の起源は、18世紀の大西洋貿易業者の実務技能にまで遡ることができる<sup>18</sup>。このような貿易業者は、19世紀に入ると投資銀行家となり、例えばJ Pモルガンは米国における鉄道など国家建設のための外資導入に大きな役割を果たした。そして20世紀初頭には、投資銀行は米国経済における中心的プレーヤーの一角を占めるに至った。

その後、商業銀行と投資銀行は、1929年の大恐慌時の銀行破綻を教訓として1933年に制定されたグラス・スティーガル法により、預金者保護などの観点から兼営が制限され、別々の道を歩むこととなった（図表3）。この規制は1999年に緩和され（後述）、さらにグローバル金融危機の発生以降は、投資銀行の銀行システムへの組み込み（銀行持株会社化）が進むこととなった。投資銀行は証券取引機能を有することから証券会社と称されることも多いが、我が国ではこれまで証券会社というと、主に個人に対して売買仲介や有価証券の売り出し

<sup>18</sup> Morrison et al. “Investment Banking”

などを行うイメージが強く、主に機関投資家や企業を顧客とする米国の投資銀行とは違いがある（近年変化もみられるようになっている）。



ちなみに米国では、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、ベアー・スターンズ、メリルリンチ、リーマン・ブラザーズが5大投資銀行とされてきたが、サブプライムローン問題の発生後、ベアー・スターンズの経営が悪化し、2008年3月、FRBの支援のもと、大手銀行のJPモルガン・チェースに買収された。また、同年9月、サブプライムローン問題の影響によって経営の悪化したリーマン・ブラザーズは、米国連邦倒産法チャプターイレブンの適用を申請して事実上破綻（リーマン・ショック）、北米地域は英国金融大手のバークレイズに買収され、アジア・欧州・中東地域については野村ホールディングスに買収された。リーマン・ショックはその他の投資銀行にも大きな影響を及ぼし、メリルリンチはやはり同年9月、バンク・オブ・アメリカに買収され、

ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレーは各々、第3者割当増資によって資本増強を図るとともに、バンク・ホールディング・カンパニー（銀行持株会社）となって、FRBの規制下に入ることとなった。投資銀行は従来、預金銀行とは異なり、FRBの規制は受けずSEC（証券取引委員会）の規制に服してきたが、リーマン・ショックを契機に「普通の銀行」の仲間入りをし、単独の投資銀行というビジネスモデルは消滅することとなった。

なお、欧州（EU）では、グラス・スティーガル法のような法律が制定されることはなく、1992年の市場統合時から、ドイツなどで一般的であった銀行と証券などが同じグループに属するユニバーサルバンキングが共通ルールとなっている。HSBC、BNPパリバ、ドイツ銀行、クレディスイス、UBSをはじめ、多くのユニバーサルバンクがある。

## （2）リスクテイクの必要性和投資銀行終焉論の誤解

グローバル金融危機の引き金を引いたのは、証券化商品のミスプライシング、格付機関の格付けの甘さ、シャドールバンキングの膨張、そして高レバレッジの運用などであった。国際的な規制強化などの流れもあり、同じ誤りが2度繰り返される可能性は必ずしも高くはないと考えたいが、今日では世界的な金融緩和による過剰流動性の懸念が指摘される一方で、規制強化による流動性低下の懸念も指摘されるなど、市場に対する見方は一定していない。

もとより金融システムの世界的な連関性が高まり、一国の金融危機がアジアを含め世界的に伝播しやすくなっていることもあり、何らかのイベントの発生がリスクを取っている経済主体に大きな影響を及ぼす可能性は常に存在している。特に、リーマン・ショックの経験を踏まえれば、経済環境の変化の中で世界中を駆け巡る投資マネーを背景に、有価証券など金融商品の価値と価格の乖離が広がるおそれ、それが問題であると認識されないおそれに細心の注意を払うべきであろう。これは、我が国をはじめ欧米などでも残高が積み上がっている国債についても当てはまる。もちろん、だからといって経済主体のリスクテイク機能が不要ということにはならないのであり、我が国の現状をみれば、むしろ従来以上にリスクテイクを行い、イノベーションを興し、経済成長を実現する必要性が高まっているのも事実である。

米国投資銀行の再編劇についても、投資銀行の終焉を意味するような指摘もみられたが、長い歴史を有する投資銀行というコンセプト自体が否定されたとは考えられず、過度なレバレッジをかけたトレーディング（自己勘定売買）に頼って利益を上げる手法が問題視されたと考えるべきであろう。一般に投資銀行はトレーディングで利益を上げるビジネスモデルであるといわれるが、それにしてもトレーダーが突出した年収を得ていたとされるリーマン・ショック

以前の状況は尋常ではなかったといわざるを得ないのであり、投資銀行の本来の機能は、適度なレバレッジによる流動性供給の他、IPOを含む有価証券の引き受けやM&A、バイアウトのサポート、さらには企業価値を向上させる様々なコンサルティングなどにあると考えるべきではないか。

### (3) 商業銀行と投資銀行の垣根

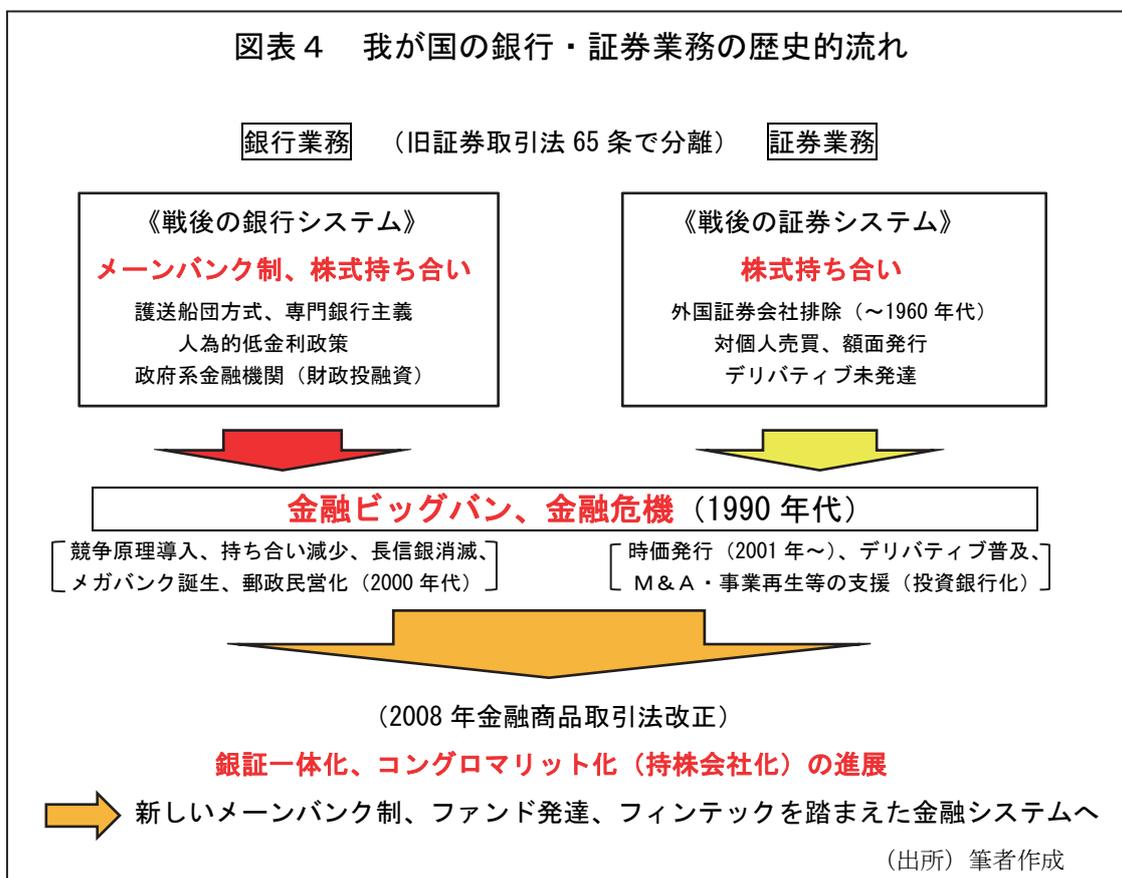
米国では1970年代に至るまで、商業銀行は州をまたぐ活動が自由にできず(州際規制)、ローカルな存在であり、さらに既述のグラス・ステイーガル法により商業銀行と投資銀行の業務は分離され、商業銀行の株式保有も制限されていたため、企業に対して大きな影響力を行使する存在にはなり得なかった。米国において、特に大企業で我が国のようなメインバンク制がみられず、直接金融が発達した背景には、このような事情もあるものと思われる<sup>19</sup>。

その後、1980年代になると州をまたぐ活動が認められるようになり、1999年にはグラム・リーチ・ブライリー法(金融制度改革法、あるいは金融サービス近代化法ともいわれる)の成立により規制が緩和され、持株会社による銀・証兼業が認められるとともに、株式保有の制限も撤廃されることとなった。2000年には、商業銀行のチェース・マンハッタン銀行と投資銀行のJPモルガンが合併してJPモルガン・アンド・チェース・カンパニー(JPモルガン・チェース)が成立している。シティバンクも、投資銀行機能を有する金融コングロマリットであるシティグループに属している。ただし、2008年のリーマン・ショックの発生により、銀・証兼業のコングロマリットもまた大きな損害を被ったことから、2010年に制定された金融規制改革法(ドッド・フランク法)では、商業銀行による自己勘定取引やヘッジファンド、PEファンドへの出資を規制する「ボルカールール」が導入されることとなり、2015年7月から全面的に適用されている。

一方、我が国では、1948年施行の旧証券取引法65条(現在の金融商品取引法33条)により、米国と同様に銀行業務と証券業務が分離され、証券業務はもっぱら証券会社が担ってきた(図表4)。そしてこれまで、持株会社傘下に銀行と証券を持つことはできても、銀行本体による株式引き受け・売り出し、銀行と証券の合併、役職員の兼職、(顧客の事前同意のない)顧客情報の共有は認められてこなかった。しかし、2008年の金融商品取引法改正(2009年6月1日施行)による規制緩和により、役職員の兼職が解禁され、顧客情報共有の事前同意も不要となり、銀・証の一体化、コングロマリット化がより進展することとなった。折しもリーマン・ショックが発生し、アメリカで規制強化が取り沙汰され

<sup>19</sup> 米国においても、特に中小企業は、大企業ほど直接金融に依存しておらず、いわゆるリレーションシップバンキング(長期的関係に基づく融資)も行われているようである。

る中での緩和措置の実施となったが、我が国における投資銀行業務の発展の観点から重要な措置であることは間違いなく、的確なリスク管理と両立させつつ有効活用されることが望まれる。



## 7. 銀行のコーポレート・ガバナンス

一般に企業のステークホルダーとしては、株主、債権者（金融債権、商取引債権）、従業員（労働組合）、顧客、地域住民などが挙げられるが、上場企業の場合には、直接ガバナンスを行使する主体として株主がクローズアップされる。これは銀行についても例外ではないのであり、銀行のビジネスモデル確立や収益力向上について株主が関心を有し、ガバナンスを発揮して実現させていこうとすることは、本来、何らおかしいことではない。商業銀行において、株主が金利水準や預金の使途に関心を持つことは、むしろ望ましいことでさえあろう。

他方、銀行は一国の金融システムという重要な経済インフラを安定的に運営していく役割を担っており、破綻した場合には経済に重大な影響が及ぶおそれがあることから、これまで問題が生じた場合には、国が公的資金を投入して株主となるなど、事業会社とは異なった関与が行われてきた。実際、金融システムが重大な危機に直面した 1998 年から 2002 年にかけては、メガバンクや地方

銀行に対して計 12 兆 3,809 億円の公的資金が資本注入されている。ただし、公的資金は普通株式への転換権のついた優先株式や劣後債、劣後ローンなどで投入されることが一般的であり、最初から国が議決権を行使する形でガバナンスを効かせたわけではなかった。そしてこのような公的資金も、メガバンクについては、2006 年 10 月の三井住友の完済を最後に三菱東京UFJ、みずほとあわせ計 6 兆円を超える返済が終了、りそなも 2015 年 6 月に完済するなど、大手行を中心に金融システムの正常化が進んだ。

今日では銀行の行動原理も、市場において効率性、収益性を追求し企業価値の最大化をめざす他の民間企業と基本的に変わるところはないはずである。確かに、かつて護送船団方式がとられた時代には、平時であっても事実上、国のコントロールが強かったし、今後も、グローバル金融危機のような金融ショックや、1990 年代後半から 2000 年代にかけての不良債権処理のような大問題が万が一発生すれば、公的資金が再投入され、国の関与が強まる可能性がある。また、平時においても金融機関は金融当局の検査・監督に服する存在であることはいままでもない。しかし金融機関、ひいては金融産業が資本の論理を踏まえた株主などのガバナンス機能に左右される存在であることもまた否定できないのであり、金融産業自体が欧米などと比較しても遜色のない効率性、収益性を追求し、実現していく必要があると考えられる。これは国際競争の中で我が国（東京）が国際金融センターとしての地位を確立していくためにも必要なことであろう。

## 8. 今後の金融機関のビジネスモデルとファンドの役割

グローバル金融危機は、我が国の金融機関に対しては、総じて大きな影響を及ぼすことはなかったものの、投資銀行やファンドの活動は世界的に大きなダメージを被ることとなった。このような中、相対的にダメージの少なかった商業銀行の存在が改めてクローズアップされることとなったのは事実である。しかしそれでも、金融をめぐる環境が大きく変化する中で、従来の我が国の商業銀行（メインバンク）を中心とするビジネスモデルがそのままの形で生き残れるかどうかは疑問なしとせず、10 年後、20 年後の「銀行」の意味するところは、今日とは異なったものになる可能性もあるように思われる。

では、金融機関の将来はどのようなものであろうか。本稿は予想を主眼とするものではないが、もう一度、原点に立ち返ってトータルでみたファイナンス機能、すなわち銀行（信託銀行を含む）と証券会社（投資銀行）、ファンドの機能や役割分担を整理し直してみる手がかりになるように思われる。ここでは大きく、融資・アドバイスや決済・送金などのサービス機能（対法人、対個人）、証券取引機能、投資機能、ファンド機能、資産管理機能などに分類して

みる（保険機能は除く）。

#### 〔対法人サービス機能〕

- ・ 対企業融資＝ホールセール・バンキング [シンジケート・ローン、プロジェクト・ファイナンス、バイアウト（LBO）ファイナンスなどを含む]
- ・ M&A、バイアウト、事業承継などのアドバイス、仲介や企業価値向上のコンサルティング [インベストメント・バンキングの一部]、決済・送金 [電子化・モバイル化を含む]

#### 〔対個人サービス機能〕

- ・ 対個人融資＝リテール・バンキング [ネットバンキング、クラウドファンディングなどを含む]
- ・ 個人などの資金を運用するプライベート・バンキング [人工知能活用（自動化）を含む]、決済・送金 [電子化・モバイル化を含む]

〔証券取引機能（インベストメント・バンキングと一部重複）〕 [アドバイス機能を含む]

- ・ セリング [有価証券の募集・売り出し。買い取り義務は負わない]
- ・ リテール・ブローキング [個人などの小口売買仲介]
- ・ ホールセール・ブローキング [法人などの大口売買仲介]
- ・ アンダーライティング [有価証券の引き受け。買い取って売り出す。IPOを含む]
- ・ ディーリング [自己勘定による有価証券売買]

#### 〔投資機能（インベストメント・バンキングの一部）〕

- ・ 自己資金をリスクマネーとして投資するプリンシパル・インベストメント [ベンチャー投資を含む]
- ・ トレーディング

#### 〔ファンド機能〕（図表5）

- ・ 機関投資家などからリスクマネーを受け入れ、株式投資、債券投資、オルタナティブ投資などを行うファンド [投資先に直接関与しない（議決権は行使）。投資信託ファンド、ヘッジファンドなど]
- ・ 機関投資家などからリスクマネーを受け入れ、株式投資、ベンチャー投資、M&A、バイアウト、企業再生などを手がけるファンド [投資先に直接関与。ベンチャーファンド、バイアウトファンド、企業再生ファンド、アクティビスト・ファンドなど]

#### 〔資産管理機能〕

- ・ 機関投資家、法人、個人などの金融資産の管理運用 [クラウド資産管理を含む]、スマートフォン・人工知能活用による個人金融管理 [Personal Finance Management：PFM]

## 〔その他〕

### ・商品開発機能〔金融商品、金融サービスの開発、商品化〕

注) ディーリングとトレーディング、プライベート・バンキングと資産管理は概念として重複するところがある。

もちろん、これらのすべてを一つの金融機関、あるいは金融グループが担うことは現実的ではなく、実際には組織の強みを生かすことを基本に、シナジー効果の期待されるいくつかの機能を組み合わせたり、専門的に担ったり、連携したりすることとなるであろう。メインバンク機能も、融資だけではなく、顧客に対しての総合的、専門的なサービス・情報提供機能としてとらえられるべきものとなるであろう（そのような機能を提供できる場所が生き残るであろう）。特に我が国では、マイナス金利政策の継続が商業銀行の収益の圧迫要因となるおそれがあることから、このような取組は喫緊の課題であろう。そして、我が国の人口減少を背景に経済活動のグローバル化が一層、進展していくと考えられる以上、メインバンク機能も内外でシームレスなサービス提供が可能となるよう見直しが求められることとなるであろう。なお、地銀（第二地銀）については、メガバンクやゆうちょ銀行、信用金庫などとの競合の中で、地域（地方経済圏）で内生的に成長し、地域の牽引力となるような中核企業をどれだけ育成・支援できるかが鍵を握ると思われ、そのためには自らを地域を育む拠点と位置付けて地域再生・構造改革、企業育成に汗を流す覚悟、恐らくは地域と心中する位の覚悟が必要であろう（そのようなコア事業を放棄した銀行は生き残れないのではないか）。

資産管理（アセット・マネジメント）については、我が国の資産運用会社の運用規模は欧米の大手に比べるとまだまだ小さい。我が国では個人の資産運用は預貯金が過半を占めており、そもそも資産管理の必要性が認識されていない嫌いもある。個人のみならず、公的年金（G P I F）や企業年金基金、生命保険など機関投資家の資産運用・管理の有効性、効率性に対する意識を高め、いわゆるタックスヘイブンへと徒に資金が流れることなく、ガバナンスの効いた本来のエクイティ・ファイナンス、デット・ファイナンスを実現していくためにも、資産管理についての関心がさらに高まり、競争が活発化していくことが望まれる。スマートフォンと人工知能を活用した個人金融資産や家計資産の自動管理（P F M）についても、フィンテックの一分野として今後一層の普及が期待される。

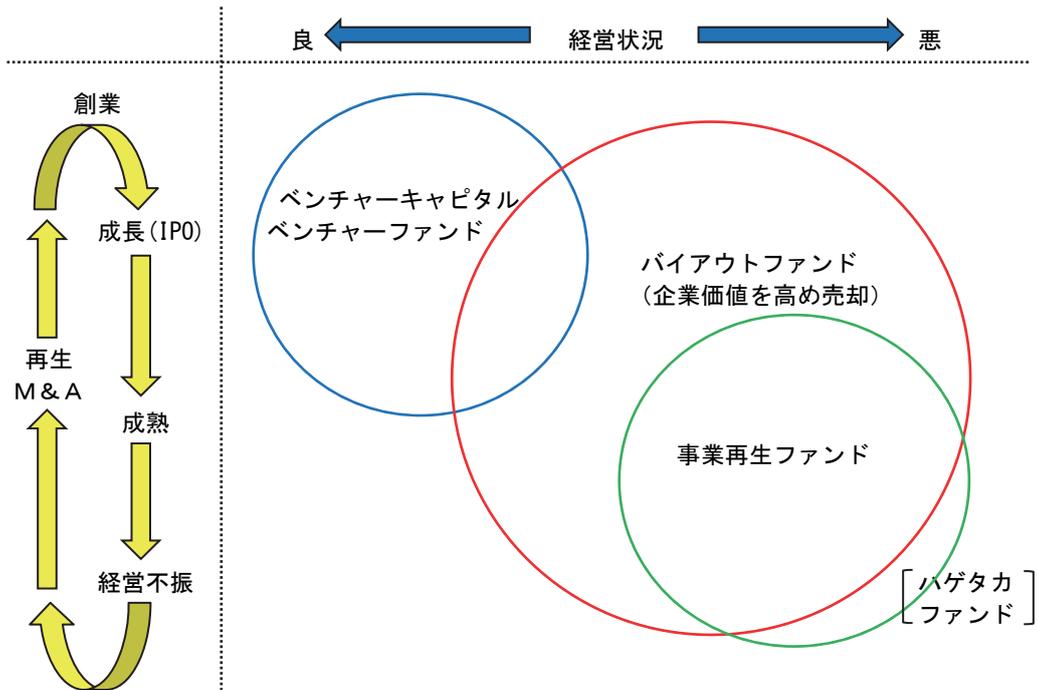
また、商業銀行については、バーゼル規制にみられるように安全性が一層重視される方向となっている上、米国ではボルカールールによりリスク資産の保有が制限されているから、リスクマネー供給の役割の面では、投資銀行やファンドに劣後することに注意が必要である。さらに、投資銀行も、既に述べたよ

うに米国では単独で存在することができず、銀行持株会社の傘下に入りFRBの銀行規制に服することとなっており、世界的にみてリスクマネー供給主体として過度の期待は難しいであろう。

図表5 ファンドの分類（民間企業(法人)に対する投資）

	公開情報ベース	内部情報にアクセス
投資先に直接関与しない（議決権は行使）	投資信託ファンド 不動産投資信託（REIT）ファンド ヘッジファンド SWF（国家ファンド）	——
投資先に直接関与	アクティビスト・ファンド 一部ヘッジファンドなど	ベンチャーキャピタル（VC） ベンチャーファンド 事業再生ファンド バイアウトファンド

↓  
プライベート・エクイティファンド



（出所）筆者作成

リスクテイク主体として成長が期待されるのはファンドであり、メガバンクなどの金融グループのみならず地銀などにおいても従来以上の取組（地域産業を育成するファンドや再生ファンド、ベンチャーキャピタルなどとの一層の連携）があってよいように思われる。いわゆるアクティビスト・ファンド、あるいは「物言う株主」も我が国では時として非難を浴びることもあるものの、近年、役員を選退任やM&Aなどを含む積極的な経営改革を企業に求める存在と

して世界的に活動を活発化させており、その存在を軽視すべきではない。経済の持続的な成長・再生とイノベーションの創出、新たな金融産業の創造、新たな金融システムの構築の観点から、ファンドはこれまで以上の役割を果たすこととなる可能性が高いように思われる。

ファンドの歴史を簡単に振り返ってみると、世界の先頭を走ってきたのは米国と英国である。米国では早くから株式市場・投資銀行、エクイティ・ファイナンスが発達し、戦後の1946年には初のベンチャーキャピタルも設立された。1974年には、エリサ法（従業員退職所得保障法）の整備でリスク資産による年金運用が認められたことを受けて、株主としての年金基金ファンドが成長し発言力を高めていった。1980年代には、企業の競争力強化の動きやM&Aの進展の中で投資ファンドが存在感を増していった。PEファンド、バイアウトファンド、ベンチャーファンドからヘッジファンドに至るまで、多くのファンドが米国で生まれ育っている。

一方、英国では、1980年代のサッチャー政権下で規制緩和（ビッグバン）が進められた結果、外資による金融機関の買収が常態化した（ウィンブルドン現象）、これによりかえって市場が活性化され、世界から人材がロンドンに集まり、国際金融センターとしての地位が確立された。グローバル金融危機の発生で大きく揺さぶられることとはなったが、ヘッジファンドをはじめ、ロンドンがヨーロッパ最大のファンドの活動拠点であることに変わりはない。

ファンドの規模は様々であり、大手PEファンド、ヘッジファンドなどの中には上場されているものもある。ファンド数は明確ではないが、ヘッジファンドについては、世界全体で大小とりまぜて1万内外とされているようである。

なお、本年6月23日の国民投票で、英国はEUからの離脱を決定した。これは、短期的には金融システムの攪乱要因となることは避けられないであろうが、中長期的にみれば、英国の国際金融センターとしての地位が大きく変化する可能性は必ずしも高くはないのではないかと筆者は感じている。

今後、我が国では、様々な銀行も、証券会社も、そしてファンドも、効率性、収益性と説明責任を重視し、ガバナンスの効いた、国際競争力のあるあるビジネスモデルを構築し、実現していく必要があるであろう<sup>20</sup>。その際、従来の商業銀行機能に加えて、M&A、バイアウト、IPOをはじめとするエクイティ・ファイナンスや投資・商品開発機能などに特色のある投資銀行機能が一層発達し、リスクマネーを供給するファンド機能とあいまって、企業価値、事業価値の最大化に貢献するダイナミックな金融が実現することが望まれる。投資銀行

---

<sup>20</sup> ファンドについては、非上場の場合には情報が公開されないことが通例であり、もっぱら出資者による適切なガバナンスの行使が期待されることとなる。

もファンドも、時に、悪しき資本主義の先兵のようにいわれることがあるが、逆にこれらが存在しない資本主義があるとすれば、それは気の抜けたサイダーのような、競争力や成長力に乏しく、国際競争の中で生き残ることの難しい資本主義になってしまうのではないか。

もちろん行き過ぎは戒められるべきであり、コーポレート・ガバナンス、トップのリーダーシップやマネジメント、さらにはインベストメント・バンカーやファンド・マネジャーの報酬体系などの面では、成果主義自体は否定されるべきものではないが、よりサステイナブルな成長を追求するものとなるよう、引き続き見直していく必要があるように思われる。ファンドについては、「ハゲタカファンド」という言葉に代表されるようなマイナスのイメージが存在することにも十分に留意しつつ、自らの利益のみならずステークホルダー全体の利益を視野に入れることや、短期的利益にとらわれずに長期的利益を志向することも心掛けるべきであろう。

## 9. おわりに～フィンテック対応の重要性～

これから10年後、20年後の我が国、ひいては世界の金融産業、金融システムの具体的な姿を思い描くことは容易ではない。金融を支える情報技術、フィンテックの発達には著しいものがあり、アジア各国で固定電話より先に携帯電話が普及した如く、一部の途上国・地域などでは実店舗で業務を行う銀行より先にモバイル金融、決済・送金が普及するかもしれない。中国では既に決済・送金を含む様々なモバイル金融が浸透しているとの見方もある。このような中で、分散型管理のための新技術であるブロックチェーンに支えられた仮想通貨（ビットコイン）の利用がさらに拡大していく可能性もあるように思われる。今後、金融産業は一層、オープンな情報サービス産業としての色彩を強めていくであろう。そしてこれはもちろん、非金融産業が金融産業化していく可能性があることをも意味している。このような状況の中では、中央銀行の機能と役割についても、今日とは異なったものとなる可能性があるのではないか。

加えて、我が国企業の内部留保が366兆円（2016年3月末）に達し、企業向け貸出総残高に匹敵するほどの水準となる中で、貸出を主要業務とする商業銀行の役割とは何かが改めて問われる状況となっている。内部留保をM&Aに活用する企業も増加しており、特に近年は対外M&Aが増加しているが、これらのサポートは商業銀行が行うというよりは、内外のファンドなどからの案件供給や投資銀行の活動が鍵を握ることとなる。もし、我が国の金融機関も、他の我が国企業と同様、グローバル化に活路を見出そうとするならば、おそらく同様の課題、すなわち如何に海外の各地でローカル化し、現地において競争力のある「グローバル」な企業となるかという課題に直面するはずであるが、この

ような面では他の我が国企業においても試行錯誤（苦戦）が続いている。

さらに今後、スマートフォンの普及を背景に、モバイル決済・送金、クラウドファンディング、クラウド会計処理・資産管理をはじめとするフィンテックが一層進展していけば、金融システムのプレーヤーとして個人や中小企業、ベンチャー企業などの存在感がより高まる可能性があり、既存の商業銀行はもちろん、投資銀行やファンドでさえも安穩としてはいられない時代が到来するかもしれない。もちろん、フィンテックを担っている新興金融ベンチャー企業なども、当局の規制や従来の金融機関とのせめぎ合いなど様々な課題に直面している上、金融システム全体のサイバーセキュリティの確保も大前提となることから、一直線で成長していくかどうかは予断を許さない。また我が国では、エクイティ・ファイナンス発達の遅れも影響して今日でもベンチャー企業の厚みに乏しく、欧米と同様の形でフィンテックの普及・定着が実現していくかどうかは自明ではないように思われるが、「金融のガラパゴス化」が生じてしまうことは避けなければならない。現在、年間約 2,000 万人に達し、今後さらに増加していくであろう訪日外国人観光客のことを考えてみても、グローバルなスタンダード化は重要であろう。金融機関、金融産業の本来業務とは何なのか、そして望ましい金融システムとは何なのか、今後、暫くは、各プレーヤー間の国際競争、地域競争を通じた模索が続き、その中から輪郭が形づくられていくこととなるであろう。その際、コスト対比でみた顧客満足度の高い金融サービスを持続的に供給可能であることが生き残りの条件となることは間違いないように思われる。

#### 【参考文献】

- 井出正介『不均衡発展の60年—低収益経営システムの盛衰と新時代の幕開け』、東洋経済新報社、2005年
- 大橋和彦・服部正純「金融危機、金融市場、金融仲介機能に関する研究の潮流：危機がもたらした視点・力点の変化の整理」、『金融研究』31巻4号、日本銀行金融研究所、2012年
- 翁百合『金融危機とプルーデンス政策』、日本経済新聞出版社、2010年
- ポール・シェアード『メインバンク資本主義の危機』、東洋経済新報社、1997年
- 館龍一郎『金融政策の理論』、東京大学出版会、1982年
- 橋本寿朗『日本経済論』、ミネルヴァ書房、1991年
- 『戦後の日本経済』、岩波新書、1995年
- 『現代日本経済史』、岩波書店、2000年
- 橋本寿朗・大杉由香『近代日本経済史』、岩波書店、2000年
- 橋本寿朗・長谷川信・宮島英昭『現代日本経済』、有斐閣アルマ、1998年

- Masahiko Aoki and Hugh Patrick eds., *“The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies”* (青木昌彦、ヒュー・パトリック編 『日本のメインバンクシステム』、白鳥正喜監訳、東洋経済新報社、1996年)
- Ben S. Bernanke, *“The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath”* (ベン・バーナンキ 『危機と決断』(上下)、小此木潔訳、角川書店、2015年)
- Richard Bookstaber, *“A Demon of our own Design”* (リチャード・ブックステーバー 『市場リスク 暴落は必然か』、遠藤真美訳、日経BP社、2008年)
- Ronald H. Coase, *“The Firm, The Market, and The Law”* (ロナルド・H・コース 『企業・市場・法』 宮沢健一・後藤晃・藤垣芳文訳、東洋経済新報社、1992年)
- Timothy F. Geithner, *“Stress Test: Reflections on Financial Crises”* (ティモシー・F・ガイトナー 『ガイトナー回顧録』、伏見威蕃訳、日本経済新聞出版社、2015年)
- Alan Greenspan, *“The Age Of Turbulence: Adventures in a New World”* (アラン・グリーンズパン 『波乱の時代—世界と経済のゆくえ—』(上下)、山岡洋一・高遠裕子訳、日本経済新聞出版社、2007年)
- Jean Peyrelevade, *“Le Capitalisme Total”* (ジャン・ペイルルヴァッド 『世界を壊す金融資本主義』、宇野彰洋・山田雅俊監修、林昌宏訳、NTT出版、2007年)
- Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, *“Saving Capitalism from the Capitalist”* (ラグラム・ラジャン、ルイジ・ジンガレス 『セイヴィング キャピタリズム』、堀内昭義他訳、慶應義塾大学出版会、2006年)
- Robert B. Reich, *“Supercapitalism”* (ロバート・B・ライシュ 『暴走する資本主義』、雨宮寛・今井章子訳、東洋経済新報社、2008年)
- Jeffrey A. Frieden, *“Global Capitalism: Its Fall and Rise in the Twentieth Century”*, W. W. Norton & Company, 2006
- Alan D. Morrison, William J. Wilhelm, Jr, *“Investment Banking”*, Oxford University Press, 2007

(内線 75180)