

# 金融改革プログラムと日本の金融システムの行方

堀内 昭義

関理事長 お待たせいたしました。只今から、本日の資本市場を考える会を開催いたします。

本日は、御案内いたしましたように、中央大学教授をなさっております堀内昭義先生をお招きいたしました、「金融改革プログラムと日本の金融システムの行方」という題でお話をいただくことになっております。

堀内先生は大変著名な方で、御略歴もお配りしておりますが、長く東京大学等で教鞭をおとりになられてこられ、現在東大名誉教授であると同時に、中央大学でお教えになっております。

学界での御活躍のほかにも、長い間金融行政、金融政策等の政策形成に関与されてこられました。現在は

日本銀行参与であられると同時に、金融庁の金融審議会金融分科会の会長として御活躍でございます。

それでは、早速お話を伺いたいと思います。堀内先生、どうぞよろしく願います。

ただいま御紹介にあずかりました堀内でございます。

今日は、大変実務的な経験豊かな方の前で何をお話しようかと大分迷いましたけれども、最近の金融システムのかなり大きな変化についてお話したいと思っております。特に、昨年一二月に金融

庁が公表しました「金融改革プログラム」は、少なくとも今後一〇年は見据えたような構造改革だといわれていますが、そういう政策の方向性との関連で、金融政策の最近の変化を私なりに整理してお話してみたいと考えております。

## はじめに

日本の金融システムの最も重要な課題は（短期的な）危機対応政策から、長期的なシステム再編政策へ移りました。昨年一二月に発表された「金融改革プログラム—金融サービス立国への挑戦」は、そのような認識の下に策定された政策課題ですが、ここでは政府が認識している政策課題が、日本の金融が当面するであろう長期的（構造的）課題とどのように対応しているか、あるいは対応していないかを考察し、そこから金融システムの

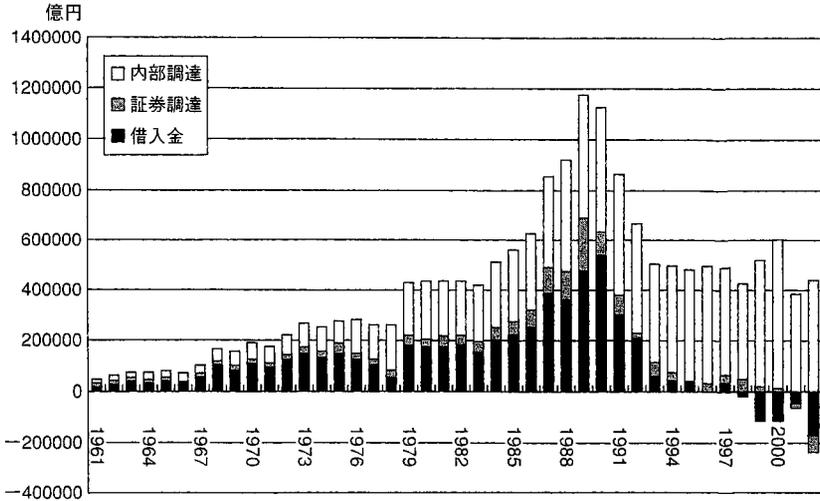
長期的動向の一端を、主に企業経営統治（コーポレート・ガバナンス）の側面に力点を置きつつ探ることしたいと思います。

## 一、金融システムの変貌とその影響

一九九〇年代後半から二〇〇〇年代初頭の銀行危機は、それ以前にも徐々に変貌の兆しを示しつつあつた日本の金融システム（銀行中心の金融システム）に大きな圧力を加え、その構造的変化を促しました。その圧力を、銀行の機能との関係で要約すると、主に次の三つになるだろうと思います。

- ① 企業金融における銀行融資の低下
- ② 株式持合いの重要性の低下
- ③ 企業再生、あるいは事業再生における銀行の

図表1 法人企業の資金調達構造 1961-2002年



プレゼンスの低下

これらの変化は、日本の金融システムやコーポレート・ガバナンスに非常に大きな影響を及ぼしつつあると思われます。

① 企業金融における銀行融資の低迷

銀行融資の低迷は、企業の側からの資金需要減退の反映であると説明されることが多いのですが、この説明は、全般的外れであるわけではありませんが、金融システムの変貌をより深くとらえるという視点を欠いています。

企業金融における銀行融資の重要性の低下は、企業金融全体の推移を（たとえば法人企業統計などによって）見ると、企業による資本市場経由の資金調達が急激に増加したのではなく、自己資金の重要性が圧倒的に高まったということによるものです。（図表1）私は、ここには二つの企業金

融の流れがあると考えています。ひとつは有力大企業（とくに成熟した製造業など）が事業リスクの拡大に対応して自己資金、あるいはエクイティの充実を図ってきたという流れです。既存の経営者にとって、自分たちの経営権を維持していくという観点からすれば、右肩上がりの経済発展局面を通過して久しく時間が経過し、しかも銀行の金融的支援を当てにしたくない、あるいは当てにできないような状況の下では、かつてのような薄い自己資本は、経営のコントロール権、自由度を失う可能性が高いという意味において、経営者にとって危険なこととも言えるのです。

もうひとつの流れは、とくに中小企業分野で見られるもので、銀行の融資機能の低下に対する一種の防衛策として銀行融資に依存しないという戦略を反映したものです。手元流動性を厚く保有することは、主に流動性危機を回避する目的を

持っていると考えられます。もし銀行が、企業側の資金需要に柔軟に対応できる状況になれば、企業は手元流動性に頼着することなしに、銀行融資などに依存しつつ積極的に設備投資などに資金を固定できたはずであります。

いずれにしても、近年の日本における銀行融資の重要性の低下は、企業部門のフリーキャッシュ・フローの重要性の増大と表裏一体の関係になっていることに注目したい。この点については、ハーバード大学のマイケル・ジェンセン教授の所説を紹介することから始めたいと思います。同教授によれば、この状況は企業経営統治のあり方に非常に重要な意味をもっている。なぜならば、フリーキャッシュ・フローの増大は企業経営者の裁量の余地を拡大し、外部の投資家たちとの軋轢の原因になる可能性があると考えられるからであります。そこで一九八〇年代のアメリカの成熟産業

で見られたように、活発なLBO（レバレッジ・バイ・アウト）が展開されるか否かが、金融システムとコーポレート・ガバナンスの関連を予測する重要なポイントになります。LBOは、フリー・キャッシュ・フローを抱える企業の財務構造を一挙に変化させて、企業経営を外部投資家（とくに株主）の利益に即したものに変わるとも見えるからであります。

一部の日本企業はごく最近のライブドア対ニッポン放送（あるいはフジテレビ）の敵対買収劇に触発されて、株式配当を引き上げる計画であると報じられています。これは既存の経営者たちが株主配当を増加させることによって株価を上昇させ、敵対的買収に対する予防線を引こうとするものと解釈されているようですが、このような予防線が効果をもつのだとすれば、それはジェンセン教授が示唆するように、経営者たちがフリー・

キャッシュ・フローを減少させ、それを通じて潜在している外部投資家と企業経営者との軋轢を解消することに意味があるからであると思えます。そのことは外部の投資家の目から見ると好ましいことだと映るはずであり、この結果、配当を増加させる戦略は当該企業の価値を高める方向に働くと思えます。（配当を増加させたからといって、それだけで株価が上昇することは理論的には説明し難いことはよく知られています。）

もちろん経済学の観点からみれば、企業経営者が裁量の余地を幅広くもつことは、かつてサム・ズ教授が強調したように、企業内部のステークホルダーたち、とりわけ経営陣や従業員たちに企業に固有の人的資本へ投資するインセンティブを与え、企業の長期成長を促すという見方もできます。この点は、後ほど立ち戻って議論したいと思います。

## ② 株式持合いの重要性の低下

株式持合いの重要性の低下を統計的に正確に測定することは難しい。しかし、大企業を中心としてとくに銀行と企業との間の株式持合いがいくつかの要因によつて、かなり急速に低下してきたことは否定できないと思います。その大きな要因のひとつは、いわゆる会計ビッグバンによる時価会計による資産評価の要請であろうと思われる。また銀行の株式保有が無視できないリスクを伴っているという認識が強まってきたことも、持ち合い解消を促してきました。さらには、銀行危機の直接の所産として、銀行が融資先企業との取引関係を従来の密着した関係から、距離をおいた関係 (arms length relationship) に移行することを強いられたということも重要な要因であろうと考えられます。

企業経営の観点からは、とくに銀行との持合い

関係の弱体化、あるいは解消は、当然、かつては有力な債権者でもあった銀行の影響から解放されるということを含意しています。しかし、そればかりではなく、企業経営が資本市場と非常に直接的に対峙しなければならぬ必要性を一般的にしたのです。これは言うまでもなく、①と同様に、企業経営統治に深く関連してくるポイントであり、ただちに資本市場は求められる機能を効率的に発揮できるかという問題につながってきます。

また、ここでは持ち合いの解消が企業部門の技術条件の具体的な変化を反映しているか否かに注目する必要があります。先に紹介したサマーズ教授の指摘にあつたように、企業組織がそれぞれの企業に固有な（一般性を欠いた）ノウハウ、従業員の能力に強く依存している場合には、経営の継続性を破壊し、蓄積された固有の能力を無駄にしかねない敵対的買収の抑止はむしろ生産的ではなく

です。

③ 企業再生、あるいは事業再生の変化

銀行と企業の融資関係の弱まりは、かつて企業再生や事業再生のメカニズムにおいて銀行がもっていたプレゼンスを低下させている。かつては銀行が企業の経営危機に対して深く関与して事業の再生のアレンジメントを進めてきた。これは私的整理と呼ばれるメカニズムであり、良かれ悪しかれ、企業の破綻処理の太宗を占めてきました。今日では、私的メカニズムが二〇〇〇年前後に大急ぎで整備された破産法制を基盤とした法的整理にとって代われようとしています。法的整理の一般化は、企業の破たん処理過程を銀行と企業との長期取引関係という枠の外へ引き出すことを意味しており、その透明性を高めるというメリットをもっていきます。これは事業再生にかかわる金融

サービスを市場取引ベースで評価するという仕組みでもある。したがって、事業再生のサービスそのものが、明示的に評価されることになるのです。

しかし、企業、あるいは事業の再生可能性を適切に評価できるか否かに関しては、銀行を必ずしも中心的プレーヤーとしない市場の機能の一段の向上にかかっています。①の議論で、企業部門の内部資金の重要性の高まりについて指摘しました。③との関連でその点に戻りますと、どの事業は清算されるべきであり、どの事業活動は再生に値するかを的確に判断し、市場価値として評価するという市場の再生機能に対して関係者たちが高い信頼を寄せているならば、企業経営者たちは内部資金、あるいはフリーキャッシュ・フローをそれほど重視しなかつたかも知れない。その意味では、現在の事業再生機能には完全な信頼が寄せら

れていないということなかもしれませんが。

## 二、企業経営統治への影響

ここまで主として一九九〇年代後半から二〇〇〇

年代初頭にかけての銀行危機がもたらした金融システムの構造上の変化を、企業経営統治の文脈でざっと展望してみました。その展望から私が引き出す結論は、既に多くの論者が指摘してきた点と重なるわけですが、銀行の融資機能の低下は、少なくとも表面的には企業経営統治のあり方に重大な影響を及ぼしているということです。

もちろん今後も、企業経営統治への銀行の関与は無視できないことであり続けられると思われませんが、しかし一九八〇年代までに見られたような、良かれ悪しかれ圧倒的に重要な影響力を発揮できないであろうと思われる。それでは、こうした

構造変化に対応する政策はどのようなものであるか。この点を昨年一二月に発表された「金融改革プログラム」が示唆する政策に即して、批判的に考察してみたいと思います。

### (1) 個人の資本市場への参加

これまでの私の説明が正しいとすれば、銀行は資産サイドにおいてその機能の重要性を失いつつあります。しかし一方、負債サイドにおいては九〇年代以降も、その重要性は低下していないのです。銀行預金を完全に保護するという政策や、その後の不完全なペイオフ解禁の政策、さらにはバブル崩壊以降長期にわたる株式価格の低迷などがこのような一種のアンバランスを生み出す原因となってきた可能性はあります。したがって、いわゆるペイオフ解禁によって個人の資産選択が預貯金から投資商品へ大きくシフトするシナリオを思

い描く人も少なくありません。

このようなアンバランスな状況を改善し、個人を直接、間接に資本市場に誘導していくという政策そのものが全く無意味だと断言することはできないであろう。一九九六年に橋本内閣のもとで日本型金融ビッグバン構想が打ち出され、そのときに盛り込まれていた内容も、金融システムにおける資本市場の活性化及び個人あるいは家計による積極的な資本市場取引への参加が一つの柱として謳われていたと思います。しかしながら、そういう政策目標はなかなか実現しなかった。

それでは、企業経営統治の観点から見て一体何が必要なのかということになる。個人が企業経営統治の場に、銀行を介さないで、銀行にかわって関与するためには何が必要かということを考えるに当たっては、明らかに、資金調達者（企業）と資金供給者（家計）との間の情報ギャップあるいは

は軋轢、エージェンシー問題が従来よりもはるかに広がって存在していることに留意すべきです。

個人投資家をより直接的に資本市場へ参加させるためには、個人と資金調達企業との間に存在するであろうかなり深刻なエージェンシー問題（このエージェンシー問題は、個人投資家の情報収集や情報解析の能力の不足やインセンティブの欠如に由来する）を有効に解消する仕組みが整備されなければならない。これは多くの専門家が強調してきた「市場型間接金融」のメカニズムの整備の問題である。この点、「金融改革プログラム」が利用者ニーズの重視や、利用者保護の徹底を重要な改革の柱としている点は評価できます。これらの政策が実行されれば、個人投資家の資本市場への直接間接の参加は拡大するでしょう。この場合、市場型間接金融を担う仲介業者たちが企業経営統治の枠組みにおいて演じる役割は、伝統的な

銀行中心の金融システムの場合よりも、個人投資家の利益重視の方向性が強まるものと予想されま  
す。

(2) 「社債市場」の重要性の高まり

先にジエンセン教授の所説に言及しつつ、LB  
Oの重要性について述べました。もしこの所説が  
妥当であるとすれば、今後の金融システムにおい  
ても負債（デット）の規律づけ機能に期待がかけ  
られることとなります。（これは企業のフリー  
キャッシュを除去し、デット・ホルダーが企業経  
営を監視するということです。）もちろんこの場  
合のデットは、ローンではなくコーポレート・ボ  
ンドということになるでしょう。つまり社債の市  
場です。これまで社債市場（起債市場）ばかりでは  
なく流通市場も（日本の金融システムの中で十  
分に機能してこなかったと私は判断しています

が、金融システムの構造変化が実質的に進むため  
には、とりわけ社債市場の整備が強く求められる  
ことになると思います。これは大企業の社債の発  
行と流通についてはかりではなく、中小企業の社  
債の発行と流通に関してもある程度、当てはまる  
と思われます。はたして社債市場の整備はどこま  
で進むのでしょうか。

(3) 重要な情報生産

資本市場経由の企業金融が、企業経営統治の機  
能を十分に発揮するためには、オープンな情報  
（公開された情報と市場における情報専門業者の  
生産する情報）に基づく企業評価がなされなけれ  
ばなりません。もしこのように適正な情報に基づ  
く確な企業評価が市場で行われるという状況が  
実現されるならば、従来の銀行中心の私的整理に  
よらない事業再生、企業再生は比較的円滑に進め

図表 2 整理回収機構が購入した債権の購入価格と簿価

年度	整理回収機構が購入した債権の購入価格合計(10億円) (A)	整理回収機構が購入した債権の簿価合計(10億円) (B)	(A/B) %
1999	21.7	451.0	4.8
2000	12.6	522.2	2.4
2001	20.6	330.2	6.2
2002*	89.0	690.1	12.9
合計1	143.9	1,993.5	7.2

(Note) \*2002年度第2 四半期まで

(出所) 預金保険機構

られると期待できます。そこでは、個々の企業の過去の実績や銀行との取引関係ではなく、その企業の抱えている事業の将来性の評価に基づいて、再生の是非が決定されることとなります。図表2は、整理回収機構が購入した不良債権の簿価と評価額がいかに大きく乖離しているかを示していますが、このことは企業再生の評価がいかに容易でないかを示唆していると思います。また、実はこのような企業評価の仕組みは、新たに創設される企業に必要な評価方式とほぼ対応しています。新規創設企業に対する資本、あるいは資金の提供も、その事業の将来性に関する評価に依存すべきだからであります。

またたとえば銀行が創設した貸出債権の本格的な証券化（貸出債権の市場取引）が期待されることになるし、銀行・金融機関の資産評価も客観化されることとなります。現状では、貸出債権の流

動化、証券化は、ある程度は進展しているが、事業の将来性を評価することに基づく証券化はそれほど進んでいないとも思われます。このように市場を介した情報処理が円滑に行なわれたことが、たとえば伝統的な銀行業務に内包されていたさまざまな金融仲介サービスを分解（アンバンドル）することを可能にする。銀行・金融機関の資産価値の客観的評価は、金融当局が銀行・金融機関と適度な距離を置いた監督という改革プログラムの実現に資することになると思います。逆に、市場評価の困難さが深刻であるほど、改革プログラムに謳われている「信頼される金融行政」の実現は、より介入的な行政によって支えられざるを得ないことになるだろうと考えています。

なお、ヨーロッパの国々では、一九九〇年代前半に、それまでの銀行融資中心のシステムを变革して、ベンチャービジネスを支援するための金融

システムをどのように構築するかが大きな課題となりました。例えば、ドイツでは、ベンチャービジネス対応型の資本市場（「新市場」＝ニュー・マーケット）を整備することにより対応しようとしましたが、残念ながら成功しなかったのです。

このようにキャピタルマーケットの形をつくったからといって、そんなに簡単に成果が得られるものではなさそうですし、また、学術的なレベルでも、これはという正解はないと判断されています。

### 三、金融資本市場の限界と地域密着型融資の意味

金融改革プログラムは、資本市場の機能強化を目指すものであり、それを基本的前提として個人の資本市場への参加、行政と市場との距離感のあ

る関係（たとえば「審判役としての行政」という言葉に端的に示されている）の構築などを目標に掲げています。しかし、市場原理は金融システムにおいても万全ではありません。たとえば地域金融の分野や中小零細企業の分野においては、依然として金融機関と資金調達者との密接な取引関係が重要であり続けるであろうと思われれます。

このような取引関係は審査や規律付けメカニズムの面で費用を節約できるから、これまでも多くの国々で重要な位置を占め続けてきました。しかし他方では、不透明性という問題を抱えています。したがって透明性を前提とする市場原理と必ずしも整合しない面があることは否定できません。私は形式的なBIS規制の運用が必ずしも成功してこなかったと判断していますが、これは金融当局の怠慢や判断ミスというよりも、取引関係に強く依存した金融仲介メカニズムが生み出す金

融資産・負債を客観的に評価する仕組みが、その不透明性のために万全ではなかったためです。

市場評価を基盤として金融行政、銀行行政を展開すべきであるという主張は、一種の理想論として、日本の金融システムの行末を明確に指し示していると思います。しかし、銀行の機能が減退した今日の日本の金融システムにおいても、依然として取引関係の合理性は残存しており、それを一挙に資本市場の原理にあわせて構造を変えようとするには無理があると言わざるをえません。

この領域では、「金融改革プログラム」が示唆する金融当局と銀行・金融機関との距離感のある関係よりも、若干、近い関係、より密着した関係が続くものと予想されます。そのような状況の下で効率的な金融仲介を実現するための規律づけのメカニズムきちんと発揮できるか否かということが金融当局にとっての課題です。全体として「金融

改革プログラム」は金融システムにおける市場メカニズムの拡大という、当然とも思われる目標を掲げていますが、それで日本の金融システムを完全には律し切れないという側面を、この地域金融に対する配慮のくだりに見て取ることができると思います。

一応時間が参りましたので、ここで終わらせていただきたいと思います。

御清聴ありがとうございました。(拍手)

関理事長 御承知のようにリレーションシップ・バンキングの行動計画が発表され、それに関連して、今先生がお触れになりましたように、きめ細い施策が展開されています。他方、資本市場をどう使っていくかということについても、最近いろいろな事例が起こってきており、さまざまな議論が行われているところです。今日は金融関係の専

門の方もいらつしやると思いますので、この点はぜひ先生に聞いておきたいという方がいらつしやいましたら、先生から時間もいただいておりますので、御質問や御意見を頂戴したいと思います。

質問者 先生のお話は、大変参考になりました。

ありがとうございます。それに関して二つほどお伺いしたいことがあります。

一つは、先ほど、橋本内閣のときに金融ビッグバンの方針が決まったけれども、実際には、実行できなかったというお話があり、なおかつ、世界を見てもうまくいっているところはなかなか見当たらないというお話だったと思いますけれども、私の考えでは、イギリスは結構うまくいっている方ではないかという感じがします。特に、サッチャー元首相がおやりになったのはそれなりに成果を上げて、シティがあれば回復できたの

は、まさにサッチャー政権の金融ビッグバンの成果だったと思うのです。

その中で、グローバル化をずっと推し進めて、要するにベストのサービスを出す企業であればイギリスの金融機関でなくてもいいのだという基本的な考えでビッグバンを実行したら、シティが回復し、なおかつその結果としてイギリスの金融機関は全部アメリカの企業に乗っ取られてしまったわけですけれども、そのくらいの覚悟をしないと日本の変化というのは起こらないのではないかと感じます。

特に事業再生につきましても、先ほど二つ選択肢があるというお話だったのですけれども、私は外資のファンドなどは、再生した新生銀行などについては、大変うまくいっていると思います。これも、選択肢として当然受け入れるべきなのですから、どうも外資に対するアレルギーがあ

る。この辺について、先生はどのように考えておられるのか、それが一つです。

もう一つは、今話題になっています郵貯の民営化をどう利用するのが、先ほどおっしゃった金融市場の再生のために役立つのか、その辺を教えてください。ただければと思います。

堀内 どうもありがとうございます。

金融システムにおける外国の資本の影響をどのように取り込んでいくか、あるいはどのように国内の金融機関との関連を位置づけるべきか。これは非常に興味深い問題ですけれども、基本的には、おっしゃるよう外資は外資なりの経営方針やビジネスモデルがあり、日本は日本なりにドメスティックな金融機関のビジネスモデルがある。そういうものが、例えば東京というマーケットで相互に影響を及ぼすということだと思えますので、特に外資系の金融機関が攪乱要因（ディス

タービリング)であるとか、問題を複雑化してしまふという考え方は持つべきではないと思えます。

実際、日本の金融システムがここ一〇数年の間のやや機能的に低迷した時期に、それにとつてかわるような役割を担ったものとしては、いろいろなものがあります。一部は公的な金融機関がその役割を担ったこともあったと思いますが、よかれあしかれ外資系のさまざまな金融仲介業者や金融機関もそういう役割を担ったと思います。今や日本の経済を支えている多数の企業は、もし仮に日本の金融機関、銀行が十分自分たちの期待に沿うような金融サービスを提供してくれないのであれば、決して日の丸の旗を立てた、日本の金融機関から金融サービスを受けなくてもいいという選択の余地は既に広がっているように思います。

そういう点でいえば、外資系のビジネスモデル

はかなり重要な圧力になるだろうと思えます。実際、例えば銀行部門でいえば、今御質問にもありました新生銀行は、恐らく日本の従来の銀行とは違ったビジネスモデルを展開しておられるだろうと思えます。その背景となつていのは単純にビジネスモデルの違いだけではなく、先ほど経営統治の話をしました。銀行が銀行として、企業として持っている経営統治の構造も若干違っているのかもしれないということだと思います。なか一概にはいえませんが、それが日本の経済にネガティブな影響を与えるということはないと思えます。

ただ、こういうことはいえるのではないかと。外資系の、特にアメリカの銀行あるいは金融機関は、基本的には、やや乱暴な言い方をすれば、キャピタルマーケット・ベースのビジネスモデルになつていゝる。市場で収益を上げるという方法で

問題を解決しようとしているわけです。

私は先ほどリレーションシップ・バンキングについてお話ししましたが、外資のキャピタルマーケット・ベースによる方法は、国内金融の分野で中小零細企業に対してリレーションシップをベースとして融資取引するというビジネスモデルとは違えます。全体の金融構造の長期的なメカニズムとしては、両者が中小企業のレベルでも両方存在しうるので。

一方は、リレーションシップ・バンキングをベースにした融資取引のモデルであり、他方は、融資取引関係をベースにするトラディショナル・バンキングではなくて、キャピタルマーケットにおける金融取引と比較的類似のスポット取引に近いようなサービスを銀行が顧客企業に提供していくという形で業務展開をする、そういうビジネスモデルです。

どちらがいいかということは、私にはいえないと思います。仮に、新生銀行タイプのビジネスモデルが有効であるということになれば、長期的には多くの日本の金融機関もそういうビジネスモデルにスイッチしていくことになるのではないかと思います。

現在の金融庁のいろいろな指針、すなわち、個別の金融機関に対する審査、検査などのポリシーを見る限りにおいては、リレーションシップ・バンキングをベースにしたビジネスモデルを展開する銀行にとつてはかなり圧力がかかるような仕組みになっているのではないかと。いろんなリスク評価をできるだけトランスペアレントなもの（透明性のあるもの）にしていくということです。

これは、経営支援をする企業に対する評価を非常に厳しいものにしていく。健全性という観点から見れば、確かにそれ自身は決して否定されるこ

とではないと思えますけれども、リレーシヨ  
ンシップ・バンキングという枠組みで考えたときには、そういう検査の仕組みは金融機関にとってかなり厳しいものがあります。金融庁が非常に厳しい政策的な枠組みをつくる場合には、リレーシヨ  
ンシップ・バンキングは相対的に長期的には減つていくのではないかとこの予測を持っています。

これはいいかどうかという問題ではありませ  
ん。日本だけでなく外国においても金融当局の間では、行政による政策の選択に当たって、アング  
ロアメリカンや大陸ヨーロッパと同じように、共  
通のスタンダードに揃えていくべきだという一種  
の哲学が広がっています。そういう状況にお  
いては、リレーシヨ  
ンシップ・バンキングの持っ  
ている不透明性はどちらかという嫌われます。  
将来、非常に透明度の高いアングロアメリカ的な  
スタンダードに基づく金融行政が浸透していく

ことになれば、リレーシヨ  
ンシップ・バンキング  
は相対的にビジネスモデルとしては規制や行政と  
親和的でないので、長期的には破綻する可能性が  
あるのではないかと私は想像しています。

少し長くなりましたが、その辺で第一の御質問  
の答えにかえさせていただきます。

第二の郵貯問題については、すごく難しい問題  
です。金融改革プログラムは賢明にもその問題に  
対する言及を避けている。金融庁は、基本的にそ  
ういう問題については余り議論したくないという  
傾向があるようですね。竹中大臣に対する政治家  
からの圧力を見ると、そのような態度もよく  
理解できるという感じがしますけれども。

しかし、公的な金融が大きく様変わりしてい  
くに違いない。少なくとも金融改革プログラムに盛  
り込まれているような今後の金融行政や金融政策  
のあり方と整合性を持たせるためには、郵貯問題

について明らかに一定の方向性が見えているということだと思えます。それはやはり民営化だと思うのですが、民営化をどういう形で進めるかは非常に難しい問題だといわれています。

私は独禁法の問題、つまり非常に大きな銀行や金融機関が全国に確固たるネットワークを持ち、それが民間の金融機関の経営に不当な大きな圧力をかけるようなことがない限りにおいては、かなり自由に郵便局がビジネスを展開することも受け入れていいのではないかと思っています。

民営化された金融機関としての郵貯がどこまで十分な収益性を確保できるかということについては、見通しが困難です。これは非常に難しい課題だと思えます。一部には非常に強力な金融機関になるのではないかという判断もあるかと思えますけれども、私は今まで郵政公社が行ってきたような金融業務と、今後金融改革プログラムに示唆さ

れているような内容のキャピタルマーケットをベースにした金融システムの中で金融仲介業務を行っていくというビジネスを展開するという間には相当な距離があつて、そこにキャッチアップするために一六〇〇億円程度の先行投資が必要になると報道されていましたが、私はもつとかかるのではないかと思います。

そういうように考えると、むしろ民営化されたときの郵貯が、どこまで粘り強く存続していくかというところはそんなに楽観的ではないのです。やはり難しい問題を抱えるのではないかと考えます。

しかし、民営化されたからには、どういう経営状況になるかに関しては、事業体としての郵便貯金の自己責任の問題になっていくわけでありますので、当然政治的な圧力などが役割を果たすべき領域ではないと判断されます。その点について

は、私は比較的単純に理解しています。もちろん、もう少し複雑に考えるべきだという方もいらっしゃるには違いないと思いますが、私は今のところそういうふうにお答えしたいと思っています。

関理事長 堀内先生、どうもありがとうございます。

それでは、もう一度先生にお礼を申し上げて、今日はこれで終わりにしたいと思います。

(ほりうち あきよし・中央大学教授)

(本稿は、平成一七年四月一八日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

## 金融改革プログラムと日本の金融システムの行方

堀内昭義氏

### 略 歴

1943年生  
1967年3月 東京大学経済学部経済学科卒業  
1973年3月 東京大学大学院経済学研究科理論経済学・経済史学専門課程  
博士課程単位取得退学  
1969年4月 財団法人国民経済研究協会研究員  
1973年4月 横浜国立大学経済学部助教授  
1978年4月 一橋大学経済研究所助教授  
1984年4月 東京大学経済学部助教授  
1986年1月－2002年3月 同上 教授（大学院経済学研究科教授）  
1998年4月 同上経済学研究科附属日本経済国際共同研究センター、センター長  
1999年10月－2001年9月 東京大学大学院経済学研究科科長（経済学部長）  
2002年5月－2003年3月 大学評価・学位授与機構評価部教授（併任）  
2003年4月 中央大学総合政策学部教授、現在に至る。  
2004年1月 東京大学名誉教授

ブルッキングス研究所（アメリカ）客員研究員、日本銀行金融研究所客員研究員、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス客員教授、オーストラリア国立大学客員教授、日本金融学会会長を歴任  
現在、日本銀行金融研究所顧問、日本銀行参与、金融庁金融審議会金融分科会長、日本学術会議会員（第19期）

### 主要著書

『日本の金融政策：金融メカニズムの実証分析』、東洋経済新報社、1980年  
（1980年度日経図書文化賞受賞）  
『日本経済のマクロ分析』、東京大学出版会（編著）、1987年  
『金融論』、東京大学出版会、1990年。  
『国際経済環境と経済調整』、アジア経済研究所（編著）、1990年。  
『大蔵省財政史・金融』、東洋経済新報社、1990年。  
『国際経済環境と経済調整』、アジア経済研究所（編著）、1990年。  
『累積債務と財政金融』、アジア経済研究所（編著）、1991年。  
『現代日本の金融分析』、東京大学出版会（編著）、1992年。  
『講座・公約規制と産業：金融』、NTT出版（編著）、1994年。  
『発展途上国の金融制度と自由化』、アジア経済研究所（編著）、1997年。  
『金融システムの未来』、岩波新書、1998年。  
『日本経済と金融危機』、岩波書店、1999年。  
『マクロ経済と金融システム』、東京大学出版会（編著）、2000年。