

審査博士学位論文要旨

金融市場の異質性とリレーションシップバンキング - 中小企業金融機関の役割 -

一橋大学大学院経済学研究科経済理論・経済統計専攻

張 曉玫

(Xiaomei Zhang)

本稿は、「オーバーバンキング」論批判の視点から、「金融市場の異質性」という論点を軸に、大手都市銀行とは異なる、日本の中小企業金融機関の独自の機能、役割とは何かを問うものである。

巨大金融グループへの集中が進行する中、日本政府は地域金融機関についても整理・淘汰を政策課題としてきた。そうした行政の金融再編は、「そもそも金融機関の数が多すぎる。そこに金融上の様々な問題が発生してくる根拠がある」とする「オーバーバンキング」なる認識に基づくものである(山口 2002)。つまり、「オーバーバンキングは銀行の不良債権問題の根本的原因であり、これが解消されるためには、3割から4割程度の銀行部門の縮小が必要になる。日本企業の銀行貸出への需要はアメリカ企業と近いものになり、日本の銀行部門は大幅な再編を余儀なくされるだろう」(星 1999)というわけである。こうした「オーバーバンキング」論が90年代以降の金融再編の理論的バックボーンをなしてきた。

しかし、その一方で、地域内の資金還流を担う金融機関の役割が、地域経済の再生との関係で改めて注目されており、一方的な機関数減少型の再編では期待される役割を十分に果たすことができないという懸念が広がっている。

日本においては、これまで中小企業金融機関が中小企業金融、地域金融において、大手都市銀行によっては代替しえない重要な役割を担ってきた。一方、近年中小企業金融については直接金融へ移行しているという論説が盛んになる中、「オーバーバンキング」論などを根拠とした中小企業金融機関不要論が出てきている。しかし、それは本当に妥当であろうか。本稿ではこうした議論を批判的に捉え直し、中小企業金融のあり方について再検討を加えている。

以下、本稿の各章を要約する。

まず序章では、国民経済における中小企業の位置と国民経済の成長に果たす中小企業の役割について簡単に概観した。中小企業は地域経済のみならず日本経済全体にとって、雇用を生み出し、産業活力をもたらし、技術開発を促進する重要な主体であって、それは今後もますます重要な位置を占めるだろう。そしてこうした日本経済において重要な位置を占める中小企業にどのように資金を回していくのかという、いわゆる中小企業金融の問題は、必然的に日本経済の将来を展望するうえでも重大な意味を持つものとする。以上のような問題関心から、本文ではこうした中小企業金融に焦点を当てていくことになる。

第一章では、中小企業における間接金融依存の実態分析を行い、そのうえで、直接金融化がなぜ困難であるのかを解明し、それによって現在中小企業金融にとって間接金融が不可欠であることを明らかにした。

企業が資金調達を行う場合の方法として、内部資金（内部留保・減価償却）と外部資金（株式発行・社債発行・金融機関からの借入等）による方法がある。まず、財務省の法人企業統計年次別調査のデータを利用し、今日までの20年間に、企業の資金調達手段にはいくつかの選択肢がある中で、中小企業の資金調達はもっぱら銀行借入（信用金庫や信用組合も含む）に依存してきた事実を明らかにした。このような間接金融への依存という特徴は、大企業に比べて、中小企業でとくに顕著であり、今後も間接金融中心の特徴が崩れることは当分ないものと思われる。

一方で、大企業の領域では金融機関からの借入による間接金融への依存のウエートは低下してきた。外債発行、増資、CP発行など外部資金調達手段の多様化や、株式市場における時価発行、適債基準の撤廃、無担保での社債発行といった制度変化も大企業向け金融における証券市場のウエートを高めた要因である。しかし、中小企業の資金調達は大企業と同じように株式や社債発行など証券形態のウエートが急激に高まることはないだろう。それは以下の理由による。

投資家の立場からみると、直接金融はいわゆるリスクマネーの運用手段である。投資家は損失が発生する可能性を承知の上で、より高い収益を求めて株式や債券を購入する。元本保証の銀行預金と比べ、ハイリスク・ハイリターンの手法といえる。

したがって、市場で株式を発行する企業は、投資家に対して高率の配当を行ない、株価を高めるだけの収益力、成長力が必要になる。社債やCPを発行する場合には、

投資適格格付の取得などの高い信用力が要求され、また社債による資金調達において、「適債基準」をクリアすることが大きな決定要素となっている。それらの要素を満たすために、純資産額や自己資本比率が一定水準以上に維持されなければならない。仮に発行できても、信用力が低い企業ほど発行利率が高くなる。また、株式や社債は、発行額が少ないと、引き受け手数料、受託手数料などを含めた調達コストが銀行借入の金利より高くなる。しかも、株式市場へ上場するための審査基準は依然として厳しい状況にある。こうしてみると、中小企業の多くは、直接金融を利用しにくい状況にあることがわかる。

このように、中小・零細企業が資本市場にアクセスすることが困難な現状では、間接金融が果たす役割は依然として重要であることが明らかになった。そのうえ、地域中小企業金融機関は中小企業金融、地域金融において、大手都市銀行によっては代替しえない独自の役割を担ってきたことから、その必要性が低下するとは考えにくい。次の第二章はその独自の役割とは何かを問うことになる。

金融再編によって、地域金融機関の整理・淘汰が促進され、それが「オーバーバンキング」なる認識に基づいて進められていることは既に述べた通りである。結論を先取りすれば、「オーバーバンキング」論の問題性は、対大手企業貸出市場と対中小企業貸出市場を同質的なものとみなし、両市場の間に横たわる「金融市場の異質性」の存在という事実を無視していることにある。第二章では、この「金融市場の異質性」という論点を軸に、大手都市銀行とは異なる、地域中小企業金融機関の独自の役割の存在を明らかにする。

第二章では、まず、都市銀行と中小企業金融機関における預金と貸出金シェア分布の地域的棲み分けの存在を確認した。問題は、そうした地域的棲み分けが何を意味しているのかである。つまり、こうした事実は単なる都市銀行と中小企業金融機関の地域分業を意味するのであろうか。実は、地域的棲み分けは、単なる地域分業ではなく、棲み分けの背後には、都市銀行が対象とする市場と中小企業金融機関が対象とする市場との間の市場の異質性、すなわち金融取引の仕方、及び取引の内容の面で二つの市場の間に決定的な違いが存在している。都市銀行が占める市場シェアはクレジット・スコアリング方式による融資に依存している部分をカバーするに止まることが確認された。それでは、地域中小企業金融機関の融資市場は、クレジット・スコアリング方式が対象とする市場とどう異なるのであろうか。

分析の結果、地域中小企業金融機関の融資市場においては、第1に、リレーションシップバンキング機能を果たすことにより、第2に、それに基づく定性情報生産機能により、中小企業金融機関が中小企業金融、地域金融において、大手都市銀行によっては代替しえない重要な役割を担ってきたことが明らかになった。

大手都市銀行の市場と中小企業金融機関の市場の間に横たわる「金融市場の異質性」という観点から見た中小企業金融機関の特性は、リレーションシップバンキングにある。したがって第三章では、そうしたリレーションシップバンキングの意義をあらためてより詳しく分析した。まず、第二章でも触れたリレーションシップバンキングの対極にあるクレジット・スコアリング方式の特徴とその限界をより詳細に見た。その上で、バーガーの論説に依拠しつつ、中小企業金融分野におけるリレーションシップ貸出の意義及びその重要な役割を明らかにした。

第二章で論じたように、対中小企業金融には、二つの融資形態（融資方法）が存在する。それは、大手銀行が採用するクレジット・スコアリング方式と中小企業金融機関が得意としてきたリレーションシップバンキングである。

ところが、こうした現実的状况が存在するにもかかわらず、従来からオーバーバンキング論の立場から金融のシングル・スタンダードという主張がなされてきた。しかし、2003年3月28日に金融庁より『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』が発表されたことは、金融のシングル・スタンダードを求める動きに反省を迫る転機となった。

同プログラムは、金融再生アクションプログラムの対象とされる主要行とは異なる特性を持つ地域金融機関に対して、「リレーションシップ」を切口に収益力強化と地域経済振興、中小企業再生への貢献を求める内容となっている。「リレーションシップバンキング」については、必ずしも統一的な定義は存在しないが、金融機関が顧客との間で親密な関係を長く維持することにより顧客に関する情報を蓄積し、この情報をもとに貸出等の金融サービスの提供を行うことで展開するビジネスモデルを指すのが一般的である。

リレーションシップ貸出の対極にあるのが取引準拠(トランザクション)貸出(個々の取引ごとの判断)である。この取引準拠貸出には三つの手法(財務諸表貸出、資産準拠貸出、「小企業向け」クレジット・スコアリング)があり、そのなかで、1990年代後半に急速に普及したのが、クレジット・スコアリングの手法である。クレ

ジット・スコアリング方式は、融資審査を機械化・自動化することを通じた審査コストの削減に重点を置く一方で、クレジット・スコアリング方式が入手できる情報には限界があり、また、この方式では、融資対象が狭められる。

それに対しリレーションシップ貸出は、小口融資のゆえにコストが高いが、時間をかけて、持続的付き合いを通じて増えてきたソフトな、質的な情報、関係者しか持てないような私的な情報に焦点をあてるため、取引準拠貸出の三つの手法では入手できない情報が入手可能となる。

これまでの実証研究は、銀行業務のリレーションシップが借手手の信用プライシング、信用アベイラビリティにポジティブな影響を与えること、つまり中小企業はリレーションシップから利益を受けることを示している。具体的には、このような長期リレーションシップを通じて得られた情報に基づく貸出により、以下のようなメリットがあることが指摘されている。第1に、中小企業にとっての信用アベイラビリティが向上する。第2に、リレーションシップが強ければ、ローン金利が低くなる。第3に、担保の必要が減少する。第4に、取引負債の依頼度が低下する。第5に、金利変動による危険が軽減される。このような中小企業にとってのメリットを考えれば、リレーションシップ貸出は、中小企業にとって最適な貸出方式であるといえよう。

また、米国においては、クレジット・スコアリングではなくフェイス・トゥ・フェイスによるリレーションシップ貸出手法を用いて中小企業への融資を行う場合、現実的には金融機関の規模に上限があると考えられ、規模の小さい銀行の方が比較的優位にあることが確認されている。これは、米国だけではなく、日本にも当てはまると考えられる。

以上のことから分かるように、中小・地域金融の担い手は大手銀行ではなく、本来リレーションシップバンキングという強みを持つ中小企業金融機関であるべきであり、地域金融システムの再建を図るには中小企業金融機関がその役割を果たす必要があると考える。

一方で、地域金融機関にとっての市場環境が変化していくなかで、これまでのリレーションシップバンキングをさらに機能強化していく必要があると考えるが、その際に必ず出てくる問題が与信集中リスクである。

与信集中リスクの第1は、地域集中リスクである。地域金融機関は特定の地方を営業基盤とするため、当然その地域での貸出が資産のかなりの部分を占め、地域集中リ

スクは自然に増大することになる。とくにそれぞれの地域では地域経済振興、地場企業の支援・育成という観点からの、いわば「公器」としての活動も期待され、集中リスク軽減は容易ではない。先述の『リレーションシップバンキングの機能強化に向けて』にも、「中小・地域金融機関は、特定の地域、業種に密着した営業を行っている以上、業況が地域経済全体や地場産業の状況に大きく左右されるといったいわゆる地域集中リスクにさらされている。こうしたリスクにより中小・地域金融機関の健全性が害されることとなれば、構築されているリレーションシップバンキングの有効な展開を期待することも困難になることから、地域集中リスクへの対応は重要な課題である」と指摘されている。

与信集中リスクの第2は、貸出先の業種偏在リスクである。それぞれの地域にある業種は限られているため、貸出資産の業種分散を図るのが困難であり、特定の業種偏在リスクが高まる傾向にある。また、なじみのない業種に関する情報や取引経験の不足から、新しい業種への取り組みに際しても大きな制約要因となる可能性が高い。

このようなリレーションシップバンキング強化プロセスで顕在化する地域集中リスクと業種偏在リスクを回避するために、市場型間接金融の活用を図ることが考えられる。

そこで第四章では、この問題の解決策として、まず市場型間接金融の手法とリスク分散の有効性を論じたうえで、とくに証券化商品の貸出債権担保証券 CLO (Collateralized Loan Obligations) にスポットライトを当て、中小企業金融において、リレーションシップバンキングが CLO を中心とした市場型間接金融によって補完されることを解明した。

市場型間接金融は、基本的には、間接金融分野で、市場機能を活用して多様な資金を導入し、同時にリスク分散を目指す金融手法である(シンジケート・ローン、資産流動化[ローンセール、証券化]など)。なかでも証券化商品 CLO は、成長が期待される地域企業に合理的なリスク・リターンにより資金を供給しながら、地域のリスクを債券市場に開放する等、「地域経済のリスクをコントロールする」機能を発揮することが期待され、持続可能性の高い地域金融の強化に資するものと考えられる。

CLO は広域 CLO と募集型 CLO の二つに分類できる。それぞれについて、いくつかの実例を見た結果、中小企業向け貸出債権の証券化は大きな可能性と将来性を秘めていることが分かる。

こうした CLO を中心とした市場型間接金融については、リレーションシップバンキング機能強化の時代に、地域金融機関が自行融資ポートフォリオのリスクとリターンの座標軸を効率的に組み替えるための手段として位置づけるべきだと考えている。すなわち、CLO を中心とした市場型間接金融を併用しつつ、地域でリレーションシップバンキングを行っていくことが、地域金融機関が今後も地域金融において重要な役割を果たし続けていくうえでのビジネスモデルの主軸となろう。なぜならば、これまで地域企業の成長を支えてきたのは地方銀行や信用金庫などの地域金融機関であり、今後も増大する地域リスクを引き受ける唯一のプレーヤーとして期待されている一方で、地域により密着したリレーションシップバンキングの再構築を行いながら、リスクアセットの削減などを行うことも喫緊の課題となっているからである。

今まで述べてきたように、リレーションシップバンキングがこれまでの手法にとどまっている限り、単線的金融システムにおいて産業金融モデルが抱えた困難を克服することはできず、リレーションシップバンキングを担う地域金融機関にリスクが集中する結果、増大するリスクを支えきれなくなるであろう。とくに地域集中リスクや業種偏在リスクといった困難に対応できなくなる。そこで、この市場型間接金融の整備はリレーションシップバンキングの機能向上に寄与するところが大きい。

最後に終わりにでは、政府が中小企業金融機関に対する政策対応の転換を迫られるに至った結果示された報告書『リレーションシップバンキングの機能強化に向けて』（金融審議会金融分科会第二部会、2003年3月27日）、及びそれに基づく『リレーションシップバンキングの機能強化に関するアクションプログラム』（同、2003年3月28日）について議論を行った。これら『報告書』、『アクションプログラム』は、シングル・スタンダードからダブル・スタンダードへの一大政策転換であり、中小企業金融行政上の大きな前進と評価できるものである。一方で、『報告書』、『アクションプログラム』は、いくつかのところでリレーションシップバンキングと矛盾する政策提言が残されたため、それらの問題を指摘した。加えて、政府はリレーションシップバンキング機能強化の政策を打ち出す一方で、これまで民間の中小企業金融を補完してきた政策金融、とりわけ政策融資の民営化、縮小を進めてきている。果たして、こうした政策金融の民営化・縮小が中小企業金融にとっていかなる意味を持つのか。中小企業金融分野における政策金融の役割については今後検討していくべき課題として残される。

以上が本稿の主な内容である。繰り返しになるが、本稿で示された最大のポイントは、「金融市場の異質性」の存在である。中小企業金融を論じる場合、この「金融市場の異質性」の存在を忘れることはできないのであり、中小企業金融機関が行うことができる「リレーションシップバンキング」も、この「異質性」を前提としていることを再度強調して本稿を閉じることにする。

以上