

## ■ 論文

## 『家計の視点からかみた金融システム変化』

関川 靖

## 目 次

- I. はじめに
- II. 市場型間接金融と間接金融
- III. 市場型間接金融の発生理由とメリット
- IV. 現状：進捗度
- V. 金融消費者主権と問題点
- VI. 改善に向けて＝消費者保護、金融消費者主権の確立
- VII. おわりに

## ▶ 要 旨

市場型間接金融は、金融自由化の到達目標でもあり、金融システムに変革をもたらすものである。このような金融システムの変化が資金の効率的循環をもたらし、金融市場における最終的資金提供者である消費者（家計）にとって本当に有益なのかどうかを検証することは有用である。本稿では、最初に金融システムが発生する背景を考察し、自然発生的というよりは政府主導によるものであることを指摘した。次に、市場型間接金融では自由競争が前提とされるため、情報の非対称性が存在する市場では家計にとってデメリットが大きく、自由競争の前提である自己責任を家計が完全に負うことはできないこと、および完全情報下であっても非合理的な行動を家計は採ることもあるので、最後にこのような問題点を排除するための諸方策を示した。

## ▶ キーワード

市場型間接金融、リスク分散、金融消費者主権、適合性の原理、リバータリアン・パターンリズム

## I. はじめに

長い金融規制の後、外圧ないしは財政悪化の弊害が金融市場にも及んだことから金融自由化が実施された。しかし、長期不況と不良債権問題の長期化によって金融システムはその脆弱性を露呈し、金融機関破綻処理策や金融システムの健全化策など、金融当局の政策視点は金融機関保護であり、必ずしも消費者（家計）を中心に置いていなかったと思われる。実際に、「貯蓄から投資」のスローガンは、金融自由化の目的を達成させるため、換言するならば銀行の資金仲介機能の低下を補填し、今まで銀行が負っていたリスクを分散化することと、銀行の収益確保手段の多様化を目指したものであったと考えられる。こうして、2000年代に入って金融当局主導による市場型間接金融が機能し始めたが、サブプライム・ローン問題によりその問題点を露呈した事になった。本論文の目的は、現在の金融情勢から市場型間接金融への移行することは避けて通れないかもしれないことから、市場型間接金融の功罪を明確にし、消費者重視のためのインフラを考察することである。

## II. 市場型間接金融と間接金融

最初に、間接金融と市場型間接金融にはどのような差違があるかを考える。周知のように、黒字主体から赤字主体に資金が直接流れるのが直接金融であり、この両主体の間に金融仲介機関（銀行）が介在し期間変換、小口資金の大口化（プール機能）、審査の代替により、資金循環の効率化を図るのが間接金融である。特に規制下では、金融取引におけるリスクは金融仲介機関に集中しており、家計はその分リスクを軽減されていたことになる。

一方、市場型間接金融は黒字主体と赤字主体の間に金融仲介機関が介在することは間接金融とは同じであるが、この金融仲介機関は自身の持つ債権・債務のアレンジ（例えば証券化（セキュリティ化）など）を行い、資金循環の効率化を図るものである。簡単に言えば、家計は銀行や証券会社、投資信託会社等の金融仲介機関を通して資本市場で間接的に資金を運用することになる。金融仲介機関は債権・債務をアレンジして新たな金融商品を組成しているが、このアレンジには多様な方法がある。これをまとめてみると

- ① 資産を担保とした証券化：住宅ローン債権であるモーゲージ担保証券 (Mortgage-Backed Securities : MBS) 等。
- ② 資金のプール：一定の目的で持って小口資産を集め、ロットの大きな金融商品（債券など）へ投資するものであり、投資信託・ヘッジファンドが代表的なものである。
- ③ 貸出の分散化：銀行の企業へ貸出を行う際に、銀行が窓口になり貸出先の情報を公開して貸出を小口化し、他の銀行からの貸出を募るシンジケートローン（オリジネーターの銀行はサンクコストとなる企業情報を公開することになるが、他の投資銀行から手数料を徴収することで収益を上げる）、担保を取るのではなく特定のプロジェクトを対

象に貸出を行い、そのプロジェクトからの収益からの返済を行わせるプロジェクトファイナンス、既存の貸出を証券化するローンパティシペーションなどがある。

また、貸出の証券化では、一度証券化された金融商品をリスクの程度によりプライム、メザニン、サブプライムと輪切りし、他の債権と組み合わされて再度証券化されることもある。

### Ⅲ. 市場型間接金融の発生理由とメリット

#### 1. 背景

市場型間接金融では、金融仲介機関を通して黒字主体の資金を資本市場で運用するのであるから、証券化（セキュライゼーション）が行われる。この金融システムを証券化と同じであると看做すると1980年代において海外、特にアメリカでは自動車ローンを初め抵当証券など証券化進んでおり、市場型間接金融は既にこの時代から始まったと言える。一方、我が国では、この時期には金利規制が緩和され始めているが、まだ政府の姿勢に護送船団という金融規制が残っており、このことがある意味では銀行経営の健全性を保護しているので、銀行もあえて新たな金融商品を開発する意欲も無かったと推測される。また、債券の流通市場が未発達であることと、家計貯蓄率が欧米先進国と異なり高くしかもメインバンク制によって、間接金融でも黒字主体の家計から赤字主体の企業へという資金循環は十分に機能していたことになる。但し、我が国の間接金融優位の金融システムは、金融市場の参加者である最終的黒字主体の家計が担うべきリスク<sup>1)</sup>も銀行が負担するという構造になっていた。

しかし、1990年代後半になると金融の国際化が一層進展し資金の移動が活発になるとともに、海外ではデリバティブ商品が開発され金融取引におけるリスクも多様化したことと、銀行の資金運用・収益確保手段の多様化が図られた。一方、我が国の銀行は、長期不況により不良債権を大量に抱えて不健全経営を露呈しており、不良債権の処理が最大の目的であった。もっとも、この高額な不良債権の保有は、金融規制下でのリスクが銀行に集中することを回避しなければならぬことの教訓となったと思われる<sup>2)</sup>。そこで1996年に free, fire, global をスローガンとして日本版金融ビック・バンが実施され、金融市場に自由競争を導入し資本市場を通じた資金循環の促進を図った。金融自由化が進展すれば、資金循環が効率的になるはずであるが、金融自由化当初はその兆候は見られなかった。その理由は、1992年以來処理をしてもその総額がほとんど減少しない多額な不良債権を抱えていることと、BIS規制をクリアーするために貸出に消極的になり、中小零細企業に対しては貸渡り（クレジット・クランチ）や貸剥し<sup>3)</sup>を行うほど銀行経営は逼迫していたことによるものと考えられる。よって、このような状況において、銀行の経営の第1目標は不良債権を解消することとBIS規制をクリアーすることであり、証券化を進めるほどの余裕を持ち合わせていなかったと思われる。実際に、投資信託の銀行の窓口販売が1998年12月に認可されても、その出足は芳しくなかった。そこで金融当局は、金融再生

プログラム（2002年10月）では自己資本比率規制を金融監督行政の中心において金融市場の健全化を目指す一方、公的資金を導入し不良債権処理を促進させた。そして、金融改革プログラム（2004年12月）では、リレーショップバンキングの機能強化と「貯蓄から投資」をスローガンに証券税制の緩和や住宅金融公庫の民営化を実施することで、市場型間接金融を推進させた。

また、債権回収機構 RCC（1998年に設立）の債権回収は、99年から2005年まで4兆円、で、2002年から2005年までの不良債権は53兆円であるので銀行行動には大きな影響を与えていないと思われるが、このことも新しい金融システムの促進の一役を担ったと思われる<sup>4)</sup>。

この改革は、銀行本来の収益確保手段である貸出が増加しておらず収益構造は悪化しているので、公的資金の導入で不良債権を処理するとともに、資本市場に銀行を参入させることで手数料収入の増加を目指し収益構造の改善を狙ったものである。従って、自然発生的というよりはむしろ、金融当局主導によって市場型間接金融という新しい金融システムが浸透し始めたのである。

## 2. 市場型間接金融のメリット

市場型間接金融には今までの間接金融の行き詰まりを、市場機能のメリットを導入することで打破するものと期待された。この金融システムは自由競争が導入されることにもなり、従来の規制下の間接金融とは異なるので、何らかのメリットが銀行側と家計の両者にもたらされるはずである。最初に銀行におけるメリットを考察すると、

- 市場型間接金融の推進は、貸出を証券化することでリスク分散を図ることができる。また、金融仲介機関の銀行にとっては従来の貸出を行うとともに、証券化より資産を流動化することができる。さらに、これによる手数料収入も稼ぐことができ、収益確保の手段が多様化する。
- 銀行にリスク（金利リスク・信用リスク等）負担が集中する構造を是正できる（＝リスクの分散化）。

以上のことから、金融仲介機関の経営自由度が拡大してリスク分散が可能となり、銀行の収益力の上昇から金融システムの健全性につながると考えられる。

一方、家計におけるメリットは

- バリエーションのある金融商品が提供され、資産保有状況や年齢階層に応じた最適な資産選択が可能となる。

但し、このようなメリットを受けるためには、詳細に後述するが、最低条件として金融仲介機関には十分なリスク管理能力が備わっていること、また家計がメリットを享受できるためには情報の非対称性を解消し的確な情報が提供されることが必要である。

このように、市場型間接金融のメリットは理論上銀行と家計の両者にもたらされることになり、銀行は本業の利鞘収入の先細りを新たな収入源を確保できることで回避でき、集中してい

たりリスク負担を分散することもできる。将に、2000年以降の金融情勢からすれば銀行にとっては継続的な経営健全性を回復する一つ的手段となる。また家計にとっては、規制による制約された資産効果から解放され、最適なポートフォリオを達成でき資産効果を拡大させることが可能となる。但し、実際にはサブプライムローン問題により、市場型間接金融のメリットよりもデメリットが現実問題として現れたことになった。

#### IV. 現状：進捗度

市場型間接金融をすべての金融商品、証券化手段を検証することは困難であるので、貸出の証券化と投資信託を取り上げて、我が国における市場型間接金融の現状・進捗度を検証する。

##### 1. 投資信託

表1は契約型公募・私募投資信託合計販売のシェアを示してある。銀行の投資信託の窓口販売は1998年から始まり、当初は期待したほど成果は上がらなかった。2000年代に入って、金融当局は「貯蓄から投資へ」の実現のための証券税制緩和し、低金利による低い資産効果や将来不安に悩む家計にハイリスク商品の投資信託を誘引したので、銀行の投資信託販売は増加した<sup>5)</sup>。

表1 契約型公募・私募投資信託合計販売のシェア〔年末〕

	証券会社	銀行	郵政公社	直販
1999年	89.0(90.4)	6.3(5.4)		4.7(4.2)
2000年	82.6(85.9)	13.5(13.5)		3.9(3.1)
2001年	75.2(80.2)	21.6(17.1)		3.2(2.7)
2002年	70.0(76.9)	27.6(21.6)		2.4(1.5)
2003年	63.7(72.0)	34.6(27.4)		1.7(0.6)
2004年	56.6(65.4)	41.2(33.8)		2.2(0.8)
2005年	52.5(61.8)	45.1(37.6)	0.1	2.4(0.6)
2006年	47.2(57.3)	50.6(42.1)	0.8	2.2(0.6)
2007年	46.5(56.8)	51.6(42.6)	1.3	1.8(0.6)

資料：投資信託協会ホームページ

株式投信、公社債投信、MMFの合計。( )内は公募のシェア。2007年は11月末

表2 全国銀行の資金運用益と役務収益 (単位：億円，%)

		資産運用収益				役務取引等収支			
		貸出利息							
		金額	構成比	増減額	増減率	金額	構成比	増減額	増減率
全国銀行	1998年	130,040	42.7		△9.3	16,686	5.5		△2.5
	1999年	111,897	37.0	△18,143	△13.5	17,116	5.7	430	2.6
	2000年	112,822	48.8	925	0.4	18,560	8.0	1,444	8.4
	2001年	96,513	48.7	△16,309	△11.2	19,162	9.7	602	3.2
	2002年	89,338	50.2	△7,174	△11.3	20,642	11.6	1,480	7.7
	2003年	81,527	46.4	△7,812	△8.7	23,571	13.4	2,929	14.2
	2004年	77,630	45.9	△3,897	△4.8	26,579	15.7	3,008	12.8
	2005年	77,802	43.2	172	0.2	30,242	16.8	3,663	13.8
	2006年	86,057	44.9	8,255	10.6	30,988	16.2	746	2.5

資料：全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」

また、表2には全国銀行の資金運用益と役務収益を示してあるが、資金運用収益は1999年と2001年から2004年にかけて減少している。逆に、役務収益は額としては小さいかもしれないが着実に伸びている。また構成比を見ても、2005年には資金収益が43.2%にまで減少しているが、役務取引は16.8%まで上昇している。これは、投資信託の販売において銀行は手数料を徴収しているので、投資信託の販売増加に合わせて役務取引収入を増加させているのである。このことは、銀行の収益の多様化を図ることになり、銀行の中心業務である貸出業務における収益減少を補完している。但し、サブプライムローン問題の影響から株価下落により投資信託の販売額は急減しているし、年々国民生活センターへの投資信託に関する相談件数は増加としている。

## 2. 住宅ローンの証券化

住宅ローンの証券化は住宅ローンを増加させていることにもなるので、銀行の住宅ローンの伸びを種別貸出金の推移を見て検討してみる。表3に示してあるように、銀行の種別貸出金総額を見ても、間接金融の時代の主たる貸出先の製造業部門や小売り・卸売り部門は1994年をピークに、不動産業は1998年をピークにその後減少している。一方、個人向け貸出のは住宅ローンの割合が大きい、個人向け貸出は1987年以降増加傾向をたどり、総額は2008年には1987年の約3倍に増加しているし、さらに1996年の段階ですでに間接金融がまだ主たる資金循環であった時の上記産業への各々の貸出総額を超えている。このことから、如何に銀行が個人向け住宅ローンに傾倒してきたかが理解できる。この要因は、個人向け住宅ローンは貸倒れ率が事業向け貸出よりも低いことと、住宅ローンを組む時には生命保険をかけるケースが多く元本が保証されているためである。

表3 種別貸出金 (国内銀行)

単位：億円

	製造業	建設業	水道業 熱供給 電気・ガス	運輸・ 通信業	飲食店 小売業 卸売	保険業 金融	不動産業	サービス業	公共団体 地方	個人	海外円借款	名義現地貸 国内店	総貸出
1987年	638,648	177,549	76,346	110,121	584,767	273,099	335,651	359,779	30,908	340,800	81,679	n.a.	3,037,264
1988年	614,270	182,336	77,806	120,501	600,492	342,058	373,681	434,608	29,481	417,438	88,166	n.a.	3,309,255
1989年	601,415	193,108	77,702	130,396	627,826	379,577	423,242	502,903	27,201	503,568	92,644	n.a.	3,588,647
1990年	609,098	206,299	75,400	140,520	661,359	459,598	487,887	586,142	25,449	600,359	95,870	n.a.	3,977,604
1991年	621,250	214,310	75,537	152,359	678,347	448,435	489,280	638,071	25,422	664,100	94,751	n.a.	4,133,410
1992年	611,690	233,980	75,189	159,050	654,315	450,046	510,779	668,321	30,785	698,950	95,184	n.a.	4,220,025
1993年	612,344	246,925	73,891	164,678	645,829	438,794	541,295	683,051	37,954	706,708	95,589	n.a.	4,279,545
1994年	768,509	311,478	79,259	178,921	820,623	555,123	603,311	771,715	53,889	817,296	82,406	2,602,505	5,080,051
1995年	749,447	319,845	80,020	182,445	811,076	555,706	617,761	768,446	60,640	811,997	67,525	2,622,194	5,060,794
1996年	729,227	313,613	81,304	192,910	790,066	530,704	626,712	777,198	71,709	873,603	67,993	2,625,575	5,090,445
1997年	693,431	314,332	77,544	203,015	771,190	501,670	637,679	768,741	78,073	902,327	71,095	2,586,878	5,052,681
1998年	670,248	310,043	64,627	202,411	751,056	479,369	652,408	742,824	86,562	924,615	66,092	2,502,526	4,981,719
1999年	674,973	305,684	61,497	186,463	736,910	438,263	636,915	695,982	98,141	937,562	61,827	2,353,471	4,864,024
2000年	702,132	299,913	67,338	197,327	734,128	439,982	619,126	664,688	95,682	953,371	50,175	2,258,173	4,850,958
2001年	676,614	282,271	62,562	208,567	701,587	409,626	587,992	631,283	93,158	967,105	47,076	2,333,751	4,692,408
2002年	636,261	252,959	52,795	196,290	635,893	392,598	554,735	581,465	95,966	993,471	48,942	2,150,820	4,464,123
2003年	569,636	221,862	46,907	246,875	543,493	375,461	511,333	555,796	113,607	1,024,994	37,381	1,966,357	4,247,689
2004年	523,812	192,239	42,882	233,905	500,233	355,172	525,962	519,435	122,169	1,034,985	35,052	1,878,231	4,086,249
2005年	482,072	175,677	38,253	212,171	469,578	349,197	509,022	487,447	131,450	1,069,228	32,160	1,810,270	3,959,934
2006年	472,132	162,191	36,185	207,816	462,392	375,180	529,015	477,474	141,045	1,112,654	33,378	1,835,615	4,014,521
2007年	478,701	155,683	34,639	236,123	449,495	364,203	571,381	487,236	147,629	1,100,537	39,458	1,877,765	4,054,810
2008年	490,023	149,834	38,169	236,613	445,254	365,196	578,887	475,285	165,748	1,129,048	46,572	1,844,179	4,111,197

『家計の視点からみた金融システム変化』

(283) 21

資料：全国銀行協会「全国銀行財務諸表分析」

表4 MBS 発行実績・貸付残高 単位：億円

	MBS	貸付残高
2000年度	500	n.a.
2001年度	2,000	n.a.
2002年度	6,000	n.a.
2003年度	3,500	605,947
2004年度	3,600	550,943
2005年度	20,378	485,906
2006年度	27,190	436,326
2007年度	22,510	393,784

注) 2005年度は11,000億円、2006年度は12,000億円、  
2007年度は既往貸出債権分MBS(S種債)が含まれる

このように住宅ローンが増加しているが、住宅ローンの証券化に拍車をかけたのが、公的金融機関の民営化の推進であった。住宅金融公庫は民営化により住宅支援機構に変わり住宅ローン債権の買い取り機関になった。住宅支援機構のMBS(資産担保証券)発行実績と貸付残高を表4に示されているが、この表から明らかに2005年以降住宅ローンの証券化が進んでいることが理解できる。実際に、住宅支援機構のフラット35が好調である。住宅支援機構によって住宅ローンを債権化された金融商品はAAAの格付けであるので、このことも住宅ローンの証券化を促進していると思われる。このように貸出が増加しても、証券化により資産の流動化を図ることできるので、銀行は積極的に住宅ローンを行ったのであると考えられる。

### 3. シンジケートローン、プロジェクトファイナンス、等

貸出ローンの証券化の種類には、住宅ローン以外に貸出額のロットを分散化するシンジケートローンなどがある。表5のシンジケートローンの統計は、日銀のホームページ(<http://www.boj.or.jp/>)から引用したものである。シンジケートローンは総貸出額に比較し少額であるが、1999年の約3兆円から2002年には3倍以上の10.9兆円まで増加している。この他の貸出の証券化は、プロジェクトファイナンスや、ローンパティシペーション等がある。

表5 シンジケートローンの構成比

単位：兆円

	1999年	2000年	2001年	2002年
組成額	3	8	9.7	10.9

資料：日銀ホームページ Thomson Financial: 本邦法人による円建契約分を集計

(注) この計数は、(1)タームローン型(貸付証書に基づいて実行される通常の長期貸付)、  
(2)コミットメントライン型(当座貸越の貸出枠の範囲内で企業が自由に借入・返済を行うもの)等の合計。

## V. 金融消費者主権と問題点

前節で示したように、我が国の市場型間接金融は少しずつ進んできているが、2007年にサブプライムローン問題が生じ、アメリカやヨーロッパほど影響は大きくないが株価下落、為替レート上昇などが生じており、そして投資信託の主な運用先である外国株の下落という影響を受け、市場型間接金融の問題点が表面化することになった。よって、この節では金融消費者主権の定義を確認し、市場型間接金融の問題点を整理し、金融消費者主権侵害のポイントを明確にする。

### 1. 金融消費者主権

消費者主権の定義は、自由競争下で消費者が自らの選好に基づき、主導的な立場でどんな製品をどれだけ生産するかを決定することである<sup>6)</sup>。しかし、現実是需要者と供給者の力関係が逆転した供給優位の経済構造であり、消費者主権は達成されているとは言えない。消費者重視のスタンスを持つ研究では、現実の経済は「供給優位の経済構造」であるので、「物的豊かさ」、「健康にして文化的な生活（シビルミニマム）」、「心と地球にやさしい生活の実現」という経済学の3つの目標を達成することが重要であり、これらの目標をすべて達成できれば消費者重視の経済となることを示している<sup>7)</sup>。換言すれば、「消費者重視の経済」が消費者主権を達成した経済状態である。これらのことを要約すると、経済取引において消費者が不平等な立場には無く、むしろ主導的立場で経済活動を行い、地球規模で物的にも精神的にも豊かになることが保証されることで消費者主権が達成されるのである。本論文で考察する金融消費者主権は、金融取引に限定された主権であり消費者主権の一部を形成するものであるが、貯蓄という家計の金融取引は退職後という将来の生活手段の獲得であり、また不時の出費の備えでもあるので、社会生活のインフラと考えてもよく、金融消費者主権は消費者主権の中でも重要な部分であると思われる。このことを考慮し、金融消費者主権確保のための最低限保証されるべき条件は、

- (a) 平等な情報のもとで、誰でもが・どこでも・何時でも同じ金融サービスを受けられること
- (b) 金融システムの安定性により金融資産の安全を確保すること
- (c) 金融市場における相対取引において平等な立場を保障されること

の以上3つの項目が満たされなければならない<sup>8)</sup>。この条件をもう少し具体的に考えてみると、(a)は地理的格差・所得格差によって金融サービスに受けることに制約が無いことであり、いわゆる金融排除問題（フィナンシャル・エクスクルージョン）の無い状態である。(b)は金融機関の破綻による個人の金融資産が消失しないことであり、そして連鎖取付や流動性リスクによるシステムック・リスクからも保護されることである。(c)は、金融取引の場面でいわゆる情報の非対称性が存在し家計が不利な立場にあることから、金融商品販の説明責任を遵守しない不当販売や、リスクに関する情報開示の未整備さによる家計の不利な立場が解消されることであ

る<sup>9)</sup>。現実問題として、これらのことは法制度などが徐々に整備されてきているが、特に (b) はシステミック・リスクにつながるため最善な対策を採る必要があるし、また (b) と (c) に関しても、家計がこのリスクを理解するためには情報の非対称性の問題や情報処理能力、および非合理的な行動も関連することから、この面を考慮した対策を取らないと彌方策に終わってしまう恐れがある。

## 2. 市場型間接金融の問題点

市場型間接金融の問題点は、サブプライムローン問題の発生要因を考えれば、おおよそ理解できると思われるが、ここでは市場型間接金融の問題点（デメリット）を整理してみる。

### 1) リスク審査能力

証券化は、オリジナル債権の証券化によりリスクを3つに輪切りにし、それらを組み合わせることで再証券化することもある。これにより、リスク分散が可能となり、より高い格付けの金融商品を創出することができる。また、このことはリスクを分散することができるという証券化のメリットであるが、このケースで金融仲介が何度も行われ、仲介者数が増加して金融商品が複雑になり何を・誰を・どこまでモニターすべきか不明確となってリスク評価が難しくなってしまうので、投資家のリスク評価能力が問題となる。さらに、オリジネーターのリスク管理能力の問題にもつながり適正な価格形成ができない恐れがある。また、このことは市場規律も作用しにくいことにもつながる。そして債務不履行が生じると、リスクの所在が不明確であるため、市場経済の価格形成そのものに対する不安感が増幅し、人々の不安心理が高まりシステミックリスクが生じ易いことになる。

このことは、格付け会社のリスク審査能力問題にも該当する。また、格付け会社も営利を求める企業であることから、格付け会社内部での利益相反が存在する可能性は以前から指摘されているし<sup>10)</sup>、実際にサブプライムローン問題でも格付けの適合性が問題になっている。

### 2) 金融機関破綻による資産の損失

従来の間接金融では、銀行が破綻すると預金保険機構が1,000万円と利子収入までを保障されており、保障範囲を超える金額を運用していた場合は、範囲を超えた分の総てではないが保障を得られず損失を被ることになる。しかし、市場型間接金融において、家計が銀行で市場型間接金融の金融商品を購入し、当該銀行がオリジネーター・サービサーであったとすると、そのオリジネーター・サービサーが破綻をしても、その債権の対象は他の資金調達者であるので損害は生じない。但し、破綻すると、当該オリジネーターやサービサーの債務処理をする時に債権回収額と他の財産と混在してしまい、誤って処理される恐れがあるというコミングリング・リスクがある。また、サブプライム・ローン問題のように金融仲介機関が投資家になっている

場合は、間接金融と同じように債務超過で金融仲介機関が破綻すると保険や預金といった金融商品を保有する家計に損失を被らせることになることもあるし、ひいてはシステミック・リスクが生じる恐れもある。特に、チルメル方式を導入している生命保険会社の商品ほど契約期間が短いと責任準備金として積み建てる額が少なくよいため、契約期間が短いケースで生命保険会社が破綻すると貯蓄性の強い保険商品は、銀行に比べて家計にとっての損失が大きくなる。

### 3) コンプライアンス違反

この他の問題点としては、金融機関の販売時における目先の利益重視というマイオピックな行動をとることで家計に被害が生じる問題である。具体的には、リスクをあまり説明せず高利回り金融商品であることを強調し、金融商品取引法に従わないでハイリスク金融商品販売するというコンプライアンス違反によって家計が不利益を被るケースである。このような行動は、経済学に出てこない非合理的な行動（意思決定）が要因となっている。このような金融商品販売時におけるコンプライアンス違反は、変額保険、外国為替証拠金のようなハイリスク金融商品の販売で発生していたが、最近では投資信託の販売でも見られるようになったので、この問題も市場型間接金融の問題点としてあげておく。

## VI. 改善に向けて＝消費者保護，金融消費者主権の確立

新たな金融システムが成立しても、完全なものでなければ問題が当然存在する。その問題点を解消しなければ家計に損害が生ずることになるので、問題点の解消策を整備しておくことが重要である。この問題点から家計が損害を受ける面は、金融商品の販売時と金融機関の破綻・システミック・リスクの面であり、制度整備の面は幅広いものとなる。また、金融機関、および家計の行動を合理的、あるいは非合理的とどちらの立場で考えて家計を保護するのかによって、金融当局の介入の程度、換言するならば家計を保護するための規制・ルール作りが異なる。本論文では、これら経済主体の行動は非合理的なものとして考察する。

### 1. 金融商品販売面

国民生活センターのホームページ (<http://www.kokusen.go.jp/>) には、金融商品に関する相談の掲載されている。これによると、2007年までの金融商品の販売における国民生活センターへの相談は、変額保険や外国為替証拠金取引などが中心であったが、投資信託の販売時における相談件数も近年増加してきている。これら金融商品の相談内容は、共通して「リスクの説明不足」である。金融商品の販売時において、販売者側は顧客の資産運用目的・財産・認識度に注意を払って販売する必要がある。いわゆる「適合性の原理遵守」である。従来は、このような販売時における規制は明確なものが無かったが、2006年に金融商品取引法が制定され、販売時に「適合性の原理遵守」が明確に示され、法制度として整備されてきている。

しかし、この法律が制定されても、国民生活センターへの金融取引に関する相談の内訳をみると、外国為替証拠金に関する相談は外為法の改正もあり2003年1,423件であったのが2007年には292件に減少するが、投資信託は同じ時期に482件から1,112件と同法律が制定された後も増加していることや、株式の販売に関しての相談件数が少ないことには何らかの理由があると思われる。株式に関する相談が少ないことは、家計も株式はハイリスクであることを認識していることの裏返しであろう。そうであるならば、販売者側も利益優先で説明不足があったことは確かであるが、家計が投資信託はハイリスクであることを明確に認識していないことになる。このことを行動の経済理論で考えれば、銀行での投資信託の販売が増加しても、消費者は規制下の護送船団方式が強く印象に残っており、「銀行は安全であり、または金融当局が保護してくれているので、銀行の扱っている商品は安全である」という護送船団方式における消費者のメリットが存在し続けているという思い込みが作用したケースもあったと推測される。このことは、従来の経済学に登場してくる人間のように合理的な行動を経済主体はとらず、非合理的であり意思決定にはバイアスが生じ、過去の情報の中で思い出しやすいものや、典型的な情報だけで意思決定をするという「利用可能性」・「代表性」が作用していたと思われる<sup>11)</sup>。よって、このことを解消するためには、複雑な金融商品に関する消費者教育が当然必要であるが、さらに意思決定のプロセスを家計が認識することや、金融機関が自主的な規制を課す方針を持ち消費者に信認を得られるようにしなければこの問題は根絶できないであろう。

## 2. 金融システム面

市場型間接金融では、自由競争が前提となり、そして今まで金融仲介機関に集中していたリスクを分散することになるので、当然この金融システムにおいて家計もリスクを担うことになる。リスクを負って市場に参加するためには、情報の非対称性を解消し、正確にリスク評価するための適切な情報開示（ディスクロージャー）が必要である。但し、この制度自体にも問題がある。

この問題の第1番目は、誰が計測して情報を開示するのかということである。金融機関自らが計測して開示するならば、その情報の信憑性が問題となる。例えば、銀行が債務超過になって破綻をした時、開示されていた不良債権額が破綻した後の実際の額とは異なっていたケースが多い。この情報開示方法の問題点は、規制やペナルティーが、或いは第三者による評価が必要となる。第三者による評価の具体例としては格付けがあるが、格付け機関にも上記したように利益相反問題がある。金融制度審議会第1部会の「信頼と活力のある市場に向けて」の平成20年12月報告書では、「格付け機関を登録制にすること、格付けの方針を明確に開示する」ことを推奨し、格付けの正確性を図ろうとしていることは評価できる。第2の問題は、情報の精緻度と理解度との関係である。情報が正確になればそれだけリスクを正確に評価することができ、精緻度が進めば進むほど専門性が強くなり、情報を理解することが困難になる。この問

題を解消するには格付け、金融機関の経営の健全性の基準である BIS 規制やソルベンシーマージンの達成度の情報開示で解消できる、但し、格付に関しては前述の問題点があるし、ソルベンシーマージン自体も信頼性があるかどうか疑問である。また、金融商品のリスク情報に関して、金融制度審議会金融分科会第1部会では、「投資信託の目論見書の簡素化と分かりやすさを目指す事<sup>12)</sup>」を勧めているが、消費者の情報処理能力の問題と情報の精緻性は二律背反にあるので、問題点の解消は早急にできるとは考えにくい。さらに、家計の情報処理能力が問題となる。情報の内容が専門的になったり、情報の量が多くなると消費者は入手可能な情報全てを理解することができなくなる。例えば、投資信託の説明を金融機関の窓口で聞くと、長い時間を要しすべてを理解するのは困難である。再証券化するとリスクの所在と大きさが曖昧になりやすいので、証券化に対してリスク管理能力を上げることを投資家と金融機関に当然求められるが、この証券化は銀行の長期債務を他の投資家に移転できるので、貸出行動に銀行の企業倫理が欠如しやすく、審査を正確に行わないで安易な貸出を行うインセンティブが作用する。このことは、アメリカの銀行がサブプライム層に積極的な貸出を行い、これがサブプライム問題の要因の一つになったことは周知のことである。よって、金融仲介機関は企業倫理に基づいた試算・リスク評価・分析の能力向上が必要である。

このような問題点解消には、金融機関の節度ある自主規制が必要であると思われる。問題点の解消のためには金融当局のある程度の介入も必要であるが、英国の FSA（金融サービス機構）や米国の SEC（証券取引委員会）が行っていることは非常に参考になる<sup>13)</sup>。従って、金融商品のリスクを基準としたランキング、および金融機関の健全性を基準にしたランキングという情報開示や、「適合性の原理」に違反した金融機関や販売員の情報開示という役割を担う金融機関による自主規制機関を設立すべきである。このような情報開示は、家計が自己責任を持つためインフラになると思われる。また、この自主規制機関に罰則規定を持たせ金融機関が相互に監視し、自らがペナルティーを課すシステムを構築することで、企業倫理に従った行動を採らせることにつながり、このことが金融機関に対する家計の信認を得ることにもなり、情報開示の問題点や、「適合性の原理遵守」の問題も解消され、市場規律も機能し安定した金融システムを達成できると思われる。

また、金融消費者問題を裁判にかけると時間と費用がかかることから、近年裁判外紛争解決制度（金融版 ADR）の設置方針が金融審議会金融分科会第1部会・第2部会で示された<sup>14)</sup>。実際に、生命保険や銀行・証券会社のそれぞれの協会で相談窓口を開設し ADR に対応している。但し、我が国では、金融商品毎に ADR 機関を設けているが、証券化・再証券化により金融商品が複雑化してくると、どの ADR 機関に相談すべきか家計側は分からないし、ADR 機関の方もたらいまわしにする可能性があり、個別の ADR 機関では対処しづらい面が出てくることも考えられことから、統一した機関が必要であると指摘されている。このような機関も、上述した金融機関の自主規制機関の役割と考えられるので、金融消費者主権の擁護を個別的な問題に

それぞれ対処策を講じるのでは無く、消費者が分かりやすい情報を提供し、利用しやすくするように窓口を一本化した機関を早急に設立することが必要である。但し、このような機関も民間企業の運営となれば利益相反が考えられる。不正確な情報に家計が悩まされることがないように、金融当局によって定期的監視が行われることも必要と思われるが、金融機関側もマイオピックな行動を避け家計の信認を得られる行動が金融機関経営の健全化、ひいては金融システムの安定性につながることを自覚できれば、金融当局による監視の必要性は小さくなるはずである。

最後に、問題点の解消における金融当局のスタンスがどうあるべきかを考えなければならない。市場型間接金融は金融の自由化は自由競争が前提であるので、消費者保護、システミック・リスク回避のために規制を強化することは、この自由化の流れに逆行することになる。一方で、全く規制をしなければ、市場型間接金融の問題点は、経済主体の行動に経済学でいう合理性を欠如していると解消されにくい。自由競争を前提とする市場型間接金融における金融当局の望ましい役割や方針は、セーラー (R.Thaler)、サンステイン (C.Sunstein) (2008年) 等が示しているリバータリアン・パターナリズムの立場で、経済主体を非合理的な行動を是正するという正しい道に戻すように後押しすることであろう。よって、市場型間接金融において、この考え方に従えば、金融当局は具体的には行き過ぎた再証券化といった非合理的な行動を是正するための金融仲介機関の監視や、家計に的確な情報を提供するとともに金融機関のマイオピックな行動を是正し市場規律を機能させるために、金融機関の自主規制機関も設置できるように後押しすることとそれを監視することである。但し、この機関が金融機関の利害関係から設置できなければ、消費者重視を最優先し家計に被害を与える、そしてシステミック・リスクを生じさせるような経済活動には法的罰則を与える規制を設定することも最終的には必要であろう。ここで注意したいことは、この考え方は両手を挙げて自由放任を推奨するものでは無く、金融当局の裁量を制限し、しかも市場規律によって自由競争のデメリットが生じないよう対策・監視体制を整備するように対策方針を持ち、最終的には規制をも辞さないことである。従って、金融規制下での政策方針よりも金融当局は的確な判断を必要とされる<sup>15)</sup>。

## VII. おわりに

市場型間接金融の問題点は、サブプライムローン問題によって表面化し、しかもその影響力の大きさは想像以上であった。市場型間接金融へと金融システムを変更するならば、そのためのインフラの整備が必要である。そのためには、金融機関はリスク管理能力を高めることが当然必要であるが、そればかりでなく金融機関による自主規制機関を設置し金融機関の不当行動を回避することも必要である。また、「適合性の原理」を遵守も当然重要であるが、金融版 ADR も含めて金融機関の自主規制機関の設立とそれが正しく機能するように金融当局によるルール作りが早急に整備されるべきであろう。

一方、家計自身もハイリスク金融商品の認識を深めるとともに、金融機関と金融当局をモニターするという自己責任の意識が必要である。この金融機関に対するモニターは、市場規律にもつながることから重要である。そのためのインフラの整備としては格付けの整備も含めて、質の良い情報開示が必要となるので、上記の金融機関による自主規制機関の役割は重要になってくる。

最後に、金融当局は市場型間接金融を推進させることを前提としているならば、自由競争を前提としながらも家計行動には非合理的な側面（情報処理能力の不足も含めて）があることを認識し、それを是正する政策方針・ルール作りを行っていくべきであろう。そして、家計による金融当局のモニターは、金融当局の政策実行姿勢を正すことにつながるということも、家計は忘れてはならないであろう。

## 注

- 1) 家計が金融行動を取る際のリスクの種類としては、金融商品の運用期間中に利率・利回り・株価などが変化しキャピタル・ロスとなってしまう価格変動リスクや、外貨預金や外債運用の際に為替相場が変動することで元金を割ってしまうという為替リスク、また株式や社債等の運用期間中に企業が倒産するという信用リスクなどがある。
- 2) 市場型間接金融の発生の要因は、池尾和人・柳川範之「日本の金融システムのどこに問題点があるのか」池尾和人編著『市場型間接金融の経済分析』18～19ページを参照。
- 3) 中小企業の倒産要因は、長期不況ばかりでなく銀行の貸し渋りや貸し剥がしもあり、健全経営に近い経営をしていても運転資金の調達ができず倒産するケースもあった。
- 4) 堀内昭義「日本の銀行危機とその対応策の評価」『フィナンシャルレビュー』2006年第7号111ページを参照。
- 5) 山中・関川「日本の家計の金融商品選択について」平成21年3月 発刊予定を参照。
- 6) 宮沢健一『通説経済学』を100ページ参照。
- 7) 水谷允一「従来の経済理論体系と消費経済」水谷允一・呉世煌・塩田静雄編『消費者のための経済学』同文館1997年3～6ページを参照。
- 8) 金融消費者主権の範囲は、利率・債券価格の決定までその範囲を広げて考えるべきであるが、これらは、景気動向によっても変化するし、景気調整は消費者主導で行うことは難しく、金融当局の役割であるので、本論文では主権範囲を最低限の範囲にとどめている。
- 9) 第4章の改善策のところでも触れているが、金融自由化は自由競争であるので家計もリスクを負担しなければならない。但し、金融の公共性、情報の非対称性、家計の情報処理能力なども入れてリスク分担の範囲を考慮しなければならない。
- 10) 格付け会社の営業部門と格付け部門間での利益相反問題に関しては、『日本経済新聞』経済教室2008年7月28日前多康男を参照。
- 11) リバタリアン・パターナリズムの考え方に従えば、自由競争において限定合理的な行動により市場機能が作用しないケースに金融当局がある程度介入（ルールや規制など）するのであるが、このとき消費者の自由選択に対する障害の程度を十分に小さくする必要があるし、また非合理的な行動をとる消費者が少ない時には介入することを控えるべきであろう。もし、このことを十分に配慮しなければ、金融当局の介入は現在重視の時間割引率・損失回避性など、当局の意思決定自体にヒューリスティックが作用していることになる。この例としては、90年代の破綻処理策や、セーフティーネット策における奉加帳方式の合併・ペイオフの延期などがあげられる。
- 12) 国民生活センターのホームページ ([http://www.kokusen.go.jp/news/data/n-20031003\\_2.html](http://www.kokusen.go.jp/news/data/n-20031003_2.html)) を参照。それによると、英国では金融商品について事業者間で比較できる重要事項説明書や問題広告はFSAの権限とし、紛争解決のためには金融オンブズマン制度があること、および米国ではSECやNASD(全米証券業協会)

のホームページでブローカーや販売員の懲戒処分歴、投資家と重要なトラブルを起こしたブローカーや販売員を掲載している。

- 13) 「金融審議会金融分科会第一部会報告書」2008年12月13ページを参照。
- 14) 『金融審議会金融分科会第一部会・第二部会報告書』2008年12月を参考。
- 15) もちろん、金融当局の行動にも非合理性が考えられる。これを監視する役割は、やはり家計にある。よって、家計も市場参加者の一員であり、自己責任の認識が市場型間接金融市場においてはより重要になってくる。

## 参考文献

- ・ Camerer F C , Loewenstein G, and Rabin M *Advances in Behavioral Economics* Princeton University 2004
- ・ Kahneman D. & Tversky A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk *Econometrica* 1979 Vol47. No.2. pp263～291
- ・ R.Thaler, C. Sunstein *Nudge: Improving Decisions About Health, Wealth, and Happiness* Yale University 2008
- ・ 荒巻浩明「わが国金融システム改革の流れと金融再生への課題」『農林金融』（1999年7月）2～20ページ
- ・ 池尾和人・柳川龍之「日本の金融システムのどこに問題点があるのか」池尾和人編著『市場型間接金融の経済分析』日本評論社 2006年 3～23ページ
- ・ 川村雄介「わが国における市場型間接金融の発展状況とその課題」池尾和人編著『市場型間接金融の経済分析』日本評論社 2006年 139～193ページ
- ・ 櫻川昌哉「金融の市場化と新たな資金循環」池尾和人編著『市場型間接金融の経済分析』日本評論社 2006年 101～137ページ
- ・ 清水克俊「1990年代の銀行行動と金融危機への政府の介入」『フィナンシャルレビュー』第7号 財務省財務総合政策研究所（2006年）70～98ページ
- ・ 堀内昭義「日本の銀行危機とその対応策の評価」『フィナンシャルレビュー』第7号 財務省財務総合政策研究所（2006年）99～121ページ
- ・ 水谷允一・呉世煌・塩田静雄編『消費者のための経済学』同文館1997年
- ・ 宮沢健一『通説経済学』岩波書店 1981年
- ・ 山中高光、関川靖「日本の家計の金融商品選択について」日本消費経済学会 年報 30号 2008年発刊予定
- ・ 日本銀行『金融システムレポート』（2008年3月）（2007年9月）（2005年8月）
- ・ 『日本経済新聞 経済教室』前多康男（2008年7月28日）
- ・ 『日本経済新聞 経済教室』翁百合（2008年10月13日）
- ・ 金融庁『金融審議会金融分科会第一部会報告書』（2008年12月17日）
- ・ 金融庁『金融審議会金融分科会第一部会・第二部会報告書』（2008年12月17日）