

## 緊急政策提言

日本金融再生論・民営化ではなく証券化だ

# 中小企業は郵政資金で救え

山崎養世  
(シンクタンク代表)

大手銀行をいくらかでも中小企業の救済にはならない。

日本の間接金融システムは縮小均衡の出口しかない。

唯一の希望は、まだ無傷の郵政資金だが、民営化すれば瞬時に銀行の轍を踏む。郵政資金を中小企業にいかにうなぐか。起死回生の再生策がここにある。

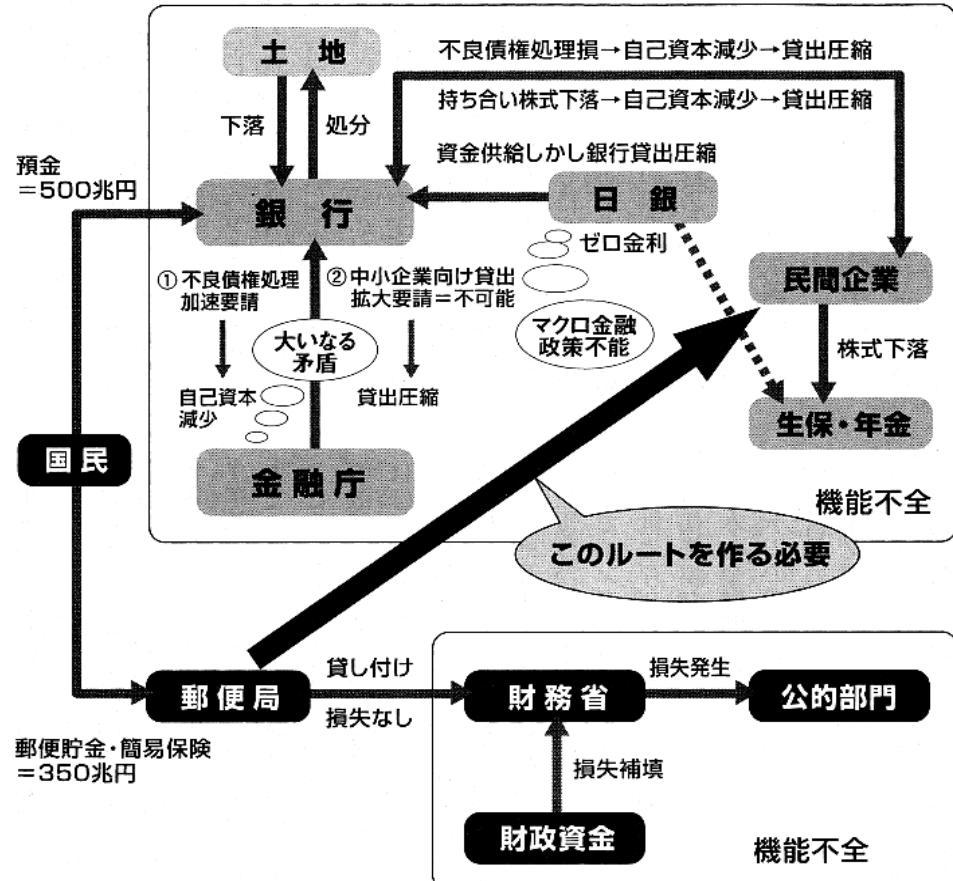
日本の会社員の雇用の七割を占め、社会と経済の中心である中小企業が最も状態にある。

その中の多くが突然の貸し渋りや貸しあげで倒産に追い込まれている。法外な金利で借金をするところも多い。これからはスリム化する大企業に代わってベンチャーを含む中小企業が成長の受け皿になるべきだが、現実には

中小企業は大企業以上に危機に追い込まれている。破綻すると貸し手の金融機関も傷を負う大企業向けには債権放棄などの救済措置もとられているが、中小企業へは、そのような配慮も少なく、貸し出しは大きく減少している。原因の多くは日本の金融システムの本質的な欠陥。それを無視したうえに自己矛盾に陥っている金融行政、そし

中小企業は郵政資金で救え

## ◆郵政資金が金融の救世主になる



き日本経済全体も取り返しのつかない打撃を受けるだろう。

一方で、世界最大の金融機関である郵便局に集められた三五〇兆円の個人の資金のほとんどは、公的セクターや特殊法人に流れ、中小企業には有効に供給されない。中小企業には日本の金融の問題が凝縮されている。

こうした危機を本質的に解決して中小企業に豊富に資金を供給するには、金融システムを抜本的に改善し、郵貯など巨大な個人の資金が民間セクターとりわけ中小企業に大きく供給されるのが急務だ。そうした本質的な改革があつてはじめて単なる規模と独占を追求してきた大手銀行を中心とした日本の金融システムが、民間金融と公的金融が異なる役割を生かしあい、複数の金融チャネルが存在しながらも一つのネットワークとして機能して、安定と市場原理に基づく競争が同時に存在するものに変わる。



山崎養世氏  
1958年生まれ。福岡県出身。東京大学経済学部卒、カリフォルニア大学ロサンゼルス校経営学修士(MBA)。大和証券を経て、94年ゴールドマン・サックス本社入社。以後、パートナー、ゴールドマン・サックス投信株式会社社長などを歴任。2002年ゴールドマン・サックス退社後、島県知事選に立候補。選挙活動を行っている。主な著書に『投資信託革命—21世紀の資産運用』など。URL: <http://www.yamazaki-online.jp>

はここ数年にわたって一貫して中小企業向け貸し出しを縮小してきた。とくに株価が低迷している「みずほグループ」は昨年一年間だけで八兆円、過小資本に陥り公的資金で救済された「りそな銀行」は一兆八〇〇億円も中小企業向け融資残高を縮小した。

深刻なのは中小企業向け貸し出しを減らすときに貸しはがしといわれる強引な手法がとられ、ほかに資金調達手段がない中小企業の多くが違法な高利の業者に頼ったうえに倒産に追い込まれるケースが急増していることだ。そこから失業、家庭崩壊、自殺などの深刻な事態が起こる。日銀は一九九九年から銀行に対し実質無制限の資金供給を行い、空前の資金が銀行でだぶつ

なくして、金融システムが国民経済の奉仕者に戻り、経済成長と雇用を生みだす血液・神経システムとして機能はじめることはないだろう。

ここに日本だけがバブルの処理が終わらずに泥沼から抜け出せない理由がある。バブルが崩壊したのは世界同時だつた。一九九〇年代のはじめに日本だけでなくアメリカや主要ヨーロッパ諸国でも不動産が暴落し、各国の銀行システムは危機を迎えた。北欧諸国ではほとんどの主要銀行が国有化された。しかし日本以外の先進諸国は一九九〇年代前半で不良債権と銀行システムを築き上げて、経済全体の成長を支え、雇用、株式などの資産価値を向上させてきた。

そして、金融機関の経営モデルの大転換が進んだ。一九九〇年代前半には経営危機にあつたシティバンクが今で

はほとんど無縁であつたといつていい。二〇年遅れのビッグバンが不徹底なままに、不良債権問題の発生から金融の本質的改革はおこなわれず、浅薄な「黒船脅威論」が幅をきかせている。まるでインターネットやリナックスがこの世に存在しないという議論に等しい時代錯誤だ。

日本の金融問題は、ほとんどが金融システムの構造と金融機関とりわけ銀行経営というミクロの問題である。いくら財政、金融のマクロの刺激策をとつてもそれだけでは解決されない。ゼロ金利政策などの過大な刺激策が財政につながらないのである。

#### なぜ大手銀行は中小企業向け貸し出しを縮小するのか

中小企業金融の危機が叫ばれて大手銀行は中小企業向けの貸し出しを拡大すると約束してきた。しかし大手銀行

の破綻、年金、保険、そして株式市場の危機を招いている。金融問題の最終的な解決には複雑系ともいえるシステムの再構築が必要なのが、複雑さゆえにコンセンサスが得られていない。ここで提示する証券化を柱とする中企業金融の改革はそのまま郵政改革の最も重要なポイントを、ほとんどコストをかけることなく可能にする。

いているのに、中小企業には融資されず逆に強烈な信用収縮がおきている。銀行を通じた日銀の信用創造メカニズムがまったく機能していない。だからいくらゼロ金利を続けようと景気回復につながらないのである。

金融庁の銀行行政は、中小企業向け貸し出しの拡大に無力などこか経済全体の収縮の最大の原因である。

まず、大手銀行のいくつかは実質的には破綻しているといつていい。現在まだ存続しているのは、政府が国民経済を犠牲にした異常なゼロ金利政策を四年以上も続け、一〇兆円を超える財政資金の投入を行つたからである。この事実を金融庁は認めてこなかつた。そして、金融庁はいくつかの矛盾する

政策を実行しようとして立ち往生している。

まず、巨額の不良債権の処理を加速させよという。不良債権の処理は大手銀行の自己資本を一層減少させる。国際的な銀行のルールを定めるBIS(国際決済銀行)の自己資本比率の基準を守り過小資本に陥らいためには、大手銀行は減少した自己資本に応じて資産の大半である貸し付けを減らさなくてはいけない。だから、瀬戸際にある銀行ほど強引な手段を使ってまで貸し付けを大きく減らしてきた。

さらに、一九九〇年初にくらべて今の日本の株価はわずか四分の一である。一九九〇年以降株価が三倍になつたアメリカなどとは大きく異なる。この株安も銀行の自己資本を減少させた。一九八〇年代から日本の銀行と金融当局は、「含み益経営」を認めさせて日本特例として株式の含み損益(財務諸表に計上している取得原価と時価の差)をBIS規制上の自己資本にカウント

してきた。ところが株安で含み益が損になり自己資本は大幅に減少した。

大手銀行のなかには実質的に破綻状態または過小資本状態に陥るところがでてきたが、金融庁は大手銀行は健全であるといい続け、資本注入および国有化は必要ないとして大手銀行の実質的な資本不足を放置してきた。これがフィクションだったことは、りそな銀行の救済で明らかになった。

国有化すれば大手銀行の資本不足と経営不安の問題は回避されるが、投入した財政資金を回収するためにも国が大手銀行の経営の抜本的転換と経営陣の交代を強制することが必要になるのは北欧や韓国の例でも明らかだ。しかし、日本の金融当局はその責任を回避し、大手銀行の損失と国民負担を膨大なものにしてきた。強制力を伴わない巨額の資金注入が銀行救済のためにダグラと行われ、現在までに銀行の不良債権の処理に投入された財政資金は一二兆円にのぼる。

人員を大幅に増加させた上、支店網を大幅に拡大する必要がある。シティバンクなどとの対比で言えば、同じ資産額に対しても人件費を三倍程度にしなくてはいけない。現在の地域・中小金融機関なりの密度が必要になる。そのためには巨額な投資が必要である。

さらに重要なのは、経営陣の大幅な交代である。リテール・バンキングに精通した経営者ではなくては新しいビジネスモデルを成功させるのは不可能である。持ち合いに守られ株主からの圧力が働かず、税金を投入した政府も動かないからビジネスモデルは転換されない。経営陣の多くは最新のリテール・バンキングやリスク管理、証券化（貸し付け、不動産など定期的に一定の収益をあげる資産を、利回りのある金融商品の形にして、市場に流通させる手法）などを知らない。さらに、自己資本の減少で新規投資どころではない。こんな現状では大手銀行は中小企業向け貸し出しを大幅に増やせない。せい

強制力を伴わないと産業再生機構の利用なども進まない。こうして金融

### 大手銀行では 中小企業を救えない

大手銀行の自己資本不足を放置してきた。これがデフレ経済を招いている。そのうえで、金融庁は大手銀行に対しても中小企業向け貸し出しを増やすことを求めている。自己資本が減少し生存の瀬戸際にある大手銀行が、巨大な自己資本が必要なりテール・バンキング（中小企業向け金融）の拡大にいま取り組めるはずはない。むしろ減らすしかない。矛盾の極みである。

さらに金融庁は中小・地域金融機関に対して、長く金融慣行として行われてきた経常的資金の借り換え融資の継続について一部不良債権扱いをしだした。上場企業のようすに社債市場での資金調達が難しい中小企業にとっては長期変動金利資金を突然返済するに等しく資金繰り難に陥るところが多い。こうして金融庁の行政は強い力で中小企業向け貸し出しを縮小させている。

せい自動審査の小口貸し付け業務でお茶を濁す程度である。

### 日本銀行の金融政策

以上のような悲惨なミクロの金融行政と銀行の現状のなかで、日銀のマクロの金融政策はまったく無力なだけではなく、国民経済に深刻な打撃を与えている。欧米が不良債権問題の処理を終えてから一〇年近くも超低金利政策を続け、個人金融資産、年金、保険の損失は巨額である。経済全体で失った金利収入は数百兆円に上るだろう。年金や保険の破綻の原因の過半は超低金利による収入不足とピーク時の四分の一にまで価格が低下した株式だ。

一九九九年二月からはゼロ金利政策にまで踏み込んでいるが、日銀が貸した資金は銀行に滞留し、銀行から企業への貸し出しは縮小している。信用創造のルートとして大手銀行に頼る限り日銀の金融政策は機能不全だ。いくら

大手銀行自身も中小企業向け貸し出しを中心としたリテール・バンキングを拡大させる経営能力がない。リテール・バンキングを拡大するのは一九九〇年代以降シティバンクをはじめとした欧米の銀行のビジネスモデルの中心である。もはや大企業取引や不動産融資中心のビジネスでは収益性と安定性に欠けるからだ。

しかし、日本でも事情は同じなのに、国際競争から保護されているのをいいことに日本の大手銀行はこうした世界的な潮流の変化を取り入れることを怠ってきた。常に国際競争にさらされ他の産業では考えられないことだが、日本の大手銀行では世界的には時代遅れである大企業貸し付け中心のビジネスモデルからの転換が行われていない。リテール・バンキングで成功するには、中小企業向け貸し出しに精通した

日銀がマクロの視点から金融緩和をしても自己資本の減少に直面するうえに、新しいビジネスモデルを切り開けない大手銀行は逆に貸し出しを縮小して経済全体に巨大なデフレ効果を起こしている。

日銀による株式や不動産の買い取りは、金融システム全体の信用創造にはほどんど役に立たないだけでなく、巨大大なリスクを中央銀行が抱えることによる信用低下の点で問題がある。さらには年金や保険、個人などの長期投資主体であるという姿をゆがめる。最近登場してきた資産担保証券などの買取りも中小企業向け貸し出しの拡大にはほとんど役立たない。日銀から銀行に供給された資金は貸し付けに向かわず国債に振り向かれてしまう。全体としてみれば、金融政策は、有利な運用先を見つけたい個人金融資産の投資需要と、高い金利であっても借り入れをしたい中小企業の資金需要の双方と

もを満たすことに失敗している。

これからいっそう苦しくなる

## 地域・中小金融機関

これまで中小企業向け貸し出しの中心を担つてきた地域・中小金融機関はこれからいっそう苦しくなることが予想される。個別の地域経済からの影響をとともに受けるため貸し付けのリスクは高い。

日本では地域・中小金融機関も大手銀行と基本的には同じビジネスモデルである。預金を集めるために本店を構えて営業をし、貸し付けた後はローンを満期まで抱える。経営のコストとリスクが大手銀行に比べて割高になる。今後ペイオフの実施や格付けの重視などによって郵貯や大手銀行に預金が流出する可能性も高い。しかも多くは零細なままであり、合併による業務の合理化や体質強化も進んでいない。さらに金融当局の検査基準が中小・地域金融機関にも厳格に適用されるように

アメリカの金融システムは大幅なインベーションと競争の時代に入る。

アメリカの金融業界では証券化やIT化などの効率化が大幅に進んで、融資業務のリスクとコストが分散化により大きく低下しており、新規参入も活発に行われている。巨大な証券化市場やローンの流通市場を通じて住宅ローンや中小企業向け貸し出しが拡大して経済全体の底堅い伸びを支えた。

さらに、一九九〇年代を通じてアメリカの株式市場は上昇を続け、経済全体も不良債権問題にかかわらずIT革命、サービス産業革命によって世界最強の地位を高めたのである。銀行の不良債権問題が経済全体に悪影響を及ぼさないように、悪影響を遮断するメカニズムと金融システムの複線化が働いていたのである。エンロンの史上最大の倒産があつても金融システムへの影響は少なかつた。

むしろ、いまの日本と似ているのは、こうした複線化と遮断メカニズムがな

なり、中小企業への貸し出しの縮小を迫られている。また新規参入者もほとんどない。このため中小企業向け貸

し出しの扱い手であるはずの中小・地域金融機関は業態として縮小するばかりで、このままでは中小企業は一層深刻な資金調達の問題に直面する。

こうして金融機関から中小企業への融資が大きく細る中で、公的信用保証などを通じた中小企業への公的支援は急拡大してきた。しかし、公的信用保証は審査能力が弱くリスクに応じた金利設定ができないために、貸し倒れの急増によって膨大な国民損失とモラルハザードを抱えている。したがって、公的金融も中小企業向け貸し出しの主役にはなりえない。

また、ほとんどの中小企業にとって証券市場での資金調達は縁がない。株式市場は大企業中心だし、ジャンクボンド（低格付け債）、証券化などの中小企業向けの資金調達のための証券市場は未発達である。

## 単線型金融システムの致命的欠陥

誤解されることが多いが、いまの日本

の不良債権問題は、日本と同じ時期に不動産バブルが崩壊した一九九〇年代のアメリカとは本質的に異なっている。その時期のアメリカの不良債権問題の中心は、商業不動産融資に手を出して失敗した地方の小規模な貯蓄貸付組合（S&L）であった。不良債権問題の解決は政府機関である整理信託公社（RTC）がS&Lの資産を売却する清算によって行われ、資産売却によっても不足するところを財政資金で埋めた。RTCは一九九三年までのわずか二年間で全国のS&Lのおよそ四分の三の整理を終えた。シティバンクなどの大手銀行では不良債権問題の規模は相対的に小さく、自力で解決したケースが多い。

こうして不良債権問題のほとんどは一九九三年までに解決され、その後にまた大恐慌の痛ましい経験を踏まえて、アメリカは、銀行・証券の分離、銀行の株式・不動産の保有禁止、預金保険制度の創設、公的な証券化（商品）市場の創設、投資家保護を最優先する証券行政とSEC（証券取引委員会）の創設、などの政策を経て今日のような強力な金融システムを作り上げた。確かに、戦後アメリカの指導を受けて日本でも銀行・証券の分離などの政策は導入されたが、大手銀行中心の単線型の金融システムは温存され、株式持ち合いなどを通じて事業会社、保険、

いのに、銀行が不動産と株式のビジネスにまで手を広げ、いったん株式市場が暴落すれば、銀行システムを通じて金融、不動産、産業が破綻し、経済崩壊に至った、戦前の大恐慌期のアメリカである。大手銀行というひとつの中銀セクターがメルトダウンを起こせば、経済全体に原子炉崩壊の被害が及ぶ点で今の日本に酷似している。

大恐慌の痛ましい経験を踏まえて、アメリカは、銀行・証券の分離、銀行の株式・不動産の保有禁止、預金保険制度の創設、公的な証券化（商品）市場の創設、投資家保護を最優先する証券行政とSEC（証券取引委員会）の創設、などの政策を経て今日のような強力な金融システムを作り上げた。確かに、戦後アメリカの指導を受けて日本でも銀行・証券の分離などの政策は導入されたが、大手銀行中心の単線型の金融システムは温存され、株式持ち合いなどを通じて事業会社、保険、

郵政の民営化ではなく、

証券化が金融システムを救う

ビッグバンといわれた一九九〇年代

の金融制度改革でも資金量で合計三五〇兆円にのぼる郵貯と簡保の役割についてはまったくふれられなかつた。郵政資金のほとんどは相変わらず国债や地方債への投資、自治体や特殊法人への貸し付けなどのかたちで大部分が公的セクターに流れ、民間企業にはほとんど回っていない。金融システムの欠陥と金融機関と行政の失敗により中小企業向け貸し出しが枯渇し、国民経済が疲弊しているときに巨大な真空ができる。郵政民営化の議論はもっぱら郵便事業への民間参入などに焦点が当たつており、世界最大の金融機関とうい郵便局の役割は放置されている。

理念なき民営化はやめるべきだ。仮にこのまま郵政民営化が行われたら、金融システムは大混乱をきたすだけでなく、最悪の場合は財政と経済の破綻を招きかねない。

このまま民営化すれば郵便局は銀行と競争して貸し付け業務に進出するだけである。

行にまで破綻が相次ぐとき、郵便局に集まつた資金自体には不良債権がほとんど発生していないことは日本の金融システムの救いである。郵便局が公的主体であるという「たが」がはまつてゐるためだ。

また、郵便局が民間銀行の経営難の原因、という郵貯圧迫論があるがこれも的を射ていない。一九八〇年代に収益も規模も世界一にまで急拡大した大手銀行が一九九〇年代に自滅していくのは郵便局のせいではない。

無理に民営化して分割すれば三事業一体だからこそ全国津々浦々に金融サービスを低コストで提供している郵便局の特性が失われ、特に地方では大事な社会インフラが失われる。

また、金融機関はすべて民間でなくてはいけないという競争平等論も意味がない。民間と政府系の金融機関では違う役割がある。市場原理主義にみえるアメリカでも政府抵当金庫 (GNM A)、連邦抵当金庫 (FNMA)、連邦

ろう。そうすればまさに「民業」圧迫が起きる。そして郵便局はこの部門に膨大な人員を抱え全国津々浦々で貸し出しを始めるだろう。今まで金融機関として最も低かつた郵便局のコストははねあがる。これまで預金窓口しかなかつた郵便局に銀行さえ失敗してしまった貸し出し業務ができるのか。その貸し出しの一部は必ず不良債権になる。

三五〇兆円の資金を持ち全国に二万四〇〇〇の拠点を持つ郵便局が破綻したときの国民生活と財政への影響は、個々の銀行とは比べものにならない。

民営でない現在、郵便局の資金の運用業務は国への貸し付けか安全性の高い証券の運用に限られる。自ら貸し付けはしていない。したがつて郵便局には銀行のような不良債権問題は存在しない。郵便局は国に貸し付けたり、国債や格付けの高い民間の証券を買つたり、株式運用を投資顧問会社に委託してい

るだけだ。巨額の資金であつても数百人の部隊で行える業務である。

郵便局の民間に対する資金供給を増やすには安全性の高い民間の証券を購入すれば済む。自分では証券を発行できない中小企業のためには、あとで説明する証券化を通じて資金供給すればいいのである。つまり、郵便局が大量に安全にほとんどコスト増加なしに市場原理を通じて民間に資金供給を行う最大のポイントは、資金運用全体を国、自治体といった公的部門から民間の安全性の高い証券に振り向ける広義の証券化だ。さらに中小企業への資金供給を増やすには、中小企業向け貸し出しを証券化したもので格付けと安全性が高い投資適格証券に資金を大きく運用する狭義の証券化が必要だ。

よく郵便局が特殊法人の損失を生む元凶と言われるが、財政当局が大部分の郵政資金を借り入れてその中から特殊法人へ貸し付けているのだから、責任は一義的に財政当局にある。大手銀

関を通じてとくに中小企業に安定的に大量に、しかも市場規律を持つて流れれる仕組みを作ることだ。そうすれば今までの大手銀行を中心とした単線型の民間金融だけでなく、郵便局から民間への太い資金供給ルートができる。金融システムの連鎖反応を防ぎ、また効率が高まつて金融システムのすべての参加者にとって望ましい結果になるだろう。

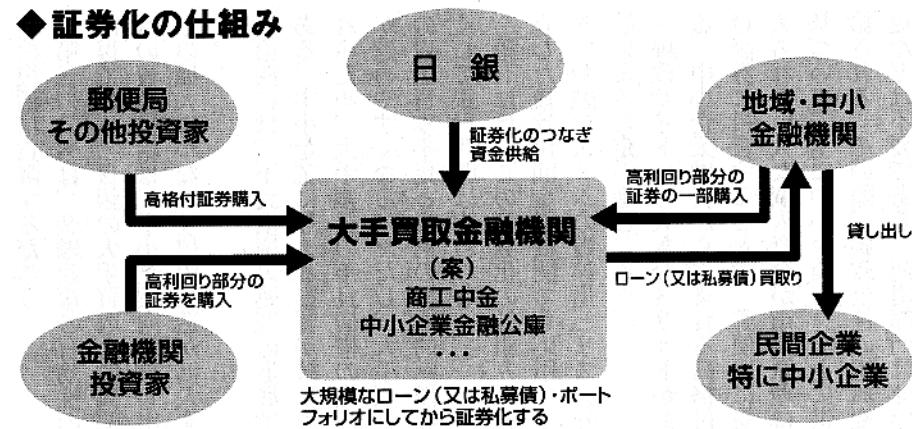
### 中小企業向け貸し出しの本質と潜在的な収益性

中小企業が、今まで日本の金融システムから十分な資金を供給されないのには本質的な理由がある。第一に中小企業融資は個別では規模が小さく質にばらつきがある。投資のための情報効率性が低いために個別リスクが高く、直接には大量の資金が向かいにくい。第二には金融システムにそうちた中小企業融資のリスクを把握したうえで、リスク負担の分散化、さらなり

スクを減少させる仕組みがない。第三に金融システムに個別の中小企業融資を集約し分散化と大数の法則（サンプル数が多いほど正確な確率を算出できる）によってリスクを低下させる金融主体が存在せず、郵便局、大手銀行、政府系の中小企業向け金融機関、系統金融機関、日銀、中小・地域金融機関などの性質や規模が異なる金融主体が適切な役割を分担するメカニズムが確立していない。とくに郵便局の巨大な資金が中小企業向け貸し出しに活用されていないのが問題である。

中小企業向け融資は、個別リスクは高いが全体としてみれば大企業向けよりも収益性が高く、金融システムの構造が適切であれば資金が潤沢に供給されるはずである。セクター全体での大数の法則を生かすことができれば収益性が顕在化して融資が拡大するひとつの大きな条件が整う。大数の法則を中心企業融資に適用したうえで、リスクとリターンを民間と公的な仲介金融機

## ◆証券化の仕組み



それから中小・地域金融機関は、貸し出し資産をリスク基準と金利に応じた価格で売却する。全国から期間や金額などの条件をできるだけ規格化したローンを集めて大きなポートフォリオ（金融資産の組み合わせ）を組成する。その際、日銀が必要に応じて購入資金をそうちした大手買取金融機関に融資することで信用創造する。

売却後も中小・地域金融機関はサービス（証券化資産の管理・回収業者）として借り手のモニタリングと資金回収を行い、回収実績に応じて手数料を受け取る。または地域・中小金融機関は証券化された一部を再保有することによって回収のインセンティブと収益を高める。大手買取金融機関は地域分散や業種分散を考慮して全国の中小・地域金融機関から貸し出し資産を買い入れ、全体として巨大でリスク分散されたポートフォリオにしたうえで、異なる投資家のリスク・リターン要求水準や期間などの投資パラメーターに従つて

関、さらにさまざまな投資家の役割と選好に応じて配分することができれば、個人金融資産が、リスクに対してより高いリターンを得たうえで、多くの中小企業への融資に市場効率的に配分され、経済回復に大きな役割を果たす。その新しい金融システムを提案したい。中心になるのは中小企業向け貸し出しの証券化の仕組みである。証券化の特性である規格化によるリスク分類、集約化によるリスク低下、リスク・リターン負担のパススルー性（リスクに見合つたりターンの設定）、そして信用補完などの設計の自由度などが新しい制度設計に役立つ。

### ブレイクスルーとしての 証券化の仕組み

証券化の設計の中心になるのは商工中金、中小企業金融公庫、国民生活金融公庫、などの政府系金融機関。あるいは信金中金、系統中央金融機関など

の全国的で巨大で中小企業向け貸し出しが精通した大手金融機関（以下、大手買取金融機関）である。保証、信用補完の枠組みの構築などの証券化業務に取り組む必要があるが、こうした業務はアメリカの政府系金融機関では一九三〇年代から行われ、また日本でも住宅金融公庫の将来の主要業務として位置づけられている。融資の保険業務ともいうべきそうちした業務はアメリカでは高い収益性が確保されている。

中小企業厅、金融厅などの政府部門は制度面の後押しをする。大手買取金融機関は過去の審査基準と貸し倒れ率などのデータなどに基づいて、中小・地域金融機関から買い取る中小企業向けローンの基準をつくる。地域・中小金融機関と協力するのはいまでもない。ローンの全国的な規格化が大事であり、私募債などのかたちをとることも考えられる。ここで大切なのは、買取基準は従来の中小企業向け公的保証などとは違つてあくまで健全な中小企業を対象としたものであることだ。

なローン・ポートフォリオを証券化に

よつてリスク・リターンの異なる証券に分類し、流動性を高めることによつて、異なるタイプの投資家に供給する。結果として巨大な規模で中小企業向け貸し出しの流れができる。

第二の効果は、地域・中小金融機関の経営コストとリスクは減少し、経営効率が改善することである。ペイオフによる預金引き揚げなどの資金調達困難の影響を受けることなく、ローンを売却して得た資金を新しい融資に回せるためミクロレベルの信用創造が活発になる。

さらに証券化を経営の中心に据えれば、いままで預金獲得に振り向けていた経営資源の削減と貸し付け業務への転換が可能になり体質強化につながる。また、新規参入にも有利となる。今までより経営条件が向上した中小・地域金融機関と新しい金融機関の間で健全な競争が行われれば、中小企業への資金供給は質量共に大きく向上し日本経済の復活に貢献するだろう。

第三の効果は、金融政策の有効性の回復である。日銀の大手買取金融機関への資金供給は、中小企業向け貸し出しの拡大につながり信用創造が拡大する。

第四には、不良債権の処理の進展である。中小企業に与える影響が緩和されるため、大手銀行の不良債権の処理が進めやすくなる。ただし、大手銀行の自己資本不足と経営的根本的転換なくして銀行問題は終わらない。

第五には、この証券化の仕組みが確立した後は民間金融機関でも応用できる。金融システムの複線化とリスク分散による安定が進むだろう。

郵政サイドにも大きなメリットがある。中小企業融資から生まれる高格付け証券に投資することで、郵便局に集められた巨大な個人資金が市場原理に基づいて安全に中小企業セクターに供給される。その際、郵政公社の組織変更などは不要である。運用部門はせい

正の復活に貢献するだろう。

第三の効果は、金融政策の有効性の回復である。日銀の大手買取金融機関への資金供給は、中小企業向け貸し出しの拡大につながり信用創造が拡大する。

以上の原理と仕組みはアメリカにおける証券化の応用である。さきに述べたアメリカの政府系金融機関は自ら貸し出しきせず、全国の地域・中小金融機関から規格に合ったローンのポートフォリオ（パールと呼ぶ）を買い取る。全国から大量に買い取るからリスクは全体として低下する。集めた巨大なローンのポートフォリオをさらに優先劣後などの仕組みによってローリスク・ハイリターンの証券とハイリスク・ハイリターンの部分とに分ける。ローリスクの部分は投資適格の高い格付けになり、日本を含めた世界中の投資家が買える商品になる。

こうしてアメリカの政府系金融機関は、地域・中小金融機関と貸し出しでぜい担当者を数人増やせばいい。最も低コストで最も経済を改善する郵政改革になる。

### アメリカにおける 証券化の応用

競合するのではなく逆にローンの買取りによって強力な資金供給者になつてゐる。地域・中小金融機関は預金集めのコストとローン保有のリスクから解放されるから積極的に貸し出しと回収業務に集中できる。巨大化したローンのポートフォリオは大数の法則により、高い利回りは維持したままでリスクは下がるから証券化した後でも同じ格付けでもより高い利回りを提供できる。したがつて投資家からの需要が大きくなる。こうして規模が拡大し、回り回つて大量の資金が低いコストで貸し出される。アメリカは住宅ローン分野でのこの証券化の仕組みを大恐慌後の一九三〇年代から導入し、金融システムの複線化に成功した。

いま日本が取り組むべきことは、金融不況で最も緊急性の高い中小企業向け貸し出しの分野に、郵便局の巨大資金を含めた膨大な国民の貯蓄を適切に大量に供給するための証券化の応用問題である。さいわい中小企業向け貸し

出しの一件あたりの金額は大企業向けよりもはるかに小さく、適切な融資基準が設定されれば大数の法則によるリスクの減少と高いリターンの維持が可能になる。

カギになるのは、大手買取金融機関がアメリカの政府系金融機関のようないい目的と実行力を持つ組織として機能するかだが、さういわい日本の大手買取金融機関の多くは、優秀な人材と経営資源を抱え、また大手銀行に比べて不良債権問題ははるかに少ない。大きなビジネスチャンスもあり、国民経済の観点からも制度として支援していくべきである。

証券化によるこうした大きな効果を実現するにはいくつかの条件がある。一つは、情報の公正さと透明性の確保である。リスクや制限条件についての正確な情報なくして市場は発展しない。

### 成功への課題

それは金融当局と市場参加者双方の積極的な関与が不可欠だ。二つ目には、参加者とくに証券化を行う中小・地域金融と大手の買取金融機関が共通のローンの規格化やリスクのプライシング基準で合意し、さらにそれぞれの組織をこうした新しい業務に適合するよう改革することである。これは言うは易く行は難い。一つの有効な方法は、新規の良質な市場参入者を後押しして新しいビジネスモデルができる触媒作用を促進することだろう。第三は、こうした新しい金融システムを推進していくための個人の担い手を多く作るためにの人材の流動化と人材育成を進めるだろう。最後に大事なのは、立法者、行政当局、そして金融システムの参加者がいまの金融システムの機能不全の理由を理解し、公的金融を含めた金融システムの複線化、リスク分散、証券化、流動化を協力して実行し、金融システムと経済の安定性と成長性を高めることだ。