

MESSAGE

2

政権交代——新政権は渾身の力で
構想力の発揮を

増田寛也

特集 金融機関経営の再構築

4

新しい時代の金融機関経営
2010年代のスタートに当たって

広瀬真人
御竿健太郎

20

金融危機が個人金融資産に与えた影響と
今後のリテール資産運用事業モデル

宮本弘之
細見ちひろ

38

中小企業金融における手法多様化による
地域密着型金融の進化

鶴谷 学
河野 愛

50

「グローバル金融」から「ローカル金融」へ
現地通貨建て市場を活用した金融の新しいグローバル化

奥 雄太郎

64

金融機関の成長の鍵を握る
3つの金融人材の育成

磯崎彦次郎
山崎大輔

NAVIGATION & SOLUTION

74

環境を軸としたブランド戦略のポイント
ブランド価値構造把握の重要性

名取滋樹

NY FINANCIAL OUTLOOK

84

欧米運用会社のミドルオフィス業務の変化と
BPOサービス活用の拡大

金子泰敏

NRI NEWS

86

広告としての「デジタルサイネージ」

大野仁勝

FORUM & SEMINAR

90

新しい日本を構想する

政権交代—— 新政権は渾身の力で 構想力の発揮を

顧問

増田寛也



2009年は多くの人々にとって、あの歴史的な「政権交代」が行われた年として記憶に残るであろう。

前回、政権交代が行われたのは16年前。1993年、宮沢内閣不信任案可決を受けて実施された解散・総選挙の結果、与党自民党は過半数に達せず、当時の新生党などが中心となり、同年8月に細川政権が誕生した。しかし、このときは、野党の自民党は223議席を確保しており、圧倒的な第1党。いわば足元をすくわれた形の政権交代であった。政権は7党1会派による寄せ集めで、旗印となった政治改革の内容をめぐっても内部に不協和音があり、選挙制度改革には成功したものの、細川、羽田と続いた政権はわずか10カ月余であっけなくつぶれた。それに比べ今回は、選挙結果を踏まえ、民意を反映した戦後初の本格的な政権交代である。

鳩山新政権のキーワードは「政治主導」。自民政権時代は、議院内閣制ならぬ「官僚内閣制」と揶揄されるがごとく、政府の政策決定過程は大きく官僚に依存していた。官僚の政策決定はボトムアップであるがゆえに、グローバル化された世界のダイナミックな変化には対応できない場面が多く、的確さとスピード感を欠く政策は国民の失望を招いた。新政権では、政治家である国務大臣をはじめ政務三役がトップダウンで責任を持って判断する体制を整え、事実、自民党時代の政策の大胆な転換が行われている。たとえば、国土交通省では、八ッ場ダム（群馬県）の建設中止、公共事業費の大幅な削減などの判断が矢継ぎ早に行われた。

ところで、地方の自治体では政権交代は日常茶飯事だ。前首長時代のウミを出すため、まずは「NOのダメ出し」から始まる。そして、いかに早く次の「YESの価値創造」の過程に移行するかが、首長がすぐに直面する課題である。「NO」による破壊は住民との間に大きな軋轢を生むが、価値創造には信頼感の醸成が欠かせない。破壊だけに終始したため支持を失い、途中で挫折した首長は数限りない。新政権も細心の注意で国民の声に耳を傾ける姿勢がいる。そして決断を実行するため、誠心誠意国民を説得する力が問われよう。

2010年からはいよいよ新政権は価値創造の成果を問われる局面に入る。外政面でも内政面においても八方美人的対応ではすまない。白か黒か決断を迫られる。その一つひとつの決断の積み重ねの結果が、目指す国家の姿の射程距離内かどうか問題となる。総理をはじめ内閣を構成する各大臣は、まず、渾身の力でこれからのわが国の目指す姿について構想力を発揮しなければならない。

私は、過去に大臣（総務省）と県知事（岩手県）の両方を経験した。このため、両者の違いは何かとよく尋ねられる。その答えは、「任期の有無」だ。知事は選挙によって4年という任期を与えられる。4年間という長さもさることながら期間が決まっているということは、とても重要なことだ。しかも普通は2期8年くらいはやる場合が多い。私は初めて当選したときに、10年先の岩手を見通した構想を考えた。10年計画で岩手をこうしようと、まさに構想力を働かせた。任期が決まっていると構想力を深めることも可能だと実感

した。

一方、最近の大臣の任期は10カ月にも満たない。私は安倍改造内閣で初入閣し、形式上は福田内閣、同改造内閣と3回にわたって入閣した。それでも期間としては通算で1年数カ月だ。そもそも最近の総理が3人続けて1年未満で交代してしまったわけだから、大臣の任期が短いのは当たり前である。

大臣は総理と運命共同体で、総理が辞任すればそこで終わりである。現に、私が入閣して2週間ほどで安倍総理が辞意を表明したので、私も辞職を覚悟した。結局、福田総理のもとで1年以上続けることとなったが、これは例外である。最近の任期数カ月の大臣では、構想力をたくましくして日本の将来ビジョンをじっくり考えたり、官僚に対してリーダーシップを発揮したりするなどはできようもない。国にとってとても不幸なことだ。

新政権は、次の参議院選挙後に内閣改造をして大臣を1年で交代させてはいけない。大臣を毎年量産した自民党時代の愚はやめるべきである。各大臣の任期を安定させたいうえで、日本の国益とは何か、世界で指導力をどう発揮するか、構想力をたくましく働かせて欲しい。

地球温暖化対策、核軍縮の実現といった世界共通のテーマから、沈みゆく日本経済をどうするかまで、ふさわしいテーマは数限りない。新政権はこれまで各論しか述べていない。2009年に政権交代が行われたという事実だけでなく、10年は名実ともに、政権交代の政治的意義を国民が納得できるような骨太の国家像の展開を望みたい。（ますだひろや）

新しい時代の金融機関経営

2010年代のスタートに当たって

広瀬真人



御竿健太郎



CONTENTS

- I 世界的な規制の動向と日本の金融機関経営における課題
- II 法人分野の戦略とその課題
- III リテール分野の戦略とその課題
- IV ビジネスモデル転換を支える人材戦略
- V 今後一層求められていくグローバルな視点

要約

- 1 米国の金融機関は、預貸ビジネスだけではなく、証券業務を獲得することで、企業の資金調達を効率的に支援し、成熟化した経済の再活性化を担うはずであった。しかし、役務収益（フィービジネス）や証券化商品などの組成・保有による短期的な収益追求へと過度に傾き、市場の世界的混乱を招く結果となった。
- 2 日本の金融機関は、低い利ざやと信用コストの上昇により、国内法人融資の収益性が低迷している。収益性向上のためには、①リレーシップバンキング^{注1}の効率化・収益化、②運転資金提供におけるABL（動産・債権担保融資）の活用、③企業金融ソリューション提供——による収益多様化が必要となる。
- 3 一方、リテール（個人向け）分野では、運用環境の悪化などを受け、新たな収益源として期待されたフィービジネスが停滞・縮小している。今後は相当な経営資源を割いて、向こう10～20年通用するモデルを構築する必要がある。
- 4 金融機関のビジネスモデルの転換に合わせて、求められる人材像も変わってきている。今後は企業金融・企業経営の問題発掘やソリューション提案が必要であり、事業金融のプロ人材を育成するためのプロセスの確立、中途採用の積極化・適正な評価、最適資源配分のためのマネジメントの改革が必要となる。
- 5 日本の金融機関にとっては、経済成長のエンジンが新興国に移るなか、グローバルに展開する取引先の支援も必要となるであろう。現地金融機関への戦略的出資や業務提携を推進するとともに、鳩山首相の提案する「東アジア共同体」構築のために、民間レベルでの知的・人的な協力・支援が有用であろう。

I 世界的な規制の動向と日本の金融機関経営における課題

1 米国における金融機関経営の変遷

(1) BIS規制の導入と預貸ビジネス

バーゼル銀行監督委員会が1987年12月に提案し、88年7月に合意された「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化（BIS規制：バーゼルⅠ）」^{注2}では、国際業務に携わる銀行の自己資本充実度が規定された。これにより、主として信用リスク（与信先の貸し倒れの危険性）との関連で見たときの自己資本の評価について監督規制がされるようになった^{注3}。

また、従来銀行が行ってきた預貸ビジネスを成長させるには、保有資産のリスク度合に応じた自己資本保有が求められることとなり、自己資本の裏づけのない資産規模の拡大はできなくなった。

(2) 米国の銀行における証券業務の拡大と役務収益（フィービジネス）への過度な傾倒

そのようななか、米国では、銀行の主な融資先であった大企業は社債などによる市場資金の直接調達を活発化させていったことから、銀行は預貸ビジネスの収益を中小企業や個人（リテール）に求めていった。また、1999年の「包括的な金融制度改革法：Financial Services Modernization Act of 1999（グラム・リーチ・ブライリー法）」によって銀行による証券業務が解禁され、持ち株会社傘下の証券子会社を通じて証券業務を提供できるようになった。その結果、米国の銀行は間接金融と直接金融の両面から企業の資金調達を効率的に提案・支援していくこと

が可能になり、M&A（企業合併・買収）の仲介や資本政策アドバイス、証券化による財務のリバランス（投資配分比率の調整）など、証券業務による役務収益（フィービジネス）を新たな収益源として拡大させていった。このように、銀行は企業に対して単に融資するだけではなく、その企業が成長するうえで必要となるあらゆる手段を長期的な視野で提案・提供し、成熟した経済の再活性化という重要な役割を担うはずであった。

ところが、米国の銀行は結果的に、短期的なフィービジネスによる収益獲得へ急速に傾いていった。その一つが、自らの資産の証券化と売却によるオフバランス化（貸借対照表から資産や負債を外すこと）であった。銀行は、自ら保有する企業向け有担保融資債権や消費者向けローン債権を証券化し、外部に販売することで収益を手に入れた。これにより、総資産圧縮と自己資本比率の維持・向上が図れる一方で、オフバランス化された資産が拡大していくこととなった。ただし、このオフバランス化はあくまでも現会計基準下での区分であり、証券化資産に対する銀行保証などの条件を加味すれば、決してリスクが完全に切り離されていたものではなかった（次ページの図1）。

さらに米国の銀行は、年金基金、大学基金、SWF（ソブリン・ウェルス・ファンド：政府系ファンド）、PB（プライベートバンキング）、ヘッジファンドなどのさまざまな投資家に証券化商品を販売することで得られる収益に期待し、金融工学の手法を駆使して安易な貸付資産の組成や証券化を手がけていった。これは同様に、販売手数料に期待するブローカー側のモラルハザード（倫理観の欠

如)をも助長していった。

(3) 米国の金融機関が引き起こした問題と今後の規制強化

これは、その後のサブプライムローンに代表される証券化商品の供給・販売におけるモラルハザードや投資銀行経営陣の高額報酬、さらには格付会社が格付した証券化商品の信頼性の低下といった問題を引き起こし、現在はこれらに対する規制の強化が議論されているところである。

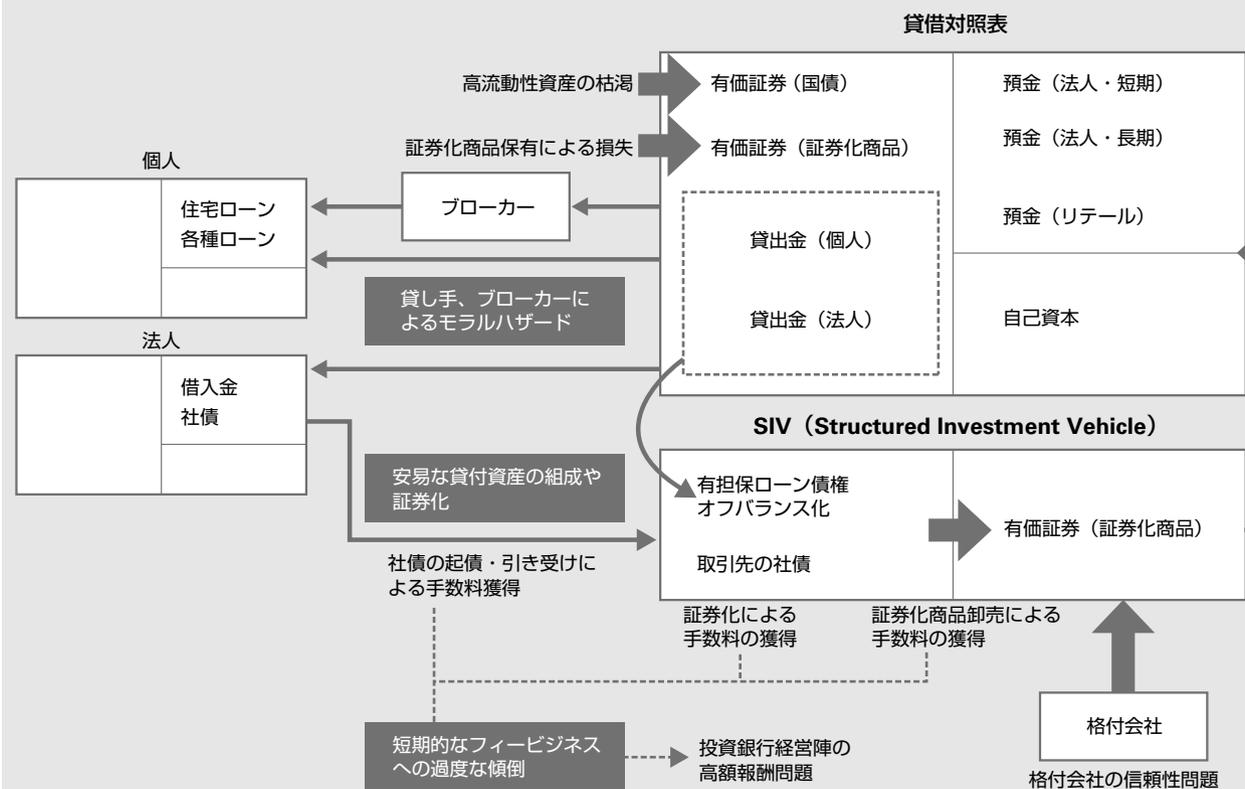
しかしながら問題はこれだけではなく、証券化商品の流動性低下と資産価格下落、そしてこの証券化商品に資金を投じたヘッジファンドの資金繰りの逼迫、さらに、そのファンドに資金を投じている年金基金やSWFなど、

間接的には相当数の投資家に損失を与えていると想定される。しかも、その実態が現在までにすべて明らかになっているかどうかは定かではないのである。

また、リーマン・ブラザーズの経営破綻により、金融機関ではカウンターパーティ・リスク（取引の相手方が債務不履行を起こすことなどにより損失が発生する危険性）を意識した動きが急速に強まったほか、市場流動性が極端に収縮して緊張感が高まった。そのため、各国の中央銀行が流動性を供給し、より広範な監督・規制を検討しているなど、危機はいまだ過ぎ去っていないのが現状である。

2009年9月に開催されたG20（20カ国・地域首脳会合：金融サミット）での宣言では、金融機関幹部への報酬規制や、銀行に対する

図1 米国の銀行における証券業務の拡大と役務収益（フィービジネス）への過度な傾倒がもたらした問題



注) SIV：特殊運用会社、SWF：ソブリン・ウェルス・ファンド（政府系ファンド）、オフバランス化：貸借対照表から資産や負債を外すこと、
 パーゼル I：1998年合意の金融機関の自己資本の測定と基準に関する国際的統一化（BIS規制）、リテール：個人向け

自己資本の量と質の向上などを求める金融規制強化案が盛り込まれており、後者についてはバーゼル銀行監督委員会が10年3月までに具体案をまとめる予定となっている。金融機関にとってはより一層の資本増強が求められる可能性があり、資本政策の重要性が今まで以上に高まることになる。

今後の監督・規制については、国際的にさらなる議論がなされて強化策が打ち出される方向で、2010年以降も当面の間はこれらの動向から目が離せない状況が続くであろう。

2 日本の金融機関の課題と方向性

(1) 日本の銀行を取り巻く環境と法規制の変遷

日本の金融機関においても、1993年の銀行

による業態別子会社の設立認可以降、銀行による証券業務への参入範囲が拡大され、預貸ビジネスからフィービジネスへのシフトがなされている。

1990年代前半のバブル崩壊や円高局面以降、経済成長率の低迷や製造業の生産拠点の海外移転などの理由により、銀行の国内法人向け預貸ビジネスの成長は鈍化していった。

このようなこともあって、主力のビジネスである法人向け貸し出しについては市場規模の縮小リスクにさらされており、また、過度な競争によって利ざやも取りにくい状況にある(図2)。

そこで、法人向け預貸ビジネスの落ち込みをカバーすると期待を集めていたのが証券業務の拡大とリテールビジネスの強化である(次ページの図3)。

それについてはまず、1993年の「金融制度改革法」により、業態別子会社方式による銀行と証券の相互参入が解禁となった。次に、1997年12月に独占禁止法が改正されて持ち株会社が解禁となり、金融機関によるグループ経営に途が開かれることとなった。

その後、1998年の銀行などによる投資信託

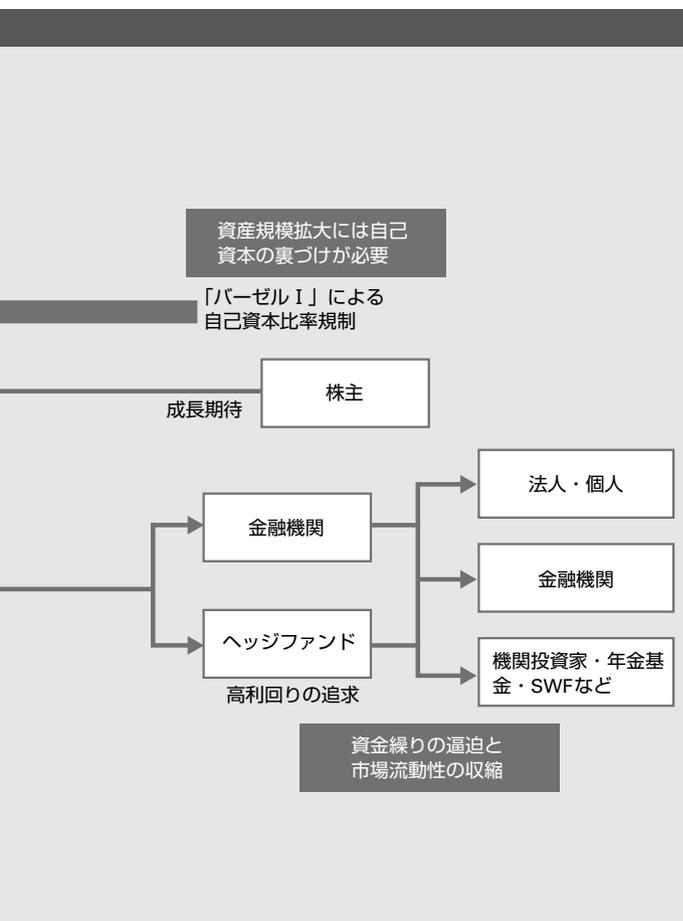
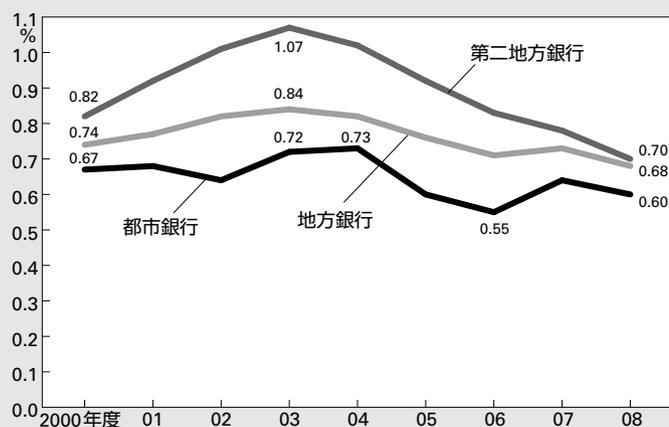
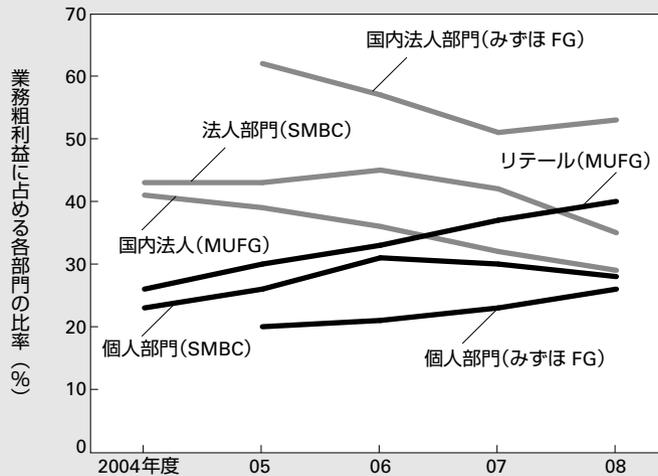


図2 預貸金利ざやの推移



注) ここでは、国内業務における(貸出金利回り-資金調達原価)を使用(出所)全国銀行協会「全国銀行決算発表」より作成

図3 縮小を余儀なくされている国内法人向けビジネスと年々存在感を増すリテールビジネス



注) 三菱UFJフィナンシャル・グループ (MUFG) の数値は連結粗利益ベースであり、子会社からの配当金収入を除く内部取引消去前の計数 (管理ベース)、リテール・国内法人の区分は会社発表のもの。三井住友銀行 (SMBC) の数値は三井住友銀行単体の業務粗利益ベースであり、個人部門・法人部門の区分は会社発表のもの。みずほフィナンシャルグループ (みずほFG) の数値はみずほ銀行およびみずほコーポレート銀行単体の業務粗利益ベースであり、個人部門は会社発表におけるグローバルリテールグループ個人部門、国内法人部門はグローバルリテールグループ法人部門と、グローバルコーポレートグループ国内部門の合算値 (出所) 各社IR (投資家向け広報) 資料より作成

(以下、投信) 窓口販売の解禁、99年の銀行・証券店舗共同利用や共同訪問の一部解禁、2004年の銀行による証券仲介業の解禁、07年の銀行による保険窓口販売の完全解禁、09年の証券会社・銀行・保険会社間の従業員の兼職規制撤廃など、証券・保険などの資産運用分野における法規制改革が次々と実行されていった。

(2) 途上段階にある日本の金融機関による証券業務拡大とリテール強化

これらを受けて、日本の金融機関でも証券業務が拡大されたが、米国の銀行で発生したような貸付資産の証券化に起因する問題はあまり起きていない。これは、日本の金融機関がリスクを予見していたというよりもむしろ、メインバンク制を中心とする日本の銀行

融資の特殊性から、積極的な貸付資産の証券化に取り組まなかったことが理由ではないかと考えられる。

リテールビジネスについても、資産運用ビジネスはいまだ拡大途上であるうえに、2007年9月の「金融商品取引法」の施行や近年の市場の変化によって、短期的には縮小局面に入っている。

そのようななか、メガバンクを中心に、海外に収益源を求める動きも活発化している。従来メガバンクは、海外に進出している日系企業に対するビジネスを中心に海外業務を展開してきたが、近年では、アジア地域の銀行への出資や提携、2008年秋以降は欧米の大手金融機関に対する出資や再編まで、グローバルな動きをますます活発化させており、今後収益化できるかどうか問われている。

(3) 新しい時代の金融機関経営に向けて

このように、日本の金融機関には、かつての預貸ビジネスにとどまることなく、企業や個人が成長していくうえで必要になるあらゆる手段を、長期的な視野で提案・提供できる環境が整いつつある。つまり、今一度、企業や個人の目線に立ち返った対応が求められているといえよう。その際は、米国で起こった事態を引き合いに出して証券業務や投資銀行ビジネスの有用性、証券化や金融工学の手法を完全否定するのではなく、企業価値や個人の生活向上に資する形で引き続き強化しなければならない。

具体的には、法人ビジネスにおいてはM&A仲介、社債発行、LBO (相手先資産を担保にして借り入れた資金を用いたM&A) 融資、事業承継、再生ビジネス、医療法人・

農業法人等の諸法人対応など、企業のニーズと時代に合った最適なソリューション（問題解決）を、間接金融・直接金融の両方の視点から提案していく必要があるだろう。リテールビジネスにおいては、最も基本となる円預金で幅広い顧客資源を着実に維持し、そうした顧客資源のなかから、資産運用ニーズ、借入ニーズ、決済ニーズのある顧客を見極め、預貸・役務の両機能から最も適切な金融商品・サービスを提案・提供できる社内体制や人材育成が急務であろう。こうした幅広い視点から幅広い金融商品・サービスを顧客へ提案・提供できる金融機関だけが、今世紀後半に生き残れるのではないだろうか。

II 法人分野の戦略とその課題

2000年以降、銀行の法人融資の収益性が低迷している。2008年度は金融危機の影響で貸出残高が増加しているものの、09年度に入ると信用コストの増加が生じている。2000年度以降の継続的な収益性低下の要因の一つは、国内法人融資の低スプレッド（利ざや）にある。

低スプレッドの構造的な要因として、第1に、産業資金需要が逡減するなかで、一部の地域を中心に複数の金融機関が競合するオーバーバンキング現象が挙げられる。次に、今回の特別保証制度などで資金繰り対策に貢献している信用保証制度による信用リスクがスプレッドに反映されない点がある。他の要因としては、信用リスク管理強化の面から低リスクの貸出資産が多く、そのために貸出金利が低く抑えられ、結果としてスプレッドが縮小していることもある。

今後の法人融資の収益性向上のためには、地域に偏在するオーバーバンキングの解消、信用保証制度の信用リスクに見合った適用という上述の構造問題の検討も必要であるが、個別金融機関としては、①リレーションシップバンキング^{※1}の効率化・収益化、②運転資金提供におけるABL（動産・債権担保融資）の活用などが挙げられる。さらに、企業財務・経営管理面での提案力強化（投資銀行業務）も収益多様化の観点から求められる。

1 リレーションシップバンキングの効率化

金融機関では2000年以降、与信審査のシステム化と合わせ、法人融資の増加・収益性向上をねらって、短時間の簡易な審査で、比較的小口の一時的な資金需要に対応する事業者向けクイックローン（トランザクションバンキングともいう）が導入された。しかし、景気循環の影響や不正行為などが見極められず、多くの金融機関で見直しや撤退を余儀なくされている。そこで現在は、もう一度原点に立ち戻り、リレーションシップバンキングの深化が唱えられているが、収益性の向上に必ずしも結びついていない。

企業融資を拡充するうえで、金融機関職員の目利き力に頼る手厚いリレーションシップバンキングだけでは効率性の面で限界がある。そこでリレーションシップバンキングの機能を高度化するために、非財務要素（事業性評価）のデータ分析を活用した融資手法の導入が考えられる。それには経営者の自己評価や非財務的な情報を取り入れたシステムを活用したリスク評価体系が有用であろう。

具体的には、担当者の保有する暗黙知とな

っている情報を客観的に評価する仕組みとして、非財務的要素（事業の性格、主要顧客タイプ、競合他社との差別化要因、商圏での地位、資金調達に際して重視する条件など）も加味した「情報収集→事業性評価（分析・セグメント化）→顧客セグメントに応じた対応」のプロセスを確立する。それにより信用リスクの悪化の防止やスプレッド向上が期待できる（図4）。

2 ABLの活用

日本におけるABLは、2005年の動産譲渡登記制度の創設（特例法）、07年の動産担保の一般担保化取り扱いに関する「金融検査マニュアル」への記載追加、および同年8月の信用保証協会によるABL保証制度（正式名称は流動資産担保融資保証制度）創設により本格的な取り組みが始まっている。

経済産業省によるABLの定義は、「企業の事業価値を構成する在庫（原材料、商品）や

機械設備、売掛金などの資産を担保とする融資」となっており、単純な動産を担保にした融資（質屋金融）とは異なり、企業の事業性およびその裏づけとなる事業資産を背景とする融資である。しかし、金融機関にとって現行のABLは、たとえば「肉牛担保」等の農業分野や、外資系金融機関等による企業再生型の大型ABLの推進など、一部の事例を除けば「一般担保」ではなく「添え担保」としての扱いが中心となり、リレーションシップバンキング推進の一環として取り扱われることが多い。経済産業省の調査によれば、残高2346億円、件数9158件（2007年度実績積み上げ）にとどまっている。

一方、米国では銀行・ノンバンクによるABL融資額は5900億ドル（Commercial Finance Association調査、2008年）となり、融資額の20%程度を占め、高い収益性（高スプレッド）を示している。米国のABLは、

①米国統一商事法典（UCC）に基づく包

図4 顧客セグメントを介してマーケティングにも活用できる事業性評価

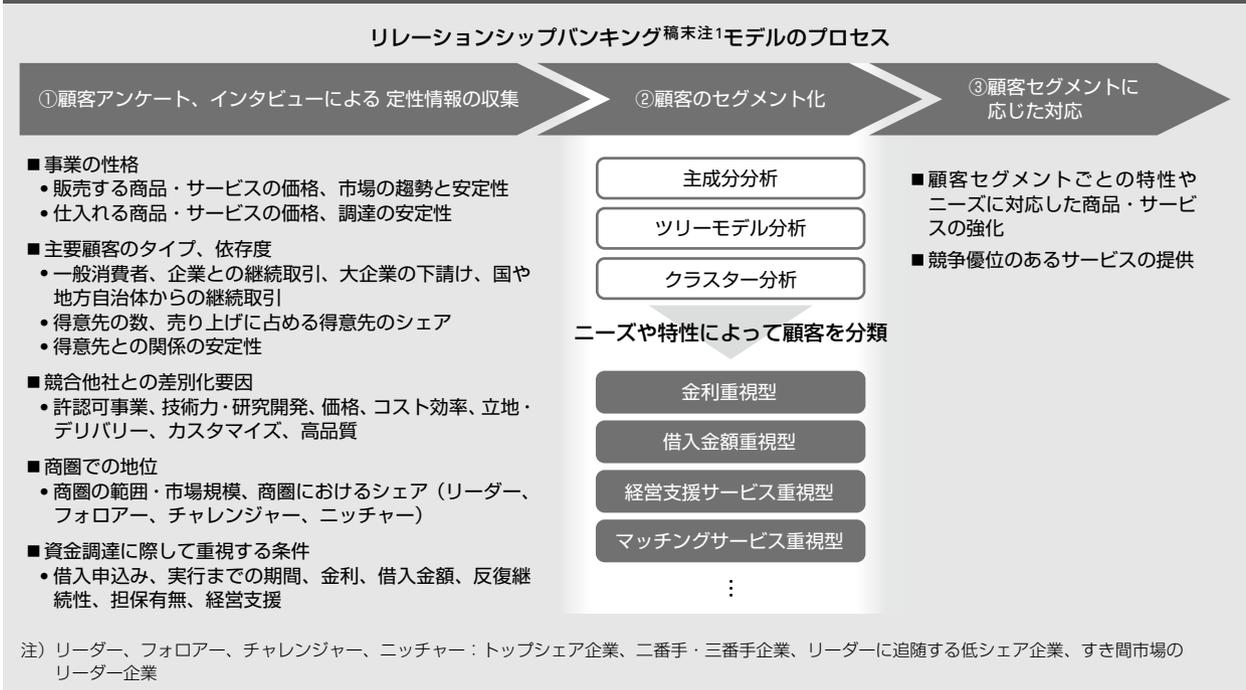
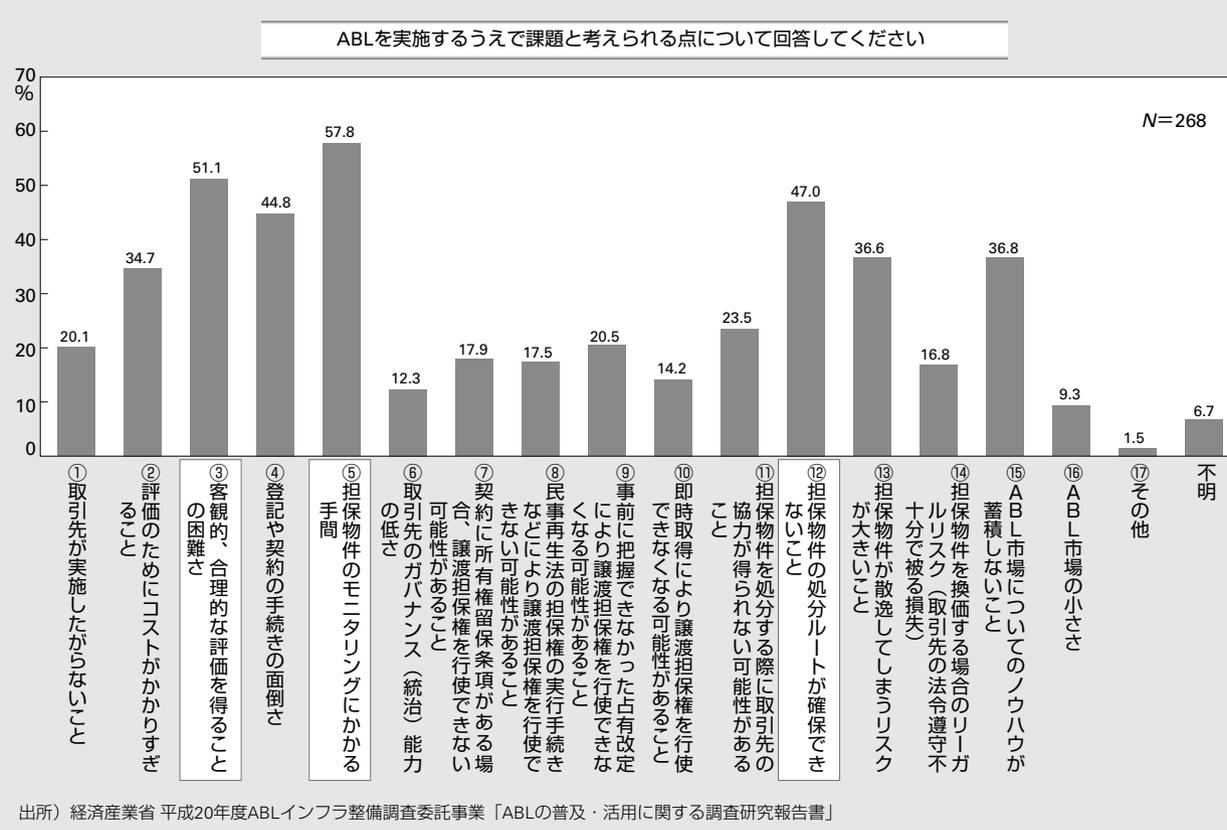


図5 ABL（動産・債権担保融資）経験がある金融機関にとっての課題（⑤③⑫は上位3課題）



括的な公示制度

- ②評価会社、セカンダリーマーケット（流通市場）など評価・管理・処分のサービス事業者の成長
- ③ノンバンク、投資銀行など多様なプレーヤーの存在
- ④物件、債権保全を可能とする仕組み
- ⑤大企業の再生などの場面での活用も活発

——といった理由で、投資銀行がかかわる大規模案件にも数多く取り組まれている。

日本のABLは、制度上は米国型と異なる部分も多いが、今後、日本でも信用補完の一形態としてABLを活用して、通常では経営状況に不安がある取引先や、不動産担保が少ない成長企業などでの適用が進んでいくと考

えられる。今後のABLの普及のためには、経済産業省の金融機関へのアンケート結果（図5）に見られるように、

- 評価方式の普及・評価会社の活用の浸透
- 担保保全手段の法的安定性、実務ノウハウの積み上げ
- ABL管理手法（モニタリング）の普及・効率化の推進
- 今後創設される電子債権管理機関を通じた電子記録債権制度との連携・連動
- セカンダリーマーケットの普及、回収率の向上
- シンジケートローン（協調融資）型融資契約の普及
- 事業会社の風評被害懸念の払拭

—などが求められる。

このような実務の積み上げの結果として、中堅企業から大企業に至るまで、比較的高いスプレッドでABLを提供することが可能となり収益性の向上が期待できよう。

3 企業金融ソリューションの提供

さらに金融機関は、企業に対して融資機能の提供だけでなく顧客企業の問題解決、すなわちソリューションの提供も求められるようになってきている。

銀行・証券会社という垣根にとらわれていては、企業全般の悩みや問題解決にはつながらない。このためメガバンクや主要地域金融機関は傘下の証券会社の法人部門の経営力を強化し、新興国市場の開拓や事業転換など、企業財務や企業経営の面から、構造変革期に入った地域の日系企業の実情に合った事業再生計画やM&A、事業承継、戦略提携などのアドバイス力の強化を図っている。これは投資銀行単体の短期的・案件志向の業務運営とは異なり、長期的な取引継続を志向し、企業発展のパートナー化への昇華をねらっているからである。

このためには、企業金融関連のプロ人材の育成プロセスの再構築によるサービス内容の高度化が必要となっている。こうした人材を育成するうえでは、下記のような対応が成否を握っている。

- M&Aや再生のノウハウのある人材の育成
- 現場担当者の案件発掘、連携能力の強化
- M&A後および再生先などに送り込む経営者人材の育成（別会社などで育成）
- 証券会社との連携能力の強化（傘下の証

券会社の育成も含む）

最後に、2000年以降は大手金融機関を中心に、会社法改正への対応や、アクティビストファンド（活動的な投資家、いわゆる「モノいう株主」）などからの防衛策として、取引先の要請による株式保有も増えていることから、金融危機による株価下落で大きな損失を強いられている。そのため、政策保有株式の見直しとそれに対応した低収益性の資産の見直しとが同時に必要となっている。日本の産業構造の変化を考えた場合、今後拡大が期待できず、資産減少や収益性の向上も見られないポートフォリオ（事業配分）を見直し、グローバル化および内需型産業の拡大に合わせた産業構造の展開を支援する業務展開が必要となる。傘下の証券会社とのシナジー（相乗効果）を出すためのLBO融資、再編・スピノフ（別会社化）のための運転資金提供など、産業構造転換期に合わせた企業金融ソリューションの提供が期待される。

Ⅲ リテール分野の戦略とその課題

国内の法人向けビジネスの成長に陰りが見えてきたなか、そこで得ていた収益を代替するものとしてリテールビジネスに期待が集まってきており、近年、銀行の収益全体に占めるリテール分野の比率は徐々に高まっている。

さらに前述の法規制改革がこの動きを後押しし、銀行はこれまで以上に多様な金融商品を取り扱えるようになった。

しかしながら、リテールビジネスを強化したところで、思うような結果を出せずにいるのが現状である。特に資産運用商品の販売

は、金融商品取引法の施行や2007年夏以降の市場運用環境の低迷などの影響により、短期的には足踏みないしは縮小傾向にある。

そのようななか、本章ではリテールビジネスの今後の方向性を検討する。それに当たって外部環境の変化として、次の3点に着目したい。

1 リテールビジネスの外部環境変化

(1) 30代、40代の減少

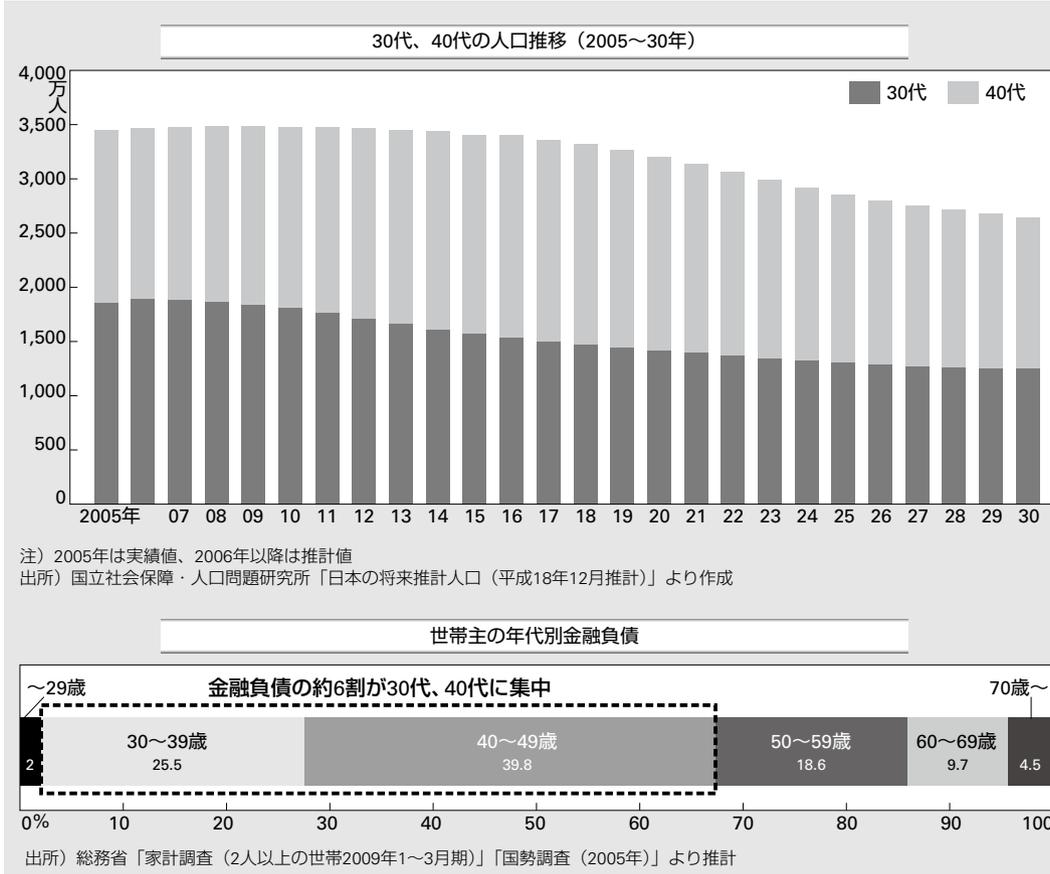
第1に、借入ニーズのある世代の急減である。日本の人口はすでに減少傾向に転じているが、リテールビジネスへの影響を推測するためには、中身を年代別に検証する必要がある。

現在、金融負債の約6割は世帯主が30代、

40代の世帯が負っており（図6下）、その大半が住宅ローンであると推察される。しかし、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」によれば、2005年に3443万人であった30代、40代の人口は、30年には2649万人にまで減少すると見込まれている。これは2005年比77%であり、したがって、今後20年間で市場規模の約4分の1が失われることになる（図6上）。

人口の縮小は、金融機関にとっては住宅ローン市場にマイナスの影響を与えると予想される。ただ一方で、都市中心部のマンションへのニーズの高まりや郊外住宅の売却・リフォーム需要が高まる可能性がある。このニーズに対応し、たとえば中高年齢層向け住宅ローンや中古住宅向けローン、リフォームロー

図6 日本の30代、40代の人口推移（2005～30年）と世帯主の年代別金融負債



ン、リバースモーゲージ（持家担保融資）など、さまざまな収益機会を期待できる。すでにクレジットカード会社がリフォームローンの取り扱いを始めるなど、競争は激化しつつある。

(2) 資産運用ビジネス

第2は、金融資産の比率の上昇と資産運用ニーズのある世代の急増である。家計部門が保有する資産額の推移を見ると、有形固定資産と金融資産の合計額は、1990年をピークに近年はおおむね2500兆円前後で推移している。かつて資産の大半は不動産などの有形固定資産が占めており、特に1990年前後のバブル期にはその傾向が顕著であった。その後、金融資産の割合が1980年の37.4%から徐々に上昇し、近年では約6割にまで達しており、すでに有形固定資産を逆転していることがわかる（図7）。

ただし、金融資産は2008、09年にかけて市場の変動によってその評価額が減少し、この割合が下がっている可能性があることに留意

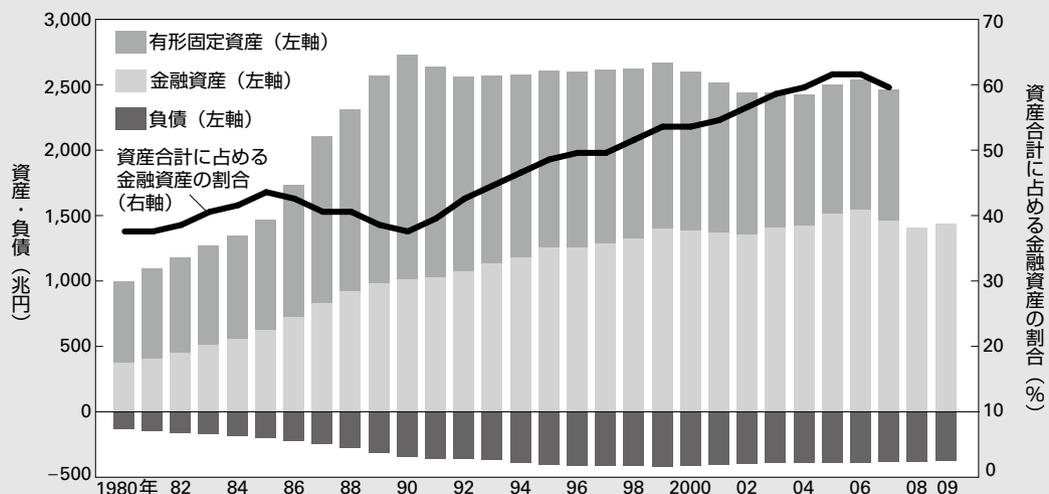
する必要がある。とはいえ、中長期的に見れば、家計部門にとって金融資産を運用することの重要性は、今後ますます高まっていくであろう。

さらに家計金融資産の年代別分布を見ると、金融資産全体の約6割を世帯主が60代以上の世帯が保有している（図8下）。先の「日本の将来推計人口」によれば、2005年に3434万人であった60代以上の人口は、30年には4485万人に増加すると見込まれる。これは2005年比131%の水準で、増加率は3割以上に達する。このように、資産運用ビジネスはリテールビジネスの主力収益源として引き続き位置づけられていくと考えられる。

(3) 世代間の資産移転

第3は、相続と世代間の資産移転である。家計部門の資産の過半は世帯主60代以上の世帯が保有するのは前述のとおりだが、その資産は今後20～30年のうちに、相続により次世代に移転される。また、その一部は相続税の対象として国庫に入るため、家計の金融資産

図7 家計部門の資産・負債の推移



注) 金融資産には、企業年金・国民年金基金などに関する年金準備金、預け金、未収・未払金、個人事業主（個人企業）の事業性資金を含む。有形固定資産は、有形非生産資産と生産資産における固定資産の合算。2009年の金融資産と負債は、09年6月時点の速報数値（出所）日本銀行「資金循環統計」、内閣府「国民経済計算（2007年度確報）」より作成

は縮小する可能性がある。

ただ一方で、相続で資産の保有者が変わる際にメイン金融機関が変わると、メイン金融機関に長期間固定化してきた取引や資産が、別の金融機関に移る可能性がある。

このような変化に対応して、遺言信託や不動産資産のアドバイスなどの信託機能を活用し、将来、被相続人となる高齢富裕層のリテンション（顧客維持）を図るためのさまざまな取り組みがすでに始まっている。

2 新しい時代のリテールビジネス

このように外部環境が変化していくなか、金融機関は今後どのようにリテールビジネスを再構築していけばよいのであろうか。

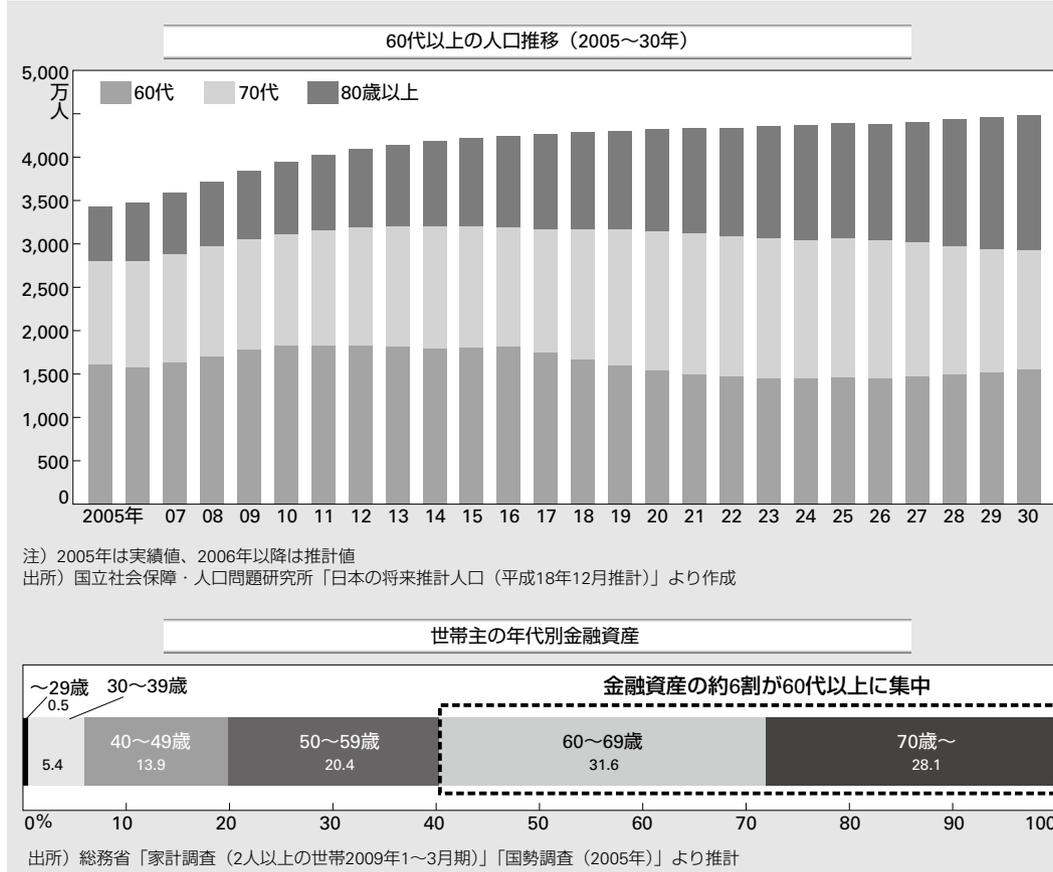
その目指すべき姿は、「新しい時代のリテ

ールビジネス」であると考えられる。

前述のとおり、銀行は法規制改革の後押しも得ながら新たな収益源としてフィービジネスを強化し、互いに競い合って資産運用商品の販売額や収益額を急激に伸ばしてきた。これに対し近年は、低金利の環境とも相まって従来の預貸ビジネスは比較的停滞しており、フィービジネスへの傾斜はますます進んでいる。しかし、ここにきて世界的な運用環境の悪化は、資産運用商品販売などのフィービジネスを急速に失速させた。

さらに、金融不安もあって安全資産への逃避行動として預金が選択される動きも目立ち、それが金融機関の収益の下支えとなるとともに、住宅ローン残高および収益は増加か、ほぼ横ばいの傾向が続いていることか

図8 日本の60代以上の人口推移（2005～30年）と世帯主の年代別金融資産



ら、近年のような市場環境下でも、預貸ビジネスは、比較的安定していることがあらためて認識されている。

このことは、各金融機関にとって資産運用商品販売などフィービジネスへの過度の傾倒を見直す良い機会となった。ただし、決してフィービジネスそのものが悪であると決めつけたり、銀行のフィービジネスを全否定したりするものではない。従来からの預貸ビジネスを確実に維持しながら、顧客の必要に合わせた形と規模でフィービジネスも展開していくという、今後10~20年通用する「新しい時代のリテールビジネス」を追求・構築する必要があり、今、その機会が到来したといえよう。

3 新しい時代のリテールビジネスの実現

この「新しい時代のリテールビジネス」を実現するには、幅広い顧客ストックおよび幅広い金融商品・サービスが必要であるとともに、これまで以上にリテール顧客のセグメント化と見極め、業務の効率化と顧客志向の追求が問われることになるであろう。

たとえば、預金や預り資産といった「自社から見える金融資産」の多寡で顧客をセグメントするのではなく、「保有金融資産」によってセグメントし、それに合わせた体制を組むことで、顧客のポテンシャル（潜在可能性）と運用ニーズにより適した提案が考えられる。そのためには、従来は人の「経験や勘」で察知していた顧客の保有金融資産を推定し、多数の顧客のなかから有望な顧客を見出して、提案活動をサポートする仕組みが必要となるであろう。

また、リテールに特化した営業店を広域に配置し、それをサポートするエリア拠点・本社の役割を明確に規定して貢献度を評価するなど、顧客に対するサービスの質と現場のモチベーション（動機づけ）を維持しながら経費を抑える取り組みも必要になるであろう。さらに、組織面ではリテール事業本部の権限と責任を強化することや、顧客セグメントに応じたリテール事業のラインを「複線化」するなどの思い切った施策も必要になる。そして特に人材面では、リテール向けソリューションのプロフェッショナルとなる人材や、将来のリテール事業を担うリテール企画・リテールマネジメント人材を育成するためのキャリアパス（昇進・昇格モデル）を用意するなど、相当の経営資源を割いて取り組まなければならない。

こうして「新しい時代のリテールビジネス」を実現できた金融機関だけが、今後の日本の金融ビジネスの競争下に生き残っていけるのではないだろうか。

IV ビジネスモデル転換を支える人材戦略

金融機関における金融危機後のビジネスモデル転換を支えるには、顧客の財務・経営面の問題解決ができるサービス・提案力を備えた人材の育成プロセス、およびその評価・管理能力の確立が必須となる。

1 求められる人材像の変革

金融機関の人材育成は、銀行業務の基礎、コンプライアンス（法令遵守）など銀行の業務手続きの教育から始め、その後、融資業務

や新たな業務である有価証券販売、保険販売などへと拡大してきている。銀行員の立場からすると、顧客に販売すべき商品が多くなっている。さらに、近年ではフィービジネス拡大という目標設定から、法人分野でもデリバティブ（金融派生商品）取引の推進やシンジケートローンのアレンジメントフィー（手数料）など、フィービジネスが推進されてきた。

このため営業推進面では、投信販売、保険販売に邁進したりテール業務だけでなく、ホールセール（大口顧客向けビジネス）業務でもバランスのよい営業ができにくくなってしまった面がある。今後の金融機関のビジネスモデルでは、銀行・証券という業務の垣根よりも、顧客企業の財務・経営内容を把握して、課題に対するソリューションを提案する力が重視されるようになる。それに伴い人材育成についても、顧客理解、それに基づく商品・サービス提案力が重要になっていくであろう。

実際、大手銀行や地域金融機関でも、現場の人材育成を経営計画の重点分野とし、プロフェッショナル人材の処遇制度の確立、キャリア形成の支援として公募ポストの拡大、OFF-JT（夜間・休日での選択研修機会）の強化などを行っている。本特集の磯崎彦次郎、山崎大輔「金融機関の成長の鍵を握る3つの金融人材の育成」でも詳述されているが、たとえば法人分野なら、企業金融・経営の問題解決からアプローチできる事業金融人材や金融商品開発・プライシング（価格設定）業務、資産運用業務を担当できる金融工学を学んだ人材の育成プロセスの確立が急務である。

2 中核部署へのキャリア採用（中途採用）人材の積極活用

上述の人材育成のためには、新人時代からの採用基準、新人教育、OJT（職場内訓練）プロセスの変革、ファイナンス系大学院など外部の教育機関の戦略的な活用が欠かせないが、これには5年程度の移行期間が必要で、ただちに経営変革にはつながりにくい。このため企業財務分析、コンサルティング能力のある人材の中途採用と、彼らの戦略的な居場所・活躍場所（力が発揮できる職務、職場環境の提供）の確保も一つの方策として考えられる。

従来は、新規業務、たとえば投信窓口販売や保険窓口販売が解禁・拡大する際に、その推進役として、証券会社や保険会社出身者を中途採用していた。今後は顧客の財務・金融ソリューションの提供のために、コア（中核）となる人材やCRM（顧客関係管理）を支援できる人材を金融機関、事業会社、コンサルティング会社などからキャリア採用（中途採用）し、銀行業務の経験有無や期間に応じて、銀行本体だけでなく、傘下の証券会社やコンサルティング会社での処遇を検討していくことも考えられる。この場合には公募だけでなく、特定の職務能力に長けた人材を採用するためにヘッドハンティング会社の活用も有用である。

3 業績評価・ガバナンス体系の見直し

人材という点では、横並びではなく金融危機や日本経済の構造変化に対応して自社のビジネスモデルの方向性を定め、財務戦略、事業戦略を立案・実行できる経営層・マネジメ

表1 東アジア共同体にかかわる動き

| 年次 | 機関 | 概要 |
|------|--------------------------------|---|
| 2009 | ASEAN+3 (東南アジア諸国連合 + 日本、中国、韓国) | 財務大臣会議で「チェンマイニシアティブ」のマルチ化 (CMIM) の推進、アジア開発銀行 (ADB) の信託基金として信用保証・投資メカニズム (CGIM) の設立を発表 |
| 2010 | ASEAN+3 | 財務大臣会議 CMIMの運営開始 CGIMの設立 |
| 2015 | ASEAN | 経済統合の完成 (一部は16年) |

ント層の確立、およびその選抜育成システムの確立も必要となる。そのうえで、金融機関のビジネスモデルの転換・移行に伴って、新たな人材の業績評価システムを構築したり中途採用で必要な業務機能を補完したりする場合には、プロパー（生え抜き）の職員との融合を図るための業務移行プログラムや適切な職務の提供、キャリア人材に応じた業績評価システムも、上述に合わせて実行していくことが重要である。

V 今後一層求められていく グローバルな視点

1 日本の金融機関の海外進出

米国、欧州など先進国の内需の落ち込みは大きく、金融危機から数年を経ても、成長力は危機以前の水準には戻らないといわれている。逆に中国、インド、ASEAN（東南アジア諸国連合）の新興国では、内需の拡大による高成長が期待され、日系企業にとっての重点市場は新興国に移っている。

金融機関にとっては、すでに進出している日系企業や、これから進出しようとしている企業の新興国戦略に対してどのような支援ができるかという点が重要である。たとえば、

製造業や流通・サービス業では、新興国の内需の成長に合わせた製品開発、流通・サービス網の構築、金融サービス（ローン、リースなど）の拡充が課題となっており、資金調達、決済サービス、提携ローン事業への支援が求められる。現状においても、アジアの生産基地から消費基地への移行が予想される中国（香港を含む）には、日本からは11行が現地法人に資本参加し、44行が支店・駐在員事務所を設置して活動を活発化させている。

ただし、銀行業の国際展開には自己資本比率規制、強固な財務体質、グローバルな人的リソース（資源）、各国の規制への対応、現地での一定規模の経済性の確保など制約条件が大きく、他の金融業である証券業や保険業、あるいは製造業とは大きな違いがある点には留意する必要がある。このため、独自に海外進出するのではなく、現地の金融機関への戦略的な出資や業務提携など、戦略的な投資機会を今後とも探っていく必要がある。

2 東アジア共同体構築への支援

次に、日本政府の重要政策として提示された「東アジア共同体」の構築支援である。

民主党の政権公約では、東アジア共同体の構築が謳われている。具体的には、「東アジア共同体の構築を目指し、通商、金融、エネルギー、環境、災害救援、感染症対策等の分野において、アジア・太平洋地域の域内協力体制を確立する。また、アジア・太平洋諸国をはじめとして、世界の国々との間で投資・労働や知的財産など、広い分野を含む経済連携協定（EPA）、自由貿易協定（FTA）の交渉を積極的に推進する」とされている。

2009年10月のASEAN首脳会合の場でもこ

の見解は表明されている。東アジア諸国とのこのような協力関係の強化は、金融面では2009年5月のASEAN+3（日本、中国、韓国）財務大臣会議などの枠組みで、通貨危機を未然に防止するための「通貨スワップ協定（チェンマイイニシアティブ）」のマルチ化（CMIM、10年に本格運営）の設立が発表された。また、アジア地域での債券市場の形成を目指したアジア債券市場イニシアティブ（ABMI）では、アジア開発銀行（ADB）の信託基金として信用保証・投資メカニズム（CGIM）を設立する動きがあり（10年設立予定）、15年のASEAN共同体の完成目標と併せて、アジア諸国の協力関係の深化が進行していく（表1）。

実際には、アジア諸国間の経済格差の解消や各国間の歴史的経緯など困難な問題が山積しており、予想どおり東アジア共同体が構築されるかはまだ想定できない。しかし、研究段階の域を出ていなかったアジア共通通貨についても、基軸通貨としてのドルの信頼性が従来よりも低下しつつあるなかでは、地域経済圏の共通通貨として実現化に向けた本格的な検討や試行がされることになる。

2015年に向けて活発化する金融協力の深化、共同体経済圏の形成、共通通貨の検討は、EU（欧州連合）統合を機に再編や相互進出が進んだ欧州金融機関の例を見るまでもなく、金融機関の経営に大きな影響と成長機会を与えられようと考えられる。アジア債券市場の形成、具体化を帯びてきているAMF（アジア通貨基金）の設立への協力・支援など、現時点での政策実現に向けて、民間レベルでの知的・人的協力・支援が必要となっている。

最後に金融機関のグローバル化については、顧客の外貨依存度（海外事業比率の高さ）、主要新興国での円ビジネスの必要性の程度に応じて国際分野の拡大の可能性が決定されると予想され、それに合わせて資本力などの財務体質の強化、現地の人的リソースの拡大、現地金融機関との提携を進めていくことが有用である。

注

- 1 リレーションシップバンキングとは、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、顧客の経営内容などの情報を蓄積し、この情報をもとに金融サービスを提供する事業モデル
- 2 “International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards,” July 1988 (updated to April 1998)
- 3 2004年6月にバーゼルⅡ最終文書（“International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework,” June 2004）が公表され、バーゼルⅠにおける自己資本充実の枠組みの主要な要素を維持しつつも、リスク対応への内容を大幅に高めた自己資本ルールが導入されることとなった。日本では2007年に導入済み、米国は09年予定だが未導入である

著者

広瀬真人（ひろせまさと）
金融戦略コンサルティング二部長
専門は国際金融、中小企業金融、政府系金融機関の経営改革など

御竿健太郎（みさおけんたろう）
金融戦略コンサルティング一部上級コンサルタント
専門は金融機関経営、資本市場、証券取引所、リスク管理、金融マーケティングなど

金融危機が個人金融資産に与えた影響と今後のリテール資産運用事業モデル

宮本弘之



細見ちひろ



CONTENTS

- I 金融危機が個人金融資産に与えた影響
- II マス層およびアッパーマス層に対する資産運用事業モデルの方向性
- III 富裕層および超富裕層に対する資産運用事業モデルの方向性
- IV 新しいリテール資産運用事業モデルの確立に向けて

要約

- 1 今回の金融危機で日本の個人金融資産は大幅に減少した。また、保有金融資産に占める現金・預貯金の比率が上昇し、元本割れリスクに対する危機意識が高まった。
- 2 保有金融資産が5000万円未満のマス層およびアッパーマス層においては、2000年以降、投資を始める際に利用する金融機関のシェアが大きく変化した。かつては、店舗のある証券会社とその7割以上を占めていたが、今は銀行やインターネット専門証券会社がシェアを奪っている。この層の顧客は、「利便性」と「安心・安定感」を求めており、これら2つの要素とローコストオペレーションを両立させる事業モデルの構築が求められる。
- 3 また、保有金融資産が1億円以上の富裕層および超富裕層では、1つの金融機関や金融グループだけではプライベートバンキングサービスの潜在ニーズを喚起できないことが、今回の金融危機で明確になった。資本提携まで踏み込み、顧客に最適なサービス提供できる事業モデルが求められる。
- 4 今後、金融機関のリテール（個人向け）資産運用事業モデルは、マス層およびアッパーマス層と、富裕層以上との2つに分けるべきである。そして、これらの新しい事業モデル構築の課題は、標準業務フローの確立、人材育成、戦略実行スピードの向上である。

本稿では、世帯の純金融資産（現金、預貯金、株式、一時払い生命・年金保険などの金融資産からローンなどの負債を差し引いた金額）の保有額によって、

- 5億円以上を「超富裕層」
 - 1億円以上5億円未満を「富裕層」
 - 5000万円以上1億円未満を「準富裕層」
 - 3000万円以上5000万円未満を「アップーマス層」
 - 3000万円未満を「マス層」
- と定義する（図1）。

これまで、日本の金融機関は、一部の超富裕層を対象としたプライベートバンキング（以下、PB）を除き、顧客セグメント別に事業モデルを分けることはほとんどなかった。しかし、今回の金融危機によって、多くの金融機関がこれまで展開してきた画一的な事業モデルが、どの金融資産階層に対しても適していなかったことが明確になったと筆者らは考える。

そこで本稿では、金融資産階層別に、金融危機による影響を分析し、今後の資産管理・

運用の方向性について考察することで、顧客セグメント別の事業モデルの必要性を提起していきたい。

I 金融危機が個人金融資産に与えた影響

1 金融危機によって大幅に減少した個人金融資産

わが国の個人金融資産は、2007年6月末の1571兆円から09年3月末時点で1409兆円まで減少した。

個人金融資産が162兆円（10.3%）も減少することは、アジア通貨危機やIT（情報技術）バブル後の不況期にも見られなかったことである（次ページの図2）。

資産価格が下落し、低成長が続いた1990年代以降も個人金融資産が増加基調にあったのは、人口や世帯数の増加と、年功序列的な要素が残る賃金体系のもとでの高い労働分配率が背景にあった。

しかし、その構造は2000年以降、大きく変

図1 金融資産階層の定義とマーケット規模（推計）

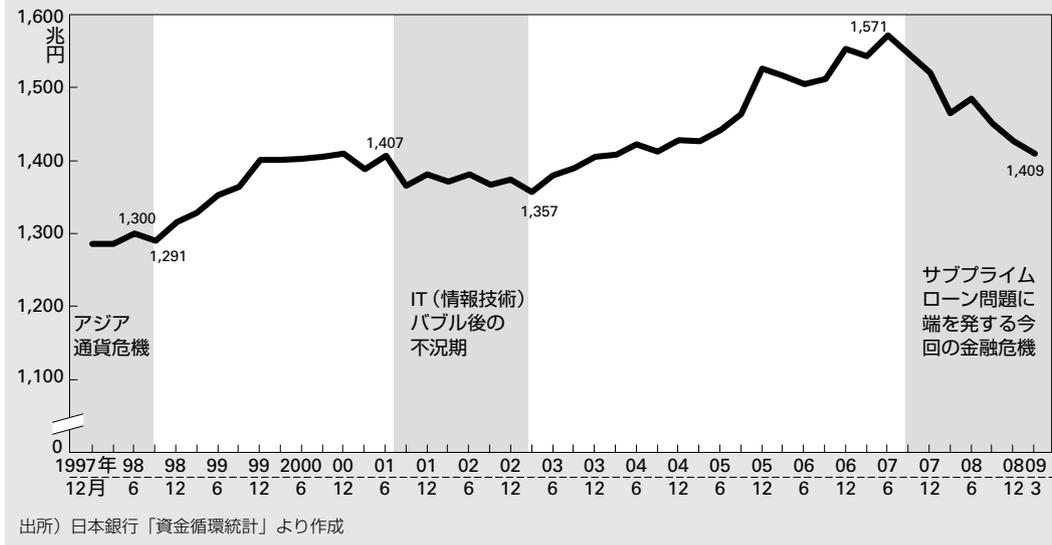
| マーケット分類（世帯の純金融資産） | | マーケット規模 (単位：金融資産=兆円、世帯数=万世帯) | | | |
|-----------------------------|-----------------------|---------------------------------|---------|---------|---------|
| | | 1997年 | 2000 | 03 | 05 |
| 超富裕層（5億円以上） | 2007年 | | | | |
| | 65兆円 (6.1万世帯) | 52 | 43 | 38 | 46 |
| 富裕層（1億円以上5億円未満） | 189兆円 (84.2万世帯) | 125 | 128 | 125 | 167 |
| | 195兆円 (271.1万世帯) | 80.4 | 76.9 | 72.0 | 81.3 |
| 準富裕層（5,000万円以上1億円未満） | 254兆円 (659.8万世帯) | 137 | 166 | 160 | 182 |
| | 254兆円 (659.8万世帯) | 210.8 | 256.0 | 245.5 | 280.4 |
| アップーマス層（3,000万円以上5,000万円未満） | 470兆円 (3,940.0万世帯) | 192 | 201 | 215 | 246 |
| | 470兆円 (3,940.0万世帯) | 547.7 | 575.1 | 614.0 | 701.9 |
| マス層（3,000万円未満） | | 487 | 503 | 519 | 512 |
| | | 3,643.7 | 3,760.5 | 3,881.5 | 3,831.5 |

注1) マーケット分類の上段は金融資産の合計、下段の（ ）内は世帯数

2) 2007年の数値は、国税庁「国税庁統計年報書」(2006年)、厚生労働省「人口動態調査」(2006年)、国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計（全国推計）」(2008年3月推計)、総務省「全国消費実態調査」(2004年)、および野村総合研究所「生活者1万人アンケート調査」(2006年)より筆者推計

3) 1997年、2000年、03年の数値は04年の推計。2005年の数値は06年の推計。2007年は08年の推計

図2 日本の個人金融資産の推移



化した。2004年3月に改正された労働者派遣法により派遣対象業務が製造業務などにも拡大され、派遣受け入れ期間の制限も緩和された。これを契機に企業は、需要の増加に応じて正規雇用者を増やすのではなく、派遣社員やパートタイム労働者などの非正規雇用者を増やしてきた。事業所規模が5人以上の一般労働者（フルタイム）の賃金水準（現金給与総額）は、2003年から07年にかけて1.1%増加し、パートタイム労働者の賃金水準は、同じく1.0%増加した。しかし、同期間にパートタイム労働者の比率が高まったために、全労働者平均の名目賃金は0.6%減少した（厚生労働省「毎月勤労統計調査」）。

2003年以降の日本経済は、「実感なき景気回復」といわれたが、それは雇用構造の転換が進み、家計の所得が増加しにくくなったからである。これが、家計のストックである個人金融資産の増加を鈍らせることにつながったと見られる。

また、わが国の総人口は、2006年に前年よ

り減少した（総務省「住民基本台帳に基づく人口・人口動態及び世帯数」）。なお、その後、社会増加数が高まったため、総人口は2年連続して増えているが、自然増加数はマイナスである。さらに、わが国の世帯数は、2015年にピークを迎え、その後は減少していく（国立社会保障・人口問題研究所「日本の世帯数の将来推計（全国推計）」2008年3月推計）。

このように、1990年代末までの個人金融資産の増加要因は、2000年代前半にはすでに構造的に消えつつあった。

そこに、2007年のサブプライムローン問題後の08年9月のリーマン・ショックによる資産価格の急落が重なり、日本の個人金融資産はこれまでになく大幅に減少した。

さらに、この金融危機は、個人金融資産の構成比にも大きな影響を与えている。小泉内閣以降、「貯蓄から投資へ」のスローガンのもとで各種の投資促進施策が実行されてきたため、個人金融資産に占める現金・預金の比

率は、2008年6月末に52.8%まで低下していたが、08年12月末に55.5%、09年3月末に55.8%と上昇に転じた。

この変化に関しては、金融危機による一時的な現象という見方があるかもしれない。しかし、その背景で経済・社会構造の変化が進んでいるため、経済が定常状態に戻ったときの個人金融資産の姿は、「金融危機前に想定した未来」とは全く違うものになるであろう。今までのように、「個人金融資産は増え続ける」、あるいは「貯蓄から投資への一方的な流れが続く」といった前提は、もはや通用しなくなるのである。

2 富裕層の金融資産は2008年9月から半年で約3割減少

個人金融資産の減少率は、金融資産階層によって異なる。

野村総合研究所（NRI）が実施した調査^{注1}（以下、NRI調査）によれば、2008年9月から09年3月までの、不動産資産など実物資産を除く金融資産の時価評価額の平均の増減率は、マス層では-16%、アッパーマス層では-19%、準富裕層では-29%、富裕層では-31%、超富裕層では-27%であった（図3）。

全階層において金融資産は大きく減少したが、金融資産5億円未満の層では、金融資産額が大きい階層ほど金融危機によって受けたダメージも大きかった^{注2}。

これは、金融資産が多い階層ほど、保有する金融資産に占めるリスク性資産^{注3}の割合が高いことによる。リーマン・ショック後の経済の悪化があまりに急激であり、世界中の株価が同時に急落したため、リスク性資産を多く保有する人が資産防衛のための対策を取

る間がなかったという状況がうかがえる。

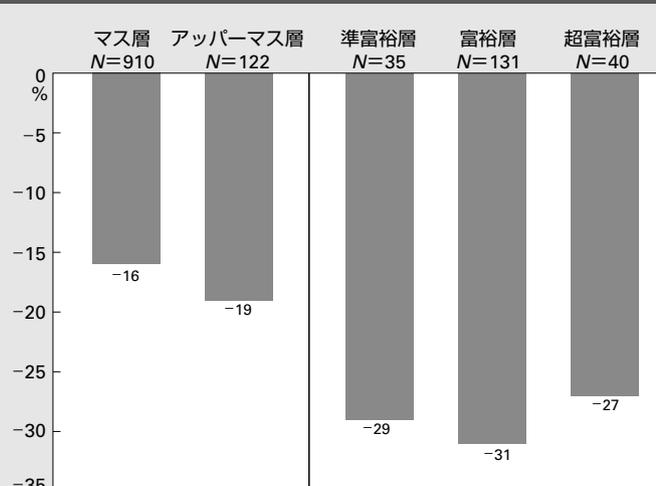
3 元本割れリスクを意識し シンプルでわかりやすい 金融商品を求める

金融危機の影響は、金融資産の減少だけでなく、個人の資産管理・運用の意識や行動も変えた。NRI調査によると、2008年9月以降に、準富裕層を除くすべての階層において、2割以上の方が預貯金に資産を移した。

預貯金への意図的なシフトが起きた背景には、資産の管理・運用に対する考え方の大きな変化がある。

NRI調査では、2008年9月以降に「元本割れする可能性のある金融商品のリスクを、以前よりも気にするようになった」「複雑でわ

図3 金融資産の時価評価額の増減率（2008年9月－09年3月）



注1) 保有金融資産の額による階層は次のとおり

- マス層：本人と配偶者が保有する金融資産が合計3000万円未満
- アッパーマス層：同3000万以上5000万円未満
- 準富裕層：同5000万以上1億円未満
- 富裕層：同1億以上5億円未満
- 超富裕層：同5億円以上

2) 金融資産には、現金、預貯金、株式（上場自社株は含み、非上場自社株は含まない）、投資信託、債券、一時払い生命・年金保険、ラップ口座（SMA）、オルタナティブ商品（未公開株など非伝統的な金融商品）を含み、不動産や金などの実物資産は含まれない

3) 金融資産の時価評価額は、実現損益だけでなく、含み損益を含めた変化率

4) 自分の管理・運用する金融資産が、本人と配偶者が保有する金融資産の合計額の2分の1以上と回答した人のみを対象

出所) マス層、アッパーマス層：野村総合研究所「金融商品についてのアンケート調査」2009年

準富裕層、富裕層、超富裕層：野村総合研究所「富裕層アンケート調査」2009年

かりにくい商品よりも、シンプルでわかりやすい商品を好むようになった」とする割合は、全階層で50%以上に達した（図4）。

振り返ってみると、2008年8月までは、マス層およびアッパーマス層の場合、投資信託や債券などの金融商品のリスクを十分に理解しないまま購入することが稀ではなかった。また、富裕層以上においては、過去の運用成果を鵜呑みにし、金融機関の担当者に勧められるままにデリバティブ商品（金融派生商品）などを購入することがあった。そして、評価額の下落が起きてはじめて、投資した金融商品のリスクの大きさや流動性の乏しさを実感したのである。

今回の金融危機が個人の資産管理・運用の考え方に与えた影響がいかに大きいかは、「リスクが実際に起きることだとあらためて認識した」「自分のやり方が磐石であるかどうかを見直すきっかけになった」と、NRI調

査に答えた富裕層の例があったことから推察できる。

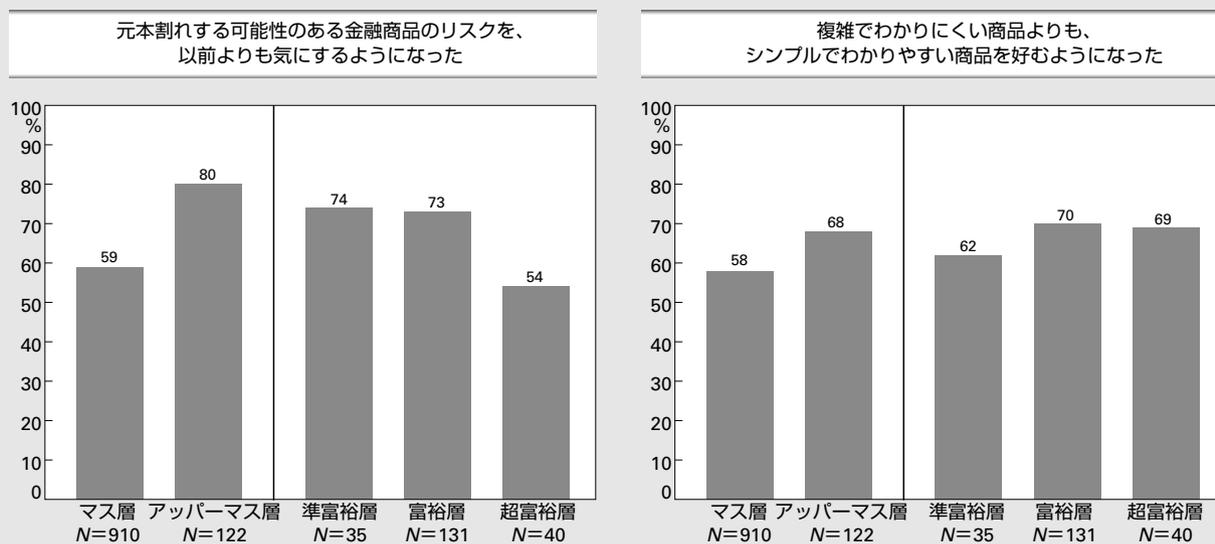
経済環境が好転すれば、投資意欲は回復するかもしれない。しかし、資産管理・運用に関するこのような考え方の変化は、簡単には元には戻らないだろう。

4 マス層は連絡や訪問、富裕層は専門的な知識に関して金融機関に不満

今回の金融危機では、顧客は金融機関に強い不満を持った。その内容は、金融資産階層によって異なる。

マス層では「連絡や訪問がなかった」という不満が最も多いが、アッパーマス層では「具体的な対策や運用方針のアドバイスがなかった」が最も多く、準富裕層以上では「経済や金融商品の動向に関する専門的な知識が不足していた」が最多であった（表1）。こ

図4 2008年9月以降の資産の管理・運用に関する考え方の変化



注1) 金融資産の保有額による階層は、前ページの図3に同じ
 2) 質問は、各意見について、「全くあてはまる」「どちらかといえばあてはまる」「どちらともいえない」「どちらかといえばあてはまらない」「全くあてはまらない」の5つの選択肢から選択
 3) グラフの割合は、「全くあてはまる」「どちらかといえばあてはまる」に回答した割合の合計
 4) 自分の管理・運用する金融資産が、本人と配偶者が保有する金融資産の合計額の2分の1以上と回答した人のみを対象
 出所) マス層、アッパーマス層：野村総合研究所「金融商品についてのアンケート調査」2009年
 準富裕層、富裕層、超富裕層：野村総合研究所「富裕層アンケート調査」2009年

表1 金融機関に対する不満の順位と内容（複数回答）

（単位：％）

| マス層（N=287） | |
|---------------|--------------------------------|
| 1位 | 連絡や訪問がなかった 34 |
| 2位 | わかりやすい説明がなかった 27 |
| 3位 | 具体的な対策や運用方針のアドバイスがなかった 25 |
| 4位 | 親身に対応してくれなかった 24 |
| 5位 | 担当者が交替してしまった 22 |
| アッパーマス層（N=61） | |
| 1位 | 具体的な対策や運用方針のアドバイスがなかった 42 |
| 2位 | 担当者が交替してしまった 36 |
| 3位 | 連絡や訪問がなかった 30 |
| 4位 | わかりやすい説明がなかった 30 |
| 5位 | 経済や金融商品の動向に関する専門的な知識が不足していた 27 |
| 準富裕層（N=23） | |
| 1位 | 経済や金融商品の動向に関する専門的な知識が不足していた 39 |
| 2位 | 担当者が交替してしまった 39 |
| 3位 | 連絡や訪問がなかった 35 |
| 4位 | 具体的な対策や運用方針のアドバイスがなかった 30 |
| 5位 | わかりやすい説明がなかった 17 |

| 富裕層（N=85） | |
|------------|--------------------------------|
| 1位 | 経済や金融商品の動向に関する専門的な知識が不足していた 34 |
| 2位 | 具体的な対策や運用方針のアドバイスがなかった 29 |
| 3位 | わかりやすい説明がなかった 25 |
| 4位 | 親身に対応してくれなかった 25 |
| 5位 | 担当者が交替してしまった 25 |
| 超富裕層（N=29） | |
| 1位 | 経済や金融商品の動向に関する専門的な知識が不足していた 41 |
| 2位 | 説明や提案に納得できなかった 31 |
| 3位 | 連絡や訪問がなかった 31 |
| 4位 | 具体的な対策や運用方針のアドバイスがなかった 28 |
| 5位 | わかりやすい説明がなかった 17 |

- 注1) 対象は、「フォローに不満な金融機関がある」と答えた人
 2) 選択肢は、「連絡や訪問がなかった」「連絡や訪問を受けた時期が遅かった」「連絡や訪問の頻度が少なかった」「わかりやすい説明がなかった」「経済や金融商品の動向に関する専門的な知識が不足していた」「具体的な対策や運用方針のアドバイスがなかった」「説明や提案に納得できなかった」「親身に対応してくれなかった」「担当者が交替してしまった」「その他」の10項目
 3) 自分の管理・運用する金融資産が、本人と配偶者が保有する金融資産の合計額の2分の1以上と回答した人のみを対象

出所) マス層、アッパーマス層：野村総合研究所「金融商品についてのアンケート調査」2009年
 準富裕層、富裕層、超富裕層：野村総合研究所「富裕層アンケート調査」2009年

の結果から、金融機関による顧客の資産の管理・運用状況に関するフォローへの期待の内容や水準は、金融資産階層によって異なることがうかがえる。

金融機関は顧客のこのような期待を認識していなかったわけではない。多くの金融機関は、従来から、金融商品を購入した顧客のフォローに力を入れてきた。富裕層および超富裕層に対しても、専門知識に基づく資産管理・運用のアドバイスができる人材の育成に力を入れてきたはずである。

しかし、今回の金融危機のように、運用環境が、急激かつ大きく変化したときには、平時を想定したフォローの仕方では十分に機能しない。このようなときでも顧客の資産状況やニーズの変化にすぐに対応するためには、平時とは別に、緊急時の顧客へのフォロー体

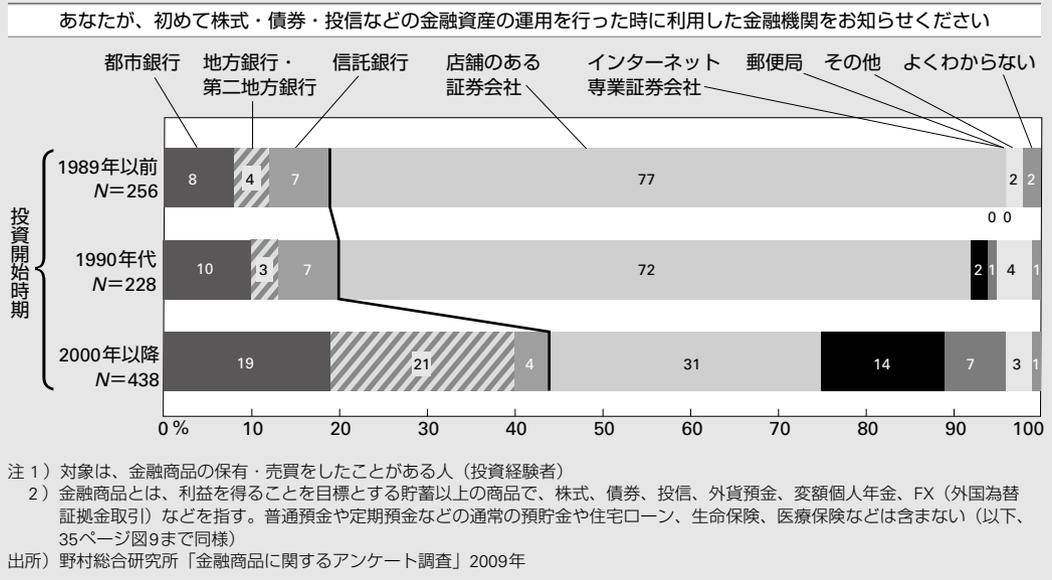
制をあらかじめつくっておくことも検討に値するだろう。

まとめると、金融危機における金融機関の顧客へのフォローに対しては、金融資産階層ごとに不満が異なることが明らかになった。つまり、顧客セグメント別の戦略を、今まで以上に明確に打ち出していく必要がある。

II マス層およびアッパーマス層に対する資産運用事業モデルの方向性

マス層およびアッパーマス層と、準富裕層以上との資産管理・運用における主な相違点は、投資経験者の比率である。準富裕層以上では、リスク性資産の保有や運用をしたことのある投資経験者が大半であるのに対し、マ

図5 投資を始めた時期と金融機関



ス層およびアッパーマス層では、投資経験者と投資未経験者とが混在している。NRI調査では、100万円以上の金融資産を持つ人のうち、投資経験者は49.5%、投資未経験者は50.5%であった。

したがって、金融機関が、マス層およびアッパーマス層に対する資産運用事業を拡大していくためには、投資経験者を念頭に置くだけでは不十分である。新たに投資を始める人も、確実に自社(行)に取り込み、長く取引してもらうための戦略をつくることが重要である。

このため本章では、「投資の入口の金融機関」と「メイン金融機関」という概念を用い、マス層およびアッパーマス層の資産管理・運用の動向を分析し、これらの層に対する資産運用事業のあり方を考えていきたい。

ここで、「投資の入口の金融機関」とは、株式、債券、投資信託などの金融商品を初めて購入する金融機関を指し、「メイン金融機関」

とは、預貯金を含む金融資産の管理・運用のための口座がある金融機関のうち、最も多く利用する金融機関を指すものとする。

1 投資の入口は多様化したが、「メイン金融機関」として利用されているのは銀行

1996年に橋本内閣が金融システム改革を打ち出して以降の規制緩和によって、さまざまな金融機関でさまざまな種類の金融商品の販売や、提携先への紹介および仲介がされるようになった。

NRI調査によれば、2000年以降に投資を開始した人にとっての投資の入口の金融機関は、銀行と証券会社がほぼ同程度の割合を占めている(図5)。ただし、1990年代まで投資の入口の金融機関として70%以上を占めていた「店舗のある証券会社」は、2000年以降大きく割合を減らし、銀行とインターネット専門証券会社がそのシェアを奪った。

投資の入口の金融機関は多様化した。資産の管理・運用のメイン金融機関として選ばれやすいのは銀行である。NRI調査によれば、どの金融機関から投資を開始した人も、現在は4割以上の人々が、銀行をメイン金融機関にしている（表2）。

また、店舗のある証券会社で投資を始めた人については、投資を開始した時期が古いほど、銀行をメイン金融機関にしている割合が高い傾向がある。

さらに、銀行やインターネット専門証券会社で投資を始めた人が、店舗のある証券会社をメイン金融機関にしているのは非常に稀だということもわかった。

これらの結果から、銀行で投資を始めた人は、そのまま銀行を利用し続ける一方で、店舗のある証券会社で投資を始めた人は、メイン金融機関を徐々に銀行に移している可能性が指摘できる。

2 「利便性」と「安心・安定感」で選ばれる銀行

資産の管理・運用のために、現在、最も多く利用している金融機関を選んだ理由をたず

ねると、メガバンクや地方銀行などの銀行を選んだ人は、「店舗の場所や利用時間が便利だから」「給料振込口座や決済口座に指定しているから」といった理由が、それぞれ50%以上を占めている。つまり、メイン金融機関として銀行が利用されている大きな理由は、「利便性」なのである。

また、投資未経験者が投資をする際に利用したいと考えている金融機関としては、メガバンクと郵便局（ゆうちょ銀行）の割合が高い（次ページの図6）。

これは、投資未経験者は、投資の入口の金融機関に対して会社の知名度などの「安心感」を求めており、さまざまな金融機関のなかで、投資未経験者から「安心・安定感」があるというイメージを持たれている割合が高いのが、メガバンクと郵便局（ゆうちょ銀行）だからである。

まとめると、「投資の入口の金融機関」となるためには「安心・安定感」が、資産の管理・運用に関する「メイン金融機関」に選ばれるためには「利便性」が、それぞれ鍵となる。したがって、マス層およびアッパーマス層に対する資産運用事業モデルにおいては、

表2 投資を開始した金融機関・時期別の「メイン金融機関」

| 投資を始めた金融機関 | 投資を始めた時期 | 回答数 (N=人) | 現在の「メイン金融機関」 (%) | | | |
|---------------|----------|--------------|------------------|-----------|---------------|-----|
| | | | 銀行 | 店舗のある証券会社 | インターネット専門証券会社 | その他 |
| 店舗のある証券会社 | 1989年以前 | 123 | 59 | 14 | 2 | 24 |
| | 1990年代 | 132 | 49 | 16 | 0 | 35 |
| | 2000年以降 | 112 | 45 | 18 | 1 | 37 |
| インターネット専門証券会社 | 2000年以降 | 59 | 51 | 2 | 14 | 34 |
| 銀行 | 2000年以降 | 168 | 83 | 1 | 0 | 17 |

注1) 対象は、金融商品の保有・売買をしたことがある人（投資経験者）

注2) 投資を始めた金融機関とは、初めて株式、債券、投資信託などの金融資産の運用を行ったときに利用した金融機関

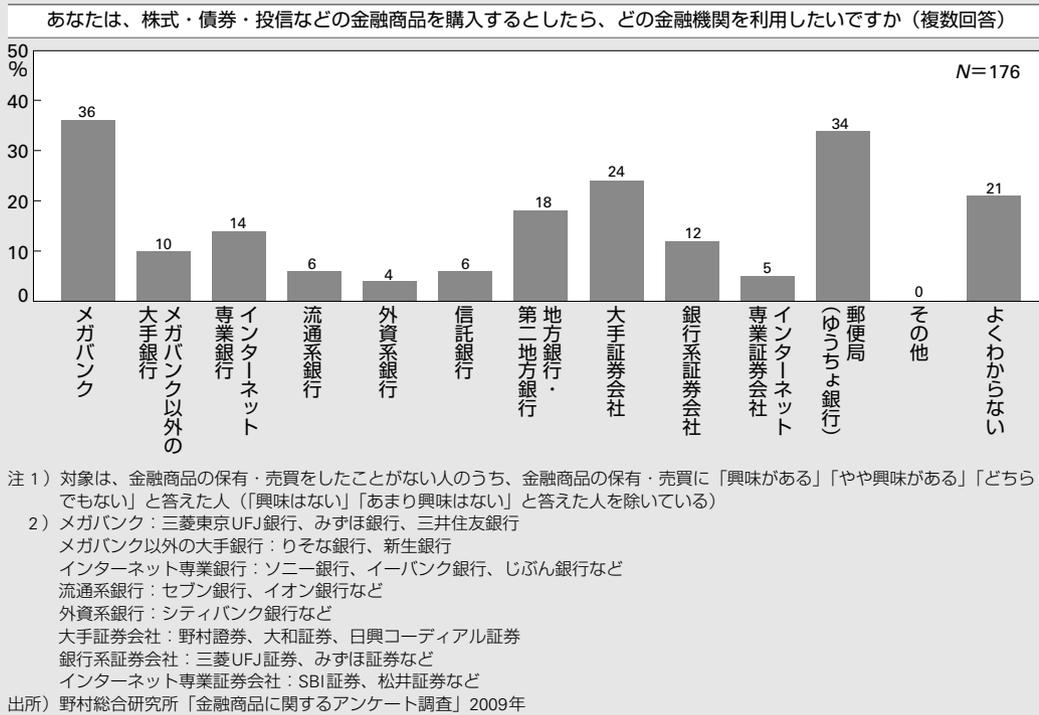
注3) メイン金融機関とは、預貯金を含む金融資産の管理・運用のための口座を持っている金融機関のうち、最も多く利用している金融機関

注4) その他に含まれる主な金融機関は、郵便局（ゆうちょ銀行）、信用金庫・信用組合

注5) ここでの銀行には、三菱東京UFJ銀行、みずほ銀行、三井住友銀行、りそな銀行、新生銀行、シティバンク銀行、インターネット専門銀行、信託銀行、地方銀行・第二地方銀行が含まれる。信用金庫・信用組合、郵便局（ゆうちょ銀行）は含まれない

出所) 野村総合研究所「金融商品に関するアンケート調査」2009年

図6 投資する際に利用したい金融機関（投資未経験者）



利便性と安心・安定感の2つを兼ね備えることが重要である。

3 「利便性」「安心・安定感」を追求した資産運用事業モデル

従来の銀行は、利便性を高めるために、店舗やATM（現金自動預け払い機）、インターネットバンクなどの機能を強化してきた。また、顧客に安心・安定感を感じてもらうために、財務の健全性を高め、渉外担当者やテラー（窓口業務担当者）などの「人」によるきめ細かな対応を充実させてきた。しかし、人による対応の強化はコストの増加につながりやすい。マス層およびアッパーマス層向け事業には無尽蔵にコストをかけることはできない。したがって、利便性や安心・安定感を実現するだけでなく、それらをローコストオペ

レーション（低経費運営）と両立させることが課題となる。

この課題の克服を目指す2つの国内事例を紹介しよう。

1 番目の事例は荘内銀行である。同行は、資産運用や各種個人ローンなど個人向けフルバンキングサービスをショッピングセンター内で提供するインスタブランチ（小売店舗内銀行支店）「Q's Shop」を、宮城県および山形県内を中心に15店、展開している。

Q's Shopは、年中無休で夜9時まで営業するなど、従来の銀行よりも顧客の生活感に近い場所で、また利用しやすい形態でサービスを提供している。さらに、Q's Shopを訪れた顧客の世間話や雑談に行員が積極的に応じることで、顧客の好みや考え方を深く理解するようにしている。これによって、顧客は荘内

銀行に対して安心・安定感を感じるようになってきている。

一方で、Q's Shopの行員の約6割は、「メイト」と呼ばれる契約行員で、メイトの大半は金融機関の勤務未経験者である。つまり、正規行員や金融機関の勤務経験者を増やすことによるコストの増加を防いでいるのである。

荘内銀行は、1999年2月にインスタブランチの1号店を「ジャスコ山形北店」にオープンして以来、十年余りをかけ、試行錯誤を重ねながら、利便性、安心・安定感、ローコストオペレーションを両立させる事業モデルをつくり上げてきた。

2番目の事例はりそな銀行である。一般に銀行は、顧客をATMに誘導することで利便性と効率性を高めてきたが、りそな銀行は、「クイックナビシステム」によって、顧客自身が窓口で端末を操作し、行員はそれをサポートすることで同じ目的を実現しようとしている。この仕組みは顧客が自らATMや端末に入力してサービスが完了するため、窓口の後方や事務センターでの伝票のチェックおよび整理が不要になる。

一方、多くの顧客は、慣れない用件についてはATMや端末の操作手順に不安を感じることもあり、人によるサポートを受けたいと考える。りそな銀行は、「機械（端末）」と「人」を窓口で融合して利用することで、安心・安定感とローコストオペレーションの両立を図っているとみられる。

海外の事例を1つ挙げると、米国では、インターネット専門証券会社であったチャールズシュワブやフィデリティインベストメンツが、投資相談や税務申告のアドバイスをす

ための店舗を設置し、顧客にとっての利便性と安心・安定感を高めている。

これらの証券会社では、インターネットビジネスにおける事務処理フローを前提とし、店舗はあくまでそれを補完するものとして位置づけられている。たとえば、店舗内で顧客が自ら端末を使って注文するなど、インターネット専門証券会社のとくと変わらないローコストオペレーションを維持している。

Ⅲ 富裕層および超富裕層に対する資産運用事業モデルの方向性

次に、金融資産を1億円以上保有する富裕層および超富裕層に対する資産運用事業モデルの方向性について考えてみたい。なお、本章では、保有する金融資産が5000万円以上1億円未満の準富裕層については触れないが、おおむね、富裕層に準じたアプローチが有効であると考えられる。

1 逆回転したPBビジネス

富裕層および超富裕層に対する資産運用事業は、PB（プライベートバンキング）ビジネスと呼ばれる。金融機関によって異なるが、ターゲット顧客層は、保有金融資産で1億円以上もしくは5億円以上の層を対象にするのが一般的である。ここ数年、PBビジネスはリテール（個人向け）分野における成長市場として注目されてきた。

その背景には、1990年代後半から始まった銀行・証券・保険分野の業態間規制の緩和がある。これによって、一つの金融機関（もしくは金融グループ）で、富裕層および超富裕層のニーズに、ワンストップで応えやすくな

った。

さらに、ITバブル崩壊後の不況から経済が立ち直る過程において、株価の上昇（2007年まで）、都市部における地価の上昇（同年まで）、新規株式公開（IPO）の増加（06年まで）、相続マーケット（遺産相続件数）の拡大などの追い風が吹き、富裕層および超富裕層の数が大幅に増えた。

このような環境下で、メガバンク、大手証券会社、外資系金融機関のPB部門は、一斉に拠点や人員の拡充に走った。さらに、地方銀行、信託銀行、銀行系証券会社、生命保険会社なども、PBビジネスをリテール分野の成長の柱と捉え、参入を試みた。

しかし、これまで述べたように、金融資産が多い階層ほど今回の金融危機による資産の減少率が大きく、各社（行）の担当者は、時価評価額が下落した顧客の資産状況のフォローに追われた。そして、金融危機前のように運用商品による販売手数料が上がらなくなった。

特にダメージが大きかったのは、リテール分野ではPBビジネスに特化してきた外資系金融機関である。外資系金融機関の多くは、これまで、海外投資など国内系金融機関とは一味違う運用商品を求める富裕層および超富裕層を顧客にしてきた。そのため、預かり資産におけるリスク性資産、特にデリバティブ関連資産の比率が高く、これら商品の市場価格の急落によって、預かり資産の時価評価額も大きく目減りした。

メガバンクや大手証券会社も、ここ数年、富裕層および超富裕層に対してオーダーメイド型の運用商品を積極的に提供してきたため、外資系金融機関と同様の状況が生じてい

る。

その結果、各社（行）のPBビジネスの拠点の増加は止まり、一部の金融機関ではプライベートバンカーの人員を減少させているようである。

2 3分の1は「外資系」を信頼していない日本の富裕層

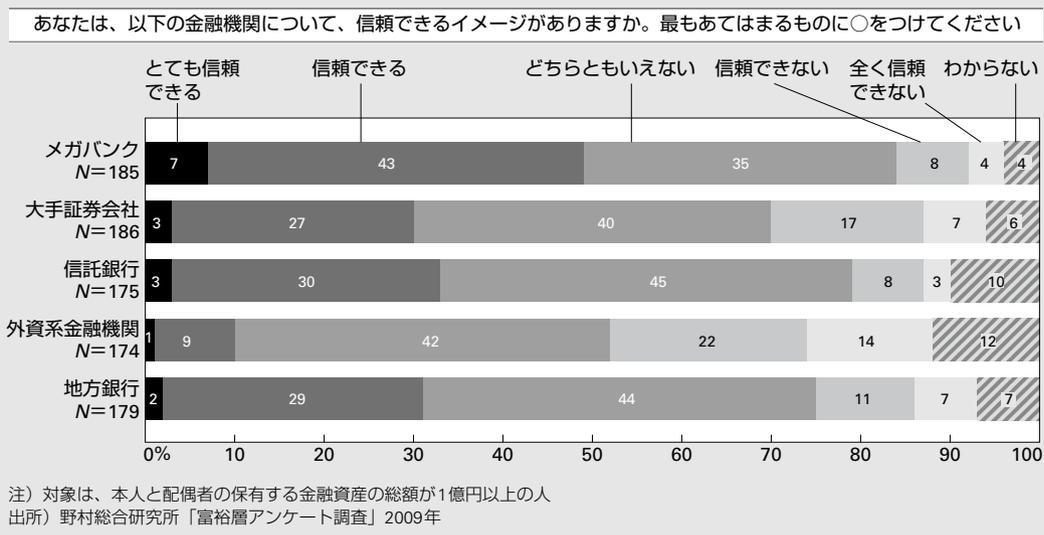
PBというと外資系というイメージがあるかもしれないが、日本のPBビジネスにおける外資系金融機関のシェアは高くない。

NRI調査によれば、富裕層および超富裕層にとって、資産管理・運用に関して最も信頼できる担当者がいる金融機関は、メガバンク3行を含む大手銀行（37%）、大手証券会社（29%）、地方銀行・第二地方銀行（22%）の順である。これら国内系金融機関のシェアは、3者の合計で88%に達する。これに対して、外資系金融機関の担当者を最も信頼する富裕層および超富裕層は、わずか2%であった。

また、担当者への信頼だけでなく、外資系金融機関は金融機関の信頼度に関しても、国内系金融機関に劣る。外資系金融機関を「信頼できない」もしくは「全く信頼できない」とする割合は、富裕層および超富裕層全体の36%に達している（図7）。これは、メガバンクや大手証券会社などの国内系金融機関の2倍から3倍の水準である。

外資系金融機関はなぜ、富裕層および超富裕層から信頼されないのだろうか。まず、外資系金融機関の法人取引は大企業が中心であるため、中堅企業の経営者が大半を占める富裕層および超富裕層とは日常的な接点が少なく、彼らから親近感を持たれにくい。

図7 金融機関に対する信頼度（富裕層および超富裕層）



次に、いくつかの外資系金融機関はPBビジネスで日本へ進出や撤退を繰り返してきた過去の歴史があり、「日本でのPBサービスを突然中止するのではないか」と思われやすい。さらに、外資系金融機関がPBビジネス以上に日本で力を入れる投資銀行ビジネスにおいて、短期収益だけを追求する姿勢や一部で法令違反が起きていることも、外資系金融機関が信頼されない理由となっているだろう。

このようなこともあって、外資系金融機関を信頼する富裕層および超富裕層は必ずしも多くない。しかし長年にわたってPBビジネスをグローバルに展開してきた経験やノウハウがあるなど、国内系金融機関よりも顧客から評価されている点もある。

第1に、担当者（プライベートバンカー）に異動がないため、原則として、同じ担当者からアドバイスを継続的に受けることができる。これによって金融機関は、顧客の好みや事情を深く理解することができ、顧客はさま

ざまな相談を安心して担当者に投げかけることができる。

第2に、世界中に張りめぐらされた拠点間のネットワークを活用して、最先端の金融商品や情報を顧客にいち早く提供することができる。金融・資本市場の中核機能はロンドンとニューヨークに集中しており、新しい金融規制や先端的な金融商品の多くは欧米から世界中に広がる。グローバルな金融ネットワークを持つ外資系金融機関は、「旬な金融商品」を日本の富裕層および超富裕層に機動的に届けることができるのである。

第3に、国内系金融機関よりも日本の国内組織が小さいため、小回りの利いた対応をしやすい。一般に、組織の規模が小さいほど、顧客ニーズを踏まえて商品の組成・提供を素早く行うことができる。また、顧客からの依頼を自社（行）の投資銀行部門へつなぐことや、海外拠点と連携して顧客が所有する企業のIR（投資家向け広報）活動を支援することも、日本国内の組織が小さい外資系金融機

関であれば、機動的に対応できる。

このように、いくつかの点で国内系金融機関に優る外資系金融機関だが、富裕層および超富裕層の顧客基盤が脆弱であるため、PBビジネスの顧客獲得に関しては圧倒的に不利な状況にある。

3 富裕層のPBサービスのニーズを喚起できていない国内系金融機関

では、国内系金融機関のPBビジネスは順調なのだろうか。

資産の管理・運用に関して「最も信頼できる担当者がある金融機関」としてのシェアが約9割を占める国内系金融機関であるが、PBビジネスはなかなか収益化していないようである。

たとえば、富裕層および超富裕層は、ファ

ンド、仕組み債（デリバティブなどの金融商品を組み合わせた債券）、ローン、その他のPBサービス向けの金融商品への関心がきわめて低い（表3）。運用環境がどん底であった2009年3月の調査とはいえ、PBサービスの中核をなすべき金融商品にほとんどニーズがないというのは驚きである。

さらに非金融サービスに関しても、趣味・旅行、医療・教育、不動産・自動車、その他の分野において、金融機関の担当者に情報提供やアドバイス、専門家の紹介を求める人は少なかった。

この結果から、国内系金融機関は、富裕層および超富裕層の顧客との接点が多いにもかかわらず、PBサービスのニーズを十分に喚起できていないと考えられる。

国内系金融機関の担当者は、銀行員の場合、融資などの銀行商品のみを取り扱ってきた。また、証券会社の担当者の場合、運用商品のみを取り扱ってきた。したがって、「銀行商品から運用商品までを幅広く理解し、顧客のニーズに応じてこれらの金融商品に合わせて、顧客の抱える課題の解決策として最適なタイミングで提供する」というPBビジネスのやり方にはまだ慣れていない担当者が多いのであろう。

それに加えて、国内系金融機関の担当者は定期的に異動することが多い。NRI調査からは、富裕層および超富裕層の顧客が、国内系金融機関の最も信頼できる担当者として取引を始めたきっかけの約4分の3が、前任の担当者の異動や事業上の取引関係などの「会社要因」であることがわかった。これに対して、担当者の訪問や電話によるアプローチ、もしくは家族や友人などの紹介から取引を始めた

表3 金融商品に対するニーズ（富裕層および超富裕層）

(N=186、複数回答、単位：%)

あなたは、以下のようなタイプの金融商品への投資に関心がありますか

| 分類 | 金融商品 | |
|------------------------------|----------------------------|----|
| ファンド | ヘッジファンド | 16 |
| | 海外ETF（上場投資信託） | 16 |
| | 商品（コモディティ）ファンド | 8 |
| | ベンチャーキャピタル・ファンド | 7 |
| | 不動産私募ファンド | 6 |
| | 企業再生型のプライベートエクイティ（未公開株式投資） | 2 |
| 仕組み債（デリバティブなどの金融商品を組み合わせた債券） | 株価に連動する仕組み債 | 16 |
| | 金利や為替に連動する仕組み債 | 14 |
| | コモディティ価格に連動する仕組み債 | 4 |
| ローン | 証券（自社株）担保ローン | 3 |
| | 融資額に上限のないローン | 2 |
| | 預金連動型ローン | 1 |
| その他 | 株式の信用取引 | 9 |
| | ハイイールド債（格付が低いため利回りが高い債券） | 6 |
| | 外国為替証拠金取引（FX） | 4 |
| | 証券化商品（ABS、MBSなど） | 2 |
| | 二重通貨預金、仕組み預金 | 2 |
| | マネージド・フューチャーズ（先物） | 1 |

注) 対象は、本人と配偶者の保有する金融資産の総額が1億円以上の人
出所) 野村総合研究所「富裕層アンケート調査」2009年

割合はごく一部にすぎなかった（図8）。

富裕層および超富裕層の顧客は、国内系金融機関の担当者に、一般的な金融商品の購入や、彼らが所有する事業に関する法人面での取引に関しては期待するだろう。しかし、定期的に異動してしまう担当者に対して、自分の人生観や事業理念、家族や個人的な問題といった踏み込んだ相談はしにくい。

つまり、顧客の心の底にあるニーズを喚起したうえでPBサービスを提供できる担当者は、まだ多くないと見られる。

まとめると、国内系金融機関は、豊富な顧客基盤を持ちながら、それをPBビジネスに十分に活かせていないといえる。

4 自社（金融グループ）の経営資源だけにこだわらず、顧客に最適なPBサービスを提供できる事業モデルの構築

外資系金融機関も国内系金融機関も、多く

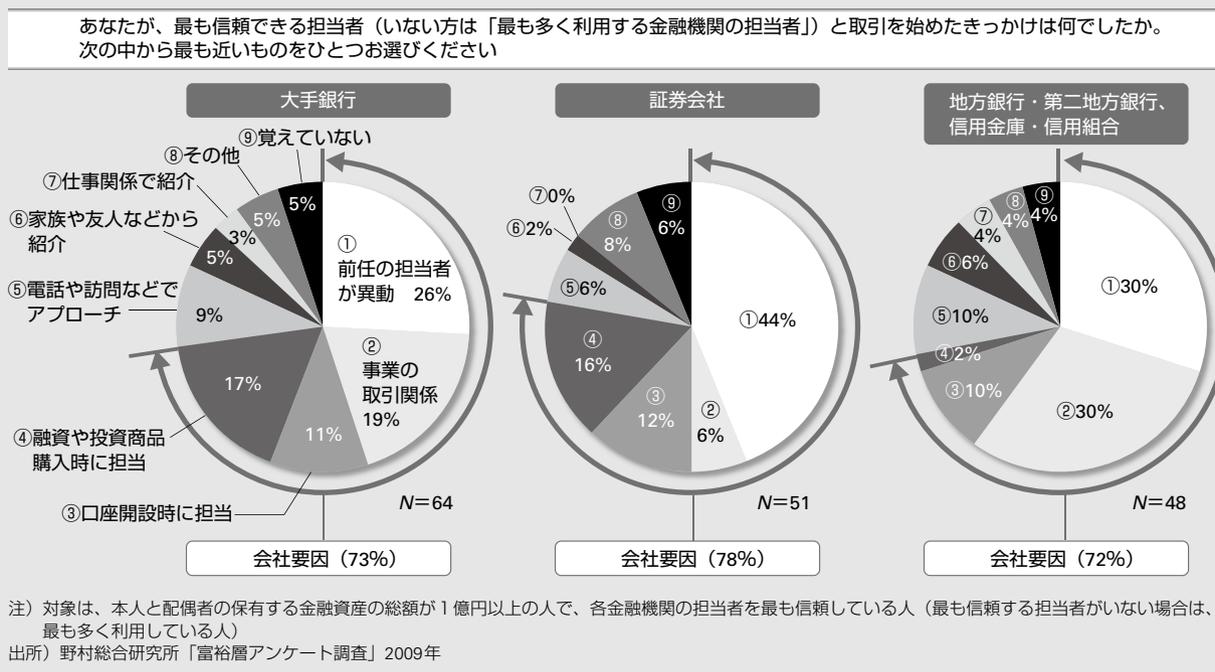
がPBビジネスの成長を自前で目指してきた。しかし、金融危機によって、これまで隠れていたそれぞれの構造的な課題や弱みが明らかになった。だが、これらの課題を自力で短期的に克服するのは難しいと考えられる。

そうであるならば、自社（金融グループ）でPBビジネスのすべてのプロセスをコントロールする「自前主義」からの決別が必要になる。

顧客から見ると、一つの金融機関（金融グループ内）で組成した金融商品が、必ずしも自分のニーズに合致するとはかぎらない。また、信頼する銀行の担当者から紹介された同じ金融グループの証券会社や信託銀行の担当者が、自分の求める専門知識を持ち、解決策を組み立てる力を備えているともかぎらない。

特に、PBサービスの競争が激しい大都市部では、銀行商品も運用商品もすべて一流でなければ、他の金融機関に取引を容易に切り

図8 最も信頼できる担当者を取引を始めたきっかけ（富裕層および超富裕層）



換えることができる。

今後は、PBビジネスにおけるお互いの強みを金融機関が持ち寄り、資本提携まで踏み込んで新しいPBサービスの事業モデルをつくる動きが加速するだろう。

すでに2006年5月、国内系金融機関の三菱UFJフィナンシャル・グループと外資系のメリルリンチ日本証券が、PB専門会社である三菱UFJメリルリンチPB証券を設立し、国内系・外資系金融機関による「銀証連携」をスタートさせている。

また、金融資産1億～5億円の富裕層を中心とするリテール証券分野では、東海東京フィナンシャルホールディングスが、山口フィナンシャルグループと合併でワイエム証券(2007年7月)を、同じく横浜銀行と浜銀TT証券(08年5月)をそれぞれ設立した。さらに同社は、西日本シティ銀行と合併で新しい証券会社を設立することを09年8月に発表している。

そして2009年10月に、三井住友フィナンシャルグループは、大手証券会社の一角である日興コーディアル証券を傘下に入れた。これによって、他のメガバンクグループでは実現しえなかった「大手銀行と大手証券会社による銀証連携」が可能となった。

類似する事例として、米国では金融危機前から、シティバンクとスミス・バーニーなどブランド力の高い金融機関同士の銀証連携が行われている。

日米のどちらにおいても、「安心感」のある銀行ブランドと、「専門性」の高い証券会社のブランドという組み合わせは、顧客にとって魅力的である。

もちろん、資本提携や買収によって、異な

る文化を持つ金融機関が融合していくことは簡単なことではない。社(行)風や文化の違い、これまでの業務のやり方や意思決定プロセスへのこだわり、本社と現場(支店)との意識の違いなどによって、不協和音が聞かれることも珍しくない。

米国では、金融危機後に大手銀行に買収された証券会社のFA(フィナンシャルアドバイザー)の大量離職が問題になっているという。国内外の事例からいえることは、PBビジネスにおいて異業態間の連携を成功させる鍵は、①異文化とのコミュニケーション能力、②事務処理フローや管理プロセスを標準化して統合する組織能力、③経営方針を全社員に浸透させる組織能力——の3つを高めていくことであろう。

Ⅳ 新しいリテール資産運用事業モデルの確立に向けて

1 今回の金融危機から金融機関が学ぶべきこと

金融資産階層で程度の差はあるが、今回の金融危機によって、個人の金融資産はそれぞれダメージを受けた。運用環境が改善すれば資産の時価評価額は上昇し、投資意欲も回復するだろうが、顧客の価値観の変化は簡単には元に戻らないだろう。

投資をする際に、金融商品の流動性(解約のしやすさ)を重視する傾向や、預貯金とリスク性資産の割合を意識する傾向は、今まで以上に強まると考えられる。また、同じ大きさのリスクを取る場合でも、シンプルでわかりやすい投資を好む傾向が強くなる。

したがって、金融機関は、景気の回復を身

を縮めて待つのではなく、今のうちから将来への布石となる事業モデルの構築に着手すべきである。

その際、「貯蓄から投資へ」の一方通行的な誘導は必ずしも正しいやり方ではない。むしろ、マス層およびアッパーマス層の保有金融資産は、現状では現金・預貯金の占める比率が高く、中長期の方向性は「貯蓄から投資へ」であろう。しかし、運用環境や顧客のライフステージによっては、逆にリスク性資産から現金・預貯金へシフトさせることも必要であり、そのアドバイスのタイミングや内容的確実であれば、顧客からの信頼獲得につながる。

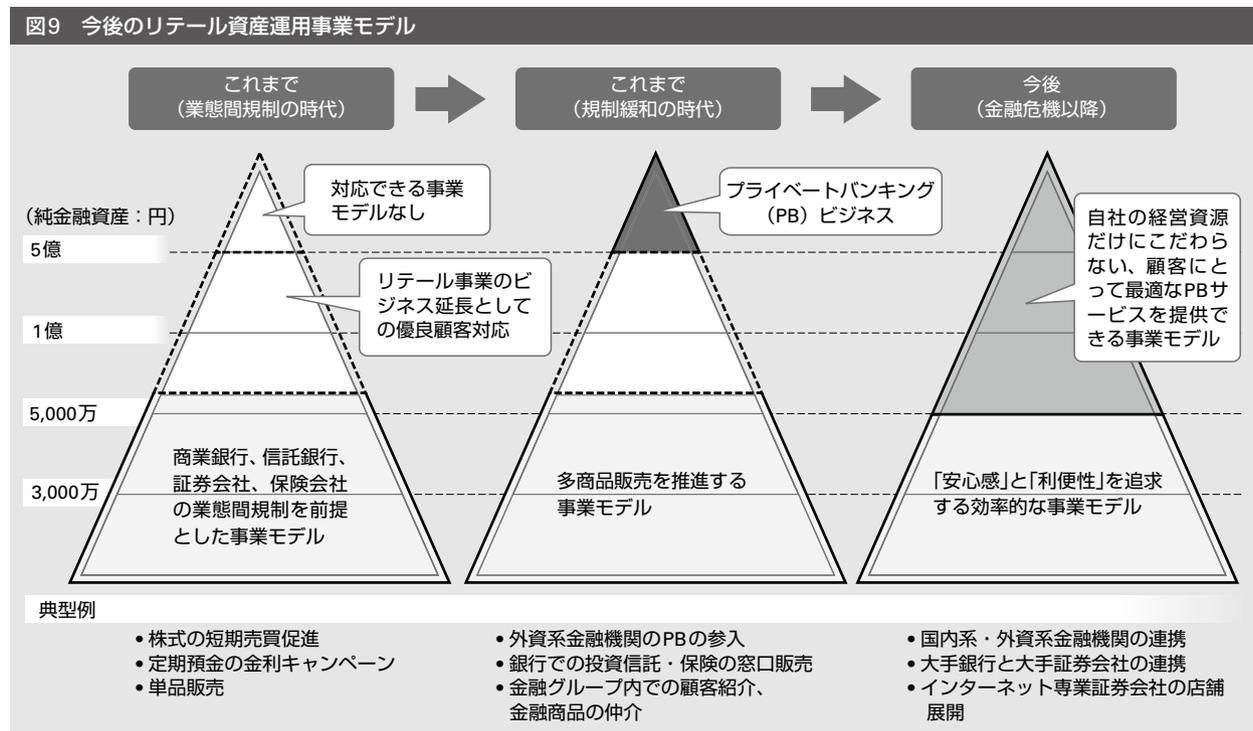
このようなアドバイスを実行するためには、既存の業態の枠を超えた発想が必要である。銀行はリスク性資産に関するアドバイスを高め、証券会社は現金・預貯金の持ち方および融資や決済などの銀行商品を取り扱う力を高める必要がある。

また、今回の金融危機で、金融機関に対する金融資産階層の不満の違いが明確になったことからわかるように、顧客セグメント別の戦略を、今まで以上に明確に打ち出していくべきであろう。

2 金融資産階層別の事業モデルの構築

これまで長い間、日本の金融機関は、顧客セグメントごとに対応の仕方を明示的に分けることを避けてきた。一部の超富裕層向けのPBサービスやITリテラシー（ITを使いこなす能力）の高いマス層向けのインターネットバンク、インターネット専門証券会社を例外とすれば、他のすべての顧客に提供する商品・サービスはほぼ同じであった。優良顧客への優遇対応など、顧客セグメント別の対応は支店や担当者に委ねられていたといえる。

金融商品・サービスが多様化し、利用者保護のための規制が強化されると、ほぼ単一の



事業モデルでリテール分野の全階層に対応することには限界がくる。今後、金融機関がリテールの資産運用分野で成長していくためには、金融資産階層を大まかに分けて、2つの事業モデルの確立を目指すべきであろう（前ページの図9）。

1つ目は、第Ⅱ章で述べた、マス層およびアッパーマス層に対する安心感と利便性を追求する効率的な事業モデルである。

2つ目は、第Ⅲ章で述べた、富裕層および超富裕層に対する自社（金融グループ）の経営資源にこだわらない、顧客にとって最適なPBサービスを提供できる事業モデルある。

これからは、流通業における百貨店や総合スーパーのように、顧客へのワンストップ対応を目指して両方の事業モデルを持つ金融機関（金融グループ）も出てくるだろうし、専門店のように、どちらかの事業モデルに特化することで差別化を図る金融機関（金融グループ）も出てくるだろう。

今、多くの金融グループが「金融ワンストップショッピング」を目指しているが、それは、「すべての顧客に、同じような方法ですべての金融商品・サービスを提供すること」ではない。「それぞれの顧客層のニーズに合致した金融商品・サービスを、それぞれの顧客が求める方法で提供すること」なのである。

3 標準業務フローの確立、人材育成、戦略実行スピードの向上が課題

新しいリテール資産運用事業モデルを構築するためには、次の3つの課題を乗り越えなければならない。

第1に、事業モデルの特性を踏まえた標準

業務フローの確立である。リテール資産運用事業において、アドバイス業務の大半は担当者の属人的な能力に依存する。一方で、効率性や他者との連携を強化する点では、できるかぎり業務を標準化すべきである。したがって、標準化する業務としない業務を区分し、標準化を決めた業務に関しては効率化や自動化を徹底的に推進すべきである。

第2に、マーケティング能力やコミュニケーション能力に優れた人材の育成である。新しいリテール資産運用事業モデルでは、これまで担当者任せであった顧客戦略を組織に吸い上げることになる。このため、全社（行）的な観点から顧客戦略を企画立案・推進できる人材が必要となるが、顧客担当者として数百人の担当顧客に対する戦略を立てること（主に、顧客対応の優先順位づけ）と、企画担当者として数百万人の顧客に対する戦略を立てること（主に、顧客セグメンテーションと商品・サービス企画）には、大きな隔りがある。

また、新しいリテール資産運用事業モデルでは、組織的なサポートや他者との連携がこれまで以上に重要になるため、文化や考え方の異なる他者とのコミュニケーション能力の高い人材が一層求められるようになる。

第3に、戦略実行スピードの向上である。銀行と証券会社、国内系と外資系など、「水と油」のような組織が連携して成果を生み出すためには、通常、長い時間がかかる。

しかし、業界の先陣を切って新しい事業モデルをつくる気概を持ち、戦略を実行するスピードを高めないかぎり、この分野で確固たるブランドは築けないだろう。

戦略実行スピードの向上は、トップダウン

だけで実現できるものではなく、組織の隅々の構成員までが自社（行）の戦略を理解して、環境変化に適応する創意工夫を凝らすことによって実現できるものである。

このような課題を乗り越えて、新しいリテール資産運用事業モデルの確立を目指す金融機関（金融グループ）の動きに注目していきたい。

注

- 1 本稿のために3つの調査を実施した。それぞれの調査の実施概要は以下のとおりである。
 - ①野村総合研究所「富裕層アンケート調査」は、2007年に実施した同調査に引き続き第2回目の調査であり、2009年3月30日～4月30日に、郵送による発送・回収で実施した。調査対象は、高額納税者名簿に2003～05年のいずれかの年に1回以上掲載された人のうち、納税額1500万円以上の全国2万人とし、297人の回答が得られた
 - ②野村総合研究所「富裕層インタビュー調査」は、「富裕層アンケート調査」を定性的な面から補完するために、2009年5月13日～7月21日に、対面式のインタビューにより実施した。調査対象は、「富裕層アンケート調査」のなかからインタビューを許諾した富裕層または超富裕層29人である
 - ③野村総合研究所「金融商品についてのアンケート調査」は、主に、保有金融資産が5000万円未満の、マス層およびアッパーマス層の資産管理・運用の動向を把握することを目的とする調査で、2009年7月15日～8月12日に、ファクスによる事前調査と、郵送による本調査を実施した。事前調査の対象は、Ipsos日本統計調査の保有するアンケート調査パネルにおいて、性（男女2区分）・年齢（5歳刻み11区分）・地域（10

区分）の人口分布に応じて割り付けた20～74歳の男女個人1万5000人で、3540人の回答が得られた。本調査の対象は、事前調査の回答者で、100万円以上の金融資産を管理・運用する人のうち、預貯金以外の金融商品（投資商品）の保有経験者（投資経験者）1000人、同保有未経験者（投資未経験者）600人で、投資経験者964人、投資未経験者508人から回答が得られた

なお、アンケート調査では、回答の都合上、世帯の純金融資産ではなく、本人と配偶者の保有する金融資産によって金融資産階層別の分析をしている。また、事前調査における保有経験者と保有未経験者の割合をもとに、ウェイトバックを行っている

- 2 ここでの金融資産階層は、準富裕層以上については2009年3月時点ののものであり、08年9月時点で超富裕層であった人の多くが、金融資産を減らして富裕層に移行したと見られる。このため、金融危機による超富裕層の保有金融資産の減少率は、見かけ上、富裕層および準富裕層よりも小さくなっている
- 3 リスク性資産とは、金融資産から、現金・普通預貯金、定期預貯金を除いた資産のことであり、株式、債券、投資信託、外貨預金、一時払いの年金（生命）保険などを含む。不動産や金などの実物資産は含まない

著者

宮本弘之（みやもとひろゆき）

金融戦略コンサルティング一部長、上席コンサルタント

専門は金融機関の経営戦略策定、マーケティング戦略の策定など

細見ちひろ（ほそみちひろ）

金融戦略コンサルティング一部コンサルタント

専門は金融機関の事業戦略策定など

中小企業金融における手法多様化による 地域密着型金融の進化

鶴谷 学



河野 愛



CONTENTS

- I 中小企業金融における課題
- II 新しい融資手法
- III 商流・金流・金融を一体とした融資の展望
- IV 金融危機の教訓を踏まえたリレーションシップバンキングの再生

要約

- 1 バブル経済崩壊以降、中小企業金融は、土地神話の終焉とともに不動産担保頼みでは立ち行かなくなった。さらに、自己資本比率規制などを背景に、景気が悪化すると民間融資が滞るという傾向が強まった。このため、当局の指針のもとで中小企業金融手法の多様化の試みが展開されてきた。
- 2 多様な金融手法のうち、ABL（動産・債権担保融資）が注目される。運転資金需要の増減に対応して担保価値も変動することから、特に成長企業や事業転換を図ろうとする企業に対しても、機動的な対応が可能になる。加えて、貸し手は中小企業の事業をリアルタイムで把握することが可能となり、借り手との対話を促進して、円滑な融資を促進するものと期待される。
- 3 さらに、今後の金融手法の発展に向けた環境整備として注目されるのが電子債権（電子手形）である。手形の代替を含めて企業間信用を活用した資金調達の幅を広げるほか、シンジケートローン（協調融資）の効率性を高めるといった企業金融への効用が期待されている。特にABLと結びつくことで、商流・金流・金融を一体化した金融手法やサービスが開発される可能性がある。
- 4 2008年の金融危機を契機として、企業金融全般に関しても、根本的な再考が求められており、中小企業金融においては、商流・金流と一体化した金融手法を活用して、リレーションシップバンキング（地域密着型金融）を進化させることが期待される。また産業金融全般に関しても、産業の活性化、産業構造の再構築に向けて積極的な役割を引き受ける金融の出番ではないだろうか。

I 中小企業金融における課題

1 不動産担保・個人保証の限界

日本経済において、中小企業、なかでも地域経済を牽引するような成長志向とその潜在力を持った中小企業の果たす役割は大きい。しかし、当然のことながら、中小企業の大半は、上場企業のように情報開示基準や監査などが厳格に規制されていないため、そもそも財務情報の詳細度や信頼性が乏しいという特徴がある。この点は、金融機関の側から見ると、企業の財務や会計の透明性が低く、事業リスクの見極めが難しいことを意味する。資金の借り手である企業について、貸し手である金融機関が知り得る情報が少ない、つまり「情報の非対称性」があり、それが、中小企業金融の普遍的な課題として認識されてきた。

このような状況のため、中小企業金融は、不動産担保および経営者など代表者の個人保証を得ることで金融機関は信用を供与してきた。このうち、不動産担保が信用補完として十分に機能したのは、地価が継続的に上昇するという前提があったからであるが、高度経済成長期の終焉とともにそうした土地神話の前提が崩れ、近年、不動産担保は円滑な与信には寄与しにくくなった。

他方、個人保証については、保証の上限が特になく包括保証が一般的であったため、事業が破綻すると経営者一家が路頭に迷うという社会問題があった。このため、業績が悪化しても、経営者は、企業が立ち行かなくなるまで事業を継続しようとし、廃業などの決断を早期にしたほうが好ましいにもかかわらず、結果的に、貸し手、借り手双方にとって

最悪の事態にまで行き着いてしまうという問題も生じた。

こうしたことへの公的な取り組みとしては、政策金融機関や信用保証制度を中心とした民業補完が中小企業金融に展開されてきたが、景気が悪化すると、上述の社会問題や、次に述べる貸し渋り問題を軽減するための公的支援の要請がきわめて強い世論となり、その結果、不要不急の融資までもが安易に行われ、中小企業に借金漬けの傾向が強まったり、民間金融のモラルハザード（倫理観の欠如）などの問題を惹起することになったりした。

2 規制強化による貸出姿勢の慎重化

金融機関にとって自己資本比率規制の強化は、中小企業向けの融資を困難にする一因となった。すなわち、バーゼル I や同 II に沿う形で自己資本比率規制が制度化・強化されたことで、景気後退期には、貸倒損失の処理に伴う収支の赤字拡大で自己資本が減少すると同時に、貸出資産内容の悪化から達成すべき所要自己資本の額は増えるため、景気が悪化すればするほど貸出姿勢を慎重にせざるをえないという悪循環が作用するようになり、いわゆる貸し渋り問題が広く注目されるようになった。また、バブル崩壊後の金融規制の強化、特に資産査定が厳格化が進められたことから、業況の悪化などで赤字経営に陥った企業や返済条件を緩和した企業への追加融資は難しくなった。

このように、中小企業金融は、景気が悪化すると多くの企業が融資を受けにくくなり、倒産が増加するという悪循環に陥りやすい傾向が顕著になったのである。

表1 金融機関の代表的な取り組み事例

| | |
|------------------------------|------|
| • 温泉街唯一の温泉供給事業者に対する再生支援の取り組み | 東邦銀行 |
| • 経営サポート室による経営改善支援への取り組み強化 | 横浜銀行 |
| • 投資事業有限責任組合を活用した事業承継の取り組み | 福岡銀行 |
| • ABLを活用した農業分野への支援 | 秋田銀行 |

注) ABL：動産・債権担保融資
出所) 金融庁「地域密着型金融に関する取り組み事例集」(2009年3月)より抜粋

3 官民による取り組み

これらの問題に対処するため、官および民によって各種の取り組みが実施されてきた。その代表的な取り組みの一つが、2003年に金融庁が公表した「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」(以下、アクションプログラム)、および「金融検査マニュアル別冊・中小企業融資編」(以下、「金融検査マニュアル別冊」)の改訂案である。

金融庁はアクションプログラムで、中小・地域金融機関に対して、中小企業金融の再生に向けた取り組みと各金融機関の経営の健全性の確保、収益性の向上などに向けた取り組みを要請した。また、「金融検査マニュアル別冊」では、財務状況だけで中小・零細企業向けの貸出審査の判断をするのではなく、企業が持つ技術力、販売力、成長性、代表者等の収入状況や資産内容などを総合的に考慮して経営実態を判断する——としている。これはアクションプログラムに則して、中小企業の実態をより反映した資産査定の実施、および金融機関による融資の積極化を促すことを目的としている。

これらの取り組みが求めているのは、金融機関側が、融資先である中小企業と長期的・多面的な取引関係を構築することによって、

財務諸表などには表れない実態を理解するということであり、中小企業とそうした関係を構築できていない金融機関には不可能な資金や融資条件を提供するビジネスモデルである。

実際、金融庁による推奨を受け、表1に示すように、金融機関はさまざまな取り組みをしてきた。

II 新しい融資手法

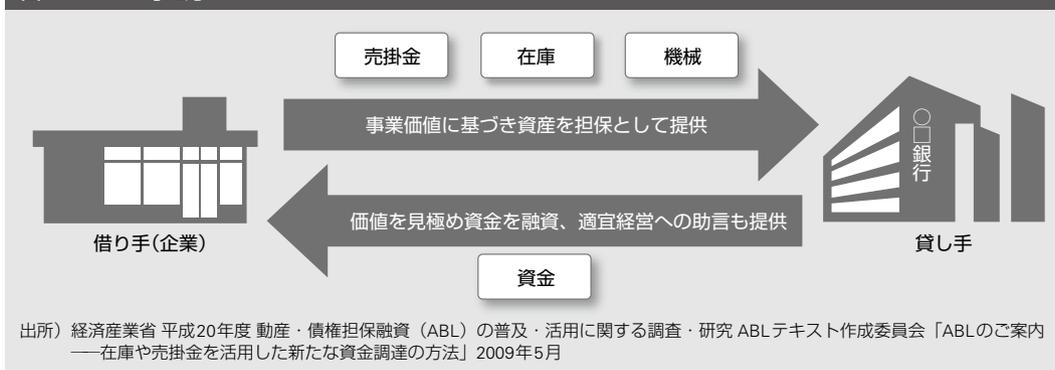
1 注目されるABL(動産・債権担保融資)

不動産担保に依存した融資の限界が認識されているのは前述のとおりであり、そうしたなか、中堅・中小企業向けの有望な融資手法として注目が高まっているのが、アクションプログラムでも推奨されたABL(Asset Based Lending: 動産・債権担保融資)である。ABLとは、従来、担保としての価値が評価されてこなかった流動資産(在庫や売掛債権等)や機械設備などを活用することで、不動産や個人保証に過度に依存しない融資を可能とする手法である。

この手法を用いれば、担保となる不動産が少ない中小企業でも追加的な資金調達之余力が生み出されることになる。特に成長企業にとっては、事業規模の拡大とともに担保価値が増加することから、常に不足しがちな運転資金を調達しやすくなるというメリットがある。他方、金融機関など貸し手側にとっては、企業の事業価値をタイムリーに見極めつつ、融資枠を機動的に修正するといった対応が可能になる(図1)。

上述の特徴がある一方で、ABLは在庫や

図1 ABLの考え方



売掛債権を担保とするため、債権者からは担保物件の二重譲渡の問題など権利の法的な不安定さが危惧され、債務者にとっては、商業登記簿に担保提供の事実が記載されると、資金繰りが厳しいのではという誤解から、重要な取引先の不信を招きかねないという風評リスクが懸念されていた。

こうした状況を受け、2005年に動産譲渡登記制度の運用が開始され、動産を融資の担保として活用するための環境整備が一歩進められた。また、資産査定上の動産および債権の担保としての取り扱いについては、2007年2月の「金融検査マニュアル」で、動産担保および債権担保の一般担保化が明示的に認められる方向性が示され、金融機関にとっては、資産査定上においてもABLの利用インセンティブ（動機づけ）が高まる素地ができてきた。

一方、ABLに関する公的な支援制度としては、2007年に信用保証協会の「売掛債権担保融資保証制度」が対象範囲を拡充して、動産担保も含む「流動資産担保融資保証（ABL保証）制度」となり、金融機関などによるABLを、保証という形態で支援する制度が導入された。

さらに、ABLを推進する仕組みの一つとしては、2007年にABL協会が設立され、金融機関や商社、ABL関連サービス事業者、物流事業者など、ABLにかかわる事業者による業界を超えた情報交換・協力体制が組成された。

2 機動的な融資先事業の把握が可能に

前節で述べたように、ABLはアクションプログラムにおいて、金融庁が「不動産担保・保証に過度に依存しない融資を促進するための手法の拡充」として位置づけた手法の一例であった。経済産業省は、中小企業金融を円滑化するという観点から、ABLを「企業の事業価値を構成する在庫（原材料、商品）や機械設備、売掛金などの資産を担保とする融資」と定義している。つまり、担保とする動産を、処分対象のモノとして単純に見るのではなく、資金の借り手である中小企業の事業価値として総合的に把握するという、事業継続を前提とした融資手法としての重要性を強調する立場を鮮明に打ち出した。

企業全体の事業価値に鑑みた動産の評価は、融資前の審査時にかぎらず、ABLの実

行中も行われる。在庫や売掛債権を担保としたABLでは、借り手である企業は、貸し手である金融機関に対して、種類別の数量等を所定のタイミング（通常は月次）で報告することが求められる。このことは、借り手の経営者から見れば、自社の業況の定期的な整理と確認が義務づけられることで、今までよりも経営状態をすばやく把握することにつながるというメリットがある。他方、貸し手にとっては通常の年次決算や期中に把握する資金繰り情報などの資金の流れだけでは把握できない借り手の日常の業況について、客観的かつ定量的に把握できることを意味する。

3 資金需要に連動した担保価値

また、全国中小企業団体中央会が2008年8月に実施した「中小企業の金融環境に関する調査」より中小企業の資金需要を見ると、景気の先行きの見通しがつきにくいことから、設備投資には慎重な姿勢を示している一方で、原材料価格の高騰や売上高の減少などにより、運転資金へのニーズが高まっていることが示されている。このような局面においても、ABLは企業の資金需要、特に運転資金へのニーズの変動に機動的に対応しうる融資手法である。

不動産担保の場合、生産・販売が拡大する局面でも、担保価値は必ずしも増加するという関係にはないので、運転資金が不足し、資金調達が成長のボトルネックとなりやすい。これに対して、在庫や売掛債権が担保の場合には、動産の評価額と担保価値が連動していることから、事業の必要性に応じた資金調達が可能になる。つまり、在庫担保の場合、在庫の数量が増加、または値上がりすると必要

となる運転資金は増加するものの、在庫評価額の上昇に伴って、担保価値も高まる。反対に、在庫の数量が減少、または値下がりすると担保価値も下がるが、同時に運転資金の需要も減っていることになる。

4 ABL普及の状況と今後への期待

このように、ここ十数年の経済構造変化のもと、資金調達が必ずしも円滑にいかなくなった中小企業に対して、ABLは新しい有効な手段として活用が期待されている。

では、近年ABLはどの程度利用されているのかを見てみたい。経済産業省が2008年度に実施したアンケート調査「ABLに関する実態調査」によると、07年度中に新規に実行されたABLによる融資は件数ベースで9158件、金額ベースで2748億円で、08年3月末時点の残高は2346億円であった。

ABLによる融資を実施している金融機関等は48.7%で、業種により差があるものの（ABLの実績のある貸し手の業種別割合は、地方銀行82.1%、第二地方銀行82.5%、信用金庫・信金中央金庫54.4%）、取り組みが進んできている状況がうかがえる。

実例を見ると、ABLを利用して海外への事業展開などのための成長資金を確保する、あるいは、追加担保として動産を提供することにより多角化・事業転換のための運転資金を確保して不況をしのぐといったケースも見られる。従来であれば政策金融機関でないと融資を受けにくかったケースでも、民間主体の対応で与信がしやすくなったことは、今後の中小企業金融、そして日本経済にとっては多少なりとも勇気づけられる展開ではないだろうか。

ただし、ABLに対する中小企業側の認知度はまだ高いとはいえ、普及に当たっては金融機関などからの積極的な働きかけが鍵となる。

他方、金融機関側にとっては、動産の評価、モニタリング、処分などABLに特有のノウハウを習得し、内部で共有することが本融資を推進するうえでの課題となっている。融資手法として普及させるに当たっては、ABLにかかわる業務プロセスのノウハウや業界標準手法が、貸し手である金融機関やABL関連事業者などの連携によって共有されていくことが期待される。

Ⅲ 商流・金流・金融を一体とした融資の展望

1 事業化が始まった電子債権

前章では、近年ABLの環境整備が進めら

れるとともに、金融機関等においてABLの実績が増加してきた状況について見てきたが、中小企業金融に関してもう一つ見逃せない新たな環境整備として、電子債権（電子手形）の開始が挙げられる。

2009年6月、三菱東京UFJ銀行は、電子記録債権法に基づく電子債権記録機関として、同社の100%子会社である日本電子債権機構が電子債権記録業の指定を取得したと発表した（図2）。電子記録債権法は、2008年12月に施行された法律で、主に商取引により発生する債権や手形を電子化することを趣旨とする。

売掛債権や手形といった企業間信用は、金融機関等へ譲渡して資金回収することで企業の資金調達に活用される。しかし、売掛債権は、二重譲渡のリスクがあるため商取引の当事者間契約に譲渡禁止の定めが含まれることが多く、資金調達手段として活用するには

図2 三菱東京UFJ銀行による「電子決済サービス・買い取りサービスの概要」

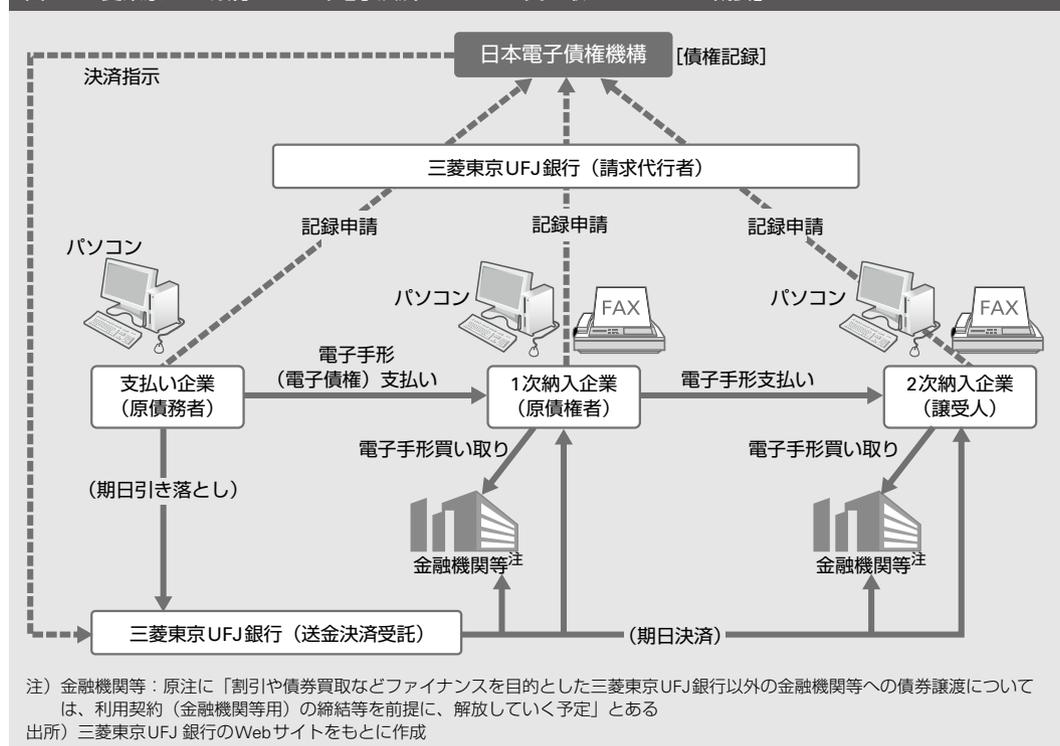
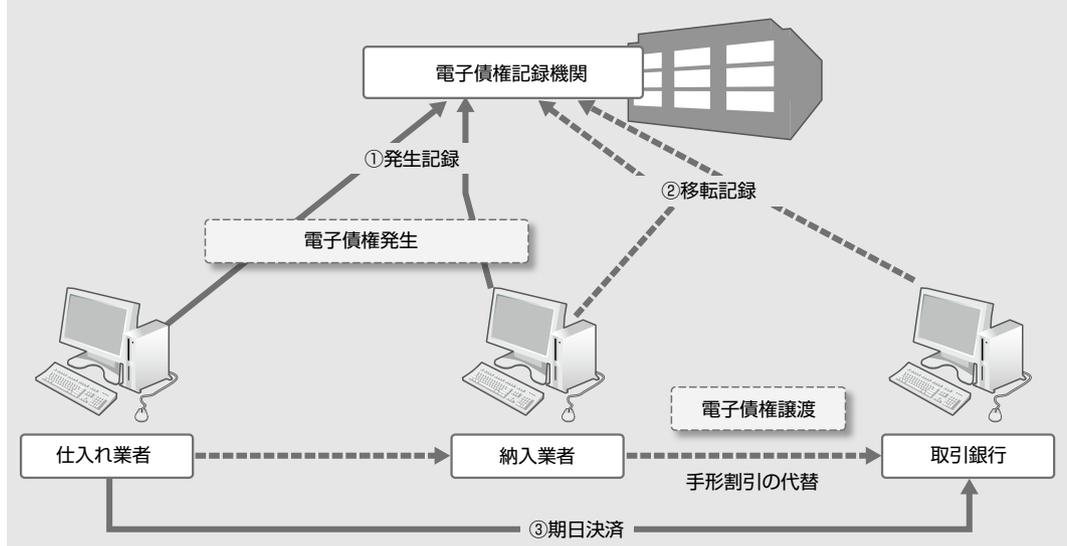


図3 電子債権（電子手形）を活用した手形割引の代替



一定の限界がある。手形については、取引先への譲渡や金融機関での手形割引などにより資金調達に広く活用されてきたが、紛失・盗難のリスクや取り扱いの煩雑さ、コストの点から、大企業を中心に取り扱いをやめる企業が多くなっている。

このような問題への対応策として、商取引で発生する売掛債権等を電子的な記録によって権利の発生などの効力を生じさせ、取引の安全性や流動性を確保する新たな制度として整備されたのが電子記録債権法である。

日本電子債権機構発足を機に、三菱東京UFJ銀行は、電子債権を活用した決済サービス、電子債権の買い取りサービス、シンジケートローン（協調融資）への活用といった新たな商品・サービスを順次導入していくとしている^{注1}。

法制化に先立って官民が検討した事業モデルのなかで電子債権の活用は、売掛債権（指名債権）や手形の電子化、およびそれらの企業の資金調達手段への活用に加え、シンジケ

ートローンや債権流動化への活用など、さまざまな可能性が議論されてきた。以下では、電子債権を活用することの典型的なメリットの例として、手形割引に代わるサービス、シンジケートローンへの活用について整理する。

2 手形割引の代替

前述のように、手形は減少傾向をたどり、それに代わる決済・企業間信用の仕組みとして一括決済方式が普及してきている。

受け取り側（債権者）企業にとって一括決済方式は、債権者（納入業者）、債務者（仕入れ業者）、金融機関の三者契約により、譲渡先を仕入れ業者の取引金融機関に限定して債権を譲渡する仕組みである。このため債権者は仕入れ業者の取引金融機関に資金化を要請することになり、従来の手形割引依頼先の金融機関との取引を変更せざるをえない場合があるというデメリットが指摘されている。また、実務上は回し手形が困難なことも挙げ

られている。さらに、仕入れ業者の取り扱い金融機関では、仕入れ業者を債務者とする債権が集中することから、当該金融機関には仕入れ業者に対する信用リスクが集中する。

こうしたことに対し、電子債権の買い取り（手形割引に相当）は、次のようなメリットがある（図3）。

第1に、支払い側である仕入れ業者（債務者企業）から電子債権の発行を受けた受け取り側の納入業者（債権者企業）は、その債権を必要に応じて取引銀行（金融機関）に譲渡することで、調達コストの軽減や取引金融機関の多様化などの観点から、通常のマインバンクのほか、譲渡先金融機関を自由に選ぶことが可能になる。

第2に、特定の金融機関に電子債権を集中させない形で、債権者が複数の金融機関に分散して譲渡することが可能になる。これは金融機関側から見て与信が集中することのリスクの緩和につながり、従来、一括決済方式の推進がしにくかった企業も含め、幅広い企業に対して電子債権サービスを推進することが可能になる。

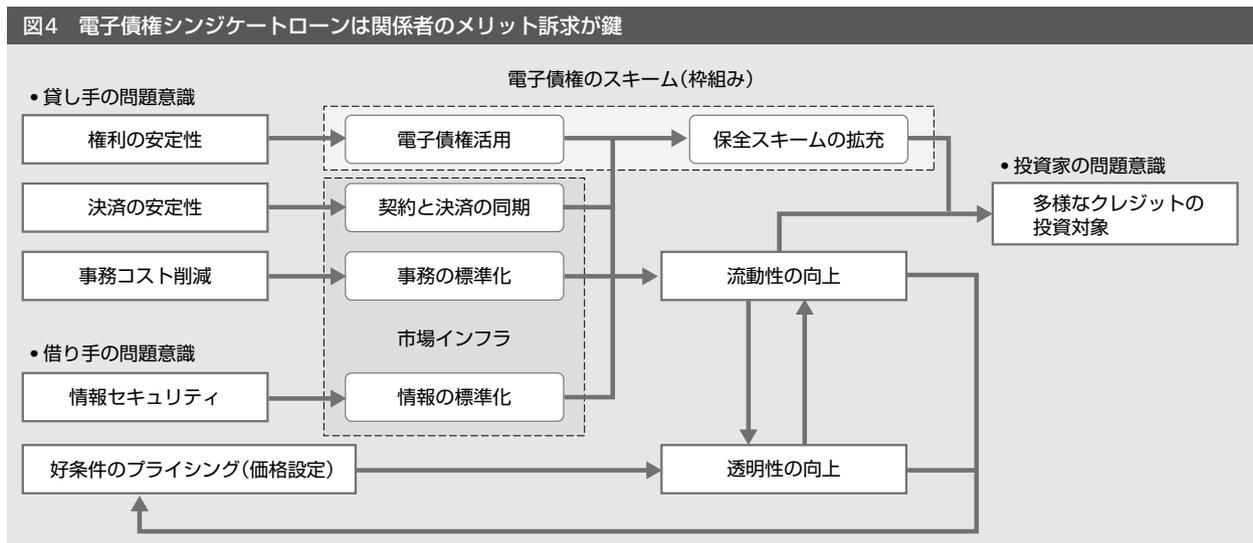
第3に、資金の分割である。これまでの手

形や一括決済方式では、額面金額の一部を分割して割り引いたり譲渡したりすることは困難であったが、電子債権を活用すれば、一部譲渡や割引が可能になる。

3 シンジケートローンへの活用

わが国のシンジケートローンは、セカンダリー市場（流通市場）での譲渡を想定していない場合が多いが、その背景には貸出債権の譲渡に関して、事務手続きの煩雑さや、融資と預金との相殺の可能性、譲渡に伴う企業情報の開示といった点で問題があることが指摘されている。これを電子債権の活用すると、次のようなメリットが考えられる。

第1に、事務手続きの簡素化が期待できる。すなわち、債務者企業が電子債権を幹事銀行に振り出し、幹事銀行がこれを分割して参加銀行に譲渡することでシンジケートローンの実行が完結する。その後、その債権を保有する銀行が他の金融機関にそれを譲渡する際にも、電子債権記録機関を通じて譲渡の旨を記録原簿に記載することで譲渡が完結するといった、非常にシンプルな手続きが想定される。



第2に、預金取引との関係の問題が解消される可能性である。現行のシンジケートローン実務では、預金取引と融資取引の相殺はローンの譲渡に関する民法上の手続きに依存するため、債務者企業と金融機関との間に相反する利害が生じ、それがシンジケートローン推進の障害になっているとの指摘がある^{注2}。これに対して電子債権を用いたシンジケートローンでは、ローンを電子債権として発生させる時点ですべて譲渡可能とし、最初から預金取引との関係を切断することが想定される。しかしこの場合、事務コスト軽減や調達コスト軽減といった形で、債務者企業に明確なメリットを訴求しないと、企業側のインセンティブとしては不十分であろう（前ページの図4）。

4 商流・金流・金融を 一体とした融資

電子債権の仕組みが利用できることで実現可能性のあるメリットについて見てきたが、今後、電子債権が普及してその利用が一般的になれば、在庫や売掛債権を担保とするABLに電子債権の活用を組み合わせることで、ABLの実務がさらに円滑になることも考えられる。

まず売掛債権の担保取得に際しては、

- ①担保に適した売掛債権かどうかのチェック
- ②支払人の信用力などを踏まえた評価額の算定
- ③債権譲渡登記

——といった手順が必要である。この際、売掛債権が電子債権として登録されれば、記録原簿の内容を確認するだけで権利関係が確

認できるため、ときには売掛債権の裏づけ資料（発注書や取引記録など）の確認に手間がかかる現状と比較して、スムーズな実務となる。さらに、電子債権が広く活用されることで、債権の譲渡登記、登記受付の確定、先行譲渡の確認などが一度に行えるようになる。売掛債権担保融資に伴う確認事務や譲渡登記事務の負担が相当程度に軽減されることも期待される。

また、ABLでは、担保対象の在庫や売掛金の状況等を月次などで定期的にモニタリングし、担保評価額の変動に応じて融資枠を機動的に変更できるほか、業況の変調をリアルタイムで把握することで、取引先との善後策を早めに協議できるようになるなど、融資先（借り手）企業の事業内容に深く関与することで、中小企業向け金融の情報の非対称性を緩和する効果がある。

ただ、こうしたモニタリングは、貸し手、借り手双方にとって手間がかかるため、ABLを実施するうえでの課題の一つともなっている。電子債権の普及を機に、たとえば在庫の管理にはICタグ（電子荷札）を活用して、在庫管理から生産・出荷・納入、売掛債権の発生、資金回収といった一連の商流・金流の流れをデータとして管理できるようになれば、モニタリングに要する時間的コストはかなり軽減されるのではないだろうか。

さらにABLの場合、動産や債権の担保取得は譲渡担保によるため、不動産担保のような第二順位以下の担保契約の有効性は疑問視されている。この場合、1つのメイン銀行が譲渡担保を設定してしまうと、他の準メイン銀行は同様な担保設定ができないばかりか、返済の引き当てと見込んでいる売掛金まで他

行に担保取得されることとなり、メイン銀行との共存が困難になりかねない。

このため、複数の金融機関と取引がある場合、ABLはシンジケートローンで実行することがしばしばある。前述のように、電子債権はシンジケートローンの事務を簡便にする効果が期待されている。

IV 金融危機の教訓を踏まえた リレーションシップバンキング の再生

1 金融理論バブル

リーマン・ショックを契機とした世界的な金融危機は、情報の透明性や十分な市場流動性を前提とした金融理論が実態と乖離していたことを示した。

同様の経験は、中小企業金融の分野でも起こったのではないだろうか。たとえば、財務情報を中心とした企業情報データベースを用いて企業の倒産リスクを推計し、主にこの推計結果に基づいて与信を判断するいわゆるスコアリング融資は、デフォルト（債務不履行）確率に関するモデルを用いることで、個別の企業のリスク評価にはある程度間違いはあっても、一定規模以上の融資件数を前提にすれば、実際の損失は一定範囲の誤差に収まる。そして、業種や地域を分散することで、比較的风险が分散された融資ポートフォリオが形成されるといった考え方である。

実体経済が通常の景気循環の範囲内で変動していれば、スコアリング融資の前提である上述のような理論も実態に合致しているのかもしれないが、経済の急激な変動を受け、市場というテールリスク（頻度は低いですが、発生する

と巨額となるリスク）に近い事態が生じることは否定できないのではないかと。

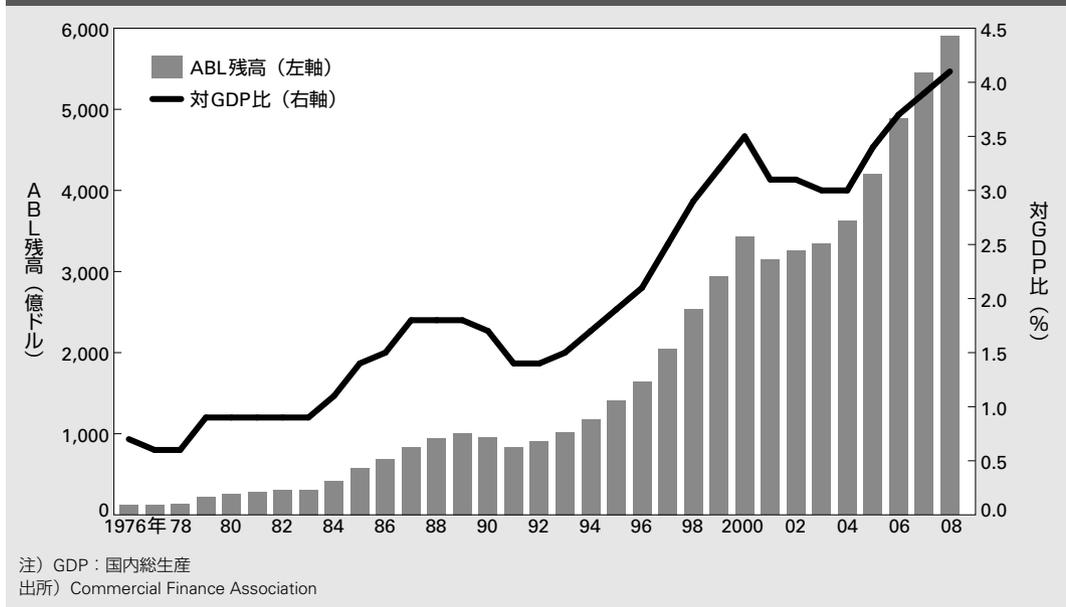
2 リレーションシップバンキングの 再生

スコアリング融資と対極にあるリレーションシップバンキングは、金融機関の業務が複雑になり、またさまざまな報告を当局から求められるという時代の変化のなかで、非常にコストがかかるビジネスモデルとなった。しかも、内部格付とデフォルト確率のマッピングに基づいて、ある程度効率化しながら客観的な与信管理をするという方法が発達したことで、財務指標を中心とした信用リスク評価に軸足が移ってきたと見られる。

しかし、中小企業の場合、財務数値で示される情報には限りがあり、特に、事業分野が狭く、過去の実績を示す財務情報だけではなく、事業の今後に関するフォワードルッキング（先見的）なリスク評価を織り込まないと、正しい評価は難しいと思われる。

この点、本稿で述べてきたABLは、リアルタイムに近い事業の状況を貸し手、借り手が共有し、一定の契約（コベナンツ）のもとで、業況の変調に対して、共に協力して対処する一方、事業が好調で業績が拡大してくれば、不動産担保や無担保枠の制約を超えて、成長資金を提供しやすい。そうした意味で、ABLは、リレーションシップバンキングを一つのパッケージとして効率的に実施していくための方法として注目される。地域経済が低迷から抜け出すには、農業再生や地域独自の産業の開発、アジア市場との結びつきの強化などの試みが必要である。こうしたなかで地域経済を支援する中小企業金融は、過去の

図5 米国のABL残高の推移



実績だけでは成功確率を評価できない、ということ为前提とした与信評価方法を確立する必要がある。

3 経済活性化を支援する産業金融へ

日本経済全体としても、主要企業は、米国をはじめとする先進国の消費拡大をターゲットにした事業モデルが転機を迎え、エマージング（経済発展の初期段階）市場の内需拡大を成長の中心としたグローバル市場をターゲットにするか、あるいは、日本国内で新たに成長してくる分野を視野に、事業の大胆な組み換えに踏み切るかが求められている。こうした取り組みを支えていく産業金融の展開も急務であろう。

ひるがえって、米国でも、1970年代以降、製造業が競争力を失うなかで、IT（情報技術）やインターネットビジネスなど、革新的な事業が生まれ、また一方で、伝統的な大企業においても、事業の大胆な組み換えや

M&A（企業合併・買収）による事業ポートフォリオ（事業構成）の変革や規模拡大が進められてきた。

その際には、産業を支える金融も、シンジケートローン市場の拡大と最終投資主体の多様化やABLによるレバレッジドパイアウト（買収相手先資産を担保とした資金調達）、M&Aを対象としたABLの大型化などが見られた（図5）。わが国の産業金融も、間接金融・直接金融を問わず、過去の成功確率では評価できない大胆な取り組みをサポートすべく、これまで以上に重要な役割が期待されているといっても過言ではない。

注

- 1 報道などによれば、他の大手銀行も類似のサービスを導入していく見込みである
- 2 通常の融資であれば、債務者企業の側から見て、取引銀行に預けている預金と自社の借り入れがあり、万が一取引金融機関が破綻してペイオフが実施された場合でも、自社の借り入れと

預金を相殺することで、ペイオフに伴う損害を一定の範囲にとどめることができる。しかし、ローンが譲渡されると、この相殺関係がなくなる場合があり、譲渡されることはデメリットになる。逆に金融機関から見た場合は、債務者企業から民法上の異議なき承諾を得ないかぎり、シンジケートローンを他の金融機関に譲渡しても、その企業が有する預金との相殺関係が残り、譲渡の効果が不完全なものとなる。このような債務者企業と金融機関との競合関係が、シンジケートローンの流通市場低迷の背景になっているとの指摘がある

著者

鶴谷 学（つるたにまなぶ）

金融戦略コンサルティング二部上級コンサルタント
専門は中小企業金融、リスク評価、データベースマーケティング、アジアの金融証券市場など

河野 愛（かわのあい）

金融戦略コンサルティング二部副主任コンサルタント
専門は金融事業戦略立案・実行支援、開発金融、政策金融、証券市場調査など

「グローバル金融」から「ローカル金融」へ 現地通貨建て市場を活用した金融の新しいグローバル化

奥 雄太郎



CONTENTS

- I 金融危機後に拡大した「現地通貨建て」の金融市場
- II アジア現地通貨建て金融市場の現状
- III 本邦金融機関の「現地化」に向けて

要約

- 1 金融危機時、アジア地域においては「現地通貨建て」の資金調達が増した。その背景として、①急激な信用収縮により、ユーロ市場など従来の資金調達市場が機能しなくなったこと、②割安なスワップ（キャッシュフローの交換）コストを活用し、「現地通貨⇒ドル転換」を行う「人工的ドル調達」が活発に行われたことなどが挙げられる。加えて、③アジア地域の景気刺激策（公共投資増）に伴い、現地市場での調達ニーズが増したことも挙げられる。
- 2 現地通貨建て資金調達が可能になったのは、アジア各国において、特にアジア通貨危機後に金融・資本市場が成長してきたためで、株式市場、債券市場の整備、機関投資家の規模拡大などが背景にある。通貨スワップ協定による各国通貨の安定化も、域内債券保証機関構想によるさらなる市場拡大などが、このような動きを後押ししている。
- 3 日本企業も、上述の金融市場の整備に加えて、新興国における現地販売の強化の必要性から、資金調達の軸足を各国の国内金融市場に移行していく可能性がある。このような状況下、本邦金融機関は、①金融グループとして事業領域を定義し、現地事業体制を構築する、②グローバルなリスクテイクを最適化する、③調達手段・通貨をグローバルに最適化する、④多国籍取引のための金融インフラを形成する——といった形で事業構造を再編していくことが求められている。

I 金融危機後に拡大した「現地通貨建て」の金融市場

1 国際金融市場の収縮

金融取引の発展が、金融機関のグローバル化と国際金融市場の拡大によって牽引される時代が、1980～90年代以降しばらく続いてきた。それに伴い、ロンドンのような国際拠点で組成される金融取引が伸長するとともに、国境や業態をまたいだ巨大金融コングロマリット（複合企業体）が出現することとなった。

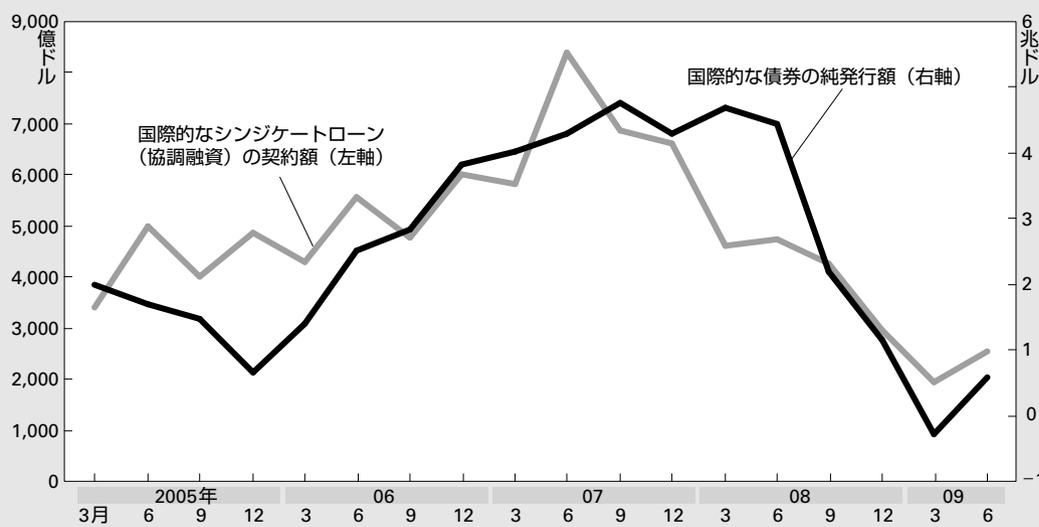
金融取引が国際化した大きな理由の一つは、ロンドンなどの金融拠点（国際金融市場）において巨額の取引が自由にできるようになったためである。とりわけ、「ユーロ市場」と呼ばれる金融の「プロ」同士の契約に基づいた自由な市場での取引が活発化し^{注1}、このような取引を可能ならしめる法規制の枠組み、金融関連の専門家を備えた市場が繁栄することとなった。

しかし、2007年8月の「サブプライムロー

ン危機」、2008年9月のいわゆる「リーマン・ショック」を契機として、国際金融市場が一時機能停止に陥り、多くの企業の資金調達が滞る事態となった。図1は、年ごとの国際債券発行およびシンジケートローン（協調融資）契約額を示したもので、2008年の後半には急激な落ち込みを見せている。国際的な金融取引の麻痺という事態が現出したのである。

その背景として、2007年後半以降、欧米の金融機関が流動性不足に陥り、主要な調達通貨である米ドル（以下、ドル）の需給が逼迫したことが挙げられる。ドル市場における流動性枯渇のため、各資金調達主体はユーロ、円、ポンドなど他のハードカレンシーでの調達を試みたため、ドルからユーロや円へと流動性危機が伝播する結果を招いた。加えて、金融市場におけるカウンターパーティ・リスク（取引先リスク）が顕在化し、信用スプレッド（同じ年限の国債指標銘柄と当該社債の利回りの差）が拡大したことも打撃となった。

図1 国際金融市場での取引



注) 純発行額は、前年同期比の増減
出所) 国際決済銀行 (BIS)

従来安定していると見られてきたグローバル市場が思わぬ脆弱性を示したのに対し、今回の一連の金融危機に際して存在感を高めることになったのが、各国国内のローカルな金融市場である。「ローカル市場」とは、狭義には「居住者による、居住者に対する自国通貨建ての市場」を指す（国際決済銀行〈BIS〉統計ではこの定義が用いられている）。ただし、後に触れるように、金融危機時に、「非居住者による、居住者に対する当該国通貨建て」の取引も拡大した。

図2は、BISによる債券市場に関するデータである。債券発行全体（国内・国際債券発行の合計）に占める国内債券（居住者による、居住者に対する自国通貨建ての債券）の比率は、2007年第4四半期から08年第4四半期にかけて大きく上昇した。

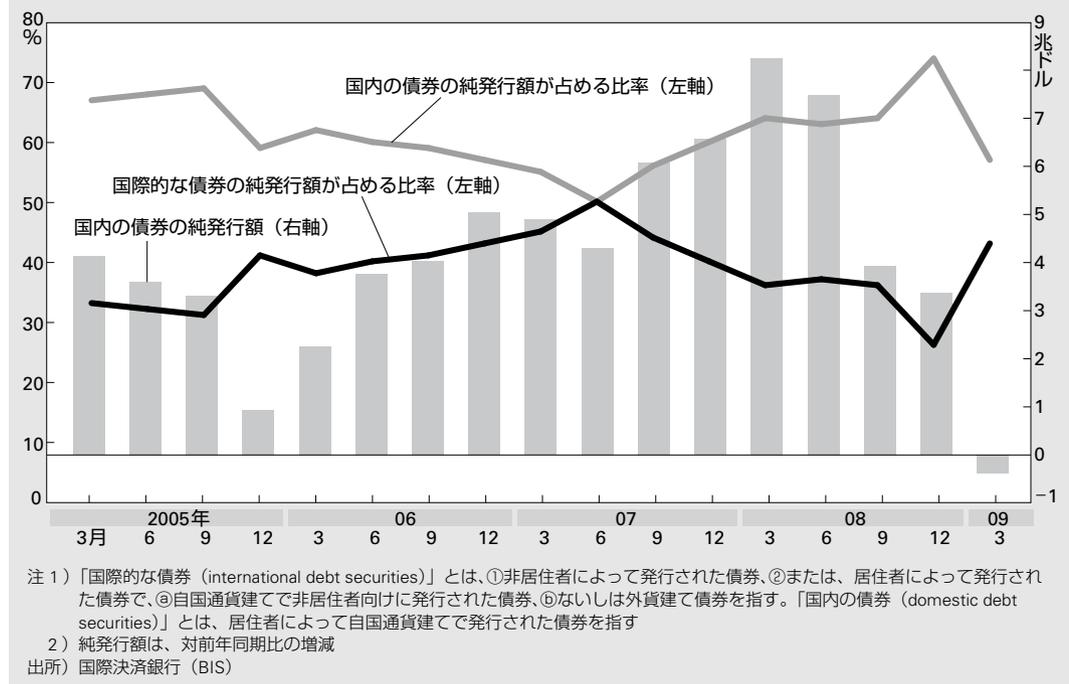
金融危機に伴い、信用収縮は多かれ少なかれどの国でも生じていたものの、資金の流動性に関してはドルほど需給が逼迫していなか

った通貨も多かったため、これまで国際金融市場を使っていた市場参加者が自国（通貨）市場に戻っていったものと考えられる。このことが、各国国内（通貨）での調達が増えた理由の一つになっている^{注2}。

2008年第4四半期の数値を見ると、各国の国内債券発行額自体は減っているにもかかわらず、全体に占めるその比率は75%に達している。つまり、リーマン・ショック後は国内金融市場での調達も減少したことになるが、ユーロなどの国際金融市場はそれ以上に機能が停止したということである。

これらの国内債券市場の国別構成比率を見ると、半分以上を日米両国が占めている（日本は国債が多い。また米国は従来から、国際市場というより世界最大のローカル市場である）。ただし、日本以外のアジアの国においても、債券の発行額が大きく伸びている点は重要である。残高の推移を見ると、国内債券市場に占めるアジア新興国（中国、インドネ

図2 国内市場での債券発行額およびその全体に占める比率の推移



シア、マレーシア、フィリピン、タイの5カ国)の比率は、2005年3月の2.2%から、09年3月の4.5%へと倍増しており、金融危機時を含めて安定して上昇ペースであった。

このような国内債券市場での調達拡大は、単純に金融のグローバル化が一時停止したというよりも、より構造的な変化である可能性が高い。国際金融市場が担っていた役割の一部を、各国通貨建ての国内金融市場(ハードカレンシー市場も含むが、新興国通貨市場の成長も著しい)が担うようになったと考えることができるのである。そうであれば、現地通貨建ての国内金融市場の拡大は、不可逆的な変化といえる。

2 現地通貨建て市場を通じたドル調達

各国の国内債券市場での調達拡大は、単純に「現地通貨」に対する需要だけが支えているわけではない。前述のように、現地通貨を調達しドルにスワップ(キャッシュフローの交換)する取引が増えた点は注目に値する。

従来、国内金融市場といえば、当該国の企業や政府・政府関連機関が、国内業務のために資金調達をする(あるいは、国外業務のための調達であっても、国外で調達しづらい場合に補完的に調達する)という位置づけであった。さらに、当該国に進出している外国系企業もその国の国内金融市場を活用するケースは多くなく、資金調達は国際金融市場や本国市場で行い、必要に応じて現地通貨にスワップすることが多かった。これは、現地通貨の為替規制などにより調達や運用が難しかったこと、他方で国際金融市場や本国市場では大規模な調達が柔軟にできたこと、特に日本

企業の場合は進出先の現地販売よりも親会社子会社間・企業間の取引が多く、これらの間の取り極めにより設備投資を工面するとともに、運転資金も最小化できるケースが多かったことなどが背景にある。

しかし、今回の危機において、これまで国際金融市場で調達していたグローバル企業・金融機関が、各国の国内金融市場での調達を活発化させた。それも、日本のサムライ債

表1 マレーシアおよびタイにおける非居住者の現地通貨建て起債

| 発行年 | 満期月/日 | 発行体 | 国 | 発行総額(100万ドル) | |
|-------|-------|------------|-----------------------------|--------------|---------|
| マレーシア | | | | | |
| 2007 | 1/26 | 2017/02/08 | アジア開発銀行 | フィリピン | 143.013 |
| 08 | 1/24 | 23/02/03 | ガルフ・インベストメント | クウェート | 306.176 |
| | 1/24 | 13/02/05 | ガルフ・インベストメント | クウェート | 306.176 |
| | 2/29 | 13/03/12 | 韓国輸出入銀行 | 韓国 | 312.969 |
| | 2/29 | 18/03/12 | 韓国輸出入銀行 | 韓国 | 312.969 |
| | 3/10 | 09/04/07 | GEマネー・インディア | インド | 6.202 |
| | 3/10 | 09/04/07 | GEマネー・インディア | インド | 2.481 |
| | 3/18 | 13/03/29 | インドステイト銀行 | インド | 156.226 |
| | 3/19 | 18/03/27 | 華僑銀行 | シンガポール | 314.673 |
| | 4/2 | 18/04/11 | インダストリアル・バンク・オブ・コリア(中小企業銀行) | 韓国 | 189.119 |
| | 4/2 | 13/04/11 | 同上 | 韓国 | 189.199 |
| | 4/4 | 11/04/15 | 同上 | 韓国 | 62.647 |
| | 4/7 | 11/04/15 | 同上 | 韓国 | 62.745 |
| | 5/8 | 11/05/16 | 現代キャピタル・サービス | 韓国 | 202.008 |
| | 5/28 | 10/06/11 | ウリイ銀行 | 韓国 | 163.909 |
| | 5/28 | 11/06/10 | ウリイ銀行 | 韓国 | 163.909 |
| | 5/28 | 15/06/11 | ウリイ銀行 | 韓国 | 163.909 |
| | 6/6 | 18/06/06 | 華僑銀行 | シンガポール | 184.849 |
| | 6/18 | 13/07/01 | 農協 | 韓国 | 92.353 |
| | 6/18 | 11/07/01 | 農協 | 韓国 | 92.353 |
| タイ | | | | | |
| 2007 | 4/4 | 14/04/05 | エミレーツNDB PJSC | アラブ首長国連邦 | 61.932 |
| | 11/30 | 17/12/11 | 中米経済統合銀行 | ホンジュラス | 77.343 |
| 08 | 6/24 | 11/07/04 | シティグループ | 米国 | 73.175 |
| | 6/25 | 11/06/30 | フランス開発庁 | フランス | 45.014 |
| | 7/30 | 18/08/07 | 韓国輸出入銀行 | 韓国 | 105.235 |
| | 7/30 | 11/08/07 | 韓国輸出入銀行 | 韓国 | 105.235 |

出所) トムソンロイターデータベース(トムソンロイターが把握していない債券も存在するため、上記のデータがすべてではない)

(円建て外債)のような確立された国内(向け)市場だけでなく、先進国の大企業が新興国の市場で起債するようになったのである³³。

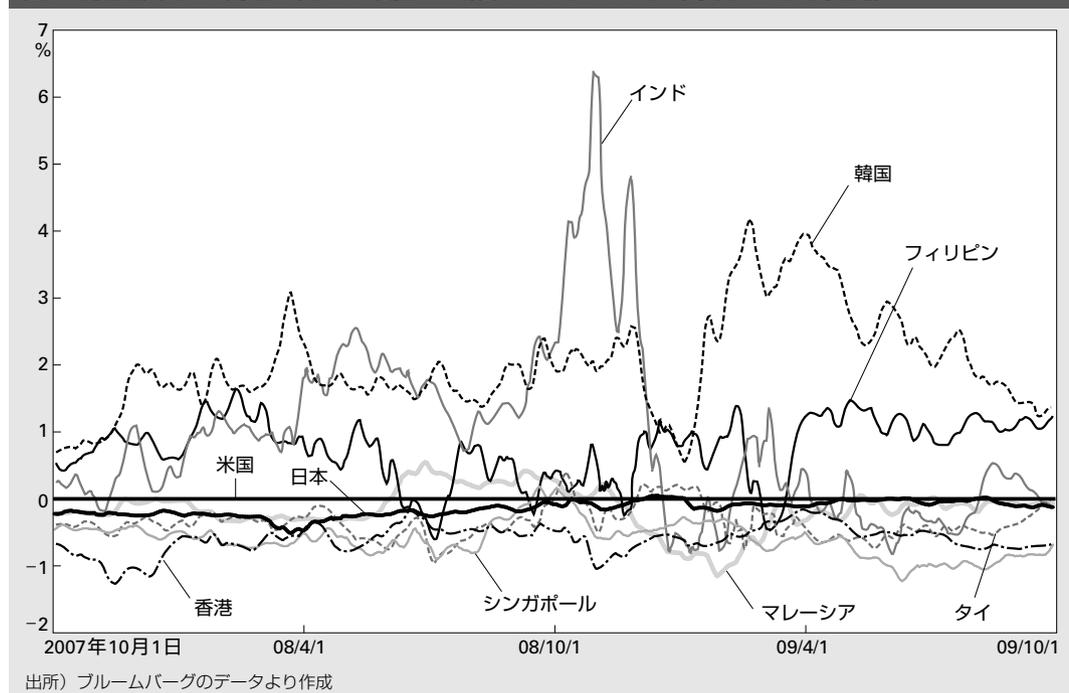
前ページの表1は、マレーシアおよびタイにおける非居住者の現地通貨建て起債実績である(2007年以降のデータだが、両国とも06年まではほとんど実績がない)。国際的な企業・金融機関、とりわけ韓国、インド、中東などの発行体が、両国市場で活発に起債していることがわかる。これらの発行体(特に韓国)は、市場への金融危機の影響が米欧以上に大きかった国で、国外市場での起債をせざるをえなかったというのが現実だが、これを機にマレーシア、タイ両国において、非居住者の起債に関する議論が本格化し、制度も整備されるという効果もたらされた。韓国の発行体のなかでも最も活発に起債を行ったのは韓国輸出入銀行であり、アジア通貨のほか、メキシコペソ、ブラジルリアルでも起債している。

これらの非居住者発行体のほぼすべてが、調達した現地通貨(マレーシアリングgitやタイバーツ)を即時にドルにスワップしている。つまりこれらの発行体は、ドルを調達するために現地通貨建て市場を活用しているのである。マレーシア、タイともに、金融危機時にあっても流動性が潤沢であり、国際金融市場でドル調達が難しくなった企業にとっても、比較的好条件で資金調達が可能だったためである。

さて、現地通貨建ての資金調達コストを決める条件は、「スワップコスト」「信用スプレッド」の2点である。

スワップの取引については、パーツの場合は、①パーツ固定金利(社債の場合は通常固定金利)を変動金利に変換する「金利スワップ」、②パーツ変動金利および元本を、ドル変動金利(ドルLIBOR)および元本に変換する「通貨スワップ(ベシススワップ)」——を行う(金利スワップとベシススワッ

図3 現地通貨建てで調達し米ドルに転換した場合のコストメリット(対米ドル建て調達比)



プを合わせた取引が「クロスカレンシー・スワップ」である)。ベーススワップの値(スプレッド)は大きく変動し、現地通貨建ての債券をドル建てに転換するコストはプラスにもマイナスにもなりうる。コストがマイナスである場合、ドルで調達するよりも、現地通貨で調達し、ドルに転換したほうが有利である。

図3は、現地通貨建てで調達し、ドルに転換した場合のコストメリット(対ドル建て調達比)を示したものである。グラフ上の数値が正の値の場合、ドルで直接調達する場合に比べて、現地通貨で調達したうえでドルに転換するコストのほうが高いことを意味する。それに対し、負の値の場合、現地通貨で調達したうえでドルに転換したほうがコストが低いことを示している。日本、シンガポール、香港のほか、マレーシア、タイもおおむね低コストでの調達が可能であったことがわかる。これが、前述のように、両国での非居住者起債が急に活発化したこと背景にある^{注4}。

第2に信用スプレッドであるが、国際的な格付機関が行う格付と、各国の国内格付機関が行う格付とは目盛り(スケール)が異なるため、単純な比較はできない。ただし、両方の格付を取得している発行体について見ると、マレーシア、タイなど現地通貨の債券市場のほうが、信用スプレッドの低いケースが多いようである。

その一つの背景として、アジア発行体のデフォルト(債務不履行)確率が低いことが挙げられる。たとえば、国際格付においてBB格付の企業が、ある国の国内格付ではAA格付であるとする、国際格付のBBと国内格付のAAとはほぼ等しい信用リスクを示して

いると見ることができる。しかし、アジアの多くの格付機関について比較すると、国内格付AAのデフォルト確率は、多くの場合、国際格付BBのデフォルト確率よりもかなり低い(日本のR&I(格付投資情報センター)、マレーシアのRAM、タイのTRIS、インドのCRISILの国内格付についてこのことがいえる)。このようなデフォルト確率を踏まえて投資家が信用リスクを価格付けしているかどうかは不明であるが^{注5}、非居住者が起債する際に、格付の読み替えによってコストを下げる余地があるのは事実である^{注6}。

3 現地通貨建て金融取引ニーズの活発化

今後、こうしたスワップによるドル調達にかぎらず、現地通貨を調達するための国内金融市場の活用が拡大していくことは必至である。特に、金融危機に伴う経常収支の不均衡(グローバルインバランス)^{注7}の段階的縮小の影響が次第に現れてくるものと考えられる。

従来、米国の政府・企業・家計各部門の債務拡大が、いってみれば「世界経済のエンジン」として機能していたが、今後米国は債務を順次減少させていく方向と見られている。そして、米国の内需に頼らずに国内の経済成長を維持するために、公共事業などを通じた債務増大が世界各国で予測されている。家計部門についても、とりわけ新興国においては、個人向け信用(クレジットカード、消費者ローンなど)の普及が急速に進んでいる。したがって、金融取引では、次第に、世界市場に対する「現地通貨」市場の占める比重が増えていく可能性が高い。

それに合わせるかのように、アジアの新興

各国では、現地通貨建ての金融市場の整備が着々と進んでいる。国内の貯蓄を国内の投資機会に循環させるという長年の課題も、現地通貨建て市場の整備によって解決されていく可能性がある。

II アジア現地通貨建て金融市場の現状

1 対外借り入れの抑制と国内金融市場の整備

本章では、発展著しいアジア諸国の現地通貨建て金融市場の現状についてレビューする。なお、ここでアジアという場合、新興諸国である中国およびASEAN（東南アジア諸国連合）諸国を指すこととする^{注8}。

アジアの多くの国は、1997、98年の通貨危機により、金融市場および経済全体にわたって壊滅的な打撃を受けた。1人当たり所得で見ても、マレーシアの所得が危機前の水準に回復したのは2004年、タイでは06年になってからのことであった。

そもそもアジア通貨危機を深刻化させた要因は、銀行ないし企業セクター（国によって異なる）が短期の対外借り入れに依存していたことであった。これは、現地通貨での調達手段および資金量が限られていたためであるが^{注9}、通貨が急に下落すると、これら短期対外債務の返済不安がただちに生じ、それがさらに通貨安を呼ぶというスパイラル（循環）に陥った。これは「満期と通貨のダブルミスマッチ」と呼ばれ、一部の国では銀行セクターにこのダブルミスマッチが集中したことで、実体経済全体は大きな打撃を被った。

このような経験からアジア諸国は対外債務

に対し警戒的になり、クロスボーダー取引（国境を越えた取引）よりも国内金融市場の深化を重視するようになった。たとえば、通貨危機の痛手が最も深刻だった国の一つであるインドネシアは、金融セクターの抜本的な改革に着手した。1990年代は、どちらかという危機の後処理的な施策がほとんどであったが、2000年代に入ると、イスラム金融セクターやREIT（不動産投資信託）法制的導入、預金保険制度の導入、新中央銀行法の制定など、金融セクターの安定化と深化に向けた取り組みが増えている。さらに2010年には、「金融庁（OJK）」と呼ばれる金融セクターの統一的な規制・監督の枠組みが導入される予定である。

他の目覚ましい例として、ベトナムを挙げることができる。同国には、2000年代初頭までは株式市場も債券市場も存在していなかった。ところが現在では、ベトナムの2カ所の取引所に420社（ハノイに238社、ホーチミンに181社、2009年11月現在）が上場するという一大変化を遂げている。さらにラオスや、1990年代には戦乱のさなかにあったカンボジアでも、2010年に株式市場を設立すべく準備が進められている。

マレーシアにおけるイスラム金融市場の発展も重要な展開である。イスラム金融サービスに関する国際標準を設定・検討するための国際機関であるイスラム金融サービス委員会（IFSB）の本部はクアラルンプールに置かれており、また、マレーシアの金融機関の運用資産に占めるイスラム金融資産の比率は年々上昇している（2009年9月現在で約13%）。

アジア各国ともに、自国通貨に対する信認が高まっていることも重要な変化である。通

貨危機の教訓を踏まえ、各国の中央銀行は為替政策を非常に重視しており、巨額の外貨準備も積み上げられている^{注10}。加えて、外貨の短期的な流動性を補う枠組みである「チェンマイイニシアチブ（CMI）」も為替の安定化に寄与している。CMIは、ASEAN+3（日本、中国、韓国）諸国の間での「2国間スワップ取り極め」とASEAN諸国の間の「域内（多国間）スワップ取り極め」から構成され、日本は韓国、タイ、フィリピン、マレーシア、中国、インドネシア、シンガポールとの間で取り極めを結んでいる（なお、日本がかかわらない多国間・2国間取り極めも存在し、とりわけ中国が人民元スワップに積極的である）。今後は、現行の2国間の枠組みを多国間のものに再編することも合意されており、現在検討が進められている。

アジアの多くの国では、国内市場に対する富裕層の不信、および企業・個人や金融機関にとって利用可能な金融商品・金融スキームの少なさなどから、資産の国外流出や国外での金融取引組成などが頻繁に行われ、国内のリソース（資源）を活かすことができない状況にあった（国内経済の発展に結びつかない「負のグローバル化」といえる）。現地通貨建て市場の整備は、このような（巨額の）国外流出資金を呼び戻すという点でも重要な役割を担っている。

2 現地通貨建て資産市場

以上のような各国の国内市場の整備を受け、現地通貨建て資産市場は、各国の国内投資家だけでなく外国投資家にとっても重要な投資対象となってきている。株式についてはもともと現地通貨建てであり、クロスボーダ

表2 各現地通貨インデックス（指数）のカバー対象

| | iBoxx ABF | JPモルガン GBI-EM | JPモルガン ELMI+ | HSBC ALBI |
|--------|-----------|------------------|-----------------|-----------|
| 中国 | ○ | — | ○ | ○ |
| 香港 | ○ | — | ○ | ○ |
| インドネシア | ○ | ○ | ○ | ○ |
| 韓国 | ○ | — | ○ | ○ |
| マレーシア | ○ | ○ | ○ | ○ |
| フィリピン | ○ | — | ○ | ○ |
| シンガポール | ○ | — | ○ | ○ |
| タイ | ○ | ○ | ○ | ○ |

注) ALBI：Asian Local Bond Index（アジア債券指数）、ELMI+：Emerging Local Markets Index Plus（為替フォワード、預金、政府短期証券など）、GBI-EM：Government Bond Index-Emerging Markets（国債）、iBoxx ABF：表2の左列の国と地域の現地通貨建て国債・公債の指数

一でも一定の投資残高があったが、為替および債券についても運用残高が増えていると見られる。JPモルガンが開発した「エマージング・ローカル・マーケット・インデックス・プラス（Emerging Local Markets Index Plus：ELMI+、為替フォワード〈先渡し〉、預金、政府短期証券など）」、および「ガバメント・ボンド・インデックス-エマージング・マーケット（Government Bond Index-Emerging Markets：GBI-EM、国債）」などのインデックス（指数）の普及も、現地通貨建て投資の増大に寄与している。これ以外に世界銀行グループが、運用会社のピムコおよびインデックス計算会社のマーケットと協力し、「グローバル・エマージング・マーケット・ローカル・カレンシー・ボンド（Global Emerging Markets Local Currency Bond：Gemloc）」を開発しており、現地通貨建て投資のさらなる拡大に寄与することが期待されている。

クロスボーダーに投資されている現地通貨建て債券市場の全体規模は明らかではないが、表2が示すように、多くのインデックス

がアジアの主要国をカバーしている。

Ⅲ 本邦金融機関の「現地化」に向けて

1 本邦金融機関の国外業務と財務活動

本邦金融機関のなかで海外業務を積極的に行っているのは、銀行、証券会社、保険会社、ノンバンク（クレジットカード、信販、消費者金融）、リース会社などである。これまでの本邦金融機関の国外での活動の中心は、日本企業（日系企業）との取引（融資、保険、リース、および日本市場での運用など）であった。日系企業がかかわらない取引、たとえばリテール（個人向け）金融業務や対現地企業取引などは近年になり端緒についた段階であり、いくつかのノンバンクや保険会社がアジア地域で合弁会社を設立したり、現地企業を買収したりして市場を開拓している（なお、自動車関連の自動車ファイナンス、ディーラーファイナンス、現地サプライヤーファイナンスなどについては、従来から各国で行われており、対日系企業取引に近い位置づけといえる）。

対日系企業取引においては、銀行の場合は日系企業からの預金を預かることができ、現地でファイナンス（資金調達）を積極的に行う必要がなかった。また、日系企業の側も、設備投資資金（や設備そのもの）は日本から持ち込むケースが多く（たとえば資本金、親子貸し付けなど）、運転資金についても、業種によって売り掛けと買い掛けの期間を揃えるといった工夫によって、現地での資金調達を最小化する傾向があった。現地でローンを

組む場合も、親会社保証をつけて邦銀から借り入れるのが最も低コストであるため、現地の銀行と取引したり、資本市場を活用したりするニーズは低調であったといえる。

2 本邦金融機関の「現地化」に向けての課題

しかし、前述のような「現地通貨建て金融市場」が勃興するとともに、従来の「対日系企業（ないしは日本市場）ビジネス」だけでは、何よりも国外進出を考える日系企業のニーズに応えられないという状況になりつつある。また、今後の現地通貨建て市場の拡大（そして日本や欧米市場の縮小）を踏まえると、数少ない成長機会として、新興国の金融市場にネットワークを広げることの優先度は上がってきている。このような環境の変化を踏まえ、本邦金融機関にとって今後重要と考えられる課題を、以下に4点示したい。

(1) 日系企業の「財務現地化」への対応

第1のポイントとして、日系企業自身が、財務面では資金調達のグローバル化・効率化を進め、業務面では新興国の現地市場での販売をより強化するようになっている点が挙げられる。

従来から大企業はグループ内にファイナンス会社を設立し、ユーロ市場で資金を調達するといったグローバル資金調達を行うとともに、地域ごとにキャッシュ・マネジメント・システムを導入し、グループ内で資金の効率化を図ってきた。ところが、特に2000年代に入ってからそれはとどまらず、日系企業による現地通貨建てでの社債発行など、現地市場での財務活動の実績が増えてきている。現

時点では、知名度の高い大企業の社債発行が多いとはいえるが、日系企業の業務がより現地化していくことに伴い、現地市場を活用した資金調達も増えていくだろう。ひるがえって、本邦金融機関としても、資金調達や保険など日系企業の現地化志向に幅広い面に応えることができれば、事業機会を失う状況にもなるだろう。

日系企業の財務活動の選択肢が増え、その財務ニーズが多様化するなかでは、金融機関側もオペレーション（運営）を現地化していく必要がある。具体的には、日系企業に対しより幅広いサービス（現地通貨建ての各種取引）を提供していくとともに、非日系企業に対しても融資や投資銀行業務、保険を提供していくことが求められる。

(2) リテール業務への参入

第2に、とりわけ銀行においては、自身のファイナンスのためにも、リテール業務（個人預金の取り扱いや個人向け商品の販売）に参入していくことが有望な選択肢となる。また、銀行以外の金融機関（たとえば保険・資産運用・証券会社など）においても、リテール業務は一般に収益が安定しやすく、また知名度を上げるきっかけとしても有用なため、ビジネスを非日系企業に広げていく際の選択肢として検討に値する。ノンバンクや保険、資産運用などの分野では、アジア地域の中間層・富裕層市場が拡大している点も重要である。一方、証券分野においては、リテール（特に富裕層）ネットワークの有無は、販売力を通じた金融商品の提案強化にも寄与するため、グローバル競争力を強化するうえで重要なステップである。

現状、本邦金融機関のなかでは、ノンバンク（信販、消費者金融）および保険会社によるリテール業務進出が先行しており、他方で銀行、証券業界はまだそれほど事例がない。そのため、今後、M&A（企業買収・合併）などを通じて現地市場を本格的に開拓するための施策が必要になってくるだろう。

(3) 「金融コングロマリット」 同士の競合

以上のような事業拡大は、必然的に欧米金融機関や現地金融機関との競合を増大させる。その際に重要になるのは、いわゆるユニバーサルバンク（すべての金融商品を扱う金融機関）・モデルに対しどのようなスタンスを取るかという点である。アジアをはじめ世界の多くの市場においても、銀行が一定の証券・保険関連業務を兼営できるユニバーサルバンク・モデルが導入されている。もともとユニバーサルバンク・モデルを採用していた欧州金融機関や、1999年の「グラム・リーチ・ブライリー法」により金融コングロマリットの形成が可能となった米国の金融機関が、世界各国の顧客に対して幅広い金融サービスを提供してきている。

この兼営モデル自体は、金融危機に伴う欧米金融機関の経営危機により疑問視もされているが、規制面でもビジネスモデル面でも、経営資源としては、専門化の方向に逆戻りするというより、依然として事業範囲や事業規模の拡大が重視されている。とりわけアジアの新興国においては銀行が金融セクターの中心であり、個人・法人に対して幅広いネットワークを有し、低コストで資金調達ができる銀行が、流動性リスクなどに対するバックアップを築くこともできるといったメリットを

享受している。

日本でも金融コングロマリット化は進んでいるものの、国外進出や国外事業運営については、金融グループとしてというより、まだ各事業部門単体での活動が主流のようである。しかし、現地化を進めるに当たっては、欧米や現地金融コングロマリットとの競合を前提に、グループとしての戦略がより求められるようになる。

(4) 複数の現地市場における金融取引の アレンジ

「現地化」の方向性は、同時に、国や市場をまたいだ取引に対するニーズに応えるものである必要がある。前述のような、複数市場での現地通貨建て取引の同時遂行や、複数の市場をまたいだM&Aなど、従来の「グローバル」市場ではなく、「マルチ・ローカル」の市場が今後立ち上がっていくものと考えられる。金融機関としても、各国の現地拠点をその国内だけで最適化するのではなく、クロスボーダー取引をもアレンジしていくという視野が必要になる。

アジア地域の複数市場で複数事業を展開している代表的な金融機関としては、HSBC（英国）、スタンダード・チャータード銀行（英国）、DBS銀行（シンガポール）、CIMB銀行（マレーシア）などが挙げられる（金融危機前までは、保険会社を中核とするグループであるING〈オランダ〉やAIG〈米国〉もこのなかに含まれた）。これらの金融機関は世界中の顧客に対しアジア各国の金融資産や投資家を紹介できる立場にあり、今後のマルチ・ローカルな事業展開で強い競争力を持つだろう。

3 本邦金融機関のグローバル ビジネスモデルの将来像

これまでの議論を踏まえ、本邦金融機関のグローバルビジネスモデルの将来像を、金融機関の収支面、バランスシート（貸借対照表）面、そしてこれらを支えるインフラの面から論じたい。

(1) 収支面——金融グループとして事業領域 を定義し、現地事業体制を構築

本邦金融機関は、国内では銀行・証券・ノンバンク（・保険）などからなる金融コングロマリットを形成しているものの、国外に展開する際は個別の事業単位が単体で進出するケースが多い点は再考すべきである。既存顧客である日系企業のニーズを満たすという以外に、自らの経営資源によって各国市場にどのような事業機会があるかを、グループ全体で検討することが必要であろう。自社で金融グループを形成していない場合にはこのような戦略は取りづらいが、現地でM&Aを行うといった方法で、リソースの不足に対応することができる。

収支面では、全事業部門を直ちに黒字化するという前提を離れ、グループ全体としての長期的な収支を考えることが必要である。たとえば、ある事業が黒字化するまでの間、別の事業で収支をカバーするといった考え方である。前述のINGグループは、2009年現在経営危機に陥っているが、アジアではこのような考え方を採用していたと見られ、市場進出の初期段階から収益性を高めることに成功していた。INGの主力分野である生命保険事業（とりわけ変額保険や個人年金保険）は、一般的に収益化には時間がかかるが（保険金支

払いが保険料払い込みを上回る期間が長い、商品の認知・普及まで時間がかかるなど)、同社のビジネスモデルにおいては、生命保険事業が収益化する前に、それに付随する投資顧問や投資信託の分野で収益を上げることが可能であった。金融危機後、INGをはじめ欧米金融機関が拡大路線に踏み込めないなか、本邦金融機関としては、このようなビジネスモデルを取り込む好機にあるといえる。

(2) バランスシート面①——グローバルなリスクテイクの最適化

バランスシート面でもグローバル展開を踏まえた効率化が必要である。BIS規制により、銀行および銀行グループはリスクに応じた自己資本の効率的な割り当てが大きな課題となっているが、国外展開をする場合にはそれがさらに重要となる。とりわけ国外で顧客やビジネス領域を広げていく場合は、国外の出資・合弁先を含めてリスクの査定を標準化し、さらにその割り当てを最適化することが必要である。

そのうえで、アジアの信用リスクをどのように取っていくかを検討することになるが、その際には情報の蓄積が必要である。アジア各国の市場が、ユーロ市場などグローバルな市場に比べて大きく劣っている点は、資金の量（流動性）というよりも、信用リスクに対する許容度である。香港やシンガポールを拠点とする投資家の間では、（北米や欧州市場と同様に）いわゆるハイイールド債（格付の低い高利回り債）市場があり、金融危機後も重要な役割を果たしている。それに対し、それ以外のアジア諸国では、他国通貨（ハードカレンシーを除く）建て投資残高は非常に小

さく、またハイイールド債市場もほとんど存在しない。リスク許容度の高い日本の投資家も、シンガポールなどの金融機関に運用を委託しているのが現状である。今後、本邦金融機関でも、日本国内において現地通貨建て市場に対する需要を掘り起こし、アジアの信用リスクに関する情報を蓄積していくことが重要になるだろう。

その際、ASEAN+3の枠組みにおいて、アジア開発銀行の信託基金として設立される「信用保証・投資メカニズム（CGIM：Credit Guarantee and Investment Mechanism）」は重要な契機となる。これは、アジアの多くの企業が、国内格付では投資適格であるのに国際格付では投資不適格になってしまう点に鑑み、アジア各国の優良企業の社債に公的な保証を与えるという制度である。このような公的な取り組みも踏まえて、アジアの現地通貨建て市場がより身近になり、日本の金融機関や投資家、その他の金融関係者の間でもさまざまな取り組みが促進されることを期待したい。

(3) バランスシート面②——調達手段・通貨をグローバルに最適化

資金調達の手段および通貨の組み合わせを最適化することも、今後の戦略として重要である。最適通貨をグローバルに確保し、流動性リスクを低減するという考え方から、各ローカル市場に資金調達源を持つておくことが必要となる。前述のように、韓国の金融機関は、国際金融市場で資金調達が難しかった時期に、アジアや中南米で資金調達を成功させている。

従来、資金調達の手段についてはその「高

度化」が課題ないし目標とされることが多かった。しかし、各国の現地通貨建て市場で金融事業を展開する際は、金融手法の高度化というよりも、未成熟な市場で必要な金融機能をいかに満たしつつ、リスクを低減するかという別種の課題に直面することになる。

たとえばアジアの新興国では、長期の資金を調達することはまだ難しい。また、長期の資産を有する場合に、金利リスクなどをヘッジすることも簡単にはできない。したがって、資産と負債をできるかぎり初步的にマッチングさせる必要がある。そのためには、たとえばさまざまなタイプの顧客層を確保し、目標としているALM（Asset Liability Management：資産負債の総合管理）を実現するといった施策を検討することが必要である。

（4）多国籍取引のための金融インフラの形成

これまでの国際金融市場のインフラは、多くの場合、欧米先進国のプレーヤーがユーザーとして想定されていた。たとえば国際的な格付機関で投資適格以上の格付を得られる企業は先進国の企業で占められ、日本を除くアジアの多くの企業は投資不適格のハイイールド債に分類されてしまう。また別の例としては、証券の国際的な決済機関（クリアリングハウス）として、ユーロ市場では欧州に本拠を置くユーロクリア、クリアストリームの2社が独占的な役割を担っており、アジアの取引をアジア時間に決済できないという課題があった。

しかしながら、こういった点についても少しずつ改善が見られている。たとえば格付会社のスタンダード・アンド・プアーズは、2009年5月に「ASEAN地域格付スケール」

を公表し、これまでよりも細かいスケールでASEAN企業の信用リスクを把握することが可能となった。投資家の間で一般化するかどうかは未知数だが、ASEANの複数国の企業の信用リスクを同一のスケールで比較することができる点、またASEAN各国の有力企業が「投資適格」としての格付を得られる点は、従来の国内格付や国際格付の課題を解消するものである。

また、上述のクリアストリームは、シンガポールに拠点を設けることを2009年10月に発表した。これによりアジアの取引を、同じアジア時間内で決済することが可能になる。

これらのイニシアチブは、現在のところ欧米の国際金融市場のプレーヤーが「現地化」することで開始されてきている。しかし今後のアジア現地市場の拡大に向けては、本邦金融機関に期待される役割も大きいと考えられ、インフラの整備を手始めにさまざまな取り組みが求められる^{注1}。

注

- 1 ユーロとは、(本国外の) 資金市場を指す用語
- 2 ただし、リーマン・ショック後の数カ月間は、どの通貨市場においてもターム（期日）物の取引はほとんど機能しなくなった
- 3 現在、ASEAN+3地域で非居住者企業による起債が認められている国としては、韓国（アリアン債）、香港、インドネシア、シンガポール、タイ、フィリピンが挙げられる（ただし、インドネシアとフィリピンの実績はない）。中国においては、非居住者起債の枠組みである「パンダ債」制度を、将来的に民間企業にも適用すべく検討が行われている
- 4 ただし、日本、米国、香港、シンガポールを除くと、スワップ市場の流動性は高くなく、データは参考値を示したものである
- 5 実際には、アジアの多くの国では資本勘定が自

- 由化されておらず、信用リスクのプライシング（価格付け）について裁定が働きにくいことも、理由の一つと考えられる
- 6 ただし、同格付の国内の発行体に比べると、スプレッドが大きくなるケースも観測されている。これは、国外の発行体に対する情報の入手可能性、デフォルト時の手続きの煩雑さなどを踏まえて、投資家側がコストを織り込んだと考えることができる
 - 7 アジア、中東などの各国が米国に対する経常（貿易）黒字を拡大する一方、米国側の経常（貿易）赤字が拡大する現象
 - 8 韓国、台湾は新興国に含めない。なお、アジア新興国のなかではインドも重要な市場であるが、市場の発展経緯や特徴が他の諸国と異なるため、ここには含めていない
 - 9 アジア通貨危機前、多くのアジア諸国は経常赤字であり、現在のように国内の流動性が豊富な状態ではなかった
 - 10 日本では、為替介入や外貨準備の管理は財務省の管轄だが、アジアの多くの国では中央銀行がその役割を担っている
 - 11 インフラ関連のアジェンダ（取り組むべき課題）としては、他に地域通貨の資金決済ネットワーク、中央銀行におけるクロスボーダー担保の導入などがあり、さまざまに議論されている

著者

奥 雄太郎（おくゆうたろう）

金融戦略コンサルティング二部主任コンサルタント
専門は新興国金融

金融機関の成長の鍵を握る 3つの金融人材の育成

磯崎彦次郎



山崎大輔



CONTENTS

- I 金融機関における競争力の源泉
- II 金融機関で求められる3つの人材分類
- III 大手行・地方銀行等で育成が急がれる人材
- IV 人材育成の課題と対応策

要約

- 1 金融機関の主要資産は人材であり、人的資源管理こそが競争力の源泉といえる。商品組成からその販売・営業まで、価値創出に人材が果たす役割は大きい。
- 2 金融機関の競争力強化には人材育成が重要である。①金融工学人材は、金融派生商品や資産運用に関する先端的な知識を有し実務に活用する人材で、創造性が鍵である。②事業金融人材は、企業の資金調達、企業買収・合併関連ファイナンスなどの知識と実務経験を有する人材で、顧客理解が鍵である。③経営層・マネージャー人材は、金融工学の動向や顧客ニーズなどを広く理解し、それを経営判断などに活用する人材で、広範囲に及ぶ知識・リテラシーが鍵である。
- 3 金融工学人材は、欧米だけでなくアジアにおける競争でも、その確保が勝敗を分けつつある。グローバル競争に直面している大手行は、特に確保が急務である。事業金融人材は企業のニーズを適切にくみ取ることができ、地方経済が縮小傾向にある日本では、地方銀行等での確保が急務である。経営層・マネージャー人材はニーズや動向を広く把握し、リソース（資源）を適切に配分する。競争が激化している場面で特に重要で、地方銀行等での確保が急務である。
- 4 金融工学人材の育成の課題は外部化であり、共同研究や人事交流が重要である。事業金融人材の育成の課題は育成方法の体系化であり、OJT（職場内での実施訓練）とOFF-JT（職場外での実施訓練）を適切にバランスさせたプログラムが必要である。経営層・マネージャー人材の育成には啓発が必要で、そのうえで、米国のエグゼクティブ向けプログラムへの派遣を検討したい。

I 金融機関における競争力の源泉

金融危機の背景として、証券化の進展、金融規制・監督制度の不備、市場のグローバル化、2000年以降の金融緩和——などが指摘されている。欧米を中心とする投資銀行やヘッジファンドのビジネスモデルに対する批判がある一方で、金融は事業運営に多大な貢献をしており、その重要性に疑う余地はない。

金融機関の主要資産の一つは人材であり、人的資源管理は金融機関の競争力の源泉といえる。たとえば、商品の組成においては金融工学を理解・応用できる人材が不可欠とされる。特に新商品は、金融工学を駆使した発想から生み出されるものであり、そうした個々の人材が生み出す付加価値は他の産業よりも大きいとされる。このことは、優秀な人材獲得が過熱することからも推察される。

また、金融商品は無形で数字で組成され、その数字も相場や条件が変われば変動して一般にはわかりにくい。このため、ホールセール（大口法人向け）であれリテール（個人向け）であれ、商品の販売・営業において商品

を理解してもらうには人の説明が果たす役割が大きい。

II 金融機関で求められる3つの人材分類

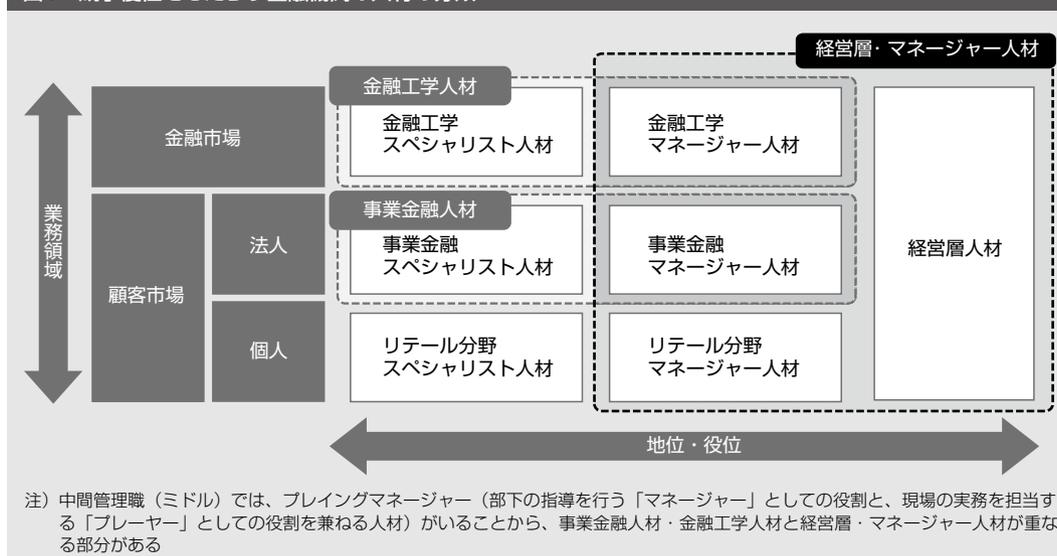
1 金融人材の分類

金融機関を競争優位に導くために確保・育成すべき人材像とは、どう定義し考えればよいのだろうか。経済産業省に事務局を置く高度金融人材産学協議会の「高度金融人材の育成・活用に関する調査研究（平成19年度）」では、金融人材を「金融工学人材」と「事業金融人材」に区別している。さらに平成20年度と同調査研究では、金融機関における「経営層人材の育成」にも言及している。

また、金融機関の業務を考えると、これら3つの人材以外に、リテール分野の人材育成も必要である（図1）。

これらのうち、人材獲得競争がグローバルに激化していること、顧客ニーズの変化が特に早く育成・対応が難しいことから、本稿では金融工学人材、事業金融人材、経営層・マ

図1 競争優位をもたらす金融機関の人材の分類



ネージャー人材の3つを取り上げる（表1）。

2 人材像の特徴

(1) 金融工学人材

金融工学人材とは、デリバティブ（金融派生商品）や資産運用に関する先端的な金融工学の知識を有し、実務に活用する人材で、一般に金融商品開発・プライシング（価格設定）業務や資産運用業務などを担当する。金融工学人材は、数理的素養やIT（情報技術）スキル（技能）、および高度な金融商品の知識を有し、勤務経験が浅いうちから活躍するケースも珍しくない。大学卒業後もアカデミックな研究機関とかかわりを持ち、金融工学などの最新の動向を把握している。「創造性」が鍵となる。

(2) 事業金融人材

事業金融人材とは、企業の資金調達、企業買収・合併（M&A）関連ファイナンス、プロジェクトファイナンスなどの分野に関する専門的な知識と実務経験を有する人材で、一般に法人営業やコンサルティング業務などを担当する。「顧客理解」が鍵となる。

(3) 経営層・マネージャー人材

経営層・マネージャー人材は、トップある

いはミドル（中間管理職）以上の役職で金融機関経営をリードする。金融工学の動向や事業会社のニーズなどを広く理解し、その知識を経営判断や内外のコミュニケーションに活用する。「広範囲の知識・リテラシー」が鍵となる。

野村総合研究所（NRI）が2008年に実施した金融機関などの人材のキャリアパスに関するインタビューでは、金融機関の経営者になった後も、最新情報などを理解する必要性に言及しており、自らが日々の勉強を怠らざ続けている人が多いことが印象的であった。

Ⅲ 大手行・地方銀行等で育成が急がれる人材

金融工学人材が金融市場に向き合い、事業金融人材が顧客市場で法人のニーズを拾う。経営層・マネージャー人材は、金融工学人材や事業金融人材を活用することで金融機関を競争優位に導く——。金融機関は、本稿で挙げた3タイプすべての人材を確保することが理想的である。個別の金融機関が置かれている環境はさまざまだが、大手行（都市銀行、信託銀行）と地方銀行等（第一地方銀行、第二地方銀行、信用金庫など）に分けて、それぞれが優先的に育成すべき人材を見ていく。

表1 金融機関に求められる3つの人材の定義、担当業務、必要な知識・スキル（技能）

| | 金融工学人材 | 事業金融人材 | 経営層・マネージャー人材 |
|-----------|---|---|--------------------------------------|
| 定義 | 金融工学分野の先端的な知識やスキルを保有し、それを活用して競争力の核となる業務を担当する人材 | 事業会社の経営や個人の資産運用において、顧客ニーズに合わせた金融サービスを提供する人材 | 金融機関でリーダーシップを発揮する経営者・役員 |
| 担当業務（例） | 基礎研究、商品・ソリューション企画、商品・ソリューション開発、資産運用・トレーディング、リスク管理など | 法人融資・渉外担当、企業財務アドバイザー、M&A（企業合併・買収）関連ファイナンスアドバイザーなど | 金融機関の経営層（経営者・役員）、マネージャー |
| 必要な知識・スキル | ベースとなる数理解析スキル、商品開発、マーケティング力、資産運用・管理、システム開発などの金融工学の実現力 | 企業金融全般（税務・法務・会計など）に関する理解・知識、理論の実務への应用能力、コミュニケーション能力・交渉力など | 金融工学・顧客ニーズの動向への理解、マネジメント、コミュニケーション能力 |

1 大手行で求められる人材

(1) 金融工学人材

2008年秋以降の金融危機を受け、金融市場の競争は一時的に落ち込んだ。業績回復までの期間は各金融機関でまちまちだが、金融分野で厳しい国際競争が再発することは間違いない。日本経済が成熟化するなか、大手行は持続的な成長を遂げるために、アジアなどの新興市場も含めて海外へ進出することが求められる。

大手行は、特に金融商品の商品性などで、日本国内でも外資系金融機関に大きく差をつけられている。金融工学人材は高収益の源泉であり、そうした人材が乏しいことが、商品組成力をはじめ、国際競争で大手行が存在感を示せない要因となっている。逆に、金融工学人材を外資系金融機関並みに確保・育成できれば、融資先との長期的信頼関係など、日系金融機関である強みを梃子に外資系金融機関とも互角以上に渡り合うことが可能となる。大手行には、特に金融工学人材の確保・育成が必要であると考えられる。

昨今では、欧米だけでなくアジアでの競争においても、金融工学的な側面が勝敗を分けるポイントになりつつある。近年では、アジアなど新興国の金融機関も、将来性のある人材を欧米のMBA（経営学修士）コースを設置するビジネススクールなどに通わせるなど、欧米式の育成方法を採用し始めている。金融工学人材は、ウォール街やロンドンのシティだけでなく世界中の金融市場で活躍しており、金融工学人材の確保・育成は、急務である。

(2) 事業金融人材

製造業を中心に日系企業の海外進出が進ん

でおり、グローバルな資金調達など多様かつ新しい金融ニーズが高まっている。企業の動向や先行きを見すえ、顕在化したニーズだけでなく、提案によりニーズを掘り起こすことができる事業金融人材の育成も必要である。

2 地方銀行等で求められる人材

(1) 事業金融人材

大手行ばかりでなく地方銀行等も厳しい競争環境にある。一部の例外を除いて地方経済は縮小傾向にあること、自己資本比率で国内基準を採用する大半の地方銀行等には海外進出という選択が難しいこと、ゆうちょ銀行等の新たな競合が脅威となっていること——など、競争を激化させる事由には事欠かない。

競争を勝ち抜くには、まず、地元企業のニーズを適切にくみ取ることのできる事業金融人材の確保が必要である。前述のNRIのインタビューでは、ある地方企業から、「自身でリスクを取って資金を提供する銀行と、自身でリスクを取らずに投資家の資金導入を手助けする証券会社とでは、両者は対極の立場にあり、事業会社に最適な金融サービスが存在しない」という意見が聞かれた。地方企業のニーズを適切にくむことで、成長を遂げる余地は十分に残されていると考える。

(2) 経営層・マネージャー人材

経営層・マネージャー人材の確保も必要である。日系金融機関は横並び意識が強かったため、自行の経営資源を適切に把握・配分し、そのうえで差別化を図るといった経営感覚や意識が不十分なことが多く、それが課題とされてきた。

一般に市場が縮小していく際に、経営者の

適切な舵取りが企業の生死を分ける。金融業界では、競争の激化とともにマネジメントの役割が高まっている。地方銀行等では、事業金融人材の確保に加えて経営層・マネージャー人材の確保が必要である。

IV 人材育成の課題と対応策

1 金融機関における人材育成上の課題

3つの金融人材の必要性を論じてきたが、それぞれの育成に向けた課題は少なくない。以下で課題を明確にしたうえで、対応策・解決策を提示したい。

金融工学人材と事業金融人材の育成には大きく2つの課題がある。第1に、理論と実践を融合させる「育成の体系化」である。金融実務は急速に発展してますます複雑化しているため、現場では新たな問題に直面することが多い。その問題に早急かつ適切に対応するには、「実践で培ったこれまでの経験」だけでなく、「実践の背後にある金融理論を理解している」必要がある³¹。

人材育成の方法は、OJT（職場内での実施訓練）とOFF-JT（職場外での実施訓練）がある。OJTの重要性は今後も引き続き変わらないものの、日系金融機関は、これまでOJTによる人材育成に過度に依存していたと考える。前述のインタビューでは、外資系金融機関は、採用後早い段階で、広範囲にわたる金融理論をまとめて習得させるOFF-JTを提供している事実が確認できた。理論を応用したり実践を積むことはその後のOJTの範疇であるが、その前に理論全般を知り、業務の全体感をイメージさせることが、金融実務の現場

の問題に早急かつ適切に対応する基礎となっている。

終身雇用のもとで人材育成に長期間をかけていた時代は、実践を通して理論を断片的に理解していく方式でも、キャリアパス（昇進・昇格機会）を重ねることで最終的に理論全般を理解することができたかもしれない。しかし、中途採用が増加している現在の雇用実態にも鑑みると、OJTに過度に依存した人材育成は、金融機関の競争力向上に適しているとはいえない。OJTとOFF-JTを適切にバランスさせ、「育成の体系化」を図ることが課題といえる。

第2の課題は、費用と効果を踏まえて外部リソース（資源）を取り入れる「外部化」である。海外へのMBA取得留学が流行となった時期はあったものの、原則的に日系金融機関は、新卒で採用し、自前で育成するという「自前主義」が支配的であった。

上述のように、金融実務は急速に変化しており、金融市場や同業他社など外部の動向を常に注視する必要がある³²。また、自社内で競争力を高める人材の要件を確定することは、難しい問題をはらむ。特定の知識やスキルを有する人材が価値を持たなくなったり、市場での希少性を失ったりする事態が十分に考えられるからである。たとえば、証券化によりリスク分散を図るといった専門性は、金融危機前後で評価が一変した。このように、中長期で人材を育成する自前主義だけでは、人材ニーズの変化に対応しきれない危険性がある。

実際に外資系金融機関は、金融工学人材や事業金融人材の確保・育成に関して大学院などを積極的に活用している。米国の大学院へのインタビューによれば、大学院は金融機関

をはじめ社会人教育に熱心であり、相当の規模で研修などを請け負っている。大学院が金融機関の社員向け講座を広く開催することもあり、個社の育成ニーズにオーダーメイドで対応して研修を提供することもある。

また、金融機関の規模と教える内容によるが、限られた育成対象者に、自前で社内研修を実施するのは高コストになる。内部リソースだけで対応するよりも、学術分野との連携により「知の移転」や人事交流を図ることが必要である。米国では、金融機関と大学の研究室の双方に籍を置く金融専門家が、共同研究や交流を促進させたり、大学カリキュラムを金融実務に合ったものに改変していったりするなど、重要な役割を負っているケースがある。

次に経営層・マネージャー人材は、確保・育成以前の段階で課題がある。海外に比べて、日本では組織を経営するという能力が、専門的なスキルとして十分に認められていない。まずは、経営層・マネージャー人材を育成する必要性を、経営層・マネージャー人材自身も含め社内に理解してもらう必要がある。そのうえで、経営層・マネージャー人材に、「広範な知識・リテラシー（共通言語）」を教育する必要がある。

金融工学人材や事業金融人材を適切に管理したり、IR（投資家向け広報）などで外部へ事業環境やビジネスモデルを説明したりする場合、広範な知識・リテラシーが必要とされるが、現状は対応できていないことが多い。

2 「外部化」への対応と 金融工学人材の育成

外部化への対応策・解決策を示したい。先

に、特に大手行で金融工学人材の育成が必要であると述べた。外部化の取り組みは、大手行の金融工学人材育成に訴求すると考える^{注3}。

国内の製造業などで多い産学連携の実績・事例は、国内の金融分野では少ない。欧米では金融分野での産学連携が盛んで、日本でも金融分野での産学連携は可能であり、先んじて取り組むことで先行者利益を獲得できると考える。金融工学人材の育成・確保のためには、大学と金融機関の間で知の移転を目的にした共同研究の実施や、それを踏まえた人事交流などが有効である。

共同研究や人事交流は、大学などの研究者の研究領域・テーマに対して金融機関が支援することで進めていく。支援は、資金的な支援だけでなく、金融関連のデータ等の情報提供なども考えられる。また、金融機関から研究者に対して、より積極的に研究テーマを提示し、調査・研究を委託するケースもあるだろう。金融機関から大学、あるいは大学から金融機関へ、必要に応じて研究者を派遣するスタイルも考えられる。

たとえば、広島銀行と広島大学が2005年12月～06年5月にかけて実施した共同プロジェクトでは、株式投資のモデルとソフトウェアを開発している。このソフトウェアを用いた投資手法の結果、市場平均を上回るリターンが期待できると公表されており、実業と大学が結びついて具体的な研究成果を上げた注目すべき事例である。

共同研究・人事交流を実施するためのスキーム（枠組み）を、前述の「高度金融人材の育成・活用に関する調査研究（平成20年度）」は以下のように提示している（次ページの図2）。

共同研究・人事交流の一環として、インタ

ンシップ形式を取るケースもある。このインターンシップは、採用のみを念頭に置いたものとは違い、研究に主眼を置いたものと考えられることができる。金融工学分野以外の研究分野では、このようなインターンシップ的な制度を用いた産学連携の人材育成が行われている。たとえば、東芝が複数の大学院（理系）を対象に実施している「研究インターンシップ制度」では、大学院生の研究者としての素養を高めることを目的に、採用ではなく研究を主目的に運営がされている。

3 OJT、OFF-JTを融合させた「育成の体系化」への対応と事業金融人材の育成

(1) 育成の体系化の方法——OJTの役割

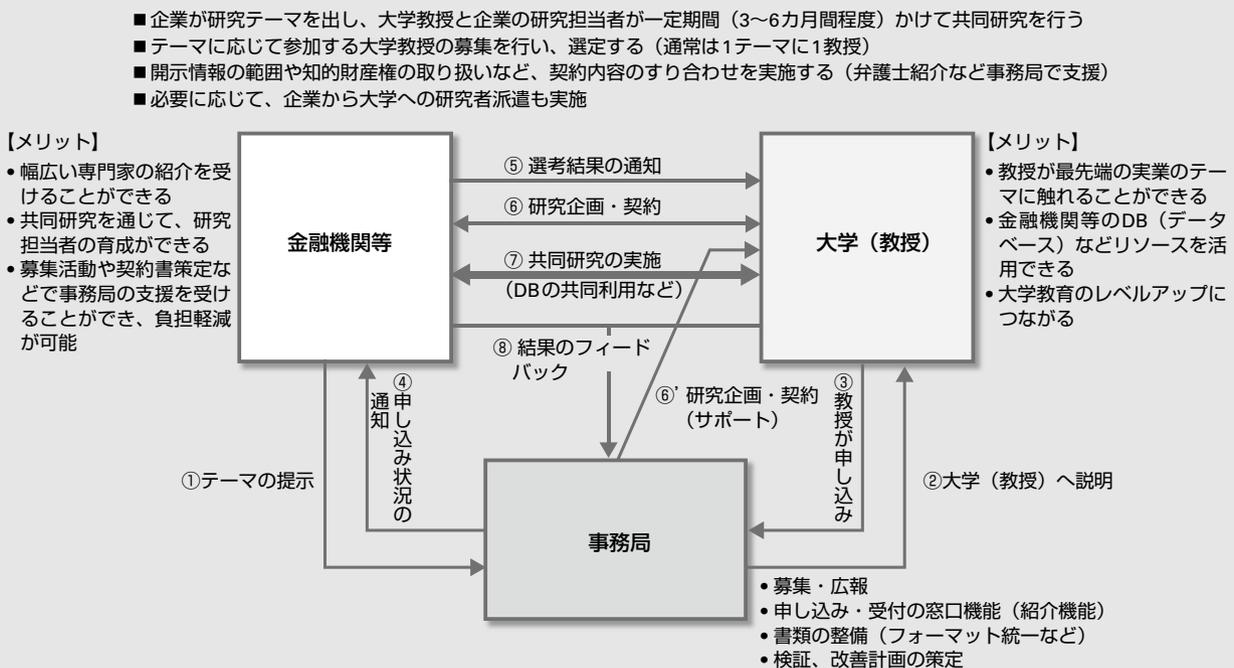
次に、「育成の体系化」に対する対応策・解決策を示したい。先に、特に地方銀行等では事業金融人材の育成が必要であると述べ

た。育成の体系化は、地方銀行等の事業金融人材育成に訴求すると考える²⁴。前述のように、体系的な人材育成ではOJTとOFF-JTは両輪で、適切にバランスさせる必要がある。

まずOJTについては、日系金融機関はこれまで重視してきたので、従来のやり方の踏襲が原則となる。たとえばインストラクター制度など、先輩から実務を学ぶ仕組みは、多くの金融機関で実施されており、有効な方法といえる。しかし、従来の方法には改善すべき点もある。外資系金融機関や他の知識集約型産業²⁵と比べて、日系金融機関はナレッジマネジメント（知識・知恵管理）が弱い。具体的には、法人営業などさまざまな分野において、社内の過去の事例・取り組みが共有されていない。失敗事例も含めて事例を整理・蓄積し、社内全体で共有することは、OJTを進化させるための重要な方法であると考え

一方、日系金融機関は、メインバンク制の

図2 共同研究・人事交流のための産学連携スキーム



出所) 経済産業省高度金融人材産学協議会「高度金融人材の育成・活用に関する調査研究（平成20年度）」

もと、日系企業と長期的な信頼関係を築いてきた。顧客との連携を強め、さらに要望に徹底して応えることが基本であり、また大きな成長を促すだろう。実際に事業金融・金融工学人材へのインタビューでも、「こちら（金融機関）の提案などに対して要求が高い顧客と相対することで成長した」という意見が出ている。しかし、日系・外資系双方の金融機関を経験した人へのインタビューでは、日系金融機関のうち、特に銀行について顧客意識の低さを指摘する意見があった。「顧客と相対することで成長する」という貴重な機会を逸していることにもつながるので、自省が求められる。

事業会社へのインタビュー調査によると、事業金融分野では、「資金調達方法の決定」「株主対策（配当政策、自社株買い、IRなど）」「企業の買収・合併に関するファイナンス」などを重要課題としている。また、金融工学分野では、「為替変動リスクのヘッジ」「金利変動リスクのヘッジ」「企業年金の運用」などを重要課題としており、今後重点的に対応が必要なテーマとして参考になるだろう。

(2) 育成の体系化の方法——OFF-JTの役割

OFF-JTでは、理論全般を知り、業務の全体感を持たせるために、当該分野の内容を知っているだけでなく、当該分野の考え方や周辺分野について理解させることが必要である。これまで金融機関では手薄であった分野もあるので、社内だけでOFF-JT研修を構築するのは難しいだろう。内容が多岐にわたるため、外部の教育機関を組み入れて、体系的な内容を教えていくことが必要である。

ビジネスマナーなどの基礎スキルは、企業

研修を提供する会社で対応できる。しかし、本業である金融業で競争力を強化するには、高度な教育が提供できる外部教育機関を厳選しなくてはならない。MBAファイナンスコースが充実している大学などの専門教育機関が候補となる。米国を中心に海外では、教育水準の高さやファイナンス教育に強みを持つMBA・大学は数多く存在する。しかし、留学にはかなりのコストがかかるため、十分な人

表2 国内MBAの実施科目と内容

| | | (N=114団体、単位：%) | | | |
|------------------|--------------------------------|----------------|-------------|--------------|------------|
| | | 実施の有無 | ケーススタディがあるか | 実務経験者が教えているか | 他校より強いのか |
| 金融 ファイ ナンス | コーポレートファイナンス (企業財務) | 79.8 | 28.1 | 32.5 | 25.4 |
| | インベストメント (証券投資) | 44.7 | 10.5 | 21.1 | 19.3 |
| | 統計学 | 60.5 | 10.5 | 5.3 | 12.3 |
| | ファイナンスのための数理 | 34.2 | 4.4 | 7 | 12.3 |
| | コンピュータショナルファイ ナンス | 11.4 | 1.8 | 5.3 | 5.3 |
| | M&A、買収防衛策 | 24.6 | 14 | 13.2 | 10.5 |
| | 証券化 | 21.9 | 5.3 | 12.3 | 9.6 |
| | 応用ファイナンス (金融システム分析) | 33.3 | 9.6 | 10.5 | 9.6 |
| | インターナショナルファイ ナンス (国際金融) | 36.8 | 10.5 | 11.4 | 10.5 |
| | 不動産ファイナンス その他 | 11.4 6.1 | 1.8 1.8 | 7.9 1.8 | 4.4 4.4 |
| 会計 | 財務会計 | 85.1 | 25.4 | 26.3 | 31.6 |
| | 管理会計 | 79.8 | 23.7 | 13.2 | 21.1 |
| | その他 | 11.4 | 1.8 | 4.4 | 3.5 |
| 法律 | 企業法務 (会社法、税法、 危機管理など) | 57 | 13.2 | 26.3 | 12.3 |
| | 国際法務 (国際金融法、国 際経済法、国際取引法など) | 15.8 | 6.1 | 5.3 | 3.5 |
| | その他 | 1.8 | 0.9 | 0 | 0 |
| 経済 | 基礎経済理論 (マクロ経済 学、ミクロ経済学など) | 69.3 | 13.2 | 9.6 | 17.5 |
| | 計量経済学 (統計手法・分 析ツール等も含む) | 51.8 | 13.2 | 3.5 | 13.2 |
| | 国際経済学・国際経営 | 65.8 | 14.9 | 10.5 | 20.2 |
| | その他 | 3.5 | 1.8 | 0 | 1.8 |
| その 他 | 知財 (マネジメント・実務、 国際知財、訴訟など) | 32.5 | 13.2 | 14 | 8.8 |
| | MOT (研究開発、技術戦略、 生産・販売、物流など) | 36.8 | 16.7 | 18.4 | 14.9 |
| | その他 | 3.5 | 1.8 | 1.8 | 1.8 |

出所)「高度金融人材の育成・活用に関する調査研究(平成20年度)」資料集「大学向けアンケート調査(2008年11、12月実施)」より抜粋

数を派遣することは難しい。一方、2003年から開始された「専門職大学院制度」を契機に、日本でもMBAをはじめ多くの社会人向けの大学院が開設されている（前ページの表2）。海外留学だけでなく国内の大学院にも注目し、積極的に活用すべきである。

とはいえ、金融機関によっては、社会人教育としての大学院の存在はまだなじみがないだろう。国内の大学院の活用の際に、実施科目と実施方針の面から下記の点に留意する必要がある。

実施科目としては、「コーポレートファイナンス」や「財務会計」「管理会計」など、事業会社の財務・経理向けの科目は多くの大学で提供されており、事業金融人材の育成カリキュラムについては、利用の余地が大きいと思われる。他方、「ファイナンスのための数理」「応用ファイナンス」は3割前後、「コンピュータショナルファイナンス」「証券化」「不動産ファイナンス」などは1、2割の大学しか提供していない。特に金融工学人材の育成に関しては、必要な科目を提供しているかどうかを十分確認したうえで、大学に派遣する必要がある。

教育内容だけでなく、教育方針の面からも大学を選ぶ必要がある。第1に、入学対象に

ついて「金融機関からの入学を意識しているか」「金融機関からの入学実績があるか」に注目する。第2に、育成目標とプログラムの対応について、「育成したい人材像（今回の分類では、事業金融人材、金融工学人材）」「プログラム内容が自社の育成目標」が、大学側と一致することが重要である。第3に、「どのような教授方法（ケーススタディなど）を採用しているか」「教員（特に実務経験者の教員）の数やバックグラウンドはどのようなものであるか」などの点を大学間で比較することも有効だろう。

4 経営層・マネージャー人材の育成

日本ではマネジメントが専門能力と見られてこなかったため、現時点で日本の大学院の経営層・マネージャー教育は、欧米に比べて充実していない。大学への調査では、MBAなどのコースを有する国内の大学のうち、エグゼクティブ（経営者候補）コースを用意している大学は7%にとどまった。まず国内の大学院で適した派遣先がないか探してみるのがよいだろう。その際、次の3点を確認する必要がある。第1に、忙しい経営層・マネージャーが限られた時間で、広範囲な知識・リテラシーを獲得できる工夫・配慮がされてい

表3 米国におけるエグゼクティブプログラム

| | MBAコース | エグゼクティブMBA | エグゼクティブエデュケーション |
|------------|--------------------------------------|----------------------|------------------------------|
| 教育体系の特徴 | 若手 | 経営者候補向け | 主要な役割は経営者教育 |
| 履修科目 | 受講生全員が履修する科目に加え、自由に選べる科目を提供（2年目がメイン） | 同左 | 履修科目を2、3日の集中講座で提供するア・ラ・カルト方式 |
| 受講期間の長さ | 2年 | 2年 | 2、3日 まれに20日間の授業も |
| 受講生の平均年齢 | 27歳 | 35歳 | 40代、50代の経営者層が中心 |
| 卒業後のキャリアパス | 転職 組織内でレベルアップ | 転職（少数） 組織内でレベルアップ | 特に変更なし |
| 費用 | 約10万ドル | 約15万ドル | 1クラス：4000～7000ドル |

出所）各大学の公開情報・ヒアリングより作成

ること。第2に、たとえば実務経験者の教員がいるなど教員の質が高いこと。第3に、応募してくる学生の能力、経歴、意欲が高いことである。

もし国内に適した大学院・プログラムがない場合、費用はかかるものの、米国のエグゼクティブ向けプログラムへ派遣することも選択肢に入れたい。米国では、中間管理職以上の経営者候補向けの教育プログラムが普及しており、他の金融機関・事業会社のエグゼクティブとの交流・意見交換を促すことも可能となる。費用の関係でマネージャー以上の人材を派遣させることが難しければ、最初は経営層に絞って派遣するとよいだろう。

金融機関などへのインタビューでは、海外MBAなどの修了者で、特に経営層・マネージャー人材において、社外ネットワークの重要性を指摘する声が多かった。ケーススタディやグループワークは受講生同士のネットワークを促しやすく、経営層・マネージャー人材の育成において特に評価できる。

MBAなどの社会人教育で先行する米国では、「MBAコース」「エグゼクティブMBA」「エグゼクティブエデュケーション」という3区分がある(表3)。受講生の平均年齢で比べると、マネージャーであればエグゼクティブMBA、経営層であればエグゼクティブエデュケーションが一般に適していると考えられる。エグゼクティブエデュケーションは、時間のない経営層に対して、短期集中で効果的に教育することが多く、時間的に都合が付きやすいと考えられる。

大手行と地方銀行等というくくりで整理し

たが、求める人材には各行で差があるだろう。本稿の分類を参考に必要な人材を明らかにし、適した人材を確保・育成してほしい。

注

- 1 具体的に見ると、金融工学は、新たな学術理論が出るとすぐにモデル化して実務に取り入れる。たとえば、証券化を駆使したサブプライムローンの組成が挙げられる。また、事業金融は、学問的な思考と事業会社の実務が密接に関連する。たとえば、資本構成の理論に応じて財務戦略の興隆があることが挙げられる。このように、金融分野では理論と実践・実務が密接につながっていることが多い
- 2 金融商品ひとつを取っても、ある金融機関がモデル化した商品を、別の金融機関が同様のスキームですぐに提供するなど、日常的に激しい競争が行われている
- 3 外部化は、金融工学人材だけでなく事業金融人材の育成にも重要である
- 4 体系化は、事業金融人材だけでなく金融工学人材の育成にも重要である
- 5 たとえば、経営コンサルティング会社のマッキンゼー・アンド・カンパニーでは、情報・図書館サービスとして、過去事例を共有するなどのナレッジマネジメントを実施している。同社は知の共有を重要視し、業務遂行に反映させることで知られている

著者

磯崎彦次郎 (いそざきひこじろう)

金融戦略コンサルティング二部副主任コンサルタント

専門は政策金融・財政政策、金融機関経営評価、人材育成など

山崎大輔 (やまざきだいすけ)

金融戦略コンサルティング一部上級コンサルタント

専門はリテール金融の事業戦略、マーケティング、人材育成など

環境を軸としたブランド戦略のポイント

ブランド価値構造把握の重要性

名取滋樹



CONTENTS

- I 「環境」のブランド価値は絶対か
- II 事例に見る成功の要件
- III ブランド価値構造把握の戦略的活用

要約

- 1 昨今、「環境」というキーワードを軸に戦略を構築し、経営資源を投入する企業が増えている。世界的な環境対応重視のトレンドに鑑みると、今後の企業活動のなかで環境が重要な要素になることは疑いようがない。しかし、環境がブランド価値の面でも競争優位の源泉になるかどうかには議論の余地がある。
- 2 野村総合研究所（NRI）独自のブランド可視化手法「ブランドヒートマップ」を活用して、エコ商品の代表格であるトヨタ自動車の「プリウス」を分析した結果、プリウスの成功は、「環境」イメージに加えて、「憧れ」や「洗練」といった情緒的価値に類する「知性」や「先進」が評価されたことに起因していることがわかった。つまり環境は、消費者に安心感や親しみを連想させるイメージではあるが、単体でプレミアムコストが支払われるほどの価値ではない。
- 3 環境は競争優位の源泉ではないが、手を緩めてはいけない基本要素である。しかし、上述のように単体ではプレミアムコストは支払われないため、環境のプラスアルファのイメージとして、「憧れ」を抱かせるなどのブランド価値を付加する必要がある。そのために、まずは自社ブランドの機能的価値と情緒的価値を可視化し、今後活用しうるブランド価値を見極めて戦略を見直すべきである。

I 「環境」のブランド価値は絶対か

1 「エコ」ブランド隆盛の時代

「エコ」というキーワードが注目され始めてから久しい。社会全体のエコ意識の高まりに呼応して、さまざまな業種・業界の企業が「環境」というキーワードを軸に戦略を構築し、経営資源を投入している。

政府は2009年、エコカー購入時の大幅減税と補助金制度を施行した。また、省エネルギー（以下、省エネ）性能の高い家電の購入で、さまざまな商品・サービスと交換できる「家電エコポイント制度」も同時期に導入している。いずれの施策も需要喚起のカンフル剤および環境対応型商品の普及促進を図ることが目的である。

官民の動きが重なったこともあり、エコカー、エコタイヤ、エコ家電、エコバッグなど「エコ〇〇」と名のつく商品やサービスが数多く上市され、このなかから大ヒットも生まれた。月刊誌『日経トレンディ』が毎年発表する「ヒット商品ベスト30」の2009年第1位

は「プリウス&インサイト」であった。2009年はまさにエコ商品元年、エコビジネス元年と呼べる一年であったといえよう。

こうした動きに伴って、エコを謳っていることが一種のブランドステータスを保証するかのよう、暗黙のルールが生まれつつあるようにも思える。

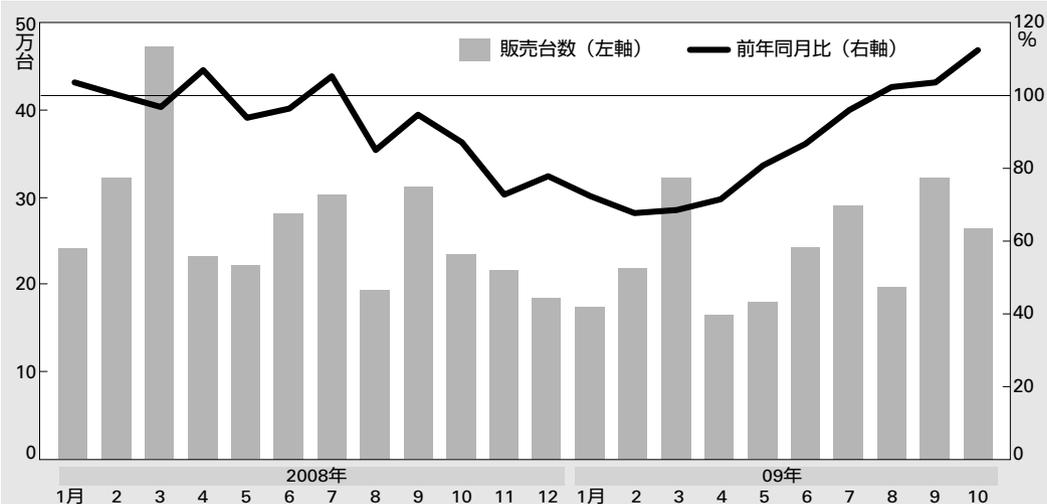
しかし、果たして環境は、ブランド構築で実際にどの程度の影響力を持つものなのであろうか。世界的な環境対応重視のトレンドに鑑みると、今後の企業活動のなかで環境が重要な要素になることは疑いようがない。しかし環境が、ブランド価値の面でも競争優位の源泉になるかどうかは議論の余地がある。

本稿では、環境対応商品の代表的存在であるハイブリッド自動車（以下、HEV）を主な題材として、ブランド構築で注意すべきポイントについて考察する。

2 ハイブリッド自動車のブランド価値

日本自動車販売協会連合会の発表によれば、2009年7月まで、乗用車（普通車と小型

図1 国内新車販売台数（登録台数）の月次推移



出所) 日本自動車販売協会連合会 (<http://www.jada.or.jp/contents/data/type/index01.php>)

車)の新車販売台数は、前年同月比で12カ月連続のマイナスを記録した。特に金融危機の影響が深刻化した2008年11月以降の落ち込みが大きく、09年8月にプラスに転じるまで、前年同月比70%前後という水準が半年間以上続いた(前ページの図1)。

このように国内自動車市場の苦しい状況が続くなか、唯一販売台数を大きく伸ばしているのが、HEVである。なかでも注目を集めているのが、トヨタ自動車の「プリウス」とホンダの「インサイト」である。特にプリウスは2009年5月に発売された新型の売れ行きが好調で、発売から1カ月で約18万台を受注した。あまりの人気に、2009年末でも受注から納車まで半年以上かかる状況である。

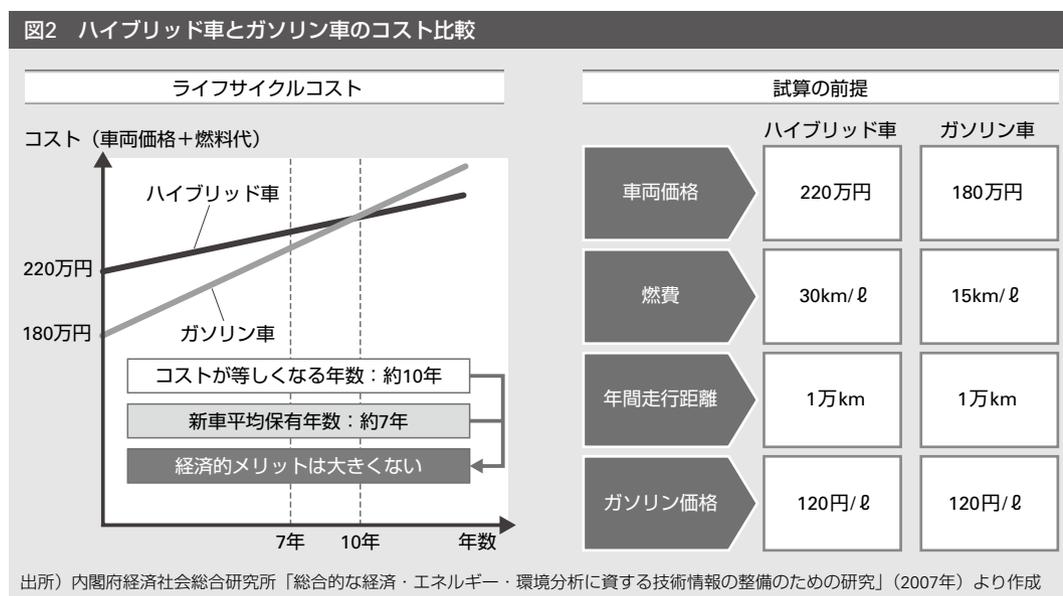
また、同年7月には、トヨタ自動車の「レクサス」ブランド初のハイブリッド専用車も発売され、人気を博した。2009年のレクサスの販売台数は、5月を除いて前年割れが続いていたが、7月に入ってから前年同月比6%増、8月は47%増、9月は32%増と好調であった。この牽引役を担ったのがHEVである。

野村総合研究所(NRI)の試算では、世界

のHEVの市場規模は2020年までに1000万台を超える。HEVが今後の自動車市場を牽引する重要な役割を担うであろうことは、もはや疑いようがない。

HEV市場の急成長には、燃料価格の高騰が背景にあるといわれるが、実際には、それだけでこの成長を説明することは難しい。たとえば以前のHEVは、燃費に優位性があったとはいえ、車両価格の高さを補えるほどの経済的メリットはなかった。また、金融危機以降、燃料価格の下落によってHEVの経済的メリットは相対的に低下したにもかかわらず、成長は衰えを見せていない。つまり消費者がHEVを選ぶ理由には、経済的メリット以上の価値が寄与していると考えられるのである(図2)。

「エコ住宅」の名で徐々に認知度が広がっている住宅建材業界でも類似例がある。たとえばパナホームの「キラテック」という環境対応型の外壁タイルは、導入に200万円程度の初期費用が必要だが、長期的に見れば、通常、10年に1回が目安の外壁の塗り替えが不要になる。『日経エコロジー』(2005年11月号)に



よれば、「30年間で約379万円の保守費用が減る」とされている。この点が強調された結果、2004年度の段階で、同社の戸建住宅の販売戸数全体の約4割にキラテックが採用された。

しかし、一般論でいえば、住宅は高価な買い物である。そのため、たとえ長期的な経済的メリットがあったとしても、100万円を超えるような目先の追加費用は受け入れられないことが多い。それにもかかわらず、キラテックの採用率は高い。やはりここにも、同商品が選ばれる理由として、経済的メリット以上の何かがあると推察できる。

本稿で注目したいのは、消費者が評価する価値のなかでも、とりわけ「環境」イメージの価値である。たとえばHEVにとって、環境が重要なキーワードであることは確かである。しかし、環境を軸としたすべてのブランドが成功を収めているわけではない。

この成否がどこにあるかを明らかにすることは、環境を軸としたブランド戦略を検討するうえで重要なポイントになるはずである。

このような問題意識に基づき、次節以降では、消費者のHEVに対するブランド意識を詳細に分析したい。

3 NRI独自の可視化ツール 「ブランドヒートマップ」

NRIは、企業や商品のブランドイメージを定量的に把握し可視化する「ブランドヒートマップ」を開発した。これは、ブランド価値を「情緒的価値」と「機能的価値」の2つに分けて可視化するツールである。

情緒的価値の把握については、消費者の代表的な20の価値観項目を設定し、一般生活者を対象に定量調査を行った。ここで回答者

は、具体的な企業名や商品名と各価値観項目とがどの程度合致しているかを評価する。そしてこれを基に因子分析し、ブランドイメージを形成する「洗練因子」「堅実因子」「情熱因子」の3つの因子を抽出した（図3）。この結果に基づき、類似する価値観が近くに配置されるように2次元上にマッピングしたものがブランドヒートマップの構造である。その後、各価値観に対するイメージの強弱を色彩（本誌ではアミ）の濃淡で表現した。具体

図3 ブランドヒートマップの「情緒的価値」の構造

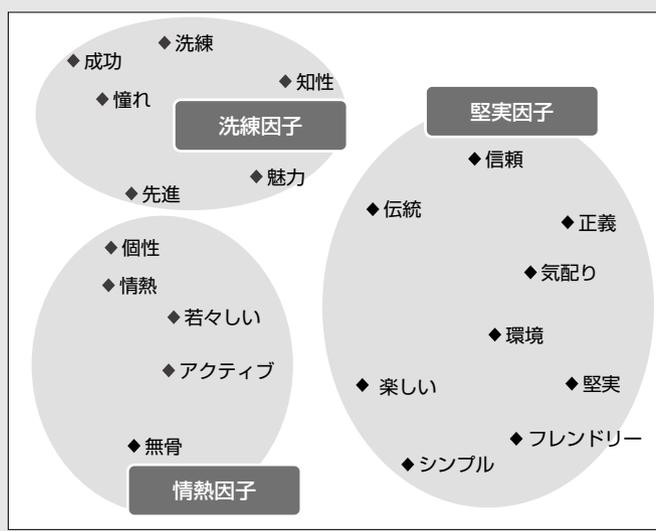
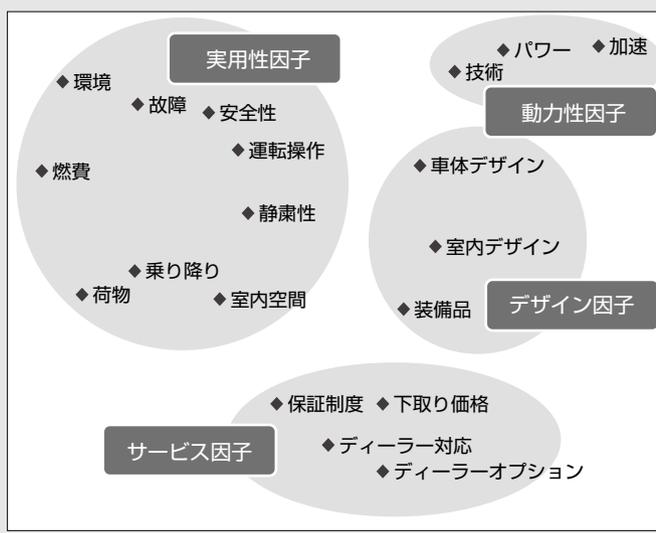


図4 ブランドヒートマップの「機能的価値」の構造



的には、「濃い」はイメージが強い、「薄い」はイメージが弱いである。

機能的価値についても同様に評価した。今回の分析では、自動車を評価する19の機能的価値項目を設定して定量調査を行った。同様に、これを基に因子分析して車の「実用性因子」「デザイン因子」「動力性因子」、およびディーラーの「サービス因子」の4つの因子を抽出した。この結果に基づき、各項目を2次元上にマッピングしてブランドを評価した(前ページの図4)。

II 事例に見る成功の要件

1 「環境」は憧れの価値観ではない

ブランドヒートマップを活用して自動車の各ブランドが消費者にどのように評価されているかを可視化し、その結果から「環境」という価値観の位置づけを確認したい。

自動車のブランドイメージは、ボディタイプや価格帯でおおむね傾向が分かれる。たとえば、スポーティなSUV(スポーツ多目的車)やクーペは、情熱因子のイメージが強い

向がある(図5左)。富裕層をターゲットとする高級セダンは、洗練因子が強く堅実因子が弱いため、マップ上では左上の領域が濃く、右下の領域が薄くなる(図5中)。手ごろな価格で若年層をターゲットとするコンパクトカーは、堅実因子が強く洗練因子が弱いため、マップ上では右下の領域が濃く、左上領域が薄くなる傾向がある(図5右)。

ここでHEVの特徴である「環境」に注目すると、マップ上では右下に位置していることがわかる。この領域は、コンパクトカーに象徴される堅実なイメージを意味している。つまり、「環境」は消費者に安心感や親しみを連想させるイメージといえる。ただし、左上領域の価値観ではないため、「憧れ」や「洗練」されたイメージを連想させるものではないとも解釈できる。

ここで生じる疑問は、HEVはこれまでなぜ経済的メリット以上の価格で売れてきたのかということである。プレミアムコストが附加された高価格帯で売れる自動車は、高級セダンが象徴するように、「憧れ」や「洗練」など、左上領域の価値に強みがある。ところが、「環境」は右下領域の堅実因子の価値観

図5 SUV・クーペ、高級セダン、コンパクトカーの情緒的価値の例



なのである。

仮にHEVのブランド価値の強みが「環境」だけであったなら、ブランドの視点からは、経済的メリット以上の価格で売ることが難しいと考えられる。しかし、実際にはそれが売れているということは、HEVのブランド価値の強みが、「環境」だけではなく、左上領域の洗練因子にもあることを示唆している。

2 プリウスの強みは「先進」と「知性」

プリウスが米国の富裕層のセカンドカーとして選ばれているというエピソードは有名である。アカデミー賞の表彰式に、高級リムジンではなくプリウスで現れた俳優の姿は記憶に新しい。「エコセレブ」と呼ばれる彼らは、実生活でもプリウスに乘用しており、単なるパフォーマンスにとどまらない厚い支持を受けていることがわかる。

また、プリウスは、輸入高級車（「メルセデス・ベンツ」「BMW」など）からの乗り換えも多いといわれている。一般に、一度輸入高級車を体験した消費者は、国産車に二度と戻ってこないといわれている。その理由は、「格落ち感」という消費者心理にある。従来はどの国産車も、「ランクが低いクルマに乗り換えるような感覚」を超える車種になることはできなかった。しかし、プリウスには「環境を重視している人」という異なる軸が出現するため、プリウスに乗り換えた場合、「価格の低い車に格落ちした」のではなく、「環境を重視するスタイルに変えた」と主張できる。環境を重視した車を選んだところ、結果的に従来よりも価格が安かっただけだと、自他を納得させることができるのである。

果たして、こうしたプリウス支持拡大の背景にあるのは、「環境」という要素に本当に限定されたものなのだろうか。

プリウスのブランドヒートマップを確認すると、同車はすでに示した高級セダンやコンパクトカーとは異なり、左上領域の洗練因子と右下領域の堅実因子の両方が濃い。注目すべきは、「環境」を中心とする堅実因子だけでなく、「先進」「知性」を中心とする洗練因子の特徴も兼ね備えている点である。プリウスは両者を持ち合わせているという点で、これまでの車にはなかった非常に特殊なブランドイメージを築いていることがわかる。

プリウスの特徴はハイブリッドエンジンであるため、「環境」のイメージが強いのはいわば当然である。ここでむしろ注目すべきなのは、「先進」「知性」のイメージである。プリウスの提供している機能的な価値は「環境」であるが、それを実現しているハイブリッドエンジンという技術が非常に先進的であるため、単なる「環境」イメージにとどまらず、「先進」「知性」というイメージにも結びついているわけである（図6）。

こうしたことからプリウスの成功は、「環



境」イメージに加えて、「憧れ」や「洗練」といったイメージを抱かせる「先進」と「知性」が評価されたことに起因すると考えられる。米国の富裕層が、「堅実」なイメージだけでプリウスを乗用するとは考えにくい。輸入高級車からプリウスへの乗り換えも、「環境」に軸を移したというだけでなく、洗練因子を求める消費者が、洗練因子も満たす車に乗り換えたという側面を持つ。

いふなればプリウスは、「環境」単体に依存したイメージだけではただの無難なコンパクトカーにとどまったかもしれないが、「先進」「知性」のイメージを獲得できたことによって、輸入高級車と比べるとリーズナブルな価格であるにもかかわらず、「憧れ」を抱かれる存在となることができたのである。

まさにこの点が、プリウスブランドの強さの最大の理由である。

3 機能的価値と情緒的価値の 関係性

プリウスの分析例のように、情緒的価値の

ブランドヒートマップ単体から示唆を得ることも十分可能だが、情緒的価値と機能的価値のそれぞれについて、さらに一歩考察を加え、両者の関係性を明らかにすることもできる。具体的には、機能的価値の何が情緒的価値に寄与しているかを把握することができる。

図7は自動車のブランド価値の機能的価値と情緒的価値の関係性を分析した結果である。情緒的価値として「憧れ」を抱かせる洗練因子は、機能的価値でいえば、デザイン因子とサービス因子との相関が強い。デザインに優れサービスに優れていると、簡単には手が届かない特別な「憧れ」の存在として認識されやすいということになる。

一方、安心感を抱かせる堅実因子は、実用性因子との相関が強い。実用的で確かな機能を持つと、ブランド価値として堅実性が認識されやすいと解釈することができる。

4 レクサスの強みは「ディーラー」

前節で述べたように、機能的価値と情緒的価値は強く結びついて対象のブランド力全体を規定している。その例として、レクサスのブランド評価を確認したい（図8）。

レクサスの情緒的価値のブランドヒートマップを見ると、他の歴史ある輸入高級車と比べて歴史が浅く若いブランドであるにもかかわらず、洗練因子が濃く反応しており、ハイエンドの高級車として認識されていることが確認できる。

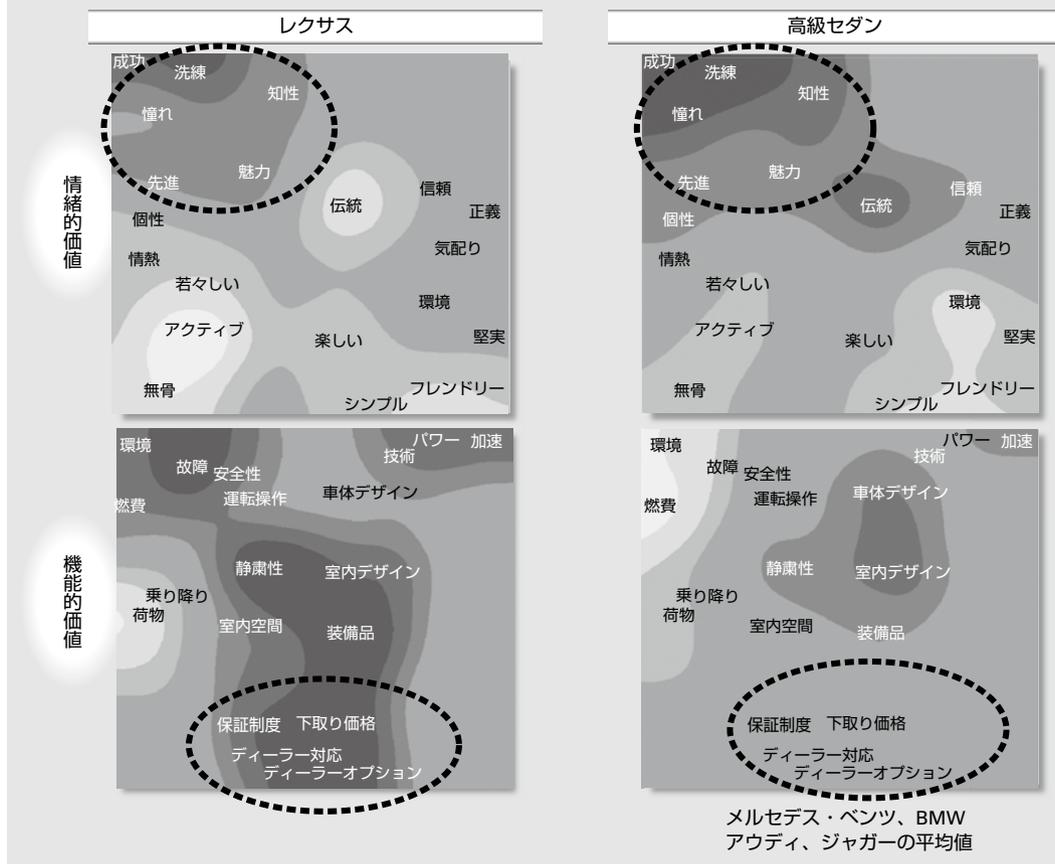
次に、機能的価値の側面から他の高級セダンと比較すると、サービス因子の評価が際立って高いことが読み取れる。図7のとおり、これは「憧れ」を感じさせる洗練因子との相

図7 機能的価値と情緒的価値の相関係数

| 機能的価値 | 情緒的価値 | | |
|--------|-------|------|------|
| | 洗練因子 | 堅実因子 | 情熱因子 |
| 実用性因子 | 0.1 | 0.5 | 0.0 |
| 動力性因子 | 0.3 | 0.0 | 0.4 |
| デザイン因子 | 0.5 | 0.0 | 0.0 |
| サービス因子 | 0.3 | 0.2 | 0.0 |

注) 図の太枠部分は、各機能的価値が最も影響を与えている情緒的価値を示している

図8 レクサスと高級セダンのブランドヒートマップ



関が強い機能的価値である。

レクサスディーラーは、顧客との最大の接点である「人」を強化するためにインターナルブランディング（社内へのブランド価値の啓蒙）に注力しており、その取り組みが功を奏している結果と見ることができる。機能的価値が情緒的価値を明確に支えている一例である。

環境を軸としたブランドづくりにかぎらず、一般的にブランドの目指したい姿は、情緒的価値で表現されることが多い。一方で、企業の打ち手を考えると、コントロールしやすいのは機能的価値である。その意味では、自社のブランドの目指したい姿と現状とのギャップ

を情緒的価値の側面から評価しつつ、そのうえで、ギャップを埋めるための取り組みを、機能的価値の側面からどのように行っていくかが、ブランド構築の成否にかかわる重要な要素であると指摘できる。

Ⅲ ブランド価値構造把握の戦略的活用

1 「環境」を軸としたブランド戦略構築の要点

ブランドヒートマップの活用で得られた前章までの考察から、「環境」イメージを活用したブランド構築時に留意すべき点は以下の

ように整理できる。

(1) 「環境」は、競争の場に立つために必要な基本的価値観

「環境」は、それ単体としてプレミアムコストが支払われる価値観ではない。しかし、今後の市場トレンドを考えると、「環境」イメージが弱い場合、そもそも競争の場にも立たない可能性がある。「環境」は競争優位の源泉ではないが、手を緩めてはいけない基本要素である。

(2) 望ましいのはプラスアルファとして、洗練因子のイメージ

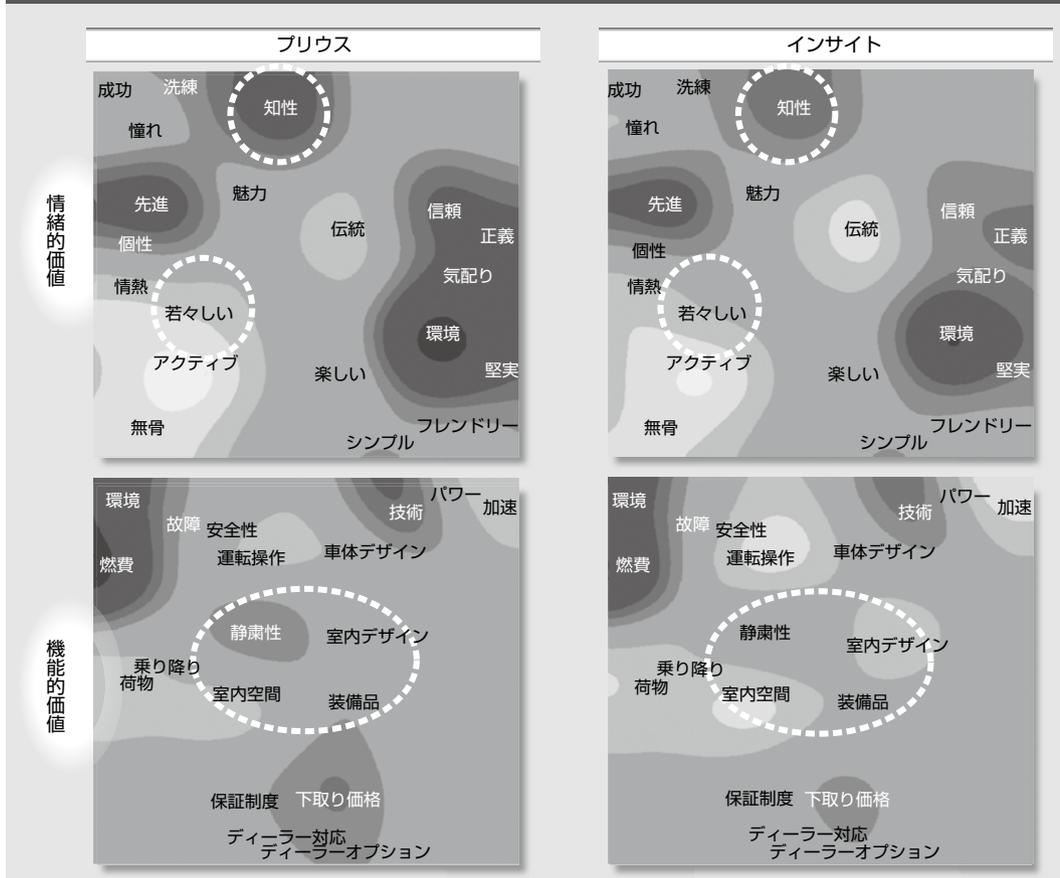
プラスにとっては「先進」と「知性」イメージが強みであったように、「環境」だけ

ではなくプラスアルファのイメージがあることが望ましい。少なくとも、プレミアムコストを付加した商品として幅広い層の消費者に受け入れられるためには、洗練因子のような「憧れ」を抱かれる付加的な要素が必要である。

(3) プラスアルファを望めない場合は「経済合理性」との両立が必要

現在家電市場では、省エネ機能を前面に打ち出した商品が増えている。イニシャルコスト（導入費用）が従来品と比べて安くないにもかかわらず、消費者に受け入れられているのは、ランニングコスト（運転費用）が減るためトータルコストが削減できるからである。「環境」以外の付加的なイメージを望め

図9 プリウスとインサイトのブランドヒートマップ



ない場合、省エネ家電の光熱費削減のような「経済合理性」という明確なベネフィット（利益）が求められる。

2 「エコ特需」後に備えるために

プリウスという成功例が生まれたHEVも、徐々に大衆化し始めている。メーカー希望小売本体価格を見ると、旧型プリウスとインサイトは同額の189万円で販売され、現行プリウスも205万円と、上述の2モデルと大差ない。すでに価格下落が始まっているということは、大衆層の購買対象として選ばれやすい車になることを意味する。

このプリウスとインサイトのイメージをブランドヒートマップで比較すると、両車のパターンはほぼ同じだが、戦略の違いから色彩（アミ）の濃淡に違いがあることが読み取れる。たとえば、HEVの特徴である「知性」や、自動車の質感という意味で「室内デザイン」「室内空間」「静粛性」を見ると、プリウスのほうがイメージが強いことがわかる。逆に、若年層に対して訴求するために必要な情緒的価値の「若々しさ」を見ると、インサイトのほうがイメージが強いことがわかる。これらの違いは両社の戦略の違いで、以前からHEVに資源を投入してハイエンドのブランド構築をねらってきたトヨタ自動車と、普及価格帯に新車種を投入してHEVを大衆層に拡大させることをねらったホンダの違いと考えられる（図9）。

いずれにせよ、HEVの目新しさが薄れるのは時間の問題といえる。仮にHEVが大衆化しても、提供している機能そのものの価値

である「環境」というイメージが失われることはない。しかし、「先進」「知性」というイメージは、HEVがイノベティブ（革新的）であるからこそ効果的なイメージである。つまりHEVの大衆化が進むと、「先進」「知性」といったイメージも徐々に薄れていくことになる。

これは、HEVの最大の強みであった「洗練」イメージと「堅実」イメージの両立という特徴が消滅してしまうということに等しい。つまり、ただの無難な車になってしまうリスクが潜んでいる。

環境を軸にしたブランド戦略に経営資源を投じるのであれば、まず「環境だけでは消費者には受け入れられない」ということを前提に置くべきである。そのうえで、顧客に提供できる付加的な価値とは何か、その価値は本当に目の前の顧客にベネフィットとして受け入れられるのかを再考してみる必要がある。

参考文献

- 1 「[光触媒] 光のエネルギーで有害物質分解、弱点補う工夫が実用化を後押し」『日経エコロジー』2005年11月号、日経BP社
- 2 「2009年ヒット商品ベスト30」『日経トレンドイ』2009年12月号、日経BP社
- 3 内閣府経済社会総合研究所「総合的な経済・エネルギー・環境分析に資する技術情報の整備のための研究」2007年

著者

名取滋樹（なとりしげき）

グローバル戦略コンサルティング一部主任コンサルタント

専門はマーケティング戦略、ブランド戦略

欧米運用会社のミドルオフィス業務の変化と BPOサービス活用の拡大

金子泰敏

運用会社のミドルオフィス業務が、国や口座の種類の違いを超えて収斂するなか、BPOサービスの活用範囲は、バックオフィスからミドルオフィスへ拡大している。競争力強化と効率的な業務の実現に向けては、BPOの活用が選択肢となろう。

運用業務における アウトソース範囲の拡大

ここ10年程度、欧米の運用会社は業務アウトソース（外部委託）の範囲を拡大させてきている。それ以前から、証券保管業務やトランスファーエージェント^{注1}業務、基準価額計算といったファンドアドミニストレーション（ファンド事務管理）業務などの運用会社のバックオフィスに相当する業務については、BPO（業務プロセスアウトソーシング）は広く活用されてきた。これらのサービスを提供してきたのは、グローバルカस्टディ^{注2}や専業のファンドアドミニストレーターなどである。

2000年以降の傾向を見ると、デリバティブ（金融派生商品）を含む各種商品のポストトレード処理、パフォーマンス評価、クライアントレポートニングなど、いわゆるミドルオフィス業務を含めたBPOの活用が増加している。

近年、日本の投資信託ビジネスでは、自前の運用機能をあまり持たずに商品設計とマーケティングに注力する、いわゆる「ファブレス化」も選択肢となってきている^{注3}。一方で、製造機能である運用部門を維持する

いは強化する場合、製造プロセスの軽装備化も検討課題となろう。そうした場合、欧米のミドルオフィスやバックオフィスの業務のアウトソースの動向は国内の運用会社にとっても参考になるのではないだろうか。

運用ミドルオフィス業務の 収斂とサービスの標準化

本来、運用会社のバックオフィス業務は、投資信託や年金といった口座の種類の違いのほか、国の制度によっても異なる。しかしながら、特定のルールが存在するので業務は定型化しやすく、IT（情報技術）ベンダーや業務アウトソーサーの観点からは、サービスの標準化が可能である。それに比べ、ミドルオフィス業務は口座の種類ごと、また運用会社ごとでも違いが多く定型化が難しい。そのため、サービス提供者がサービスを効率的に提供することは難しいと考えられていた。

しかし、ミドルオフィス業務も変化しつつある。たとえば、かつて月次が中心であった機関投資家向けの業務は日次になっている。複雑な金融商品を扱うヘッジファンドでさえ、時価評価やパフォーマンス評価・

分析、リスク管理を日次で行うことが一般化している。日次ベースが基本である投資信託業務との収斂は相当進んでいるといえる。また、GIPS^{注4}の導入が、ミドルオフィス業務の一部であるパフォーマンス評価・分析業務の標準化をグローバルに促進したことも明らかである。

こうした運用業務の変化は、サービス提供者に規模の経済が働くサービス提供機会の拡大をもたらした。そして、標準化されたミドルオフィス業務サービスはある程度許容する運用会社を中心に、利用が拡大したと考えられる。

短期のコスト抑制から 長期のビジネス戦略へ

アウトソースの事由は各社異なるが、大半は固定費の増加の抑制や変動費化が目的といえる。米国の運用会社では、人件費はコスト全体の約7割、欧州や日本でも約5割を占めるとの調査結果がある^{注5}。そのうち、運用や営業・マーケティングといったフロントオフィス以外の人件費は6割程度を占めると推定される。システム費用の1割を含めれば、全社コストの4～5割に相当する。

図1 欧米運用会社による主なアウトソース事例

| サービス提供者 | 2000年 | 01 | 02 | 03 | 04 | 05 | 06 | 07 | 08 | 09 |
|------------------------|------------------------------|------------------|---------------|----------------|---|-----------------------------|-----------------------|---------------------------------|---|------------|
| ステート ストリート | ■PIMCO | ■Scottish Widows | | ■Investec | ■Axa ■ABN Amro IM | ●Norges Bank IM | | | | ■Lazard |
| バンクオブ ニューヨーク メロン | ●Hotchkis and Wiley (Mellon) | ■TCW (Mellon) | ■F&C (Mellon) | | ■RCM (BNY) ●ING (BNY) ●XL (Mellon) ▲F&C (Mellon) ●Old Mutual (Mellon) | | | | ■Delaware Investments ●Robeco | |
| シティ グループ | | | | ■Standard Life | | | | ■Dimensional Funds ●Aegon NL | | |
| JPモルガン・ チェース | ■Schroders | | | | ■Aviva Investors | ▲Schroders | ■Threadneedle ●BGI | ■MFS ●American Century IM | | ●Schroders |
| ノーザン トラスト | | | | | | ■Insight ■Julius Baer IM | | ●Vontobel AM ●Generation IM | | |
| SEI | | | | | | | ●Edgwood Mgt | | ●Frost Investment Advisors ●Eudaimonia | |

注) BNY：メロンフィナンシャルと合併する前のバンクオブニューヨーク、Mellon：バンクオブニューヨークと合併する前のメロンフィナンシャル出所) 各種資料よりNRIアメリカ作成

そのコスト管理が重要であることはいうまでもない。

ミドルオフィスやバックオフィスの業務は、運用会社ごとにクオリティなどアウトプットの差は少なからず存在するものの、フロントオフィス業務に比べると差別化しにくい。また同時に、規模の経済性が働きやすい特性を持つ。そのため、業務の効率性が注目されやすく、アウトソースの活用は検討すべき選択肢となる。

実際、2000年以降の主な業務アウトソースの事例を見ると、00年代前半はリフトアウト型アウトソースの案件が多いことが見て取れる(図1)。リフトアウト型とは、その業務を担当する従業員やシステム、ファシリティ(不動産など)とともに、業務そのものもサービス提供者に移管するものである^{注6)}。運用会社にとっては、人件費や不動産費などの固定費を短期に変動費化できるメリットがある^{注7)}。

しかし、近年では大規模なリフトアウトを伴う案件は減少傾向にある。この背景には、サービス提供者側のサービスプラットフォームが整ってきたことが挙げられるが、それだけでなく、運用会社の意識の変化も指摘されている。たとえば、運用会社の経営に詳しいある米国のコン

サルタントは、人件費などの固定費の短期的な抑制や変動費化よりも、むしろ将来に向けたITスタッフの維持強化の費用を含むシステム投資の抑制といった、より長期のビジネス戦略に基づく判断があると指摘している。つまり、人材は確保しつつ、サービス提供者が保有するそのときで最適なインフラを利用するほうがよいといった判断があると考えられるのである。

投資戦略や運用資産の多様化、運用拠点のグローバル展開など、資産運用のフロンティアは拡大し続けている。運用会社にとって、それを実現する業務インフラの効率化は避けられない。競争力強化と効率化とを高いレベルで実現するうえで、インハウスとアウトソースの選択は常に検討すべき課題の一つであり続けよう。

注

- 1 投資家の口座開設や入出金の管理、名義書換を行う代理人
- 2 複数の国において資産管理業務を行う金融機関
- 3 堀江貞之「日本の資産運用会社はファブレス化の道を進むのか」『金融ITフォーカス』(2009年10月号)
- 4 グローバル投資パフォーマンス基準(GIPS: Global Investment Performance Standards)は、運用会社に

よる見込み・既存顧客に対する投資パフォーマンス実績の公正な表示と完全な開示(fair representation and full disclosure)を確保するために定められた、グローバルに共通の自主基準

- 5 野村総合研究所が実施した国内運用会社へのアンケート調査やケーシー・カークの調査
- 6 2000年当初の案件では、人、システム、ファシリティのすべてをまとめたリフトアウトが多かったが、その後はそのうちのいずれかをリフトアウトするケースも存在する
- 7 リフトアウト型アウトソースは、サービス提供者にとってもメリットがあった。特にサービス開始当初は、提供者側もサービス提供のためのリソース(資源)を十分に持たなかったからである。運用会社からそれらを獲得することで、サービス提供の実効性を高めることができた。また、固定費を早期に軽減したい運用会社のニーズに応えることで、アウトソースにおける市場シェアを拡大することがねらいだったともいわれている。案件獲得のために、本来は運用会社からサービスフィーをもらうプロバイダーが、逆に運用会社に契約時に奨励金を支払うケースも存在した

『金融ITフォーカス』2009年12月号より転載

金子泰敏(かねこやすとし)
NRIアメリカ上級研究員

広告としての「デジタルサイネージ」

大野仁勝

屋外や店頭、交通機関などでディスプレイ装置を利用して情報を発信する「デジタルサイネージ」と呼ばれるメディアが各所に導入されるようになってきている。メディアとして捉えると、広告効果の測定など、デジタルサイネージには解決すべき課題が少なくない。本稿では近年、さまざまな分野への応用が進められている動体画像解析技術を紹介し、この技術をデジタルサイネージの視聴率測定に適用するITソリューション（情報技術による問題解決）の可能性を考察する。広告効果の測定方法を確立することで、そのメディア価値が向上するデジタルサイネージの将来像を示す。

映像による電子看板

デジタルサイネージを「電子看板」と定義すると、主要駅近くの交差点などに面したビルの壁面に設置された、鮮やかな映像を映し出す巨大画面を思い浮かべる人も多いと思われる。こうしたディスプレイ装置は、最近では電車の中やコンビニエンスストアのレジカウンター、スーパーの店内など、身近なさまざまな場所に浸透してきている。

JR東日本の山手線や京浜東北線の車内に設置された「トレインチャンネル」は、文字や静止画だけでなく、動画も使ってニュースや天気予報、占いなどの情報コンテンツのほか、企業の広告を再生

している。広告という観点でトレインチャンネルを見れば、電車で移動中という「すき間時間」を利用してさまざまな情報で利用客の興味を引きつけ、それをうまく広告へ導くメディアとなっている。

デジタルサイネージ広告の市場規模は2008年は約560億円で、ここ数年で30～50%の成長を見せており、15年には1兆円を超えると予想されている（<http://www.seedplanning.co.jp/press/2009/0106.html>）。

その一方で、2008年の日本の総広告費は約6兆7000億円であり、新聞、雑誌、テレビ、ラジオの4大マスメディアの広告費は、05年からの4年間で約4000億円も減少

している（図1）。広告媒体としての各メディアの重要性にも次第に変化が現れてきている。

デジタルサイネージには、従来の広告メディアが持っていない大きな特徴がある。それは、ディスプレイを特定の場所に設置することができ、また再生時間を自由に設定できることである。この特徴を活かせば、スーパーの店内のようにより消費の現場に近い場所で広告や情報提供を行い、消費者の購買に結び付けることが期待できるようになる。

デジタルサイネージが最も早く導入された米国では、大手小売業のウォルマート・ストアーズを筆頭に、デジタルサイネージが本格的な定着期に入っている。同社の全店舗の1週間の来店客数は1億8000万人という（『Forbes』2008年4月2日付の記事）。その来店客全員が店内のディスプレイを見ていると仮定すれば、米国の3大テレビネットワークの視聴者数に匹敵する規模になる。

米国では、週末に車でショッピングセンターに行き、1週間分の買い物をすませるのが普通の消費スタイルである。消費者は何を買うのかを店に行ってから決めることが多い。そのため、商品と消費

者の接点としての店頭における商品プロモーションや情報提供が特に重要になってくる。

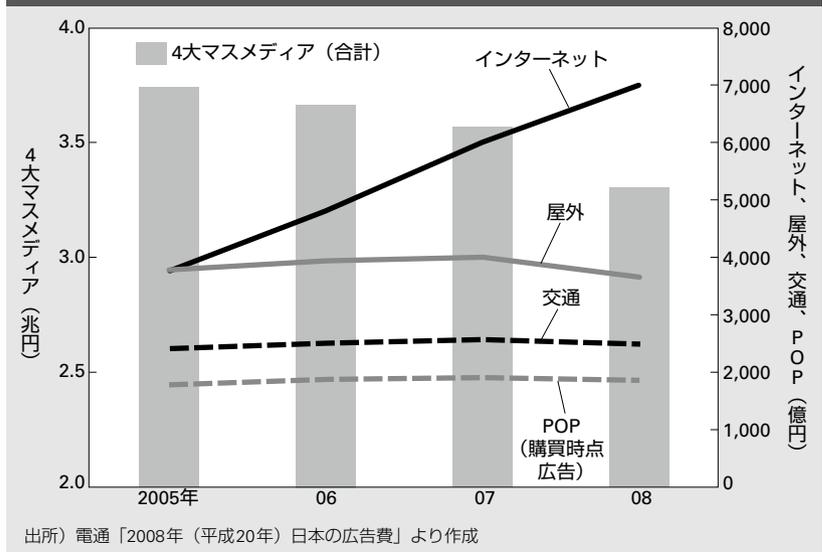
一方、日本でも最近では小売業界でのデジタルサイネージの導入が進んできた。イオンリテールが運営する総合スーパーの「ジャスコ」は、都内30店舗の食品売り場のレジ付近に、各店10台ずつ、合計300台のディスプレイを設置し、「イオンチャンネル」として商品の広告や天気予報、ニュースなどを再生している。2010年春には、全国250店舗で合計2500台という、現時点では日本最大規模の導入が予定されている (<http://itpro.nikkeibp.co.jp/article/NEWS/20090601/331033/>)。

街の中のデジタルサイネージとしては、「福岡街メディア」「横浜街メディア」と名づけられたものがある。コメル (COMEL) が運用するこのメディアは、福岡市と横浜市の商業施設や駅、空港などにディスプレイを500台ほど設置し、広告のほか、その街に適したコンテンツを再生し、地域への定着を目指している。

デジタルサイネージの課題

このように多くの場所でデジタルサイネージの導入が始まってい

図1 日本の広告費の推移



るが、課題も多い。それらにはたとえば有効なビジネスモデルの確立、装置のコスト低減とネットワーク化などが挙げられるが、ここではスーパーに導入した場合に考えられる2つの問題を指摘し、それぞれに対する解決策のヒントを述べる。

1つ目は、日本の消費スタイルとの親和性の問題である。日本では、米国のようなまとめ買いは少なく、ほぼ毎日買い物に出かける。購入する商品は最初から決まっていることが多く、店内にいる時間は比較的短い。このような消費スタイルの顧客に訴えるには、それにふさわしいコンテンツの提供が不可欠となる。その場所、その時

間に顧客が必要としている情報を提供しないかぎり、コンテンツが視聴されることは期待できない。また、短時間で見てもらうためには、動画コンテンツよりも静止画による情報提供が効果的である。そのためには、たとえば携帯電話と連携させたコンテンツの提供なども有効だろう。

2つ目は、効果測定の問題である。デジタルサイネージの広告効果が明確になれば、広告主である企業には魅力のあるメディアになるはずである。

これまで、テレビの視聴率のような確立された効果測定の基準がなかったデジタルサイネージであるが、2009年6月に、デジタルサ



イネージの標準化団体であるデジタルサイネージコンソーシアム(DSC)が視聴率を測定する広告指標を策定したと発表した。この指標によると、視聴率は、

- ① 視聴態度
- ② 情報
- ③ コンテンツ
- ④ サーキュレーション
- ⑤ タイミング
- ⑥ エモーション

——の6つのカテゴリーに分けてポイント化することで算出される。DSCでは、2009年内に都内で実証実験を行い、1年後にはポイント化の基準も確定する方針という。

こうした活動によりデジタルサイネージにも効果測定の基準が定着する可能性はあるが、どこまで精密に測定すればメディアとしての価値が高まるのか、数値化しにくい要素をどう評価していくのかという課題もある。そのため、具体的な測定方法については今後の技術開発を待つ点も多い。

野村総合研究所(NRI)では10年以上前からデジタルサイネージの視聴率の問題に着目し、視聴者の画像から視聴率を測定する方法についての特許(「広告メディア評価装置および広告メディア評価

方法」)も取得している。これは、視聴者の目の位置という特徴点を抽出し、メディアに対する注目度を計量化するものである。

動体画像解析技術による 視聴率測定

デジタルサイネージの視聴率を測定するアプローチの一つに動体画像解析がある。動体画像解析は、映像内の動体を認識して、その大きさや数、速度、動線、移動時間などの判定や分析をする技術である。すでにさまざまな分野で応用されているが、最も多いのは監視カメラシステムの付加機能として提供されるケースで、人の行動監視や自動車の交通量測定・渋滞検知・速度監視などに利用されている。

人の検出は、映像内の動体の特徴から人物かどうかを判別する。判別基準には人物全身、上半身、頭部、顔などを用い、多数の人物の特徴点を学習させて検出精度を向上させることができる。また、人の行動を学習させることで、座る・立つ、行列するなどの行為を検出することも可能である。

また、最近のデジタルカメラやビデオカメラで実用化されている機能に、特定の人物にピントを合

わせ続ける自動追尾AF(オートフォーカス)や、ファインダー内の人物が笑うとシャッターを切る「スマイルシャッター」などがある。これらの機能は、画像(映像)内の人物の顔を検出する技術に基づいている。顔の検出には多数の人物の髪、まゆ、目、鼻、口の形体を特徴点として学習させる必要があるが、その際に性別や年齢などの情報を付加すれば、顔の検出だけでなく性別や年齢、表情などの推定も可能となる。

これらの基本となる検出技術に動体画像解析などの技術を組み合わせることで、視聴率の計量化に必要な、さらに詳しい情報を抽出することができる。

図2に示したのは、NRIが開発した動体画像解析のプロトタイプシステムにより、店舗の混雑状況などを解析した一例である。店舗の店内カメラから得たレジ待ちの画像を使い、単位時間当たりの総来店客数(図2上〈測定例1〉)、レジ当たりの客数や待ち時間(図2下〈測定例2〉)を測定してグラフ化した。

客数の検出精度は75~100%と、レジによって異なるが、平均85%と良好な結果であった。このような新しい動体画像解析技術を応用

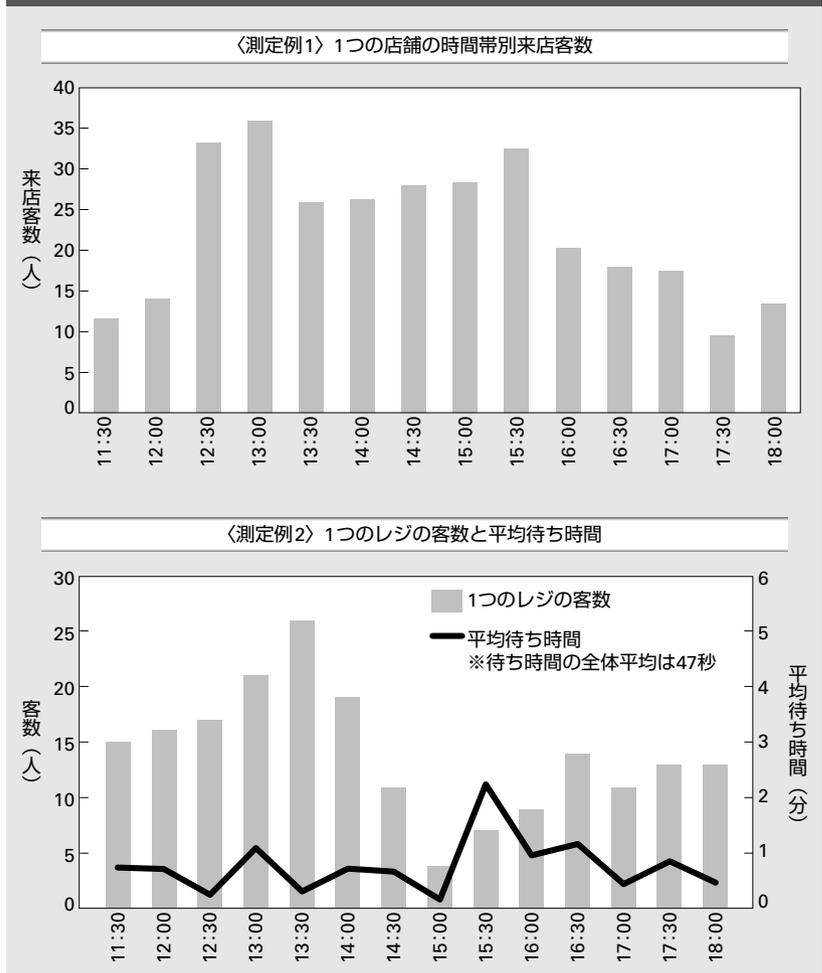
することで、時刻ごとのデジタルサイネージの視聴者の人数や視聴時間、視聴者の性別、年齢、表情（笑顔等）など、視聴率の計数化に必要な情報を抽出できるようになる。

デジタルサイネージがインターネットと並ぶ広告媒体に育つかどうかは、広告効果の測定という課題が解決されるかどうかにか大きく左右されるだろう。前述のように、デジタルサイネージの広告効果測定のための規格や技術は確立されようとしている。広告主である企業にとって、このような規格や技術は、デジタルサイネージのメディアとしての価値を向上させるものとなるだろう。

デジタルサイネージの未来

現状のデジタルサイネージは、あらかじめ設定されたスケジュールに基づいてディスプレイにコンテンツを映し出す。しかし上述のような動体画像解析技術を応用すれば、こうしたデジタルサイネージのあり方を変えることも可能であろう。たとえば、人がディスプレイを注視するとその人に合わせたコンテンツが映し出される――

図2 動体画像解析による客数測定の実例



といった具合である。

場所と時間に加え、見ている人の性別や年齢に応じて情報内容を変えるディスプレイ、楽しそうな表情をするとさらに詳しい情報を映し出すディスプレイ、そんな未来はそう遠くないかもしれない。

『ITソリューションフロンティア』

2009年12月号より転載

大野仁勝 (おおのよしかつ)
基盤技術三部 上席テクニカルエンジニア

新しい日本を構想する

主催：野村総合研究所 2009年10月26日 会場：東京国際フォーラム

野村総合研究所（NRI）は、名古屋、東京で標題のフォーラムを開催した。本フォーラムは2003年から毎年開催しており、東京では過去最高の約2600人の来場者数を得た。

■講演①「見通す力、伝える力」（ジャーナリスト 池上彰氏）

時代の一步先を見通すためには、普段から新聞などで疑問に感じたことや、気づいたことを大切に、その事象の過去についても振り返って調べることが大切。また、思い込みをやめ、数字の一人歩きに気をつけなければいけない。さらに情報を伝える際には、受け取る側との情報量のギャップを意識することが重要である。

■講演②「日本人のDNAが造る持続可能社会」（NRI研究理事 椎野孝雄）

日本企業は、資源やものを無駄なく使いたいという思いから発想し技術開発を行い、世界をリードしてきた。この考えの根底には、古来からの「ものを敬う心」という日本人のDNA（遺伝子）がある。これらの伝統や文化を誇りに思い、次世代に伝えていくことで持続可能な社会を造ることができる。

■パネルディスカッション「次の日本を創るために」（パネリスト：分子生物学者 福岡伸一氏、東京ガールズコレクションチーフプロデューサー 永谷亜矢子氏、作家 石田衣良氏、NRI上級コンサルタント 宮脇陽子、モデレーター：池上彰氏）

福岡氏 生物はさまざまな環境の変化に対応し、生命の秩序を維持し続けてきた。組織が進化し続けていくためには、生命現象と同様に、常に古いコン

セプトを壊し、自ら変化し続けていくことが必要である。

永谷氏 従来のファッションショーのスタイルを超え、若い女性たちが共感・共鳴して参加でき、さらに販売促進にもつながる仕掛けを追求してきた。若い人たちに責任やチャンスを与えていくことで、既存の枠を超える新しいビジネスが生まれてくる。若い人には仕事の規模の大きさではなく、小さな規模でも場を与えることが大切である。

石田氏 現代の若者には手本となるロールモデル（行動規範）がないといわれるが、先行するロールモデルがないことが逆にチャンスにつながる。また、経済成長だけでなく、心の満足や幸せを考えることも、これからの時代には重要になってくる。

宮脇氏 NRIの調査によると、将来への自分の自信が低下していると感じる日本人が増加傾向にある。経営者は、自分の会社が社会のなかでどうありたいかという、皆が共有できるビジョンを示すことが大切。多様な発想を活かすためには、社員の一人ひとりが知恵を出し合うことでビジョンをつくっていくことも可能である。

池上氏 新しい日本を創るために、そして企業が変わらぬ価値を持ち続けるためには、自らが変わっていかねばならない。そして若い人たちには責任を持たせ、女性や多様な個性を活かしていくことが大切である。

本フォーラムについてのお問い合わせは下記へ
コーポレートコミュニケーション部

墨屋宏明

電話：(03) 6660-8370 メール：kouhou@nri.co.jp