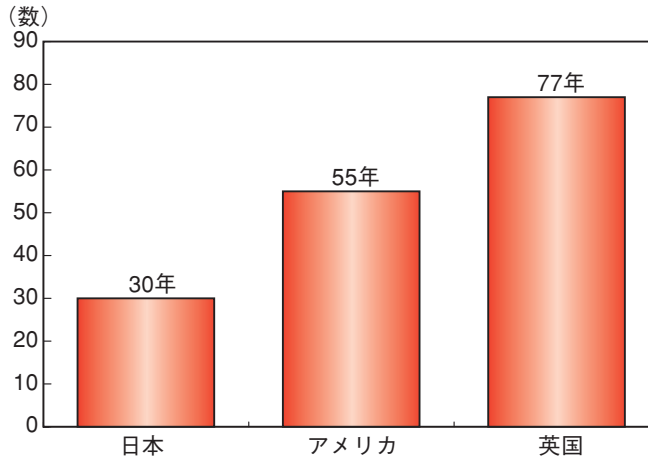


コラム11 図② 滅失住宅の平均築後年数

日本の滅失住宅の平均築後年数は英・米に比べ短い



(備考) 日本は総務省 (1998、2003) 「住宅・土地統計調査」
 アメリカはU.S. Department of Commerce (2001、2005) “American Housing Survey”
 英国はU.K. Office for National Statistics (1996、2001) “English Housing Conditions Survey”
 による推計。

3 機関投資家の役割

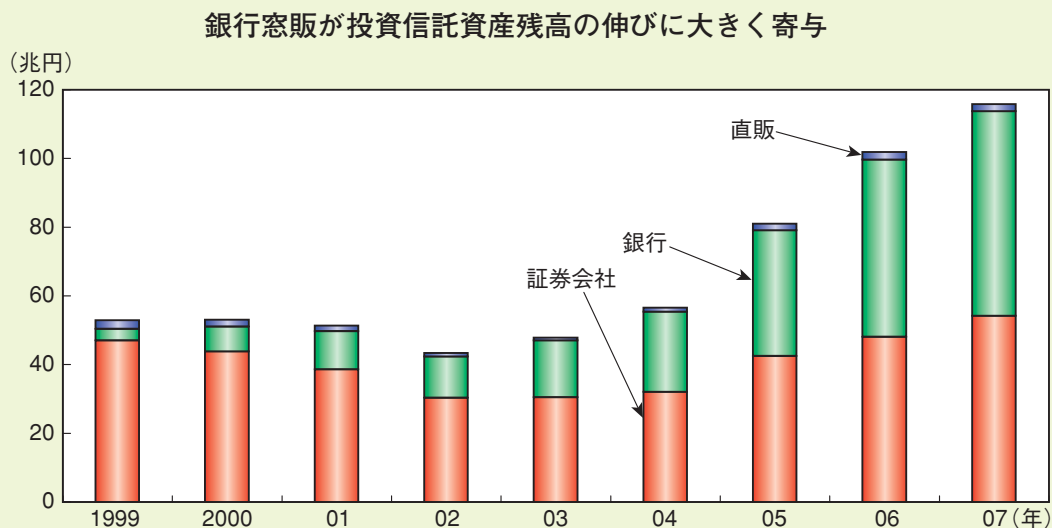
日本の家計の金融資産は1,500兆円もの規模であるが、多数の家計に広く分散していることや、運用の知識や関心が薄い家計が少なくないことなどから、日本では、家計の資金を集約し、専門家として運用を行なう機関投資家に期待される役割が大きい。前述のとおり、日本の家計のポートフォリオの約半分は収益性が低い現金・預金であり (前掲第2-5-3図)、国際的にみてその割合は高く、これほどの規模でありながら、有効な活用がなされていないとの指摘がある。

一方、海外に目を向けると、機関投資家が家計の小口資金を上手く集約し、運用を行なっている例がみられ、アメリカでは機関投資家の中でも特に年金基金による投資信託での運用が、家計のリスクマネー供給を促進し、その結果、株式市場が活性化したといわれている。そこで、投資信託と年金基金について、アメリカの例を参照しながら、家計からのリスクマネー供給の流れをみていくこととする。

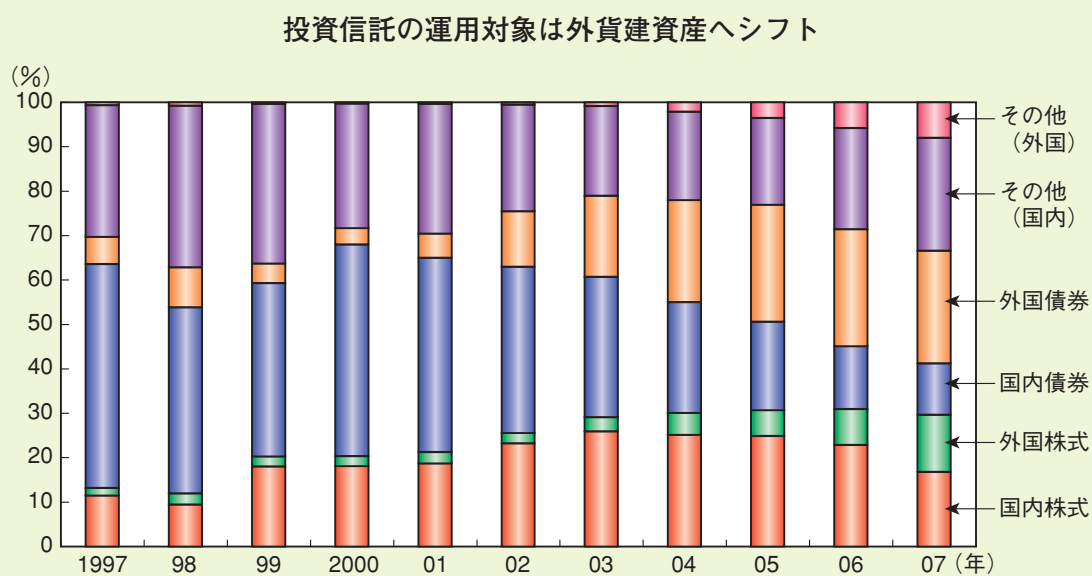
●日本の投資信託は国内株式での運用が少ない

日本での投資信託販売状況を見ると、98年の銀行窓販解禁以来、銀行ルートでの販売が着実に増え、投資信託の資産残高は増加基調となっている (第2-5-14図)。しかし、家計の資産に占める投資信託の割合は、国際的には依然低い水準にある。この背景としては、従来、家計の金融資産が、元本保証があり、仕組みが単純である預金を中心に運用されており、元本保証がなく、価格変動のリスクがあり、仕組みが複雑な投資信託での運用に慣れていないため、

第2-5-14図 日本の契約型公募・私募投資信託の販売主体別残高



第2-5-15図 日本の契約型公募証券投資信託残高の運用対象シェア



購入に慎重な家計が多いことなどが挙げられる。

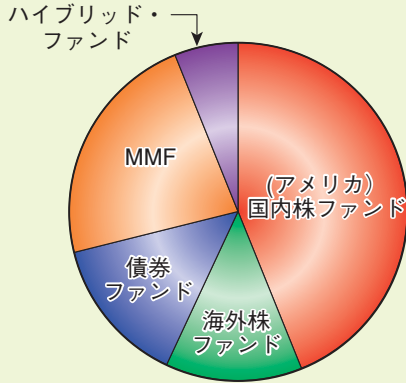
投資信託は、家計が直接購入するほか、年金基金など他の機関投資家や企業が保有することも多い。こうしたルートを含め、投資信託は直接、間接にリスクマネーの供給を担っている可能性がある。

では、実際に投資信託は株式の購入を通じ、企業に対してどの程度リスクマネーを供給しているのだろうか。日本の投資信託については、国内株式が約17%であり、日本企業へのリスクマネー供給ルートとしては比較的作用が小さい(第2-5-15図)。これには、国内の低金

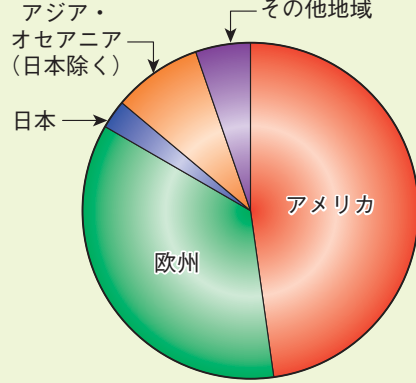
第2-5-16図 アメリカの投資信託市場

アメリカ投資信託市場は株式運用ファンドが半分以上を占め、
確定拠出年金を通じた資金流入が多い

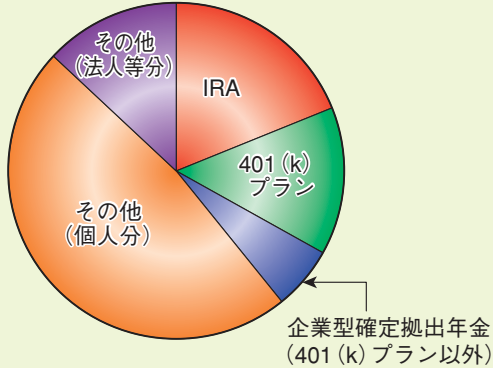
(1) アメリカの投資信託のファンド種類別残高割合



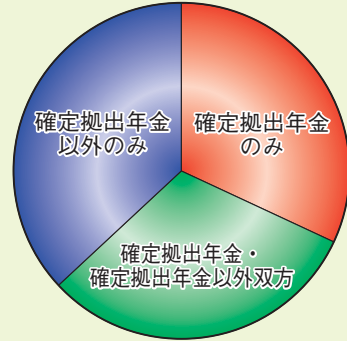
(2) 世界各地域における投資信託の残高



(3) アメリカ投資信託市場に占める確定拠出年金資金



(4) アメリカの投資信託保有者の購入ルート



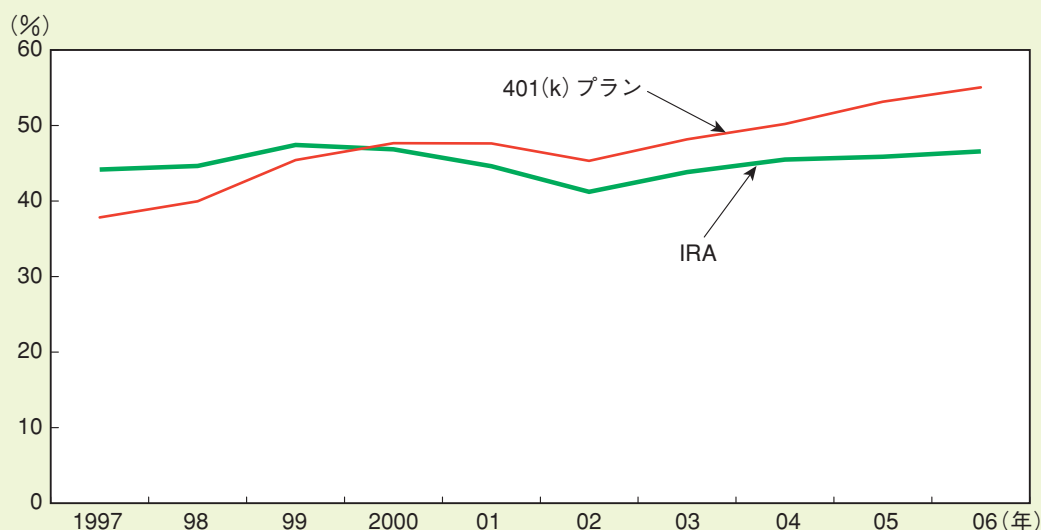
(備考) 1. Investment Company Institute (2007) "2007 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK"、投資信託協会「時系列データ」により作成。
2. ハイブリッド・ファンドは株式・債券混合型のファンド。

利や国内株式市場の魅力低下から、外貨建資産が運用対象である投資信託へのシフトが加速したためという面もある。

これに対し、アメリカの投資信託は、国内株ファンドでの運用が多く、国内企業へのリスクマネー供給に重要な役割を担っている（第2-5-16図）。ちなみに、アメリカで設定された投資信託は世界で圧倒的なシェアを誇り、世界の投資信託市場の半分近くをアメリカ一國で占めている。すなわち、アメリカには、投資信託を通じて世界中のリスクマネーが集まるようになっている。

第2-5-17図 IRAと401(k)プラン年金資金に占める投資信託の割合

IRA・401(k)プランともに投資信託での運用が約半分を占める



(備考) Investment Company Institute (2007) “2007 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK” により作成。

● アメリカの投資信託と確定拠出年金は密接な関係

それでは、アメリカの投資信託へはどこから資金が流れてきているのか。実は、確定拠出年金からの資金が4割近くにまで達している。また、アメリカの投資信託保有者の購入ルートをもみても、確定拠出年金を通じた購入経験者は6割を超えており、投資信託市場における確定拠出年金の存在感の大きさを示している。

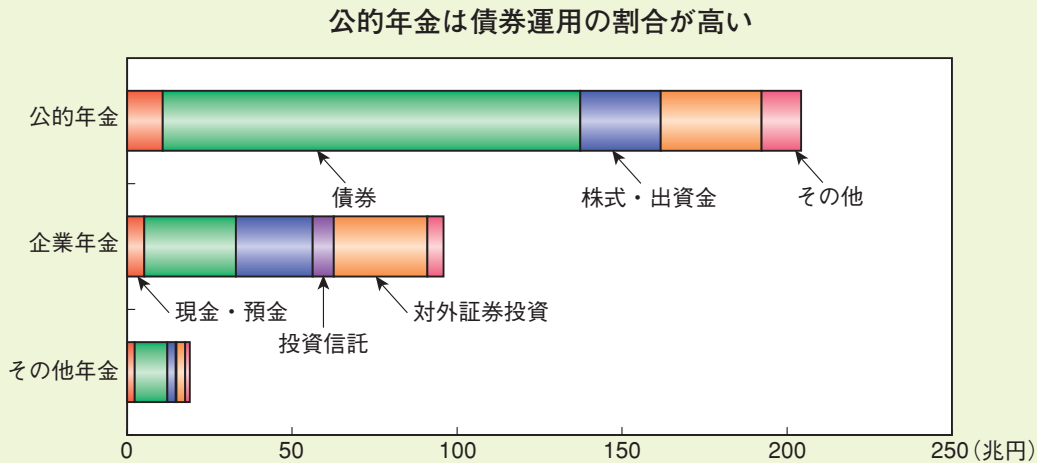
逆に、確定拠出年金の側からみると、その運用内容については、IRA（個人型の確定拠出年金）⁴⁹、401(k)プラン⁵⁰ともに投資信託での運用が中心で、双方とも資金の半分程度が投資信託に振り向けられている（第2-5-17図）。また、家計の投資信託保有比率は401(k)プラン導入前の80年はわずか5.7%であったが、401(k)プランの普及とともに保有比率が高まり、2006年には48.0%と家計の約半分が投資信託を保有するまで至った。こうしたことから、IRA・401(k)プランの普及が投資信託を通じて貯蓄から投資への流れを促し、株式市場の活性化に大きく寄与したといわれている。

もっとも、日本の確定拠出年金も、近年は投資信託での運用の比重が高まり、全体に占める残高の割合は約4割となっている。しかし、確定拠出年金の普及が未だ途上であるため、投資信託側からみると主要な資金供給源とはなっていない。

注 (49) IRA（個人退職勘定）は、アメリカの確定拠出型年金の一種で、企業年金を利用できない自営業者などのために設けられた。加入者が自己責任で金融商品を選び、運用を行なうことや、所得控除があることは401(k)プランと同様。また、401(k)プランに加入している従業員が、退職した場合や401(k)プランのない企業に転職した場合、資金をIRAに移して運用を継続することができる。

(50) 401(k)プランは、アメリカの確定拠出型企業年金の一つで、内国歳入法401条(k)項の条件を満たした年金。加入者が自己責任で金融商品を選び、運用を行なう。税制上の優遇措置があり、企業の拠出金は損金計上の対象で従業員の拠出金は課税繰り延べの対象となる（給付時に課税される）。従業員が転職する際は、転職先の401(k)プランに移管可能。

第2-5-18図 日本の年金資金の運用状況



- (備考) 1. 公的年金は社会保障審議会年金数理部会データにより作成。
 2. 企業年金とその他年金は日本銀行「資金循環統計」により作成。
 3. 企業年金は厚生年金基金、適格退職年金、確定拠出年金（企業型）、確定給付企業年金。
 4. その他年金は、国民年金基金、確定拠出年金（個人型）、勤労者退職金共済機構、中小企業基盤整備機構、石炭鉱業者年金基金、農業者年金基金。
 5. 対外証券投資は、居住者による、非居住者が海外市場ないし国内市場で発行した株式・債券への投資。
 6. 2006年度末の値。

●日本の企業年金は全体として株式、投資信託への投資が少ない

アメリカにおける投資信託は、確定拠出年金の拡大とともにリスクマネー供給における役割を増してきたこと、日本ではそのような状況にはなっていないことが分かった。そこで、次に年金基金を通じたリスクマネー供給の状況についてみてみよう。

まず日本の年金基金について公的年金を含めて概観すると、公的年金が約205兆円、企業年金が約96兆円となっている（第2-5-18図、付表2-9）。特に、公的年金のうち、国民年金と厚生年金の積立金は約149兆円で、そのうち年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）は約115兆円を運用しており、年金基金の資産規模としては世界一である。

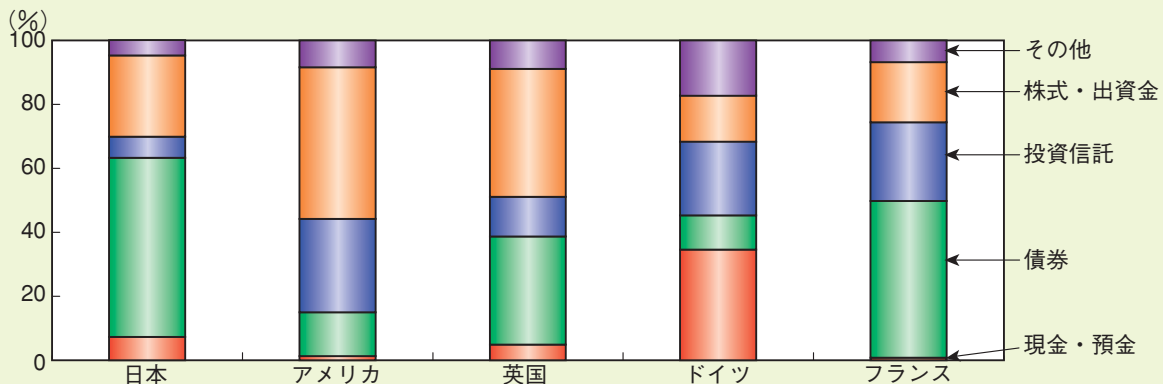
公的年金全体としてみると、その運用は企業年金と比べて国内債券の割合が高く、企業へのリスクマネー供給につながる株式・出資金の割合はあまり高くない。

これに対し、日本の企業年金を含む民間の年金基金は一般にリスク資産での運用比率が高い。もっとも、日本の民間年金基金は、運用資産の中で対外証券投資が3割近くを占めており、国内株式に投じられるリスクマネーは限定的である（前掲第2-5-18図）。さらに、日本の民間年金基金の運用をアメリカ・英国の民間年金基金等と比べると、株式や投資信託の割合が低く、慎重な運用となっている（第2-5-19図）。こうした中、アメリカではベンチャーキャピタル向けのリスクマネー供給も積極的に行われているとみられる⁵¹（前掲第2-3-15図）。

注 (51) 日本では企業年金の運用規制の撤廃に伴い、運用の自由度が高まったことで、民間年金基金からのベンチャーキャピタルへの投資もみられるようになったが、わずかである。一方、アメリカでは79年のERISA法改正に伴う運用規制の緩和により、年金基金によるベンチャーキャピタル投資が積極的に行なわれるようになったといわれている。

第2-5-19図 各国の年金基金の運用資産内容

日本の年金基金の運用はアメリカ・英国と比べると株式や投資信託の割合が低い



- (備考) 1. 日本は日本銀行「資金循環統計」、アメリカはFRB「Flow of Funds Accounts of the United States」、英国はOffice for National Statistics「United Kingdom Economic Accounts」、ドイツはDeutsche Bundesbank「Financial Accounts for Germany」、フランスはBanque de France「Financial Accounts」により作成。
 2. 日本は公的年金以外の年金、アメリカは民間年金基金、英国・ドイツ・フランスは保険・年金基金。
 3. 日本の株式・出資金と債券は、日本銀行「資金循環統計」による「対外証券投資」を財務省「平成19年末本邦対外資産負債残高の概要」で公表の株式と債券の割合で按分し、海外株式と海外債券の額を推定し、それぞれを株式・出資金と債券に加えて算出した。
 4. 2007年末の値。

●日本では確定拠出年金は普及途上

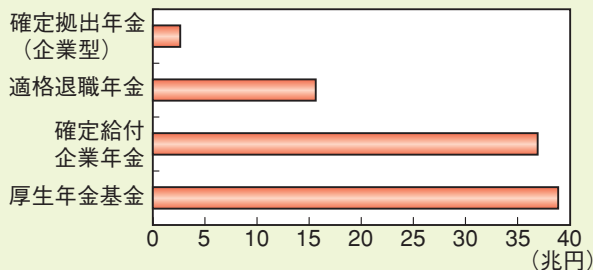
日本について各種企業年金の残高をみると、加入者が運用指図を行う必要のない、厚生年金基金、確定給付企業年金、適格退職年金が大半（約91兆円）を占めている（第2-5-20図）。一方で、加入者自身が運用指図を行い、リスク資産への運用配分を決めることが可能な確定拠出年金は、加入者数が増加し、着実に普及してきてはいるが、資産額は小さい（約3兆円）。

一方、アメリカの年金市場をみると、IRAと401(k)プランを中心に、確定拠出年金が年金市場の中核となっており、個人型も企業型も幅広く確定拠出年金制度が普及していることが分かる（第2-5-21図）。特に企業型については401(k)プランが81年に導入されてから着実にシェアを伸ばしたこともあり、現在では確定拠出年金の資金が確定給付年金を上回る水準にまで成長した。

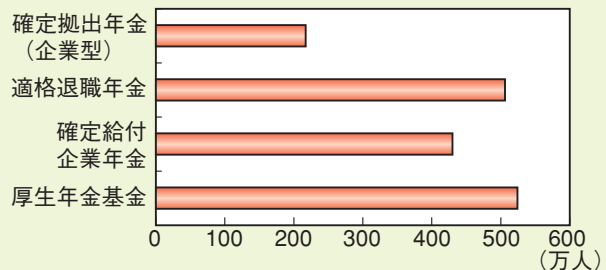
第2-5-20図 企業年金の現状

日本において確定拠出年金制度は十分浸透したとはいえず

(1) 各企業年金の資産残高



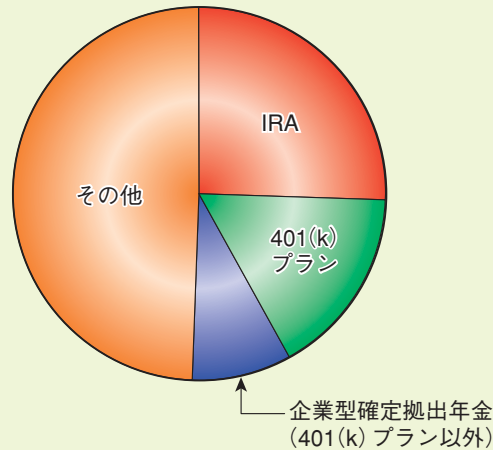
(2) 各企業年金の加入者数



- (備考) 1. 厚生年金基金、確定給付企業年金、適格退職年金は、2007年3月末値。確定拠出年金 (企業型) は、2006年12月末値。
 2. 生命保険協会資料、柏・深澤 (2007) により作成。

第2-5-21 図 アメリカの年金資金市場に占める確定拠出年金資金シェア

アメリカの年金資金において確定拠出年金資金は大きなシェアを占める



- (備考) 1. Investment Company Institute (2007) “2007 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK” により作成。
 2. その他には保険会社取扱の年金 (IRA・403(b)プラン・457プラン・民間年金基金除く)、連邦・州・地方年金プランが含まれる。
 3. 2006年末の値。

● アメリカで確定拠出年金が普及したのはその柔軟性のため

このように、アメリカでは確定拠出年金制度が広く普及し、資産規模も大きい、日本では普及の途上であり、資産規模は小さい。

アメリカで普及が進んだ背景の一つとして制度内容が柔軟であることが挙げられるが、その中で日本と異なる主な点は、マッチング拠出（企業型確定拠出年金において、事業主だけでなく、希望に応じて従業員本人も拠出すること）が可能であること、拠出限度額が比較的大きいこと、加入対象者が幅広いこと⁵²などである。こうした制度上の柔軟さも手伝って、アメリカでは確定拠出年金の普及により資産規模が拡大し、投資信託などを通じて企業にリスクマネーを供給する仕組みが定着している。

自己責任で自ら運用指図を行う確定拠出年金は、運用に関心が薄い家計が資産運用について関心を深める契機となりうる。また、日本では確定拠出年金を実施する事業主には加入者に対して投資教育を行う努力義務があり、これを通じて加入者の運用知識が深まる可能性もある。その結果、貯蓄から投資への流れが促進されることも期待される。

しかしながら、日本とアメリカでは環境や文化、歴史が異なり、アメリカと同様の制度内容が日本で成り立つかは単純に判断できない。例えば、企業年金は公的年金に上乗せして老後の所得保障を目的とするものであるが、そもそも、日米間では公的年金等の仕組みや保障される給付水準が同じではない。また、日本の企業年金は企業の福利厚生の一環として実態は退職金制度としても利用されていることもあり、企業拠出を中心に発展してきている点でアメリカと

注 (52) アメリカでは70.5歳未満の全ての給与所得者がIRAに加入することができる。

異なる。こうした事情の違いの中で、日本の確定拠出年金制度が今後どのように発展していくかが注目される⁵³。

●機関投資家による投資先企業の経営への関心の高まり

年金基金などに代表される機関投資家は、家計などから受け入れた資金につき、運用収益を向上させ、受託者としての責任を果たすため、投資先企業が企業価値を高め、株主利益を重視した経営を行うよう、経営への関与の動きを強めている。

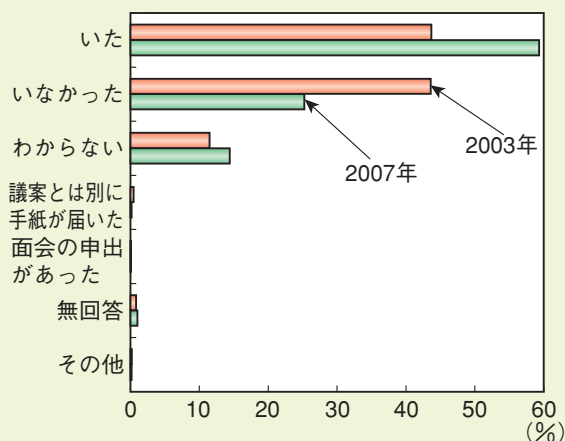
この傾向は特に投資先の株主総会における議決権行使状況に現れている（第2-5-22図）。この点についての2007年調査によれば、約6割の企業において、株主総会で出された議案に反対などの意思表示をした機関投資家等が存在したと答えている。また、その割合は2003年調査より15%以上増え、機関投資家の経営への関心が高まっていることが分かる。

その内容をみると、取締役・監査役を選任に関する議案で反対票が増えており、特に、業績不振・不祥事・社外取締役の数とその独立性が問題視される場合に反対が目立つ。取締役・監査役は、機関投資家等が重視している企業価値や株主利益に特に大きな影響を及ぼしうる立場であり、今後もこれらの議案を慎重に判断する傾向は続くと思われる。

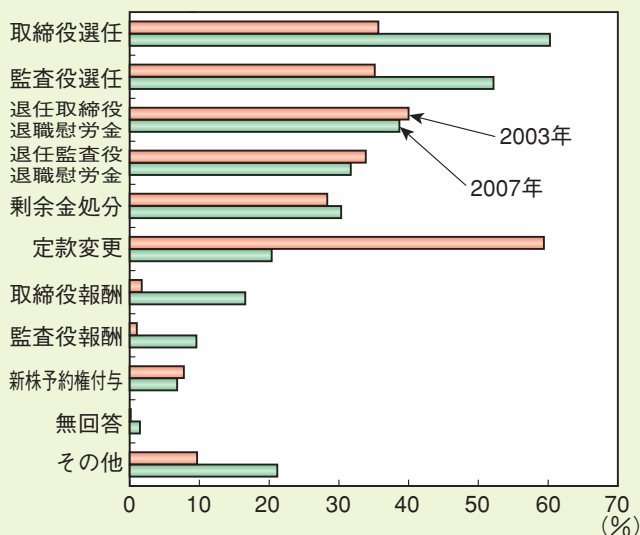
第2-5-22図 機関投資家等の株主総会における議決権行使状況

機関投資家等は提示された議案を慎重に判断する傾向

(1) 議案に対して「否」等の指示をした機関投資家等の有無の比率



(2) 機関投資家から「否」の指示があった議案とその比率



(備考) 1. 商事法務研究会(2003)、商事法務研究会(2007)により作成。
 2. 機関投資家等は外国人機関投資家(年金基金・投資信託を含む)、国内機関投資家(信託・生損保を含む)、大株主(投資ファンド等を含む)。
 3. 前年7月から同年6月に開催された定時株主総会を対象としたアンケート調査による。
 4. アンケートは重複回答可。

注 (53) 「基本方針2008」において、確定拠出年金制度の見直しが検討課題として挙げられている。

また、近年、具体的にどのような種類の議案を肯定的または否定的に判断するかを明示するため、議決権行使ガイドラインを定める機関投資家も多く、受託した運用会社はこのガイドラインに配慮した議決権行使を行っている。

不適切な経営で企業価値を損ね、投資家の信頼を失った具体例として、日本の新興市場上場企業の間で相次いで発生した不正会計問題が挙げられる。問題が相次いだことで、会計不信が高まり、問題を起こした企業のみならず、新興市場全体にまで不信感が波及した。その結果、投資資金が流出する一方、新たな投資資金が新興市場を避けているため、他市場と比べ相場の低迷が顕著である。安心して投資ができる市場環境の形成は、リスクマネーを引き付ける上で前提条件であり、その意味でも議決権を多く有する機関投資家が、投資先企業の経営への関心を高め、経営層に緊張感を持たせる機能は今後とも注目される。

●機関投資家はROAが高い企業に投資する傾向

前述の通り、機関投資家は投資先企業の企業価値向上と株主利益とを重視した経営に大きな関心を持っているが、それを定量的にみるために、各主体の業種別株式保有と、業種別の株式リターン、ROAや配当性向との相関を調べた（第2-5-23図）。

各投資主体と株価リターンとの関係については、国内機関投資家は、株価が上昇している業種への株式投資を増やす傾向があり、株価上昇局面で積極的に上値を追う順張り行動を示していることが分かる。

また、業種別のROAと機関投資家の株式保有との関係を見ると、2005年度以降は投資信託や年金信託では、ROAが高い業種への投資を増やす傾向にあり、ROAを重視してきた可能性が示唆される。他方、海外機関投資家を含む外国人投資家については、株式保有とROAの間に正の相関がある⁵⁴。

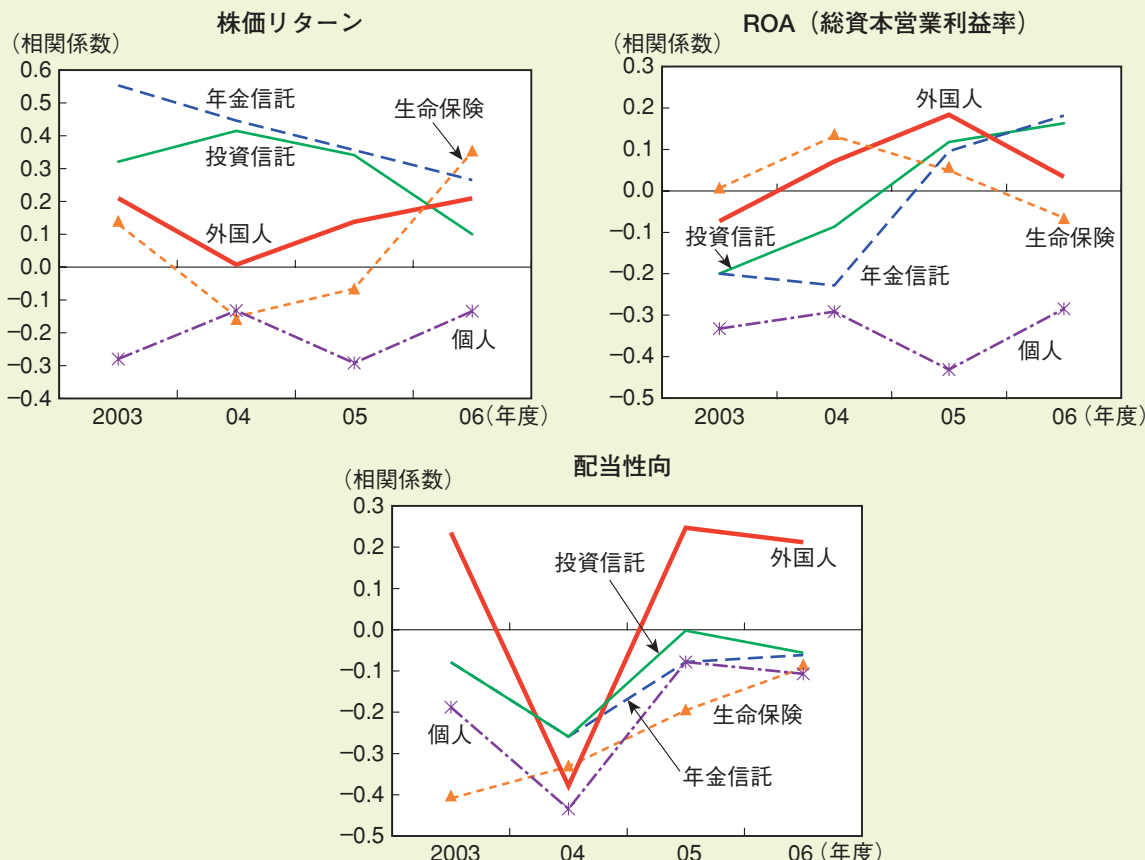
さらに、業種別の配当性向との関係については、年度によりばらつきがあるものの、おおむね負の相関となっており、国内機関投資家は配当性向を必ずしも重視していない可能性がうかがえる。一方、外国人投資家を見ると、配当性向が高い業種に積極的に投資を行っており、外国人投資家に比べて国内の機関投資家は配当性向を重視する傾向が弱い。

以上より、配当性向に対する選好は内外投資家で異なるものの、機関投資家はROAを重視する傾向がみられる。機関投資家は、こうした行動を通じて、日本企業のガバナンス向上に寄与していると考えられる。今後、国内機関投資家の株式市場でのプレゼンスが高まることにより、長期的視点からのコーポレートガバナンスが強化され、投資先企業の企業価値が向上していくことが期待される。

注 (54) ここでは、マクロの業種別データを利用しているため、結果についてはある程度幅を持って解釈する必要がある。なお、個別企業のデータを用いて、機関投資家による株式保有比率が投資先企業のROAに与える影響を調べたところ、前年度において投資信託や外国人による株式保有比率が高かった企業は次年度のROAが高いことが分かった（付表2-10）。

第2-5-23図 機関投資家の株式保有額と各種企業経営指標との関係

機関投資家は、ROAが高い企業に投資する傾向



(備考) 1. 東京証券取引所資料により作成。
 2. TOPIX上昇率の相関係数は当期、配当性向、総資本営業利益率は前期。
 3. 株価リターンは、前年度からの上昇率。

コラム

12 日本とアメリカの大学における資産運用

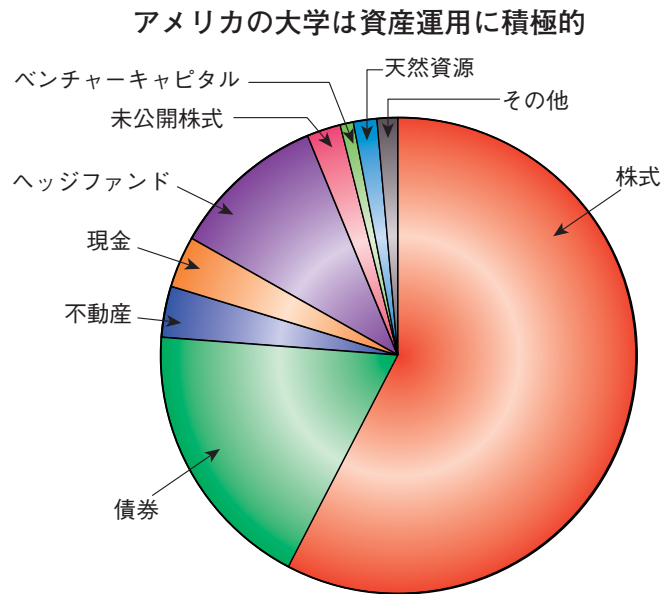
日本とアメリカで運用内容に大きな違いのあるものとして、大学の資産運用が挙げられる。日本の大学の金融資産運用をみると、国立大学法人については、国立大学法人法において準用する独立行政法人通則法により金融資産の運用対象が預金や国債・地方債・政府保証債などの安全性の高い資産に限定されており、現在の低金利下では目立った運用収入は得られていないと考えられる。また、私立大学については運用内容の多様化の動きが出てきているものの、多くの大学では引き続きリスク資産への運用には慎重な姿勢をとっており、運用の大半は預貯金や債券であるといわれている。

一方、アメリカの主要大学における寄付金の運用内容をみると、株式投資が全体の半分以上を超え、ヘッジファンドへの投資も一定割合を占めており、リスクを取りながら積極的に収益を追求していく態度であることが分かる(コラム12図)。アメリカの大学は、授業料や政府からの補助金とともに、資産運用収益を大学の運営を支える収入源の一つと位置づけている。このため、外部の運用会社への委託や大学内部への投資委員会の設置など、運用収益向上のための取組に力を入れている。また、アメリカの大学の寄付金による基金は、

ハーバード大学で346億ドル、イエール大学で225億ドル（いずれも2007年6月末）など、資産規模も大きく⁵⁵、リスクマネーを供給する機関投資家としての存在感も大きい。

日本では少子高齢化に伴う授業料収入の減少を寄付金などその他の収入でどう補っていくかが課題となっており、その一環として資産運用の在り方についても見直しが求められている。その結果、大学の資産運用が大規模化、積極化すれば、リスクマネーの有力な供給源の一つとなっていく可能性もある。

コラム 12 図 アメリカの主要大学における寄付金運用状況



(備考) 1. NACUBO (2007) “2007 NACUBO Endowment Study” により作成。
2. 2007年6月末の値。

4 銀行のリスクテイク能力

日本では、株式や社債発行などによる直接金融への流れが進みつつも、銀行による金融仲介機能は、依然として企業金融において不可欠な役割を果たしている。これには、第一に、中小企業を中心に間接金融への依存が高いことが挙げられる。第二に、家計部門では投資信託などのリスク資産への選好が徐々に高まりつつも、特に市場のボラティリティが高まる局面では、定期預金などの安全資産への志向が根強いことが挙げられる。

以上の観点を踏まえ、本節では、金融仲介機能を果たす銀行のリスクテイク能力を点検する。具体的には、銀行のバランスシートの状況、特に不良債権比率や自己資本比率の推移を概観するとともに、株価の下落に対する頑健性を調べる。最後に、最近のサブプライム住宅ローン問題の影響について確認する。

注 (55) 一方、日本の大学における金融資産運用額は、東京大学613億円、京都大学429億円、慶應義塾大学1,528億円（いずれも2007年3月末決算における現金・預金および有価証券の合計額）などとなっており、アメリカと比べて規模が小さい。

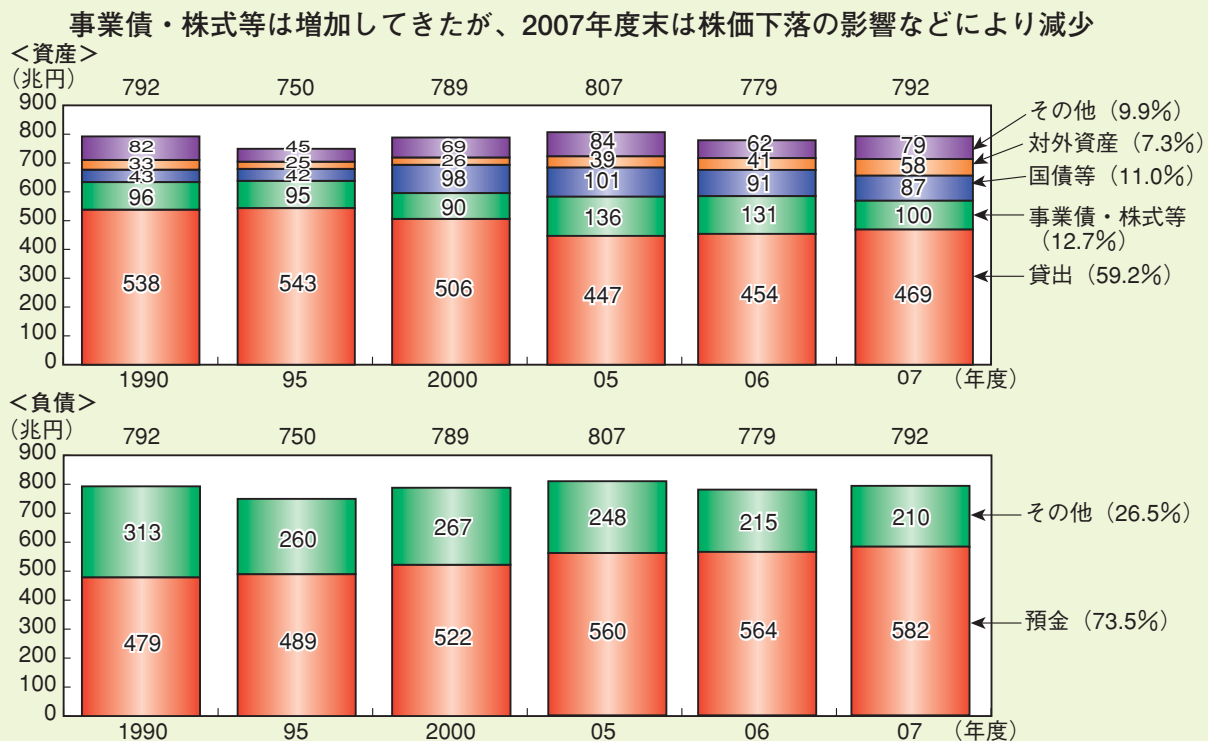
●不良債権比率の低下と自己資本比率の上昇により銀行のリスクテイク能力は上昇

日本の銀行の資産・負債残高について、90年以降の推移をみると、資産サイドでは、90年代後半以降の企業の過剰債務圧縮や金融機関の不良債権の増大などから貸出が減少する一方、事業債・株式等が増加してきたが、2007年度末には株価下落の影響などにより減少している（第2-5-24図）。事業債・株式等の内訳をみると、事業債や債権流動化関連商品が増加傾向にある一方、株式・出資金は株価上昇を背景に2003年から2006年にかけて増加した後、最近では減少している（第2-5-25図）。

一方、負債側をみると、90年代後半から2000年代前半の金融危機などを背景とした安全資産への選好の高まりなどから、預金が増加傾向にある。

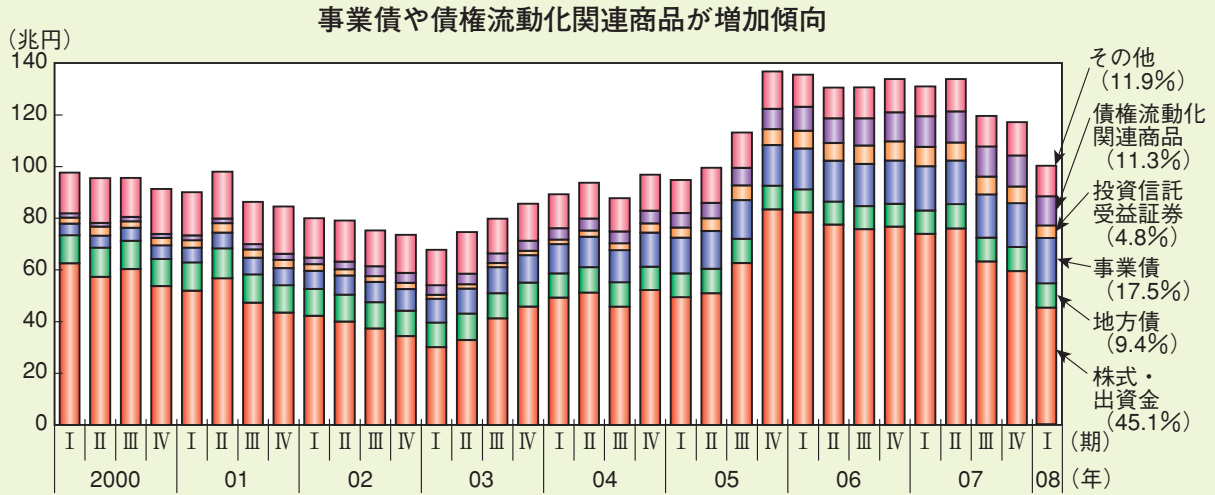
90年代後半から2000年代前半の金融危機の時期には不良債権比率が高まったが、その後、不良債権比率は低下してきている（第2-5-26図（1））。特に、主要行の不良債権比率は、2002年3月期には8.4%であったが、直近では1.5%と大きく低下している。地域銀行の不良債権比率についても、緩やかながら低下がみられる。また、自己資本比率をみると、主要行、地域銀行ともに上昇傾向にあり、銀行がリスクに対しての備えとしての自己資本を増加させてきていることが分かる（第2-5-26図（2））。こうしたことから、現在では、90年代後半から2000年代前半の頃と比べると、銀行のリスクテイク能力は高まってきているといえる。

第2-5-24図 銀行のバランスシートの推移



(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
 2. データラベルの内容は残高。項目下の()内は2007年度に占める割合。
 3. 「国債等」は、国債・財融債、政府短期証券、政府関係機関債の合計。

第2-5-25図 事業債・株式等の内訳

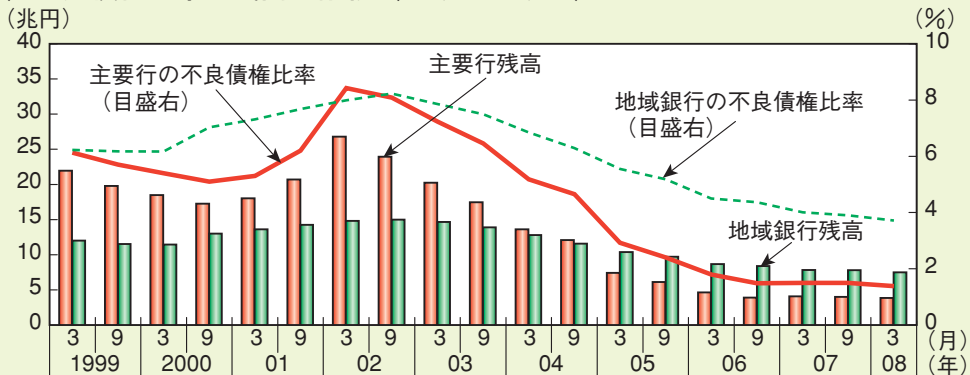


(備考) 1. 日本銀行「資金循環統計」により作成。
2. 2008年第1四半期は速報値。

第2-5-26図 銀行の不良債権と自己資本比率

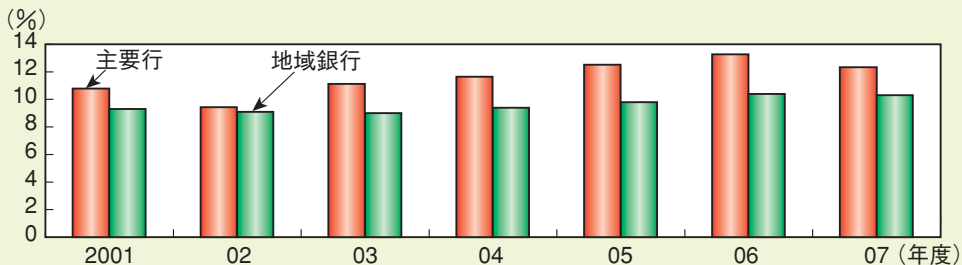
不良債権比率は低下し、自己資本比率は上昇傾向

(1) 不良債権比率・残高の推移 (都銀、地銀別)



(備考) 1. 2007年9月期までは、金融庁「金融再生法開示債権等の推移」により作成。
2008年3月期は、金融庁「主要行等の平成20年3月期決算状況 (単体) (速報ベース)」、
「地域銀行の平成19年度 (20年3月期) 決算の概要 (速報集計値)」により作成。
2. 主要行の計数は、都銀と信託の合計 (ただし、旧日本興業銀行の計数も含む)。
3. 地域銀行の計数は、2003年3月期以降、埼玉りそな銀行を含む。
4. 不良債権比率 = 金融再生法開示債権 / 総与信
金融再生法開示債権とは、破産更生等債権、危険債権、要管理債権の合計で、98年10月
に施行された金融再生法の規定に基づいている。

(2) 自己資本比率の推移 (都銀、地銀別)



(備考) 1. 金融庁「主要行等の平成20年3月期決算状況 (単体) (速報ベース)」、
「地域銀行の平成19年度 (20年3月期) 決算の概要 (速報集計値)」により作成。
2. 主要行の値は、2007年3月期よりバーゼルIIに基づき算出。

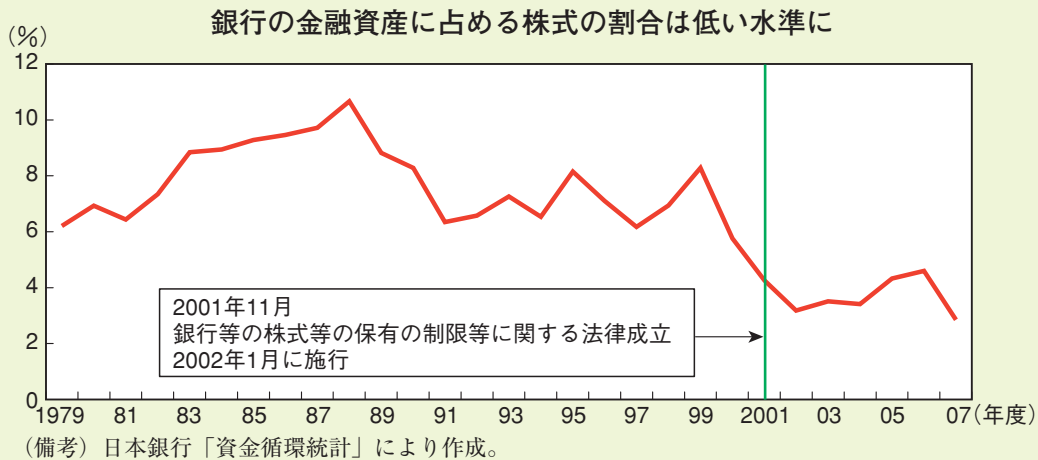
●これまでのところ株価下落の影響は限定的

銀行が考えるべきリスクの一つとして、保有している株式の価格変動がある。株価の下落は銀行のバランスシートを大きく毀損させる可能性があるため、ここでは、その影響について検討する。

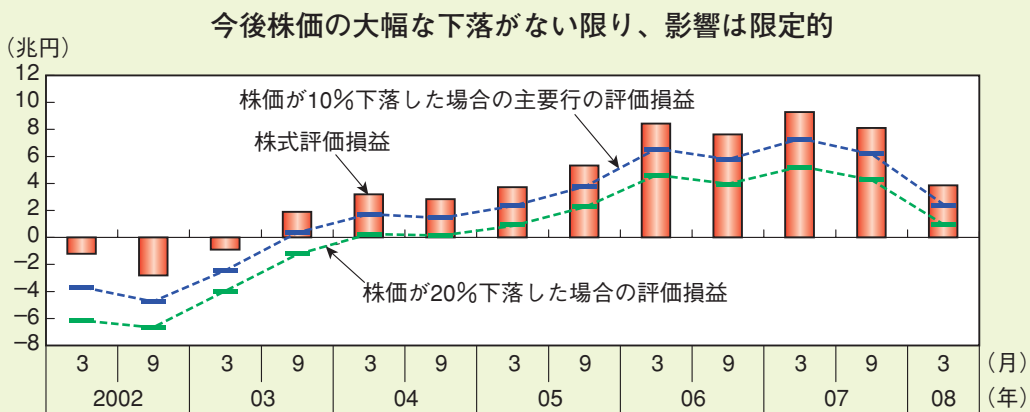
銀行の資産に占める株式の割合は、88年の10.7%をピークに、2002年に施行された株式保有規制などもあって低下傾向にあり、2007年度末では2.9%となっている（第2-5-27図(1)）。主要行6グループを対象に株式含み益をみると、2007年9月期には8兆円を超える水準となっていたが、2008年3月時点では4兆円弱まで縮小している（第2-5-27図(2)）。

第2-5-27図 銀行の株式保有リスク

(1) 銀行の株保有割合



(2) 株価変動へのリスク対応に関する試算



- (備考)
1. 主要行6グループの決算資料（連結ベース）により作成。
 2. 株式評価損益は、その他有価証券で時価のあるもののうち株式についてその貸借対照表計上額（時価）と取得原価の差をとった評価差額を指す。
 3. 株価が10%下落した場合の評価損益は下記の式により算出した。

$$P_t = B_t \times 0.9 - A_t$$

（評価損益 P_t は「その他有価証券で時価のあるもの」のうち株式の、取得原価： A_t 、貸借対照表計上額（時価）： B_t ）

4. 株価が20%下落した場合の評価損益は下記の式により算出した。

$$P_t = B_t \times 0.8 - A_t$$

各行の株式取得原価を基準として、保有株式の時価が10%あるいは20%下落した場合の評価損益をみると、2008年3月時点においては、20%下落した場合でも1兆円弱のプラスとなり、財務体質に重大な影響を与える状況にまでは至っていない⁵⁶。ただし、機関ごとの体力差もあり、サブプライム住宅ローン問題を背景とした金融資本市場の変動の影響には注意が必要である⁵⁷。

なお、銀行の保有資産に占める国債の割合は低下傾向にあるが、主要行についてみると2008年3月時点で国債の含み損を抱えており、金利上昇局面となった場合にはこれが拡大する可能性があることにも留意が必要である。金利上昇のリスクに対しては、保有債券の残存年数を多様化させるなど、リスク耐性を高める必要があると考えられる。

●日本の金融機関に対するサブプライム住宅ローン問題の影響は欧米に比べて限定的

2008年3月期決算において、日本の金融機関でも、サブプライム関連商品等について損失が発生した。その実現損失は、預金取扱金融機関全体で7,300億円、うち大手行等が6,500億円となっている⁵⁸（第2-5-28表）。この結果、大手行等では大幅な減益となった。

このように、サブプライム住宅ローン問題を契機とする市場の変動の影響は、日本の金融機関の決算に相当程度の影響を与えている。また、サブプライム住宅ローンとは直接関係のない資産担保証券（CDO）などの証券化商品にも価格下落が生じたこと、株価の下落などにより株式含み益が減少していることなどにも留意が必要である。しかしながら、日本の金融機関では、欧米に比べて、サブプライム住宅ローン関連商品への投資が少なかったことなどから、そ

第2-5-28表 国内金融機関のサブプライム関連商品の保有額

日本の金融機関のサブプライム関連商品保有額は限定的

（単位：10億円）

	サブプライム関連商品等保有額		
	簿価 (平成20年3月末)	評価損益	実現損益 (売却損益・減損等 (平成20年3月期))
大手行等	933	-123	-652
地域銀行	54	-1	-46
協同組織金融機関	32	-1	-28
合計	1,019	-125	-725

（備考） 1. 金融庁資料により作成。
2. 「サブプライム関連商品等」とは、サブプライムローンを原資産とするABS及びそうしたABSを原資産に含むCDOなどの金融商品等を指す。なお、投資信託の運用の中で、結果的にサブプライム関連商品への投資が行われているものは含まれていない。

- 注 (56) 各行の保有株式の時価が、TOPIXと同様の変動をすると仮定した場合。
(57) 主要行6グループの2008年3月時点における保有国債の含み損は、3,225億円（有価証券報告書における「その他有価証券で時価のあるもの」のうち国債の評価差額）。
(58) 地域銀行や協同組織金融機関については、サブプライム関連商品等の保有が極めて少なかったものの、一部の地域銀行や信用金庫などでサブプライムローン関連損失の計上がみられた。

の影響は相対的に限定されており、現時点で日本の金融システムに深刻な影響を与える状況には至っていない。

今後、金融機関は、サブプライム住宅ローン関連商品やその他証券化商品の保有状況⁵⁹を適切に公開するとともに、保有商品の価格下落が生じた場合には、速やかに引当ての計上などの対処を行う必要があると考えられる。同時に、資産、負債両面からのリスク管理体制をこれまで以上に確固たるものにしていく必要がある。

第6節 まとめ

本節ではこれまでの分析を整理しつつ、特に重要と思われるインプリケーションをまとめてみる。

● リスクテイクしている国は成長している

ひとくちに「リスクテイク」といっても、既存企業が年々の収益率の変動を恐れずに積極的な経営方針を採ることや、個人が起業活動に取り組むことなど、様々な形態がありうる。ただ、こうしたリスクテイクに関する様々な指標をみると、日本は他の先進国と比べて総じて低い水準にあることは確かである。適切なマネジメントの下でリスクを積極的に取っていくことは、個々の企業の潜在的な収益力を高め、経済全体の新陳代謝を活発化し、ひいてはマクロ的な成長力を高める効果があると考えられる。かつてと比べマクロ的な成長機会が限られている現在、日本経済にとってリスクテイクの在り方は重要性を増している。

● 日本企業の為替レート変動に対するリスクヘッジ能力は必ずしも十分ではない

企業がそのコアとなる事業分野でリスクを取っていくためには、リスクを取る必要のない分野でのリスクヘッジが必要である。事業会社が回避すべき代表的なリスクとして、為替レートや原材料価格の変動が挙げられる。為替変動リスクの影響を受けている加工型製造業において、そのリスクヘッジ手段として、現地生産度の向上による海外調達比率向上、さらに、現地生産したものを現地で販売することによる輸出依存度の引下げが有効であることが分かった。

また、原材料輸入価格高騰による交易条件の悪化は、素材型製造業において収益に悪影響を与えている。ただし一部業種では投入原材料を抑えつつ、付加価値を高めることで、原材料高騰による交易条件悪化の収益への影響を軽減させているケースもあり、そのような取組がリスクヘッジの観点からは鍵となる。

注 (59) 2008年3月末時点において、日本の金融機関におけるサブプライム関連商品等保有額は、預金取扱金融機関全体で1兆円、うち大手行等が9,300億円となっている。