

ノンバンクをめぐる論点整理

堀 田 真 理

- I はじめに
- II ノンバンクの特徴とその役割
- III 貸出金利に関する規制の強化
- IV ノンバンクと銀行の業務提携
- V ノンバンクの資金調達
- VI おわりに

I はじめに

近年、ノンバンクと銀行との業務提携が進んだこともあり、消費者金融をはじめとするノンバンクが、人々の暮らしにおいて、より身近になりつつある。実際にもわが国における消費者信用は拡大しており、いまやノンバンク業界は成長産業ともいえる。このように、我々の生活にとってより身近な存在となったノンバンクではあるが、その一方では、多重債務者問題¹やノンバンクをめぐる不祥事の問題²が明るみに出るなど、依然としてノンバンクに対しては暗いイメージがあるのも確かであろう。

これまで大きな成長を遂げてきたノンバンク業界ではあるが、現在、ノンバンクは大きな転換期を迎えている。前述のように、銀行との業務提携が進展したことにより、ノンバンク業界そのものが再編されつつあることも、その要因のひとつではあるが、今やノンバンクに関する規制そのものが変わりつつある。とりわけ、昨今、議論の中心となったのは貸出市場において存在している2段階の上限金利の問題であり、この点については、上限金利を一本化し、その水準を引き下げる方向で規制が強化される見通しである。こうした上限金利の引下げはノンバンクの営業利益を圧迫するであろうし、上限金利の水準が一本化されることによって、高リスクの借手にも資金提供を行なうというノンバンクの役割は失われ、銀行との垣根が無くなる中で、ノンバンクをめぐる経営環境はますます厳しい状況になる。また逆に、かつて規制を緩和する目的で解禁されたノンバンクの社債発行も、結果として、大手のノンバンクと中小のノンバンクとの格差を広げ二極化を生じさせるな

¹ 現在、わが国における多重債務者は200万人ともいわれている。(日本経済新聞2006年9月20日)

² たとえば最も直近では、消費者金融大手のアコムが、消費者ローンの滞納者に対して、消費者契約法で認められている利率を上回る高率の遅延金を請求していたとして問題となった。(朝日新聞2006年9月24日)

ど、ますます体力の弱いノンバンクにとっては厳しい環境になっている。こうした現状を鑑みて、ノンバンクに関し、業界淘汰や大手による寡占化を指摘する声は実際にも大きいのである³。

本稿では、ノンバンクの役割を改めて確認するとともに、こうした最近のノンバンクをめぐる主要な論点について理論的な分析をふまえつつ整理する。ノンバンク（とりわけ消費者金融市場）に関わる理論的なモデル分析は、すでにわが国においてもなされている。ここでは、とりわけ1つの分析に焦点をあてて具体的な分析を試みることはしないが、貸出金利の問題を検討する上でも興味深い、既存の理論分析を概観することによって、理論的な観点から得られるインプリケーションを明らかにしたい。

本稿の構成は以下の通りである。まずⅡ節では、ノンバンクの特徴を整理するとともに、晝間（2000）をもとに、ノンバンクの経済的な役割について確認する。Ⅲ節では、最近の議論の中心ともなった上限金利に関する規制強化の問題について整理する。Ⅳ節では、近年になって多く見られるノンバンクと銀行との業務提携に焦点をあてた理論的な分析として、平瀬（2003）と島本・平瀬（2005）の二つを取り上げる。Ⅴ節では、ノンバンクの資金調達に関して、「ノンバンク社債法」との関わりの中で財務理論的な観点から分析している吉田（1997～2001）、および証券化を視野に入れた分析として深浦（2000）を取り上げる。こうした分析は、貸出金利の問題に関しても興味深いインプリケーションを与えるものである。最後に、本稿での結論はⅥ節においてまとめる。

Ⅱ ノンバンクの特徴とその役割

1. ノンバンクとは

「ノンバンクを定義する法律はない」⁴とされているが、吉野（2006b）によれば、ノンバンクとは、「預金を集めずに貸出を行う資金業者を指し、消費者向け金融、事業者向け金融などの総称」と説明されている。一般に「ノンバンク」というと、消費者金融をイメージすることも多いが、ノンバンクに分類される業種は、その他にも事業者向けの貸金業者や手形割引業者、クレジットカード会社、信販会社、リース会社など、さまざまな種類の会社がある⁵。

このようなノンバンクと銀行との大きな相違は、銀行が、預金者から集めた資金をもとに貸出を行なうのに対し、ノンバンクの場合には利用者から預金を集めるのではなく、銀行借入や社債発行

³ たとえば、日本経済新聞 2006年9月16日、9月20日などの記事である。

⁴ 益田（2006）97頁による指摘。ただし広義には、1990年の大蔵省諮問委員会の文書において、「預金を受け入れないで与信業務を行なう会社」と定義されているという。

⁵ 益田（2006）は、ノンバンクにはこのような異なる目的をもつ多くの種類の会社が存在しており、これがノンバンクについて論じることを難しくしている点を指摘する。なお、本稿では、これらについて明確な区分はおかず、すべてを「ノンバンク」として一律に扱うことにする。

などによって調達した資金を貸付にまわしている⁶、という点である。こうしてノンバンク自身が「借手」と「貸手」という両面の性格を有していることになる。このような構造ゆえに、ノンバンクの場合には取付けやシステミック・リスクなどの可能性はなく、銀行と比較して新規参入が比較的容易であるとされている。両者にみられる相違をまとめたものが以下の（表1）である。

（表1） 銀行とノンバンクの比較

	銀行	ノンバンク
参入の要件	免許制（参入が困難）	登録制（参入が容易）
規制の法律	銀行法	貸金業規制法・出資法・利息制限法
可能な最高金利 (2006年9月時)	最高年利 20%	最高年利 29.2% ⁷ （出資法） 15~20%（利息制限法）

（出所）吉野（2006a）をもとに筆者作成

2. ノンバンクの存在意義

こうしたノンバンクの存在意義⁸について、晝間（2000）は、経済学的な観点からその本質を次のように説明する。すなわち、ミクロ経済学に基づけば、「異時点間消費の2期間モデル」によって人々の消費行動を説明することができ、ここでの前提は、現在の所得が不足している場合でも、借入を行なうことによって得られた資金を現在の消費にあてることができる、ということである。これはまさに、消費者金融市場が成立する前提を示しており、この2期間モデルの結論は、そうした消費によって、人々が自分の効用水準をさらに高めることができることになる。「これを可能にしているのが消費者金融にほかならない。その意味では、消費者金融が担っている経済的機能は極めて基本的かつ重要な機能なのである。」（晝間）

また、借手とノンバンクの間に存在する情報の非対称性ゆえに、逆選択やモラルハザードといった現象が生じてしまうことに関しては、これらの解決方法が存在する、と主張する。すなわち、逆選択に対しては、借手のリスクタイプに応じた多様な契約を提示することであり、モラルハザードに対しては、借手の望む借入額よりも低い水準に貸出限度額を制限する（信用割当）といった方法である。ノンバンクと銀行では、借手のタイプに違いがあり、よりリスクの高い借手にも資金を提供することができる点はノンバンクの大きな利点でもある。その意味では、ノンバンクの場合、逆選択を回避する手段がすでに盛り込まれていると見ることができる。また、後述するように、直近

⁶ 大橋（2006）によれば、実際にも、とりわけノンバンクの場合には、銀行からの短期借入が多いとされる。

⁷ この水準を20%まで引き下げることが、現在、議論されている。

⁸ 吉野（1997）は、ノンバンクの存在理由について、「規制のために銀行ではできない分野への資金提供、銀行では融資困難なリスクの高い借手への資金提供、既存の金融機関が融資を行っていないニッチマーケットの開拓、銀行では審査コストがかかりすぎる分野への融資」などの理由をあげている。

においてノンバンクへの規制を強化する改正案が議論されたが、貸付総額にかかわる規制は、モラルハザードを阻止するという点でも、重要な側面をもっているといえる。

Ⅲ 貸出金利に関する規制の強化

1. 問題の所在

現在、ノンバンクをめぐる問題として最も注目されているのが、貸出金利の上限をめぐる議論であろう。従来からノンバンク市場においては、利息制限法による上限金利と、出資法による上限金利という2つの異なった金利水準が設けられており、これらの中間金利は、違法ではあっても罰則が適応されない、いわば「グレーゾーン」であるとして批判されてきた。すなわち、出資法によれば、貸金業者の場合、貸付契約において決められている金利は年利29.2%（2000年改正後）⁹が上限とされており、この水準を超えて利息の契約をおこなった場合には、罰則が科される（出資法5条2項）¹⁰。一方、利息制限法においては、上限金利が15%~20%¹¹と設定されており、この上限を超えた分については契約が無効となるのみで、特別な罰則は存在していない（利息制限法1条）。それゆえ、従来から、利息制限法の上限金利を超えて出資法の上限金利までの範囲内の高い金利で貸付をおこなうケースが多く見られ、近年、多重債務者が増加する中で、この点がその主因とも指摘されてきたのである。

2. 改正案の方向性と問題になっている論点

このほど、この点をめぐり、政府・自民党による貸金業規制法改正案がまとめられ、今後の方向性が明らかになりつつある。改正案のポイントは（表2）の通りであるが、要するに上限金利の問題については、規制が強化され、2段階の上限金利が一本化されることでグレーゾーン金利が廃止され、それにともない出資法の上限金利の水準が引き下げられることになる¹²。

⁹ 出資法の上限金利は、これまで段階的に引き下げられてきている。当初は年利109.5%であったものが、73%、54.75%、40.004%と引き下げられ、2000年の改正で現行の29.2%になった。

¹⁰ 5年以下の懲役、もしくは1000万円以下の罰金、またはこれらの併科とされる。

¹¹ より詳細には、①元本10万円未満では年利20%、②元本が10万円以上100万円未満では年利18%、③元本が100万円以上では年利15%と定められている。

¹² 2006年1月に最高裁の判決において、グレーゾーン内での金利の受け取りについても実質的には制限されたことにより、こうした規制強化の動きが一気に高まったとされる。（日本経済新聞2006年9月20日）

(表2) 貸金業規制法改正 政府・自民党案の骨子 (2006年9月時点)

・ 出資法の上限金利を20%へ引き下げ (法施行後2年半以内)
・ 少額短期の融資については25.5%の特例金利 (2年間のみ)
・ 借入残高が年収の3分の1を超える貸付の禁止
・ 総借入額100万円超の貸付について、収入証明書の提出義務
・ 貸金業者の最低純資産額の引き上げ
・ 高金利・無登録業者に関する罰則強化
・ 資格試験の導入
・ 個人信用情報の共有 (信用情報機関への加入、残高情報の交換)

(出所) 日本経済新聞 2006年9月16日

こうした上限金利をめぐる一連の議論において問題とされた点は整理すると以下の3つになるであろう。つまり、①このような2段階の上限金利が存在している点であり、これらの水準を一本化するべきかどうかということ、②そもそもこのような上限金利規制をおくことが必要かどうかということ、③上限金利に関する規制を強め、この水準を引き下げべきかどうかということ、である。

①については、すでに理論的な観点からも、そのような2段階の上限金利制度の存在が、ノンバンクの収益構造を不安定なものとし、結果として貸出金利の硬直性を生じさせ、優良な借手に対しても高い水準の金利を要求することになる点で望ましくないことが示されている¹³。この点、実際にも今回の改正案の方向は、そうした理論的な根拠からも支持されるといえるだろう。

次に②については、米国やヨーロッパなどでは上限金利規制そのものが存在せず、金利は完全に自由化されていることから、わが国においてもこうした規制を撤廃し、借手のリスクに応じた貸出金利を設定すべきとする考え方がある一方で、吉野 (1997) は、返済不能をますます増大させないためにも、上限金利規制は必要であると主張している。結局のところ、改正案の示す方向性は、上限金利を残すことであったといえる。

最後に③に関して、必ずしも理論的な観点からは、いまだ上限金利の具体的な最適水準まで明らかにはされていない。しかしながら、改正案において示されたように、とりわけ上限金利が引き下げられることによる影響については、昨今、経営難に陥っているノンバンクの営業利益をさらに圧迫し大きな打撃を与えるとして危惧する意見もあり¹⁴、改めてノンバンクにとって収益構造を見直す必要も出てくる。一方で、こうした上限金利引き下げの影響は、借手側にも及ぶ。すなわち、上限金利が引き下げられることで、ノンバンクが貸出先の選別を行ない、優良な借手に資金を提供す

¹³ 平瀬 (2002) の分析による結論。2段階の上限金利が存在することにより、貸出市場において信用割当が発生することになる。ただし、その具体的な金利水準については、理論的には明らかにされていない。

¹⁴ ノンバンク大手4社 (アコム、プロミス、武富士、アイフル) の2006年3月期の貸付残高に占める経費 (宣伝広告費や貸倒費用) の比率は、平均17.9%であり、他方、平均貸付金利は22.4%であるという。これが法案成立により、20%まで引き下げられると、営業利益はわずかになってしまうという。(日経金融新聞2006年9月19日)

また、これに関して、4社で合計1500億円の減収になるとの指摘もある。最近は契約数の減少や上限金利を超えた過払い金返還の増加、債権放棄による貸倒費用の増大などにより、経営難に陥っているノンバンクも少なくないとされる。(日本経済新聞2006年9月16日)

ることになるため、リスクの高い借手は資金を借りることができなくなる¹⁵。こうした結果、ノンバンクの間では、低い金利で優良な借手を獲得すべく激しい競争がおり、そうした優良な顧客の獲得に成功した体力ある企業¹⁶と、そうではない特に中小のノンバンクとの格差が拡大し、二極化が進むと考えられる¹⁷。

以上が、上限金利の問題をめぐる議論である。こうした貸出金利の問題については、後に幾つかの理論的な分析を通じて改めて検討する。

IV ノンバンクと銀行の業務提携

～理論分析が示すこと～

ノンバンク業界に関する最近の大きな動きとして、2000年以降に多く見られるようになった、銀行との業務提携の問題がある。ノンバンクと銀行では、その特徴や規制に大きな相違があることはすでに述べた通りであるが、近年は、銀行がとりわけ消費者金融市場へ積極的に参入する動きが見られ、ノンバンク業界も大きく再編されつつある¹⁸。こうした新たな現況を前提とするとき、ノンバンクの行動に関して理論的な分析が示唆することは、どのような結論なのであろうか。

よく指摘されることとして、このように両者が業務提携をおこなうことのメリットは、銀行側にしてみれば、ノンバンクが保有している借手のタイプに関する情報を獲得できることであり、他方、ノンバンクにとっては、銀行の高い信用力を得ることにより、市場での信頼性を向上させることができる点である。とりわけ銀行が、このような提携をおこなうインセンティブを持っていることは、理論的にも明らかにされている¹⁹。しかしながらここではこの点については焦点をあてずに、昨今、とりわけ問題とされている貸出金利に関わるインプリケーションを提示している点で興味深い分析を紹介することにしたい。

¹⁵ 吉野 (2006a) は、基本的な需給分析から考えても、金利引下げによって発生する超過需要 (借りられない借手) が闇金融に流れる危険性を指摘する。

¹⁶ 最近では、こうした規制強化を先取りして、個人ローンの比率が大きいノンバンク (たとえばプロミス、アコム、JCB など) では、金利の上限水準を20%以下に設定するノンバンクもあらわれてきているという。(日本経済新聞2006年9月7日、16日) また、トヨタファイナンスはすでにグレーゾーン金利を全廃したという。(日本経済新聞2006年5月25日)

¹⁷ 吉野 (1997) によれば、ノンバンク業界においては、すでに大手と中小との間で二極化が進んでいるという。

¹⁸ たとえば、これまでに銀行とノンバンクの間でおこなわれた業務提携としては、

- ・UFJ銀行とプロミス、アプラスによる「モビット」の設立 (2000年4月)
- ・三井住友銀行と三洋信販による「アットローン」の設立 (2000年6月)
- ・東京三菱銀行 (当時) とアコム、三菱信託、DCカードによる「東京三菱キャッシュワン」 (2001年6月)
- ・三井住友フィナンシャルグループとプロミスの業務提携 (2004年6月)
- ・みずほ銀行とクレディセゾン、UCカードによる業務提携 (2004年12月) などがある。

¹⁹ 森・井澤・飯田・新海・岡村 (2004) では、理論的な分析によって、この点を明らかにしている。銀行にとって借手のタイプが識別できない不完全情報下では信用割当が発生してしまうことに対し、そうした情報を獲得した完全情報下においては、借手のタイプに応じて資金を提供することが可能となり、これによって銀行は利潤を高めることができる。すなわち、銀行にとって、ノンバンクと提携するインセンティブがあることになる。ただし、この分析では、ノンバンク側のインセンティブに関してまでは分析していない。

1. 貸出金利の二分化

平瀬（2003）は、銀行によるノンバンク市場への参入によって、市場に2つの水準の貸出金利が出現していることに注目している。もし、銀行の新規参入によって市場の競争が活発化され、それによって金利が低下するのであれば新規参入のメリットが得られるが、現実にはむしろ、市場に2つの異なる金利水準が生じていると指摘する²⁰。すなわち、既存のノンバンクが提供する貸出金利は高水準であるのに対し、新規参入した銀行が提供している金利は、より低い水準になっているというのである。このような状況を、いずれ低い金利水準へ移行していくと考えるよりも、むしろ両者の最適な行動の結果として、この現状において分離均衡が成立していると捉える。そもそも、この分析によれば、銀行の参入は競争のためではなく、ノンバンクとは異なった目的で提携するケースが多いと分析している²¹。そうした両者の異なった目的を、この分析では、以下のように考えている点に特徴がある。つまり、既存のノンバンクでは、リスクの高い「非定職者向け」に高い金利で貸付を行なうのに対し、銀行の場合には、リスクの低い「定職者のみ」に限定し、より低い金利を提供すると考える。

以上のような状況を前提に、平瀬（2003）に基づき、モデルの概要のみを示してみよう。

ここでは、完全競争にある消費者金融市場と1期間モデルを仮定し、前述のように定職をもつ優良な借手（借手1）と、定職をもたない危険な借手（借手2）の2タイプが存在する状況を考える。これらそれぞれのタイプの借手が存在する割合は h と $1-h$ である。借手は今期に1だけの資金を借入れ、来期に R を返済する。ところが所得は来期にならないと得ることができず、特に非定職者の場合には、来期に必ずしも返済が可能であるとも限らない。それぞれの借手が返済可能である確率は、それぞれ、 q_1, q_2 である。他方、貸手は調達金利 I で貸出に必要な資金を銀行から借入れ、貸出金利 R （粗金利）で借手に貸付を行なう。

このとき、貸手がとりうる戦略は2つである。すなわち、1つは、どちらのタイプの借手に対しても、同一水準の貸出金利 R^P を提供するものであり、このときの貸手の期待利潤は

$$E\Pi^P = \{q_1 h + q_2 (1-h)\} R^P - I$$

で示される。これに対し、もうひとつの戦略は、貸手が「審査コスト」 C をかけて、借手のタイプに関する情報を得ることによって、それぞれのタイプに応じた貸出金利を提供する場合である。危険なタイプの借手（借手2）の場合には、審査の申し込みが拒否されることから、この戦略における貸手の期待利潤は、

²⁰ 平瀬（2003）によると、既存のノンバンク系各社の貸出金利はフリーローンで18%~30%に設定されるケースが多いのに対して、都市銀行系の場合には、15%~18%であるという。

²¹ 実際にも、注釈18で列挙したように、銀行とノンバンクとの共同設立によるケースが多い。

$$E\Pi^S = h(q_1 R_1^S - I - C) + (1-h)(q_2 R_2^S - I)$$

と示される。

以上から、それぞれの戦略の場合における、均衡の貸出金利は、期待利潤=0とする水準に決まる。それぞれの均衡を、「プーリング均衡」と「分離均衡」と呼ぶとき、どちらの均衡が成立するかは、「審査コスト」Cの大きさに依存する。ここでは結論のみを示すと²²次のようになる。

均衡成立の条件	存在する均衡	貸出金利の水準
$q_1 R_1^p \leq C + 1$	プーリング均衡	同一水準
$q_1 R_1^p \geq C + 1$	分離均衡	借手のタイプ別に2つの水準

$$\text{ただし } R_1^p = \frac{I}{q_1 h + q_2 (1-h)}$$

つまり、この結果が意味することは、「審査コスト」Cが小さければ「分離均衡」が存在する可能性が高いということである。ノンバンクと銀行の提携は、この「審査コスト」Cを低下させたと考えことができ、そうした影響が貸出金利の水準を、「プーリング均衡」から「分離均衡」へと変化させた。その結果として、借手のタイプに応じてノンバンクは高い金利を、また銀行は低い金利をそれぞれ提供することになり、2つの金利帯を生じさせることになったと結論づけている。

2. 上限金利とノンバンクの取立行動

島本・平瀬 (2005) では、新たにノンバンク市場に参入した銀行と、既存のノンバンクとの間において、貸出金利の他にも規制を受ける法律や借手への取立行動などの面でさまざまな違いがあることに注目している。この分析で前提とされている両者の相違をまとめると、次のようになる。

(表3) ノンバンクと銀行の行動の違い

	ノンバンク	銀行
貸出対象	定職者および非定職者 担保なし (返済確率が重要)	定職者のみ
貸出金利	出資法の上限 \bar{r}	銀行法 ²³ の上限 \bar{r}
契約違反のコスト	小さい (罰則を避けて行動)	大きい (法律は必ず遵守)
借手への取立 ²⁴	あり	なし

(出所) 島本・平瀬 (2005) に基づき、筆者作成

²² 導出過程の詳細は、平瀬 (2003) を参照のこと。

²³ 島本・平瀬 (2005) では、利息制限法の上限と仮定している。ここでは前述の (表1) に基づき、銀行法とした。

²⁴ 島本・平瀬 (2005) は、取立行動を、借手が期日までに返済不能であったときに、「貸手が裁判や調停などの合法的手段を用いずに直接借手に対して返済を要求する行為」と定義している。

この分析の特徴は、上述のような両者の相違を反映すべく、貸出金利に限らず、取立行動についても選択変数として返済確率や費用関数（デフォルト時の取立コスト）などの中に盛り込んでいる点にある。借手のタイプが定職者のような優良なタイプ（Ⅰ）と、非定職者のように危険なタイプ（Ⅱ）の2つから成り立っているとする仮定は前述の分析と同様であるが、さらに銀行参入後の市場を、大きく既存のノンバンク全体と、参入後の銀行全体の2つに分けて、これら2つをプレーヤーとする複占市場を仮定し、貸出金利に関して、ベルトラン競争を行なうと考えている²⁵。詳細なモデルを記述することは、ここでは省略するが、ノンバンクと銀行それぞれの利潤関数を定式化し、そこから利潤最大化の1階条件を、双方の貸出金利 \bar{r} や \bar{r} 、取立行動の程度などの変数によって特徴づけることにより、この分析では貸出金利と取立行動の関係について、さらに比較静学をおこなうことが可能となる。

ここで提示されている結論のみを示すと、仮に上限金利に関する規制が緩和されて、ノンバンクや銀行が貸出金利の水準を引き上げるのであるならば、貸出需要の金利弾力性が大きい場合、ノンバンクの取立行動は、借手のタイプに応じて次のようになる。

すなわち、

- ・ノンバンクによる上限金利の引き上げは、どちらのタイプの借手に対しても、取立行動を緩和させる。
- ・他方、銀行による上限金利の引き上げは、ノンバンクの貸出額を増加させ、優良な借手に対しても取立行動を激化させる。

この分析では、このように上限金利に関わる規制が緩和されたケースについての結論を提示しているが、当然に、この逆も成立しうるであろう。すなわち、最近の議論の中心である上限金利に関する規制の強化は、ノンバンクの場合に限っていえば、ますます債務者への取立行動を激化させてしまうことになる。他方、銀行がより貸出金利を低い水準に設定するのであるならば、それは、ノンバンクの取立行動をより緩和させる一助となりうるであろう。

V ノンバンクの資金調達

1. 「ノンバンク社債法」とその問題点

本節では、資金調達の側面から、検討してみることにしたい。

²⁵ つまり、島本・平瀬（2005）の表記にしたがうと、ノンバンクにとっての貸出需要関数は $D(\bar{r}, \bar{r})$ で表現でき、他方、銀行にとっての貸出需要関数も $\underline{D}(\bar{r}, \bar{r})$ と表現できることになる。

ノンバンクをめぐる法規制において、ノンバンクへの規制を緩和する方向で、1999年に制定され注目を集めたのが、「金融業者の貸付業務のための社債の発行等に関する法律」（以下、「ノンバンク社債法」）である。すでに述べたようにノンバンクにおいては、預金を集めてそれを貸付資金にあてることができないことから、従来からノンバンクは貸付資金のほとんどを銀行借入に依存してきた。この「ノンバンク社債法」は、ノンバンクに対し、新たに社債や CP によって貸付資金を市場から調達することを可能とし、資金調達の道を多様化させた。こうした多様化のメリットは、これまで銀行依存型であったノンバンクが経営の自主性を高めることができる点にある。しかしながら一方で、そうした市場からの直接調達は、格付機関による評価など、市場からの監視を受けることになり、効率的な経営ができないことにもなりかねない。

この「ノンバンク社債法」の特徴として、以前から問題とされてきたのは、「社債等による貸付資金調達をすべての貸金業者に解禁したのではなく、資本金10億円以上であることや人的構成で所要の条件を満たしている貸金業者（特定金融会社等）に限定したこと²⁶」である。つまり、この制度が認められたのは、大企業など一部のノンバンクについてのみであった。この法律自体が必ずしも完全な自由化を意味するものではなく、このように一部の大企業に限られることを考えると、こうした新たな資金調達を利用できる大企業と、そうでない中小企業との間で、ますます格差が広がることになり、二極化が進んでしまう²⁷。このような観点から改めて、この制度の見直しを求める声も大きい。

以下では、「ノンバンク社債法」にこのような問題点が存在していることをふまえ、ノンバンクの資金調達の側面に関して、理論的な観点から得られるインプリケーションを紹介することにした。

2. 財務理論を通じた検討

吉田（1999a）は、現状をふまえ、このように「社債発行をはじめとした資金調達の多様化が個々のノンバンクにとっては有利にも不利にもなりうる性質」であることを指摘し、基本的な財務理論に立ち返って論じている。具体的には、企業の資金調達と最適資本構成の関係に関する基本命題としてよく知られている「MM 命題」を再検討するとともに、情報の非対称性の問題を考慮し、「エージェンシーコストの理論」や「シグナリング」、さらに産業組織論からのアプローチなどを展開している²⁸。ここではとりわけ、後に貸出金利引下げの問題とも関わる MM 理論に関して、そ

²⁶ ノンバンク制度研究会（2004年1月）による記述。

²⁷ 吉田（1999a）では、そうした結果として競争に負けたノンバンクが銀行の傘下に入れられるなど、ノンバンク業界で再編がおきることをすでに指摘しており、前述のように、実際にもノンバンク業界は再編により大きく変化した。

²⁸ 吉田（1999b, 2000, 2001）を通じて各理論を展開している。詳細はこれらを参照のこと。

の要点をまとめておきたい。

1958年に Modigliani-Miller によって提唱されたこの理論の中心的な結論は、完全な資本市場のもとでは、企業価値は企業における資本構成とは独立に決まる（第1命題）というものである²⁹。言い換えるならば、企業価値を最大にするような最適資本構成は存在せず、企業価値を決定するのは資金調達手段や配当政策などではなく投資政策である、ということの意味している。これによれば、負債であろうと自己資本であろうと、どのような資金調達方法であっても、その企業の価値には影響を与えないことになる。

このような企業価値と資金調達手段との関係は、企業の資本コストの問題と大きく関わっている。すなわち、コーポレートファイナンスの基本理論によれば、企業価値は、将来創出されると予想されるキャッシュフローを企業の資本コスト（加重平均資本コスト）で割り引くことによって算定される。このとき、自己資本コストと負債コストの加重平均によって算出される加重平均資本コストは一定になってしまうため、企業価値を最大にするような最小の加重平均資本コストが存在せず、つまり最適な資本構成が存在しない、というわけである。このように加重平均資本コストが一定となることについて、吉田(1999b)は、「相対的に安価な負債を利用することによるメリットは、自己資本コストの上昇によってちょうど相殺される」と説明している。経営者の中にも「資本コスト」に関する誤解が多く存在していることは、よく指摘されることでもあるが、そもそも資本コストとは、企業にとっては資金調達コストである反面、投資家にとっては「要求収益率」である。すなわち投資家は、投資のリスクに見合ったリターンを企業に対して要求するため、負債の利用は安価である一方で、投資家の要求リターン、つまり自己資本コストを上昇させることになる。そうした両者の影響が相殺されて資本コストは一定になる、というのが MM 理論の帰結である。

こうした理論的な結論から考えると、最近の貸出金利下げをめぐる議論には理論的な根拠がないことを吉田(2001)では特に強調している。確かに「資金コスト」という点では、「ノンバンク社債法」の制定によって社債発行ができるようになり、銀行借入の場合よりも低い利率で資金調達ができるようになったと考えられている。しかしながら、それをもって社債発行のほうが銀行借入よりも有利な資金調達手段であると必ずしも言うことはできないし、また貸出金利を引き下げるべきであるとも結論づけることはできない。なぜならば「資金コスト=資本コスト」ではなく、むしろ社債発行のほうが銀行借入よりも負債の資本コストは高くなる傾向がある。また社債発行が増加して、資本コストとしては安価な負債利用の割合が高くなったとしても、MM 理論からすれば、相殺されて企業にとっての加重平均資本コストが一定になってしまうためである。貸出金利に関わる

²⁹ MM 理論は、完全な資本市場を前提に成立するものであり、その後、法人税の存在や倒産コストの存在など、不完全市場を考慮することによって修正されていく。

議論は運用サイド（資本コスト）の問題であり、調達コスト（資金コスト）が下がったからといって、運用リスクを考慮せずに貸出金利を下げるべきだとする議論は、理論的には正当化できない、というわけである。

このようにこれらの分析では、財務理論の基本的なアプローチに立ち戻って、こうした最近の議論に対し、理論的な観点から示唆を与えている。

3. 証券化による資金調達

「ノンバンク社債法」の制定によって、ノンバンクの資金調達が多様化されたことはすでに述べた通りであるが、実はそれに先立って証券化に関する諸法則が整備されていた³⁰。そもそも、「特定債権法制定の直接のきっかけが、銀行借入への依存を軽減させたいというノンバンク業界からの要望であった」（深浦(2000)）。つまり「ノンバンク社債法」は、単に社債発行を認めることによってノンバンクの資金調達方法を多様化させるのみならず、さらにはノンバンク業界においても証券化という新たな金融技術を用いることで、資金調達をより活発化させようという意図があったことになる。

しかしながら、前述の通り、そもそも「ノンバンク社債法」で社債発行が認められているのは、条件を満たす一部の大手ノンバンクに限られる以上、こうした証券化についても同様である。すなわち証券化が可能であるのは、大手のノンバンクのみであり、やはり中小のノンバンクにとっては、そうした資金調達手段が利用できないということになる。

それでは中小のノンバンクの場合、銀行借入以外に資金調達の道は開かれないのであろうか。これではますます大手ノンバンクとの二極化が進んでいってしまう。この点について、深浦(2000)は次のような2つの考え方を提示している³¹。

まず1つは「合同の証券化」という手段である。深浦(2000)によると、証券化には借手の総体的信用を裏づけに証券化を行なう「Sponsor Backed」と、借手が保有しているある特定の資産を裏づけに証券化を行なう「Asset Backed」の2つがある。いうまでもなく、近年の証券化をめぐる議論において、証券化のメリットとして強調されているのは、保有する特定資産を担保とした「Asset Backed」である。つまりこの方法によれば、たとえその企業の格付が上位でなかったとしても、証券化の対象となる資産は、その企業の信用度そのものとは関係なく、特定のプロジェクトや資産に限定されているため、その特定資産が収益を期待できる有望なものである限り、証券化に

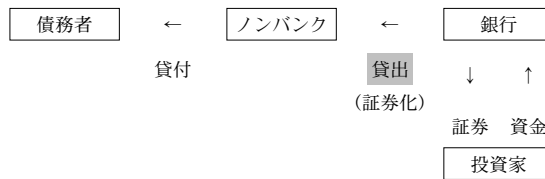
³⁰ 深浦(2000)によると、たとえば、1993年施行の「特定債権法」にはじまり、「共同事業法」(1994年)、「SPC法」(1998年)などである。

³¹ ノンバンクに関わる証券化を扱った理論分析はほとんど見られない。なお、実際に2003年、中堅消費者金融のアエルが破綻したケースにおける証券化案件に関して、事例分析をおこなっているものとしては、田中(2004)がある。

よる資金調達が可能となる。これに対し、従来の銀行借入や社債による資金調達は、その企業の信用度全体をもとに決められるため、「Sponsor Backed」に分類されると考えられる。大手のノンバンクの場合には、どちらの方法によっても資金調達が可能であるが、中小のノンバンクの場合には、銀行借入以外は単独で証券化を行なうことが困難である。このような場合には、「複数の中小企業が売掛債権を集約して大きな債権プールを組成し、証券化する」(深浦(2000))、すなわち「合同で証券化」を行なうことによって資金を調達することが可能であると考えられる。

第二の手段は、「銀行による間接的な証券化」である。この方法は、ノンバンク自身が証券化を行なって証券発行をするのではなく、銀行がノンバンクに対する貸出債権を証券化するという方法である。すでに述べたように、ノンバンクの場合には、資金を預金者から受け入れることなく、銀行から借り入れて調達し、その借入資金を貸付している。したがって、ノンバンクの貸付債権が優良なものであるならば、銀行がノンバンクに対する貸出債権を証券化することによって、間接的に証券化を行なうことができる(図参照)。このような方法は、ノンバンクが預金を受け入れずに貸付のみを行なっている、というノンバンク特有の構造ゆえに可能となるものである。

(図)「間接的な証券化」のイメージ



(出所) 深浦(2000)を一部修正のうえ掲載

以上より、ノンバンクの資金調達方法をまとめると、次のようになる。

(表4) ノンバンクの資金調達方法

大手のノンバンク	中小のノンバンク
銀行借入	銀行借入
社債	合同での証券化
単独での証券化	銀行による間接的な証券化

(出所) 深浦(2000)をもとに筆者作成

こうして、「ノンバンク社債法」に内在する問題点をふまえ、大手ノンバンクと中小ノンバンクとを明確に区別することによって、それぞれに応じて可能となる資金調達手段が提示できることになる。

VI おわりに

本稿では、最近のノンバンクをめぐる主要な論点について、既存の理論分析を踏まえつつ整理することによって、理論的な観点から得られるインプリケーションについて検討してみた。とりわけ本稿で取り上げた論点は、最近の上限金利をめぐる問題の方向性ととも、そうした貸出金利に関わる問題を視野におきつつ、新たに利用可能となっていた社債発行や証券化による資金調達の問題、また近年、多く見られるようになったノンバンクと銀行の業務提携などであった。

まず、ノンバンクの資金調達に関して、財務理論の観点からは、「ノンバンク社債法」の制定により、社債発行による資金調達が解禁されたことは、必ずしも企業にとっての（加重平均）資本コストを低下させるとは限らず、したがって、昨今の「貸出金利を引き下げべきか」という問いに対し、理論的には、何の根拠にもなりえないことが明らかにされた。（吉田(1997~2001)）

また、このような規制緩和により、ノンバンクにとっての資金調達手段は多様化された反面、こうした社債発行が一部の大企業のみに限られることから、大手ノンバンクと中小との間で二極化が強まっている。それゆえ、ノンバンクすべてを同列に議論することはできないものの、新たな証券化の技法を工夫することによって、中小のノンバンクにとっても可能な資金調達方法が示された。

（深浦(2000)）

さらに、現実にも多く見られるように、ノンバンクと銀行が互いに業務提携を行なっている状況を鑑みて分析を行なった結果、このような提携がなされた後でも、借手のタイプを識別する「審査コスト」が低い限り、両者が対象とする借手のタイプは異なり、ノンバンクと銀行では異なった水準の金利が選択されていることが示された。（平瀬(2003)）

この結論は、最近の議論の中心ともなった上限金利引下げの問題に関して、次のような示唆を与えているであろう。すなわち、もし、ここでいう「プーリング均衡」が成立するのであるならば、しばしば指摘されるように、上限金利の引き下げにより、銀行とノンバンクそれぞれが選択する金利水準は同等になり、金利差が縮小してノンバンクの優位性が失われる可能性がある。しかしながら、ノンバンクの上限金利が引き下げられたとしても、銀行の金利も引き下げられ、全体として低い金利水準のもとで借手のタイプに応じて金利差が生じることになるのであれば「分離均衡」が成立しており、ノンバンクの優位性が必ずしも失われることにはならないであろう。ただし、そのためには低い「審査コスト」で適切に借手のタイプを識別できなければならないことになる。

このように、この分析においては、「審査コスト」の大きさが結論を左右していることを考えると、これはしばしば問題とされる個人信用情報の問題とも密接な関係を持っているといえるだろう。すなわち、借手に関する個人信用情報が活用できるのであれば、低い「審査コスト」で借手のタイプを識別し、借手のリスクに応じた金利を設定することができる。しかしながら現実には、そうし

た個人情報情報の利用は、きわめて不十分であるといわれている³²。今回の一連の改正案には、こうした業者の信用情報機関への加入と、残高情報の交換を義務づける内容が盛り込まれており³³、この点は、今後ますますその必要性が高まってくると考えられる。

また、貸出金利に限らず、ノンバンクの債務者に対する取立行動についても選択可能な変数として分析の中に含めることにより、上限金利に関する規制の強化が、かえってノンバンクによる債務者への取立行動を激化させることが示される。(島本・平瀬 (2005))

こうした結論は、上限金利を引き下げることで債務者保護の観点からみて、すべてが解決するわけではないことを示しているといえるであろう。

本稿において紹介した理論分析は、とりわけ消費者金融の側面から焦点をあてた分析である。モデル分析ゆえに、現実の状況そのものを記述することは困難であるし、昨今の新たな方向性を視野に入れて、改善すべき点も存在すると思われる³⁴。

また、ノンバンクといっても、わが国では事業向けの金融業者による貸出額が大きな比率を占めているとされており、設定される金利体系も異なる以上³⁵、消費者金融の立場からの分析をもってノンバンク市場の特徴を示すことができるわけではない。それゆえ、別の観点から、これらを分けて分析することも今後の課題として必要であると思われる。

最近の改正案の方向性を受けて、そうした規制強化の影響に関しては、本稿でも取り上げたように、さまざまな観点から指摘されているものの、現時点では、いまだその効果は明らかにされていない³⁶。しかしながら、そのような状況下において、理論的な考察を通じて得られるインプリケーションを明らかにすることは、今後の動向を検討する上でも意義のあることである。

とりわけ上限金利の一本化や金利引下げに代表される規制の強化は、体力ある企業と、競争に勝てない企業との格差を広げ、今後はノンバンク業界においても大手による寡占化が進展していくと指摘されている³⁷。かつてはそうした再編が、銀行の参入に伴うものであったのかもしれないが、

³² 貸金業者は信用情報機関を利用することによって、過剰な貸付防止を心がけなければならないとされている。(貸金業規正法 30 条) ここでの信用情報機関とは、借手の返済能力に関する情報を収集して、貸金業者に対しそうした情報を提供する機関である。しかしながら、たとえばこうした信用情報機関である全情連加盟センターに登録している業者は、2002 年で 6000 社のうち 4100 社にすぎなかったという。(中村 (2004))

こうした個人情報問題に関して、吉野(2006a,b)もその必要性を強調しているが、現実には、貸倒れとなったケースの「ブラック情報」は業者間で交換されているにもかかわらず、優良な借手に関する情報はほとんど交換されておらず、いまだこうした個人情報情報の活用が困難であることを指摘している。

³³ 朝日新聞 2006 年 9 月 16 日の記事による。

³⁴ たとえば平瀬(2003)に関して言えば、この分析は上限金利に関する制約条件を明示的にモデルの中に組み入れていない。上限金利の問題を考える上では、これを何らかの制約条件として考慮する必要があるように思われる。

³⁵ 益田 (2006) によると、業者数で見れば消費者向け金融が最も多いが、貸出残高で見ると、事業者向けの金融が最も多い(2004 年時で 23 兆円)という。また金利も、事業者向けの貸出の場合には 3.5%~5.0%程度が多く、高い水準の消費者向けの貸出とは異なっているという。

³⁶ ノンバンクと銀行の業務提携についても、その効果はまだはっきり現れていない。

³⁷ 日本経済新聞 2006 年 9 月 16 日の記事による。また、一連の議論を経て改正案に盛り込まれているすべての規制が実現すると、業界における淘汰が進み、貸金業者は現在の四分の一以下になる、という指摘もある。(日本経済新聞 2006 年 9 月 20 日)

今後はノンバンク同士での再編が進み、結局のところは、島本・平瀬(2005)の分析が仮定しているような「ノンバンク」と「銀行」との複占市場に近い状況が実現するのかもしれない。

他方、「ノンバンク社債法」により、ノンバンクに多様な資金調達の手法が開かれたことは、むしろノンバンクに対する規制を緩和する喜ばしい方向であったはずである。しかしながら、皮肉にも現実には、今回の規制強化と同様に、それがさらに大手と中小との二極化を進展させているところに、最近のノンバンク業界がおかれている経営環境の厳しさを改めて感じる。

参考文献

- ・大橋英敏(2006)、「ノンバンクで金利負担増 それでも影響は限定的」、『エコノミスト』84巻7号、31-32頁。
- ・島本哲朗・平瀬友樹(2005)、「消費者金融市場および消費者金融業界のモデル分析」、『経済論叢(京都大学)』、176巻2号、98-125頁。
- ・晝間文彦(2000)、「消費者金融の経済的意義」、『消費者金融サービス研究学会年報』、1号、97-109頁。
- ・田中幸弘(2004)、「貸金債権証券化と貸金業者破綻の法的問題(上)」、『月刊消費者信用』、22巻3号、36-44頁。
- ・中村賢一(2004)、「消費者信用の実践的経済分析」、『月刊消費者信用』、22巻1号、74-77頁。
- ・ノンバンク制度研究会(2004)、「ノンバンク社債法の見直しへの問題提起」、『月刊消費者信用』、22巻1号、52-55頁。
- ・ノンバンク制度研究会(2004)、「貸金業制度のグレー性をなくすために」、『月刊消費者信用』、22巻3号、60-63頁。
- ・平瀬友樹(2002)、「日本の消費者金融サービス市場における上限金利政策について」、『消費者金融サービス研究学会年報』、3号、47-53頁。
- ・平瀬友樹(2003)、「銀行による消費者金融サービス市場への参入についての分析」、『経済論叢(京都大学)』、172巻1号、56-66頁。
- ・深浦厚之(2000)、「ノンバンクの資金調達～社債と証券化～」、『クレジット研究』、23号、165-176頁。
- ・益田安良(2006)、『中小企業金融のマクロ経済分析』、中央経済社、97-105頁。
- ・森伸宏・井澤裕哉・飯田隆雄・新海哲哉・岡村誠(2004)、「ノンバンクと銀行の業務提携、貸出契約における情報生産の利益」、『消費者金融サービス研究学会年報』、5号、13-28頁。
- ・吉田高文(1997)、「資金調達の多様化と財務理論～ノンバンク社債発行について～」、『クレジット研究』、18号、6-15頁。
- ・吉田高文(1999)、「企業の資金調達の理論と現状(1)ノンバンクの社債発行との関連」、『クレジット研究』、22号、22-30頁。
- ・吉田高文(2000)、「企業の資金調達の理論と現状(2)ノンバンクの社債発行との関連」、『クレジット研究』、23号、177-186頁。
- ・吉田高文(2001)、「企業の資金調達の理論と現状(3)ノンバンクの社債発行との関連」、『クレジット研究』、26号、41-49頁。
- ・吉野直行(1997)、「ノンバンクのさらなる発展のための条件」、『金融ジャーナル』、38巻5号、15-19頁。

- ・吉野直行(2006a)、「今後のノンバンクのあり方」、『PHP Business Review』、36号、51-53頁。
- ・吉野直行(2006b)、「消費者金融を巡る環境変化と今後のノンバンク」、『学会会報』、859号、29-33頁。
- ・朝日新聞 2006年9月24日。
- ・日本経済新聞 2006年5月25日。
- ・ 同 2006年9月7日。
- ・ 同 2006年9月16日。
- ・ 同 2006年9月20日。
- ・日経金融新聞 2006年9月19日。

(2006年9月27日受理)