

第1章

経済発展と金融システム

— 日本の企業金融の構造と機能を中心に —

はじめに

金融制度は最終的な貯蓄者（資金供給者）から最終的な投資者（資金調達者）へ資金を移転させるメカニズム，すなわち金融仲介機能にかかわる法律・制度（さらには慣行）の体系を指している。金融制度の具体的な構造は，金融仲介を担う各種の金融仲介業者，あるいは金融機関の業務の内容，関連する業務間の相対的位置づけを規定するばかりではなく，金融仲介機能の効率性そのものに影響を与え，それを通じて実物経済へも深い影響を与える。とくに金融制度が実物経済の発展とどのようにかかわるかは歴史的研究の対象としても，また発展途上にある諸国の政策問題を検討するうえでも重要な問題である。以下では主として企業経営に対するコントロール手段としての金融制度の機能に焦点を絞って，前半（第1節）において日本の金融制度の構造とその変遷を説明する。さらに，後半（第2節）においては，日本の企業金融システムの特徴を主要先進諸国，すなわちアメリカ，イギリス，およびドイツのシステムと比較して論じる。

第1節 歴史的背景

日本の金融システムは民間金融機関とりわけ銀行部門を中核として形成されている。この点は、企業部門の資金調達構造に最も顕著に現れている。例えば、1930年代から80年代半ばまでの非金融企業の資金調達構造の推移を示している表1によれば、40年代以降、企業部門の外部資金調達（資金調達額から内部資金を差し引いた額）の圧倒的部分が民間金融機関からの貸付によって構成されていた。多くの経済学者は、こうした金融システムの特徴が日本の急速な経済発展に深くかかわっていると主張している。この議論に立ち入る前に、この節では、第二次大戦後の日本経済に重要な影響を及ぼしたとされる銀行中心の金融システムが形成されるに至った歴史的背景について概観する。

1. 「40年体制」

第二次大戦後の日本では、とくに企業金融の分野で銀行主導のシステムが機能してきたと述べたが、これを誇張しすぎないように注意する必要もあるだろう。例えば Mayer [1990] の周到な国際比較研究は、日本を含むほとんどすべての先進工業国の金融システムにおいて、銀行融資が最も重要な位置を占めてきたことを示している。つまり、銀行主導の金融システムは、必ずしも日本に固有ではないのである。ただし、以下でとくに重視するのは、銀行が取引先企業の経営コントロールにどのようにかかわるかという側面である。この側面からみると、銀行の役割は融資者であるばかりではなく、株主という立場に身をおくことができるか否かも重要である。この点では、日本の金融システムは例えばアメリカやイギリスのそれと相当に異なっている。この点は次の節で詳しく議論する。

また第二次大戦以前の日本の金融システムにおいては、銀行主導という特

表1 日本の非金融企業の資金調達構造
(期間平均)

(%)

期 間	1931~40	1941~44	1946~55	1956~65	1966~75	1976~85
内 部 資 金	37.0	28.8	37.0	41.1	43.8	58.8
民間金融貸付 (銀行貸付)	27.3 (21.1)	41.8 (45.8)	45.4 (31.7)	43.7 (26.1)	45.8 (23.9)	32.4 (20.3)
政府金融貸付	0.0	0.0	4.2	3.4	4.3	3.3
融資特別会計	-0.9	1.2	2.6	0.9	0.6	1.1
社 債	4.3	8.6	2.3	2.6	2.0	1.4
株 式	31.0	19.5	8.7	8.3	3.4	3.1
そ の 他	1.3	0.1	-0.2	0.0	0.1	-0.1
合 計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(注および出所) 内部資金は留保利潤と減価償却の合計で経済企画庁の「国民所得統計」に依拠している。その他の統計は日本銀行調査統計局「経済統計年報」の「産業資金供給(増減)状況」に基づいている。このため内部資金とその他とは、必ずしも整合していないことに注意したい。なお日本銀行は1986年以降、「産業資金供給(増減)状況」の公表を停止した。

色がそれほど鮮明ではなかった点にも注意すべきである。表1は1930年代から80年代半ばまでの企業金融の構造がどのように推移したかを、大まかに捉えたものであるが、この表によれば30年代の企業金融においては、株式による資金調達がきわめて大きな比重を占めていることが分かる。金融機関による貸付が重要となるのは戦時体制が本格的に始まる40年代に入ってからである。

さらに表1は、第二次大戦後の急速な経済復興、経済成長を支えたと考えられる銀行主導の金融システムの基盤が1940年代に形成されたことを裏づけているかにみえる。実際問題として、日本の銀行部門は戦時統制の枠組みに深く組み込まれ、その中で企業向け融資を高めた。また銀行部門による資金配分に対して、政府が直接コントロールしようとする統制のメカニズム

が、戦時体制の中で形成され、その枠組みは第二次大戦後にも踏襲された。そのような意味では、日本の金融システムもいわゆる「40年体制」に強く規定されたことになる。しかし「40年体制」をどの程度重要と考えるかは、第二次大戦後の金融システムの機能をどのように捉えるかに依存している。

例えば Johnson [1982] や Zysman [1983] が強調したように、第二次大戦後の日本経済の急速な成長が、政府による巧妙・周到な資金配分コントロールに根本的に依存していたとする観点に立つならば、まさにそうしたコントロールの枠組みが本格的に導入されたという意味で「40年体制」はきわめて重要である。しかし一方、政府主導の金融統制は、日本の経済成長の過程で実質的な役割を演じたかどうか明らかではないという主張もある。例えば Calder [1993] の研究は、政府による包括的な金融規制や介入にもかかわらず、金融的側面から経済成長を促したのは、民間企業と民間銀行との緊密な取引関係であったことを示している。Aoki and Patrick eds. [1994] も企業経営コントロールにおいて銀行が演じたモニターとしての役割が、日本の経済発展を促進した最も重要な要因であると主張している。また政府による直接的な介入や規制が、日本の経済成長に直結したとする説に疑問を投げかける研究もある (Horiuchi[1984])。

このような視点から考察すると、「40年体制」の重要性も民間の銀行と企業の取引関係、あるいは企業経営をコントロールするメカニズムとしての金融システムにどのような影響を及ぼしたかという観点から評価されるべきことになる。以下では、「40年体制」、あるいは第二次大戦前後の戦時統制が、第二次大戦後の特徴である企業・銀行の取引関係に立脚した企業経営のモニタリング・システム構築に負の影響を及ぼした点を強調する。

2. 1927年以降の銀行再編成

明治期の日本の金融システムは、大雑把に言えばイギリス・アメリカ型のモデルに基づいて構築されたと言えよう。当初、銀行業への参入は容易であ

り、最低資本金額は低く、銀行の極端なりスク選択を制約する健全経営規制や預金保険の制度は存在しなかった。例えば1885年に銀行条例から大口融資規制の条項が削除され、また1901年には銀行業への新規参入について最低資本金の規定を設けることによって規制を加えることなどもあったが、その実効性は乏しかったとされている。さらに、かなり多数の小規模銀行は特定の企業の資金調達のための「機関銀行」として営業しており、そのために日本の銀行制度は非常に脆弱であった（寺西 [1982], pp.304-308）。とくに20年代には、20年、23年と金融パニックが生じ、27年には深刻な預金取り付けが生じた。この脆弱性に対応するために27年3月に新しい銀行法が制定され28年1月から施行されることとなった。

大蔵省は新しい銀行のもとで意図的に銀行数の削減とその経営規模の拡大を目指した。1927年末には普通銀行の数は1283に上ったが、そのうち617は新しい銀行法の要求する最低資本金を満たしていなかった（後藤 [1977], p.334）。過少資本の銀行は、一定の猶予期間の間に資本を積み増すか、あるいは解散するかを選択に迫られたのである。その結果、30年代から40年代半ばにかけて日本の銀行の数は急速に減少した。表2が示しているように、26年から45年までの20年間に普通銀行の数は1420から61へと

表2 銀行数の推移（1926～45年）

年末	銀行数	年末	銀行数
1926	1,420	1936	424
1927	1,283	1937	378
1928	1,031	1938	346
1929	881	1939	318
1930	782	1940	286
1931	683	1941	186
1932	538	1942	148
1933	516	1943	101
1934	484	1944	85
1935	466	1945	61

（出所）後藤 [1977], p.362.

ドラスティックに減少した。この急激な銀行再編成の過程では、公的資金による支援もなされたとされる（後藤 [1977], pp.298-299）。新銀行法による零細な銀行の淘汰と銀行部門の安定化は、第二次大戦後の銀行主導の金融システムの基礎を形成する重要な要因の一つであった。

3. 戦時統制とその金融システムへの影響

(1) 戦時統制

1937年に成立した臨時資金調達法が、金融システムの戦時コントロールの先駆けであった。この法律は民間銀行による設備投資向け融資を政府が直接的にコントロールすることを可能とした。そのコントロールは銀行貸付先の産業分野を優先されるべきもの、抑制されるべきものなど3段階に区分し、その優先順位に従って貸付配分が達成されるように公的当局の指導がなされたのである。資金配分の優先順位のこのパターンは、第二次大戦後に定められた金融緊急措置法（1946年2月）に基づく金融機関資金融資準則（47年3月）に引き継がれていく。

政府による資金配分過程への介入は、明らかに日本経済を臨戦体制へ移行させる狙いをもっていたが、民間銀行は必ずしも確固たる経営基盤をもたない軍需企業への融資は消極的であったと言われる（伊藤 [1995], p.54）。1940年10月に施行された銀行等資金運用令は、財閥系銀行を中心とする民間銀行が臨時体制に適した資金配分計画により深くかかわることを強制するためのものであった。このような資金配分の統制は、42年5月に設立された金融統制会で確立したと言えよう。

(2) 指定金融機関制度

第二次大戦直前からその最中であって実施されたさまざまな金融統制のなかでも、第二次大戦後の銀行主導の金融システムに重要な影響を残したものとして指定金融機関制度（1949年1月）をあげる論者が少なくない（Teranishi

[1994]; Hoshi et al.[1994])。この制度は各軍需企業に対して特定の有力銀行が割り当てられ、当該企業の資金調達その他の諸々の金融サービスについてその銀行（指定金融機関）が責任をもつというものであった。さらに大規模な融資案件については、指定を受けた銀行を中心とする協調融資の態勢がとられた。

この指定金融機関制度は、第二次大戦後に一般化した銀行と企業との緊密な長期取引関係（メインバンク関係）の形成を促す重要な要因であったように見える。実際 Hoshi et al. [1994] によると、指定金融機関が第二次大戦後にメインバンク関係は継承される事例が多かった。しかし、こうした制度が導入されなかったとしても、伝統的な財閥系企業と銀行との間の取引関係は安定的に維持されたに違いない。

また第二次大戦後のメインバンク関係の機能を、企業経営に対するモニタリングに求めることができる（Aoki [1994] ; Horiuchi et al. [1988]）とすると、戦時中の指定金融機関制度の意味は割り引いて評価する必要がある。なぜならば、この制度のもとでは民間銀行は脆弱と思われる企業へも多額のローンを注入することを強制されたのであり、借り手企業をモニタリングする誘因が生み出される素地はなかったと思われるからである。銀行関係者によれば、この制度のもとで銀行は軍需企業の単なる経理部に成り下がってしまったとさえ言われる。

(3) 戦時補償の打切りの打撃

民間銀行の戦時統制へのかかわりは、第二次大戦直後の戦時補償打切りによって民間銀行の経営基盤をいっそう弱体化させる結果をもたらした。1946年8月に政府が決定した戦時補償打切りによって打ち切られた補償額は1500億円、46年のGNPの17%に上るものであった。また軍需関連企業への銀行融資総額は835億円であったが、これは銀行貸付総額のほとんど8割を占めていた。金融機関経理応急措置令によって、銀行が不良化した資産を分離すると同時に、戦時に発行した預金債務の弁済打切りが認められなければ、民

間銀行は戦時統制に深くかかわることによって招いた打撃から立ち直ることができなかつたであろう。表3が示すように、日本の金融機関の被った損失額は46年3月時点で約447億円であり、これは同時点の民間金融機関の融資残高の48%、47年度国民所得の4.6%に上った。しかし民間銀行は主に債務を切り捨て、また時には株主に負担を転嫁することができたのである。

さらに民間銀行は一般に、通常の業務を再開するにあたって自己資本を速やかに充実させ営業再開を目指した。1948年5月にGHQは日本の銀行に対して自己資本規制を導入し、自己資本が銀行の総資産から国債と準備金を差し引いて定義されるリスク資産の5%以上であることを求めた。49年3月まで日本の銀行は活発に株式を発行して、この自己資本規制をクリアしようとした。さらに54年になって、大蔵省は正式に銀行に対する自己資本規制を導入し、広義資本が総預金額の10%以上になることを銀行に求めた。しかし、80年代半ばに至るまで自己資本規制は実効性をもたなかつたように思われる。50年代初頭から70年代半ばまでの期間について、銀行部門の自己資本比率（広義自己資本ベース）は大蔵省による指導にもかかわらず6%程度にとどまっていたのである。

表3 戦時補償打切りが金融機関に与えた打撃

(単位：100万円)

	損失総額	債権放棄額	株主負担額	政府支援額
銀行	27,490	17,997	2,889	367
特殊銀行	7,687	6,669	515	0
普通銀行	15,441	9,339	2,278	1
貯蓄銀行	1,747	1,079	87	241
信託会社	1,253	858	189	124
その他金融機関	17,169	2,876	991	11,825
合計	44,659	20,873	3,880	12,607

(出所) 伊藤 [1995], p. 113.

かくして日本の銀行は、戦時補償打切りの打撃から救われることになったが、しかしそれでも、戦時体制に巻き込まれたことの打撃は非常に大きかった。戦時体制が銀行部門に、結果的に抑圧的な影響を及ぼした点は表3からも読みとれる。表4は1940年以降民間銀行による貸付の相対的重要性が顕著に高まったことを示しているが、表5では日本のマクロ経済活動水準との関係でみれば、むしろ銀行融資の重要性が顕著に低下している。つまり国民総支出（GNE）と比較した全国銀行の貸出比率は、30年代半ばから次第に低下し、第二次大戦直後に底を打って、高度成長期に次第に回復している。「40年体制」は民間銀行部門にむしろ深い傷を残したとさえ言えよう。

表4 銀行部門の相対的重要性：通貨流通高との比較

(単位：億円)

年	日本銀行券 平均発行高 (A)	全国銀行 貸出残高 (B)	B/A
1931	11	101	9.12
1932	10	96	9.60
1933	10	92	9.20
1934	11	88	8.00
1935	12	90	7.50
1936	13	95	7.31
1940	33	185	5.73
1945	301	976	3.24
1950	3,218	9,947	3.09
1955	5,245	31,958	6.09
1960	8,592	81,826	9.52
1962	12,285	114,946	9.36
1963	14,404	145,626	10.11
1964	16,653	168,297	10.11
1965	18,728	192,179	10.26

(出所) 日本銀行調査統計局『経済統計年報：1982年』。

表5 銀行貸出の相対的重要性 (対 GNE 比率)

(単位：億円)

年	国民総支出 (GNE) (A)	全国銀行貸出総額 (B)	B/A (%)
1930	128	100	78.4
1931	120	99	82.4
1932	122	96	78.5
1933	133	91	68.7
1934	150	88	58.9
1935	168	90	53.6
1936	181	95	52.5
1937	227	110	48.2
1938	263	123	46.7
1939	319	154	48.2
1940	368	190	51.6
1941	417	220	52.8
1942	491	267	54.4
1943	605	324	53.5
1944	770	512	66.4
1945	---	976	---
1946	3,891	1,464	37.6
1947	11,598	1,682	14.5
1948	24,298	3,814	15.7
1949	34,085	6,791	19.9
1950	39,275	9,948	25.3
1951	51,041	15,178	29.7
1952	58,834	21,280	36.2
1953	68,540	26,713	39.0
1954	73,793	29,120	39.5
1955	81,715	31,958	39.1
1956	90,096	40,662	45.1
1957	100,517	50,245	50.0
1958	99,930	58,129	58.2
1959	120,039	68,028	56.7
1960	154,992	81,827	52.8

(出所) 日本銀行「本邦経済統計」1963年。

以上に述べたように、第二次大戦直後の時期には民間銀行は戦争の打撃から十分に立ち直ってはおらず、銀行中心の金融システムに空白が生じたと考えられる。金融システムのこの空白を埋めるために、政府は復興金融金庫を設立し（1947年1月）、経済復興のリード役を担う重要産業の生産能力拡大を支援した。また、日本銀行が融資斡旋を通じて民間銀行の協調融資をサポートしたという事実も、この時期の金融の状況を理解するうえでは重要である。なぜなら、大規模な融資条件に対する協調融資は、メインバンク関係が安定的に確立した時期には、有力民間銀行のアレンジメントによって実現されたからである。日銀の融資斡旋制度は、メインバンク関係が不完全であった第二次大戦直後の時期に、それを補完する役割を演じたと考えられる。

4. 財閥解体のインパクト

日本の企業金融の構造に与えた影響という点では、第二次大戦直後の財閥解体の重要性を指摘しなければならない。1947年8月に設立された持ち株会社清算委員会によって、同年9月に83の持ち株会社が清算されるべきものと指定された。また47年4月に成立した独占禁止法は、独占的企業の出現を防止することを目的とする法律であったが、例えば財閥に属する有力企業のように、すでに独占的地位を確立している企業の非競争的行動を抑止することには効力を発揮しないと考えられた。GHQの圧力のもとで、47年12月に成立した過度経済力集中排除法は、戦時経済において重要な役割を演じた財閥系企業を解体して、日本の経済の競争条件を改善することを目指す法律であった。この過度経済力集中排除法に基づいて、48年2月には300以上の大企業が解体の指定を受けた。しかし銀行、金融機関に対してはこの法律は適用されないことが最終的には決定された（48年7月）。

財閥は金融的には自足的な組織を形作っており、持ち株会社を通じた企業経営コントロールが確立していた。しかし、その持ち株会社が清算される一

方、銀行が解体を免れて、企業に対する重要な資金供給者として立ち現れたのである。財閥組織内の内部的な企業経営コントロールに代わって、有力銀行が企業経営を監視し、規律づける重要な役割を担うことになったのは不思議ではない。とりわけ銀行は、単に有力な融資者であるばかりではなく、有力な株主としても企業経営にかかわることが可能であったことに注意しなければならない。アメリカでは銀行は企業の株式を直接保有することが禁じられていたのに対して、日本では独占禁止法上の制約はあるものの、一定の範囲で企業の株主になることができたのである。

財閥解体にともなって、特殊会社、財閥系企業に集中されていた株式が放出され、その結果として一時的に個人保有の株式比率が急上昇する一方、金融機関および法人企業の保有株式の比率が大きく低下した（日本銀行調査局[1967], pp.57-58）。株式保有のこのような分散は、一部の経済学者が主張するように、企業経営コントロールの効率性が低下する危険をもたらしたかも知れない。多数の小株主は、企業経営のあり方を積極的に監視し、経営者に規律を与える誘因も乏しいし、そのような能力を持ち合わせていないと考えられる。この時期に旧財閥企業が敵対的買収の脅威にさらされることになったのは、株式所有の分散化の所産であり、それに対抗するために、有力銀行との金融関係での協力、株式を相互に保有し合うことによる安定株主工作などが進められたと解釈することもできよう。

5. 「40年体制」の意味

この節では、第二次大戦後の日本経済を特徴づける銀行中心の金融システムが形成される初期条件について概観した。金融システムの機能を、企業金融の効率化、とりわけ企業経営の有効なコントロールという点に焦点をあてて考察すると、第二次大戦直前、あるいは戦時中に導入された金融統制は、銀行の企業監視能力を高めることに貢献したとは考えられない一方、むしろその貸付の不良化を招くことによって金融仲介能力を低下させたと思われる。

る。「40年体制」が戦時統制の導入を意味するのであれば、それはむしろ戦後の金融システムの基礎を形成するうえで負の働きをしたとみるべきであろう。この点でポジティブな働きをしたのは、1927年制定の新銀行法によるドラスチックな銀行再編と、財閥解体、そして第二次大戦直後にいち早く銀行、金融機関の経営再建を可能にした金融緊急措置であったと考えられる。もちろん、それでも第二次大戦直後の日本の金融システムは不完全であり、これを補完する形で政府による直接的介入、支援、あるいは制度の手直しが進められなければならなかったのである。

第2節 メインバンク関係と金融規制

前節では第二次大戦後の日本の金融システム、とくに企業金融の分野における銀行主導の金融システムが形成されるに至った歴史的前提について概観した。この節では、金融規制が金融システムの構造、あるいは機能に及ぼす影響の一つの、しかしながら非常に重要と思われる側面について考察する。

経済発展と金融規制との関係についての理論的および実践的な考え方は、長らく新古典派的パラダイムと呼ぶことのできる主張によって支配されてきた。これは金融システムに対する規制、とくに競争制限的規制は金融仲介メカニズムの効率性を低下させ、資源配分をゆがめ、貯蓄の動員力を損うという主張である (Shaw [1973] および McKinnon [1973])。この新古典派パラダイムは現実にIMFや世界銀行などが途上国向けに提示する政策アジェンダに影響を及ぼしてきた。つまり、これらの国際機関は途上国に対して積極的に金融の自由化を推進することを提言してきたのである。

金融規制が結局のところ金融仲介機能に対する実質的な課税であるとすれば、これが経済発展を支える重要な部門の機能を萎縮させる結果につながるという新古典派パラダイムの主張は強い説得力をもっている。しかし、むしろ金融規制を積極的に利用することによって、むしろ金融機関の一部にレン

トを与え、金融機関の安定性を高めると同時に、特定の有効な金融仲介メカニズムの持続を支援することができるという新しいパラダイムが影響力をもち始めている。この新しいパラダイムは金融メカニズムに対する実効性をもった規制が、むしろ経済発展を促進する働きをするということを主張しており、その意味で新古典派パラダイムと対照的である。しかもこのパラダイムは第二次大戦後の日本の金融仲介メカニズム、つまり銀行と企業との長期取引関係を基盤とする金融仲介メカニズムに関する一定の解釈に立脚している。以下では、まずこの新しいパラダイムについて簡単に説明した後、その理論的な側面の問題点、および日本の実情に照らした問題点を論じる。

1. メインバンク関係の定型化された事実

通常、次のような銀行と企業との取引関係がメインバンク関係の特徴とされている。

- (1) 特定の銀行と特定の企業が長期の融資取引関係を維持する。
- (2) 銀行は取引企業の有力な株主ともなる。
- (3) 取引先企業が破綻に瀕した場合、銀行は当該企業のリストラクチャリングに積極的にかかわる。
- (4) 主要な銀行は他の債権者（貸し手）から委託された監視者の役割を担う。

銀行と企業とのこのような長期取引関係は、ある意味では銀行主導の金融システムにおいては当然のことがらのように思われる。銀行は個別企業に対して多額の資金を投入しているわけであるから、借り手企業のモラルハザードを予防するために積極的に企業経営を監視する誘因をもつはずである。独禁法による制約があるにもかかわらず、銀行に株式保有が認められている日本の法制度がこの点で重要な意味をもっていると考えられる（Stiglitz [1985]）。

Sheard [1994],あるいはHoshi et al. [1990] が詳細に叙述しているように、

銀行は借り手企業の経営破綻を積極的に支援する傾向がある。通説によれば、銀行による介入は、将来性のある企業が「不当に」清算されるという社会的損失を防止できるのである。銀行のこのような行動を説明する第1の理由は、上に述べたように銀行が取引先企業に債権者としても、株主としても非常に大きなステークを保有していることがあげられる。第2の理由は日本の法制度が銀行の借り手企業の経営に対するそのような介入を許容していることである。この点は、アメリカの金融システムと対照的である。よく知られているように、アメリカでは銀行自体が取引先企業の株式を保有することは禁じられている。またアメリカでは、銀行（あるいは有力な機関投資家）が融資先企業の経営破綻処理に介入することは銀行の保有する債権を他の債権に劣後する位置へ引き下げてしまう危険が強いのである（Prowse[1995]; Ramseyer[1994]）。明らかに、日本のメイン関係についての特型化された事実の一部は、このような法制度の特性を反映しているのである。

2. 企業経営コントロール（コーポレート・ガバナンス）の重要性

金融仲介機能は、資金を資金供給者から資金調達者へ移転させる役割だけを指すわけではない。金融仲介を担う専門業者、あるいは金融機関は最終的な資金供給者に対して彼らにとって好ましい金銭的な収益とリスクとの組み合わせを提示し、彼らの利益を守る役割を果たす。しかし同時に、最終的な資金調達者の「質」を審査して将来性のある投資プロジェクトとそうでないプロジェクトを分別し、資金調達者の行動を適切に監視する必要がある。ここではとくに、金融仲介機能による資金調達者の審査・監視を重視する。なぜならば、分権化された市場経済の盛衰を規定する最も重要な要因は、私的企業（コーポレーション）の経営の効率性であり、その経営の効率性を向上させる制度上の仕組みとして金融仲介の機能は重要だからである⁽¹⁾。

市場経済の最も重要な構成要素である企業の経営の効率性をいかに向上させるかという問題、すなわち企業経営コントロールの問題は、企業組織が蓄

積してきた生産能力（実物資産）を効率的に活用し、その蓄積された生産能力の保有者に最大の便益を生み出す状況をどうやって作り出すかという問題である。資金調達企業を適切にコントロールできれば、投資家たちの資金供給条件は資金調達者にとって有利になる。企業経営コントロールの不備にもなう無駄な資源投入は、金融仲介過程にエージェンシー・コストと呼ばれる費用を発生させ、資金調達者の資金コストを引き上げる一方、資金供給者の獲得する投資収益を低下させる。

この問題は、古くから経済学者やビジネスマン、そして経済政策担当者が頭を悩ませてきた問題である。今から60年以上昔、バリー＝ミーンズは有名な『現代の企業と私的所有権』という書物において、アメリカの大企業が（その株式を）幅広く分散して所有されているという状況のもとで、経営者に対する適切な管理を失うという危険があることを指摘した（Berle and Means [1932]）が、これはまさに企業経営コントロールの問題である。また近年、多くの旧社会主義諸国（中国を含む）は、分権化された市場経済へ移行するにあたって、資本主義諸国で行き渡っている株式会社制度を形式的には導入したが、株式会社の経営に対する有効なコントロールの欠如が経済の混乱の原因となっていると報じられている（Qian [1994]）。ある程度の規模と複雑な組織をもった現代の企業の経営に対して、蓄積されてきた生産能力を有効に利用する規律を与えることは、決してとるに足らない問題ではない。

3. 金融仲介機能と企業経営コントロール

それでは金融仲介機能、さらには金融制度はどのようにして企業経営コントロールとかわりをもつのであろうか。最終的な資金調達者としての企業は、非常にさまざまな形で資金を調達している。その資金調達にあたって、企業の経営者は資金の供給者と明示的、あるいは暗黙的な契約を取り交わしていると考えられる。その金融契約の内容が企業経営者の行動を大なり小なり拘束し、それなりの規律を与えるであろうことは容易に想像できる。現実

にみられる金融契約は、非常に多様であり、その多様性は金融制度の枠組みを反映している。しかし最近の経済学者は、少なくとも外見的には非常に異なった二つの方式が存在すると考えている。それはアングロ・アメリカ的なコントロールと日本・ドイツ的なコントロールである。

金融システムをこのように二つのタイプに類型化し、それらをいわば並列的に比較するというアプローチが、いわば今日の主流である。本章の制度比較分析もこの流れに沿っている。比較的最近でも、リブチンスキーは「経済発展の初期段階の相対的にプリミティブな金融制度は銀行中心（bank-oriented）の構造をもつ傾向がある。しかし金融システムは市場指向的な構造へ発展していく。そこでは貯蓄の大半が資本市場を直接経由していく」と主張し、アメリカ、イギリスの市場中心の金融システムが最も発達した金融システムの形態であり、日本やドイツは銀行中心の形態から次第にアングロ・アメリカ型へ進化すると予測している（Rybczynski[1985]）。しかし多くの研究者の関心は、金融システムの発展段階論よりも、外見上の構造が異なるにもかかわらず、実質的には類似の機能を発揮する並列的な金融システムの比較分析に向けられている。その二つの方式はそれぞれ次のように特徴づけられる。

(1) アングロ・アメリカン方式

アングロ・アメリカンの方式は、その名称が示唆するように、イギリスおよびアメリカにみられる企業経営コントロールのあり方である。そこでは、企業経営に対する金融仲介機能からの規律づけは、主に企業の外部の投資家の行動によって与えられる。特定企業の経営陣が、効率的な経営を行っているかどうかは、主として株式保有者の観点から評価される。経営者の意思決定が株主の利益に十分に合致しない企業については、株式市場における投資家の評価が相対的に下落し、既存の株主は株価下落という損失を被る。そのため、株主は直接的に、あるいは取締役会議を通じて間接的に経営者の意思決定の変更を求め、有能でないと判断される経営者を解雇できる。こうした投資家としての株主の行動が企業経営に規律を与えるものと期待される。

現実には、株式が多数の株主に幅広く分散されている場合、個々の株主にとって企業経営を監視する十分な誘因は生まれにくい (Stiglitz[1985])。これはバリー＝ミーンズによって指摘された問題点でもある。この不完全性を補う形で、資本市場を通じて企業経営者の座を巡る直接的なコンテストが展開される。それは十分に株主の利益を実現していないと考えられる企業に対して、株式市場で「敵対的買収」の圧力が加えられるということである。敵対的買収は、既存の経営陣やそれを支持する一部の株主に対抗して、他の投資家や企業家が株式市場を通じて相対多数の株式を買い集め、既存の経営陣を排除して経営の刷新を行い、企業の価値を高めるという活動である。よく知られているように、アメリカおよびイギリスの金融制度においては、敵対的買収は金融仲介機能の重要な要素となっており、企業経営コントロールが資本市場の機能に強く依存している。

(2) 日本・ドイツ方式

一方、日本およびドイツの金融制度を企業経営コントロールという視点からみると、資本市場に比較して金融仲介機関、とくに銀行の機能が際立った重要性をもっている。企業は多額の資金を銀行の貸付を通じて調達し、多くの場合、銀行と長期にわたる緊密な取引関係を維持しつづけている。日本では長期取引関係はしばしばメインバンク関係と呼ばれる (Horiuchi et al.[1988]; Aoki and Patrick eds. [1994])。またドイツでは、日本のメインバンクに相当するものとしてハウスバンケン (Hausbanken) と称せられる銀行が存在する。これらの銀行は企業に対する重要な融資者であるばかりではなく、多くの場合、重要な株主としての役割をも担っている (Baums[1993])。メインバンクは法人企業間の株式相互保有 (株式持ち合い) の核となる存在であるとも言われている。つまり日本やドイツの金融制度においては、銀行が融資者および株主として個々の企業に深くかかわっており、彼らが企業経営を監視し、規律を与える役割を果たしていると理解される。銀行は融資先の企業に役員を派遣して、企業経営の意思決定に具体的にかかわろうとする。とくに企業が経営危機に陥った場合、銀行は事後処理を進め、場合によっては経営の建

て直ちに直接加わる。有力企業が経営危機に陥った際に、銀行がその経営に関与して救済した事例に関する研究は数多く存在する (Sheard[1994])。

以上のような銀行の機能は反面では、資本市場を通じる規律づけの機能を弱める役割を果たしているかに思われる。銀行による経営の規律づけは銀行と企業経営者との結びつきを強め、資本市場からの圧力を弱める。とくに敵対的な買収が企図される場合、取引先の有力銀行はほとんど常に既存経営者の立場を支持し、敵対的買収を挫折させる。つまり有力株主としての銀行は、同時に安定株主でもある。このような事情のため、日本やドイツの金融制度にあっては、敵対的な企業買収はほとんど成功しないと考えらる⁽²⁾。

以上の二つの制度の機能特性をさらに詳しく、しかもシマティックに比較すると次の表6のように要約できるであろう。もちろん、こうした単純化された比較は、過度の単純化や誇張に結びつきやすいことには注意しなければならない。

表6 二つのシステムの機能特性の比較

	日本・ドイツ型の制度	アングロ・アメリカ型の制度
(1) 洗練された金融市場メカニズム	重要性低い	重要性高い
(2) 内部資金の重要性	低い	高い
(3) 負債依存度	高い	低い
(4) 銀行借入依存度	高い	低い
(5) 社債の重要性	低い	高い
(6) 特定の貸し手への依存度	高い	低い
(7) 株式保有の集中度	高い	低い
(8) 銀行の株式保有	重要である	重要でない
(9) 企業間の株式相互保有	一般的傾向	あまりみられない
(10) 経営権の移転	遅い	早い

(出所) この表の作成にあたって Peter Nunnenkamp, "The German Model of Corporate Control: Basic Features, Critical Issues, and Applicability," A paper presented at the International Conference on Chinese Corporate Governance in Shanghai (October 27-28, 1995) を参考にした。

4. 金融制度比較の視点

以上の二つの金融制度を比較することに我々が関心をもつ主たる理由は、企業経営をコントロールする金融的方法としてどちらが効率的かを知りたいからである。制度比較分析の直接の目的は、それぞれの金融制度のもとに存続している企業組織の収益性、安定性、あるいは成長性を比較し、企業経営コントロールの効率性を評価することである。効率的な企業経営が金融システムからの審査・監視によって保障されていれば、それが結果的に企業の相対的に低い資金調達コスト（資本コスト）に結びつく。したがって、異なった構造の金融制度のもとにある国々の資本コストの比較検討は制度比較の重要なアプローチの一つである。実際、アメリカ（あるいはイギリス）の重要産業に属する企業が、国際市場やそれぞれの国の国内市場において、日本あるいはドイツ企業からの激しい競争に直面し、その市場シェアの減少を余儀なくされたのは、資本コストの差異によるのではという問題意識から、いくつかの比較研究が進められた（Ando and Auerbach[1988]; Frankel[1991]）。

こうした事情を背景として進められた制度比較研究では、少なくとも1990年代初頭までは、日本・ドイツ型の金融制度の方が、企業経営のコントロールという観点からは効率的であるとする議論が優勢であった。つまり企業経営の内容を審査し、絶えず監視し、さらに経営危機に陥った場合に適切な事後的措置を資金供給者が講ずることができるという点で、有力な金融機関、とくに銀行が多額の資金を供給する一方、有力な株主の位置をも占め、企業経営に深くかかわることができる制度が好ましいとされたのである。これに引き替え、資本市場の投資家が外部から企業経営を監視するアングロ・アメリカ型の制度では、経営者と外部投資家の非対称情報を十分に克服できないと見なされる。敵対的買収という非常に厳しい、あるいは非常に「乱暴な」方式は、アングロ・アメリカ型の金融制度の優れた機能を体現しているというよりも、むしろ日本やドイツのように有力な銀行による、相対的に効

率的な企業経営コントロール手段が機能していないために、やむをえず採用されている手段だというわけである (Stiglitz[1985])。

二つの金融制度の機能に関する以上のような考え方の適否を検討する前に、それぞれの制度が歴史的条件や法制度を色濃く反映しているというきわめて当然のことに注意したい。例えば日本において、銀行が企業経営コントロールの金融的な側面において重要な役割を担っているとすれば、それは必ずしも、まったく自由な金融取引の過程から関係企業、銀行その他の金融機関の自発的な選択として、メインバンク関係が形成されたわけではない。

日本で、第二次大戦後に銀行が企業金融の重要な位置を占めることになったのは、戦後の経済復興の過程で採用された政策が、銀行の立場を強化する一方、銀行融資に対抗する金融手段としての証券市場の発達を抑制する傾向をもっていたのである。例えば、日本の社債市場は、少なくとも高度成長期にはみべき役割を演じなかったと言ってよいが、その理由の一端は、いわゆる起債調整という規制によって一般企業が社債市場へアクセスすることを厳しく制約したことに求められる。言い換えるならば、急速な成長を実現しようと望む企業にとっては、銀行借入に依存する以外に外部から資金を調達する方途を選択する余地はほとんどなかった。そうであれば、銀行が企業金融において重要な役割を果たしたのは当たり前である (表7)。

表7 日本の主要企業の資金調達構造 (期間平均)

(%)

期 間	内部資金	社 債	株 式	借入金
1957~59	24.6	6.7	11.2	38.0
1960~64	22.9	6.8	10.8	33.8
1965~69	37.5	5.2	3.8	36.9
1970~74	35.1	5.1	3.2	41.6
1975~79	45.8	10.6	8.0	26.5
1980~84	55.3	8.5	10.4	16.4
1985~89	51.9	19.0	17.8	1.4
1990~93	92.1	14.1	4.7	7.4

(出所) 日本銀行【主要企業経営分析】各年版より作成。

他方、例えばアメリカにおいては銀行による株式の保有は法律によって禁止されている。また銀行以外の有力な金融機関、機関投資家も投資先の企業経営に深くかかわることは法制度上困難であるとされている。例えば銀行が融資先企業の経営困難に対して、さまざまなアドバイスを与えたり、ましてや金融の側面からリストラクチャーを支援することは一般的にはありえないことであり、それゆえに金融機関を通じる企業経営の監視体制は相対的に弱くならざるをえない。したがって証券市場、とりわけ株式市場を通じる経営監視のメカニズムが、アメリカの金融制度において重要な役割を担うことになる (Stiglitz[1985]; Prowse[1995])。

このように、制度上の制約が金融メカニズムの形態に決定的とも言える影響を及ぼしてきたことを考えると、日本・ドイツ型のシステムとアングロ・アメリカ型システムの有効性を比較することは至難である。例えばすでに紹介したようなメインバンク関係を核とする日本の金融システムが、企業経営の監視システムとして有効な機能を発揮してきたという結論を打ち出している研究は少なくない。しかし、それらの研究でなされているのは、金融システムにおいて銀行が圧倒的に重要な位置を占めているという状況のもとで、銀行との緊密な取引関係を確立している企業の方が、そうでない企業に比較して良好なパフォーマンスを実現できたという、考えてみればほとんど自明の事柄を明らかにしているにすぎない。こうした研究からは、例えば日本・ドイツ型のシステムの方がアングロ・アメリカ型のシステムよりも企業金融の制度として高い効率性を示しているという結論も、あるいはその逆の結論も導き出すこともできない。実際のところ、二つのシステムの効率性を直接に比較するという意味での本格的な制度比較の研究は、まだ行われていないといってよい⁽³⁾。しかし、スイスの高名な経済学者のHellwigが述べているように、日本・ドイツ型の金融システムとアングロ・アメリカ型のシステムとは、そのみかけ上の著しい相違にもかかわらず、実質的には大差ない機能（とくに企業経営コントロールの効率性という点において）を果たしているという評価がさしあたりは妥当であるように思われる。

〔注〕

- (1) ただし、金融・資本市場の制度的条件は、企業経営に影響を及ぼす唯一の要因であるわけではないし、必ずしも最も重要な要因であるわけではないかも知れないことに注意しておきたい。企業が属している産業の競争条件などは、企業経営の効率性に大きな影響を及ぼすに違いない。
- (2) Prowse [1995], p.35によると、1985～89年の5年間で、資本市場で実行された企業買収の取引額はアメリカにおいて1兆700億ドル、株式総価値額の41.4%に上る。一方、日本の場合には613億ドル、株式総価値額の3.1%、ドイツの場合には42億ドル、株式総価値額の2.3%にすぎない。
- (3) Porter [1992] は、アメリカ企業が日本、ドイツの企業からの厳しい競争に勝ち抜くためには、アメリカの金融システムを日本・ドイツ型に変更しなければならないと主張している。しかし、これまでの実証研究は決して彼の主張を支持しているわけではない。

〔参考文献〕

- 伊藤修 [1995] , 『日本型金融の歴史的構造』 東京大学出版会。
- 後藤新一 [1977] , 『普通銀行の理念と現実』 東洋経済新報社。
- 寺西重郎 [1982] , 『日本の経済発展と金融』 岩波書店。
- 日本銀行調査局 [1967] , 『戦後わが国金融制度の再編成：昭和20年8月－27年』。
- Ando, Albert and Alan Auerbach [1988], "The Cost of Capital in the U.S. and Japan: A Comparison," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 2, pp.134-158.
- Aoki, Masahiko and Hugh Patrick eds. [1994], *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, New York: Oxford University Press.
- Baums, Theodor [1993], "Takeovers Versus Institutions in Corporate Governance in Germany," in D.D. Prentice and P.R.J. Holland eds., *Contemporary Issues in Corporate Governance*, London: Clarendon Press, pp.155-186.
- Berle, Adolph A. and Gardiner C.Means [1932], *The Modern Corporation and Private Property*, New York: Macmillan.
- Calder, Kent [1993], *Strategic Capitalism: Private Business and Public Purpose in Japanese Industrial Finance*, Princeton: Princeton University Press.

- Frankel, Jeffrey A. [1991], "Japanese Finance in the 1980s: A Survey," in Paul Krugman ed., *Trade with Japan: Has the Door Opened Wider?*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 225-268.
- Horiuchi, Akiyoshi [1984], "Economic Growth and Financial Allocation in Postwar Japan," *Brookings Discussion Papers in International Economics*, No. 18.
- Horiuchi, Akiyoshi, Frank Packer and Shin'ichi Fukuda [1988], "What Role Has the Main Bank Played in Japan?" *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol. 2, pp. 159-180.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and David Scharfstein [1990], "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, pp. 67-88.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashyap and Gary Loveman [1994], "Financial System Reform in Poland: Lessons from Japan's Main Bank System," in Aoki and Patrick [1994], pp. 592-633.
- Johnson, Chalmers [1982], *MITI and the Japanese Miracle*, Stanford: Stanford University Press.
- Mayer, Colin [1990], "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development," in R. Glenn Hubbard (ed.), *Asymmetric Information, Corporate Finance, and Investment*, Chicago: University of Chicago Press, pp. 307-332.
- McKinnon, Ronald I. [1973], *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.: Brookings Institution.
- Porter, Michael E. [1992], "Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System," *Harvard Business Review*, Vol. 70, pp. 65-82.
- Prowse, Stephen [1995], "Corporate Governance in an International Perspective: A Survey of Corporate Control Mechanisms among Large Firms in the U.S., U.K., Japan and Germany," *Financial Markets, Institutions and Instruments*, Vol. 4, No. 1, pp. 1-63.
- Qian, Yingyi [1994], "Financial System Reform in China: Lessons from Japan's Main Bank System," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, New York: Oxford University Press, pp. 552-591.
- Ramseyer, J. Mark [1994], "Explicit Reasons for Implicit Contracts: The Legal Logic to the Japanese Main Bank System," in Aoki and Patrick eds. [1994], pp. 231-257.
- Rybczynski, T.M. [1985], "Financial Systems, Risk and Public Policy," *Royal Bank of Scotland Review*, December, pp. 35-45.
- Shaw, Edward S. [1973], *Financing Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.

- Sheard, Paul [1994], "Main Banks and the Governance of Financial Distress," in Masahiko Aoki and Hugh Patrick eds., *The Japanese Main Bank System: Its Relevancy for Developing and Transforming Economies*, New York: Oxford University Press, pp.188-230.
- Stiglitz, Joseph E. [1985], "Credit Markets and the Control of Capital," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol.17, No.2, pp.133-152.
- Teranishi, Juro [1994], "Loan Syndication in War-Time Japan and the Origins of the Main Bank System," in Aoki and Patrick eds. [1994], pp. 51-88.
- Zysman, John [1983], *Government, Markets, and Growth: Financial Systems and the Politics of Industrial Change*, Ithaca: Cornell University Press.