

第5章

発展途上国における金融的發展

小松 正昭

第1節 金融的發展段階と社会的諸特性

世界銀行の『世界開発報告』(World Bank [1994])をみると、現在1人当り所得が60ドルのモザンビークから1万5730ドルのシンガポールまで、所得水準はもとより經濟發展段階が大きく異なる發展途上国が多数存在している。また經濟發展段階とともに金融的發展段階にも大きな差異がある。さらには經濟取引や金融取引の背後にある社会的特性についても、經濟發展段階や歴史的社会的背景によって差異があるものと考えられる。以下では金融的發展に焦点を当てて金融部門の發展段階を概念的に類型化し、それぞれに対応する金融形態、市場特性、社会的特性などを検討したうえで、發展段階と金融政策の関係を考えてみた(表1参照)。

1. 貨幣以前

金融的發展の第1段階は、經濟に貨幣が導入される以前の状況である。この段階では金融形態は存在しない。自給自足經濟や物々交換によって經濟取引が行われているという状況を考えればよい。ここで取引が成立するためには、(1)取引者の双方に相手の保有しているものを手に入れたいという願望が存在すること、および(2)取引が等価であるようにそれぞれの保有する財が分割可能であること、という条件が満たされなければならない。このような条

表1 金融的発

	金融的發展段階	金融形態	市場特性
1	非貨幣	<ul style="list-style-type: none"> ・物々交換 	<ul style="list-style-type: none"> ・取引には二重符合性が必要 ・自給自足
2	相対型取引 伝統的金融	<ul style="list-style-type: none"> ・相対型直接金融 ・合資会社 ・仲買人貸付 ・無尽講 	<ul style="list-style-type: none"> ・相対型取引 ・市場のsegmentation ・地域間、グループ間で分断、個々の取引の金利差大 ・調整スピード低い ・無限責任
3	市場 間接金融	<ul style="list-style-type: none"> ・銀行による金融仲介 	<ul style="list-style-type: none"> ・市場金利(金利差小, 市場での裁定あり) ・証券流通市場未整備 ・有限責任
4	市場 直接金融	<ul style="list-style-type: none"> ・資本市場, 債券, 株式 	<ul style="list-style-type: none"> ・各市場内で金利裁定が働き, リスクプレミアムを含む金利差はゼロ ・証券流通市場整備 ・有限責任 ・調整スピード高い
5	グローバルな金融市場	<ul style="list-style-type: none"> ・内外資金移動 ・デリバティブなど各種の金融商品の出現 	<ul style="list-style-type: none"> ・国境を越えて資金移動が生じ, 金利裁定が働く ・調整スピード高い

(出所) 筆者作成。

件はジェボンズによって「欲求の二重符合性」と呼ばれている⁽¹⁾。貨幣以前の社会では、経済取引を実現させるには、このような欲求の二重符合性を満たすという非常に大きな取引コストを必要とする。

次に貯蓄と投資の関係を考えてみると、ここでは経済主体の貯蓄は今期の

展段階と諸特性

社会的特性	情報	貯蓄・投資の関係
<ul style="list-style-type: none"> ・ 共同体社会 ・ 慣習経済 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 経済的な情報は不要 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 個々の家計で常に等しい、投資は貯蓄によって賄われる(貯蓄=投資) ・ 物による貯蓄保蔵と投資(生産手段の蓄積)
<ul style="list-style-type: none"> ・ 共同体社会 ・ 慣習経済 ・ 法律, 会計, 財務諸表未整備 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不完全, 非対称(ただし同族グループ, 同一共同体内では完全) 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 貯蓄と投資の分業は成立していない ・ 貯蓄として保有される債権証書は最終的借り手の債務証書である(仲介機能は働いていない) ・ 銀行預金のような分割可能で安全な貯蓄形態はない
<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融システムに対する信頼が重要となる ・ 金融システムの安定性を維持するための銀行ルールの整備, 法律, 会計, 財務諸表の整備 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 不完全, 非対称 ・ メインバンク制度, 長期取引のもとでは, 情報に関する銀行の優位性あり 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 貯蓄と投資の分業体制成立 ・ 貯蓄と投資はそれぞれ独立して決定される ・ 投資可能領域の拡大
<ul style="list-style-type: none"> ・ 格付け機関などの発展 	<ul style="list-style-type: none"> ・ より完全, 対称 ・ 情報の伝播速い 	<ul style="list-style-type: none"> ・ 上に同じ ・ さらに資本と経営の分離が進行
<ul style="list-style-type: none"> ・ より高い収益性を求めて資本は国際化 ・ 企業の多国籍化 	<ul style="list-style-type: none"> ・ より完全, 対称 ・ 情報の伝播速い 	

所得から消費を差し引いた部分である。個々の経済主体にとって投資は自らの貯蓄によって賄われなければならない、常に貯蓄は投資に等しくなければならない。したがってこの段階の経済では、貯蓄と投資の分業関係は成立していない。また当然のことながら、貨幣以前の経済では貯蓄、投資はともに実

物財で行わなければならない。農家は次年度の生産のために貯蓄として種籾を保存し、鍛冶屋は次年度の鋤の生産のための鉄鋳石を仕入れるために今年度生産した鋤を貯蓄として保存する。また籾や鋤による貯蓄は、将来の天候異変や事故による生産の減少に対する保険である。貯蓄と投資が実物財によってのみ行われるという制約は、将来にわたる価値保蔵（籾は腐ってしまうかもしれない）や欲求の二重符合性などの問題から、この社会の貯蓄・投資活動を決定的に阻害していると考えられる⁽²⁾。

2. 経済の貨幣化、相対取引による伝統的金融

金融的発展の第2段階では、社会に貨幣が浸透していくいわゆる経済の貨幣化（monetization）が始まる。しかし商業銀行などの近代的な金融制度は存在しない。この段階では現金通貨が金融取引の中心となる。また現金通貨とともに伝統的金融制度が現れてくる⁽³⁾。これらは両替商人や講、無尽と呼ばれる仲間内の貸付制度であったり、同族内または知人間の貸付や合資会社制度であったり、あるいは仲買人による生産代金の前渡しなどの貸付である。これらはいずれも相対型の直接金融である。貸付を行う際に直接借入人と貸付契約を行う（法的な意味で債務証書を受け取るかどうかは別として）という意味で債券や株式を保有すると同じ直接金融なのである。取引が行われる地域は限られた範囲であり（いわゆる segmented market）貸し手は借入人を知っている。貨幣の浸透や両替商の存在によって欲求の二重符合性の問題は解決される。ここでは個々の主体間での貸借関係は存在し、金融機能の萌芽はみられるが、独立した金融機能は働いておらず、金融市場は存在しない。すなわち銀行市場による通貨の創造や金融仲介機能などは存在していないのである。

この発展段階の金融形態の特性は、相対型取引で地域的および仲間内に限定された segmented market であること、したがって個々の取引の間で大きな金利差が存在しており、裁定が行われず、金利などの調整スピードが遅い

こと、仲間内の貸借関係であることから、借入人は有限責任ではなく無限の責任を負うことなどである。社会的特性は慣習経済に負うところが多く、法律、会計制度、財務諸表などは未整備である。仮に法制度などが存在しているとしてもそれらを完全に実行することは、慣習経済に阻まれて困難なことが多い。情報は一国全体でみれば不完全かつ非対称であるが、同族内、地域社会内では広く共有されており、そのかぎりではかなりの程度完全であるといえる。

この発展段階では、貨幣の浸透にともなって資金の貸借関係が可能となる。しかしまだ銀行や資本市場は存在していないので、余剰資金を保有する方法、すなわち貯蓄の形態は、(1)現金を筆筒にしまっておくか、金や銀などの実物財の形で保有する、(2)伝統的金融形態である講、無尽への参加、仲間内での貸付、出資などに限定される。(1)の形態で貯蓄が行われる場合には、貯蓄はそれ自体で完結しており、他の経済主体の投資とは結びついていない(ただしサミュエルソンの「世代重複モデル」で説明されるように、この形態の貯蓄を後年の消費や投資に当てることはできる)。(2)の形態での貯蓄は、伝統的金融制度を通じて他の経済主体の消費または投資となる。しかし伝統的金融制度は、地域的にも人的関係においてもセグメントされた制度であり、近代的銀行制度が提供する銀行預金のように、常に貯蓄機会と投資機会を提供しているわけではない。また投資の限界効率と消費の時間選好率に一致するように利子率が決定されるとはかぎらず、いわゆるパレート最適の状態は保証されていない。この発展段階においては、貯蓄と投資の完全な分業関係は成立していない。

金融發展の第2段階は、今日の発展途上国の多くにみることができ。農村部における農村金融、市が立つ日にのみ商売を行う両替商などはその典型的な例である。またある程度發展した近代的経済社会における金融市場においても、相対型の伝統的金融形態は引き続き存在している。たとえば華僑系の企業にみられるような同族型の経営や、同一ビジネスグループ内での銀行貸付などはその例である。

3. 間接金融市場

第2段階の伝統的金融にみられる相対型の取引に対して、発展の第3段階では広範な金融市場の発展がみられる。相対型のセグメントされた取引関係から、国民経済的な広がりをもつ金融市場での取引が行われはじめるのである。金融取引は市場の価格シグナルである金利に反応し、各金融市場間では金利の裁定が行われる。この結果個々の取引の間での金利差は収斂し、小さくなる方向にある。

近代的金融市場の形成の初期段階では、間接金融である銀行市場がまず発達する傾向がある⁽⁴⁾。先進諸国の歴史的過程をみても、また次節に検討するアジア諸国の金融発展の過程をみても、間接金融市場が債券市場や株式市場などの直接金融市場に先立って発展してきていることが確認される。商業銀行の機能の代表的なものは、支払い決済手段の提供、貯蓄手段の提供、貸付資金の提供などであるが、とくに伝統的な金融制度と基本的に異なる特徴は、間接金融として商業銀行がもつ金融仲介機能である。個々の経済主体の余剰資金を預金として吸収し、最終的借り手に資金を貸し付ける過程を金融仲介機能と呼んでいる。ここでは最終的貸し手に対して発行する預金証書（間接証券）と、最終的借り手との間に交わされる貸付証券（本源的証券）とは経済的に質の異なる証券であり、この仲介過程で銀行は情報の生産を行い金融仲介機能を営むと考えられている⁽⁵⁾。銀行が営む情報の生産とは、満期の変換、リスクの変換などである。近代経済社会の発展の初期には、企業情報などは一般大衆に行き渡っていない。また格付け機関なども十分に機能していない。このような段階では情報は不完全、非対称である。ここでは、調査機能組織をもつ銀行には一般大衆に対して、情報の優位性があると考えられる。

この発展段階の金融市場特性は、先に述べたように市場における金利という価格シグナルによって取引が行われ、個々の取引の間での金利差が収斂していく方向にあること、証券などの資本市場が未発達であることなどである。

また近代的経済社会では、多くの企業金融が株式会社制度にみられるように有限責任制度をとることも、金融取引の安定性に影響をもたらす。一方で社会的特性を見てみると、法律制度の整備、会計制度、財務諸表の整備などが進み、それまでの慣習経済に代わって近代的な経済諸ルールが市場の取引の枠組みとなる。さらに重要となるのは、新たに整備された法律や諸ルールなどが、それまでの慣習に代わって、実際に必ず実行される(enforce)という信頼が成立することである。これまでのような慣習経済のルールに代わって、このような政府の司法行政や裁判制度に対する信認の確立と維持が、近代金融市場の安定化にとって不可欠である。また銀行部門の健全性と安定性を維持するための諸ルールが整備される必要がある。

貯蓄と投資の関係は、ここでは完全に分離され、投資は消費(したがって貯蓄)から独立に決定される。この結果投資可能領域は拡大し、現在と将来の消費に関するパレート最適が達成されている。

4. 直接金融市場

金融發展の第4段階では直接金融市場が中心的役割を担う。ここでいう近代的な直接金融市場は、債券市場や株式市場などの資本市場を指しており、發展の第2段階でみた伝統的金融市場における相対型の直接金融とは質的に異なるものである。ここでは証券会社などの金融機関が独立した金融機能を営んでいる。これらの金融機能とは、資本市場における株価や債券価格という市場価格を基本とした債券や株式の発行や引受け業務といった企業金融、債券や株式の市場での売買の仲介業務などである。市場を通ずる直接金融は、相対型の直接金融とは明らかに異なる金融機能と諸特性をもっている。金融機能の相違の第1は、ここでは国民経済的な広がりをもつ市場が存在しており、市場価格というシグナルによって行われる市場取引であり、その取引機会には常にどの市場の参加者(貯蓄者と投資者)に対しても開かれている。さらに証券の売買業務では、個々の取引主体を結び付ける市場の形成の役割を果

たす。第2に証券業務などの独立した金融機能が営まれており、引受け業務などでは情報の生産機能が行われていると考えられる。

ここでは証券の流通市場が整備されており、国内の各市場間では金利裁定がきわめて迅速に行われ、リスクプレミアムを考慮すると金利差はゼロとなる。また株式会社制度に代表されるように有限責任制度が確立している。社会的特性としては、財務諸表などの企業情報のディスクロージャーが進み、情報が広くかつ迅速に経済全体に伝播されるシステムが整備されており、情報は完全かつ対称であると考えられる。また債券の格付け機関などが発達しており、専門家による投資リスク情報が入手可能である。

貯蓄・投資関係については、両者にとってより多くのバラエティーに富んだ貯蓄、投資の機会が提供されることになり、貯蓄、投資はさらに拡大される。またこの段階では株式市場の発展にもなって、経営と資本の分離が進む。

5. グローバルな金融資本市場

発展の第5段階では、国内外の資金移動が急速に拡大し、その資金の流れのスピードも速くなってきている。近年発展途上国においてもこのような状況が顕著にみられる。金融の形態としては、これまで中心であった国際市場での銀行貸付やボンドの発行などによる資金調達に加えて、中進国の経済発展を反映して株式市場などを通ずる資金の調達が進んでいる。さらにはデリバティブなどの各種金融商品の多様化が、途上国でもみられるようになってきている。これらの金融形態の市場特性は、巨額の資金がきわめて速いスピードで国の内外を移動するという点である。ときにはこれらの資金は投機的な要素を含んでいる。途上国内の金融情報は、国際市場にとって必ずしも透明かつ完全ではない。同時に国際的な金融情報は途上国内の投資家にとっては必ずしも完全対称とはいえない。

第2節 アジア発展途上国の金融發展段階

1. 金融的發展段階の指標

前節では經濟發展の過程を考慮しながら金融的發展段階を概念的に類型化し、それぞれの段階の諸特性の説明を試みた。本節ではこのような類型化が發展途上諸国にどの程度あてはまるかの検討を行う。

ここでは比較的データのとりやすいアジアの發展途上国（参考までに日本を含めた）15カ国を取り上げた。それらの国々は1人当たりGNPの最も低いベトナム、ネパール、バングラデシュなどから南西アジアのインド、パキスタン、スリランカなど、インドネシア、フィリピン、マレーシア、タイなどのASEAN諸国、韓国、シンガポールのような新興工業諸国、そして先進工業国である日本などの多様な發展段階にある国々が含まれている（各国の主要經濟指標については表2参照）。なおデータについては、基本的にはIMFの *International Financial Statistics (IFS) Year Book* からとったが、ベトナム、ラオスなどいくつかの国では、データのアベイラビリティの制約から、異なるソースから資料をとったものもある。その点については出所または注に説明してある。

金融發展の指標としては現金通貨の対GDP比率、準通貨（貯蓄・定期性預金）の対GDP比率、および株価時価総額の対GDP比率の3つをとりあえず取り上げてみた。いずれも代表的な金融資産であり、それがGDPのどの程度の割合を占めているかということが、金融發展度または金融深化度を表す指標と考えられる。前節との対応でいえば現金対GDP比率の上昇は、金融發展段階1の非貨幣經濟から第2段階への移行を意味しており、さらに準通貨対GDP比率の増加は、發展段階2の伝統的金融市場から、金融發展段階3の間接金融市場への移行を示していると考えられる。また株価時価総額対GDP比率は、發展段階4の直接金融市場の發展を示す指標である。ただし

表2 アジア諸国の経済基礎指標

	1人当りGNP (米ドル) (1992)	1人当りGNP 成長率 (1980～92)	農業部門シェア (1992)	物価上昇率 GDPデフレーター - (1980～92)
(1)ベトナム ¹⁾	140	4.5 ²⁾	38.2	-
(2)ネパール	170	2.0	52	9.2
(3)バングラデシュ	220	1.8	34	9.1
(4)ラオス	250	-	57 ³⁾	-
(5)インド	310	3.1	32	8.5
(6)パキスタン	420	3.1	27	7.1
(7)中国	470	7.6	27	6.5
(8)スリランカ	540	2.6	26	11.0
(9)インドネシア	670	4.0	19	8.4
(10)フィリピン	770	-1.0	22	14.1
(11)タイ	1,840	6.0	12	4.2
(12)マレーシア	2,790	3.2	-	2.0
(13)韓国	6,790	8.5	8	5.9
(14)シンガポール	15,730	5.3	0	2.0
(15)日本	28,190	3.6	2	1.5

(注) 1) ベトナムの数値は国際金融情報センター (JCIF) より。

2) 1989～92年の平均。

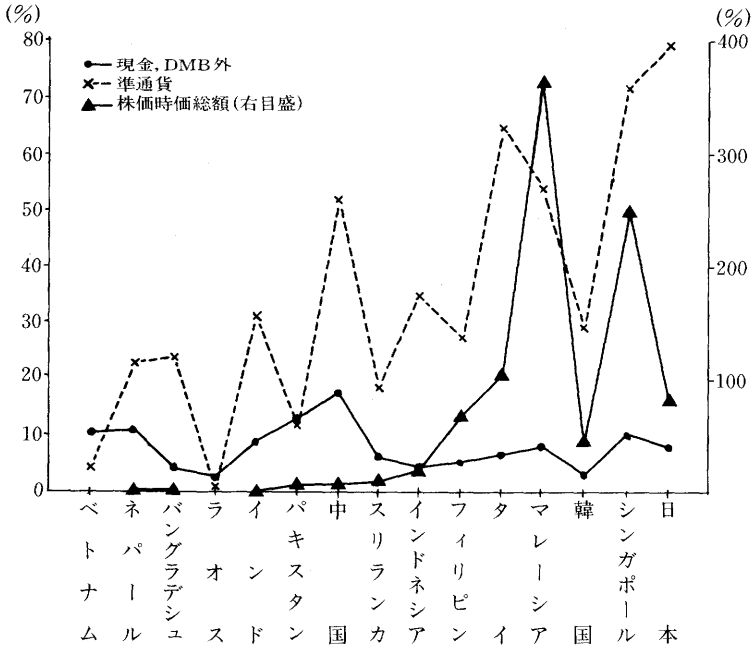
3) 1991年値。出所は1)に同じ。

(出所) 国際金融情報センター〔1993〕,
World Bank〔1994〕。

これらの指標で最後の株価時価総額の対GDP比率については、データが限定されており、1992年のデータしか入手できなかった。その他のデータについては1970年、75年、80年、85年、そして最近の値で入手可能な92年の5つの時点をとることにより、それぞれの国における金融的発展の過程を明らかにすることを試みている。

まず最新時点の1992年のクロスカントリーデータにもとづいてアジア諸国の最近の金融発展段階を比較してみよう (図1参照)。横軸にはアジア諸国15カ国が1人当りGNPの低い順に並べてある。前述のようにベトナムに関しては統計の出所が異なることもあって、1人当りGNPは140ドルと、アジア諸国のなかでネパール、バングラデシュ、ラオスなどよりも低い水準となっ

図1 アジア諸国の金融發展指標(1992年)



(出所) 表2, および後掲の表3より作成。

ている。まず現金通貨の対 GDP 比率をみると、アジア諸国のなかで若干のばらつきはあるものの、1人当たり GNP の最も低いベトナム、ネパールから最も高い日本までその比率は10%前後で、ほとんど水平に分布していることがわかる。すなわちほとんどのアジア諸国において、現金通貨の対 GDP 比率に関してはそれほど大きな差異はないということである。これに対し準通貨の対 GDP 比率は右上がりに分布しており、1人当たり GDP の水準が高まるほど同比率も高くなっていることがみてとれる。次に株価時価総額の対 GDP 比率をみると、これも右上がりに分布しており、所得水準が高くなるにつれて同比率も高まることがみてとれる。しかしその高まりは準通貨の高

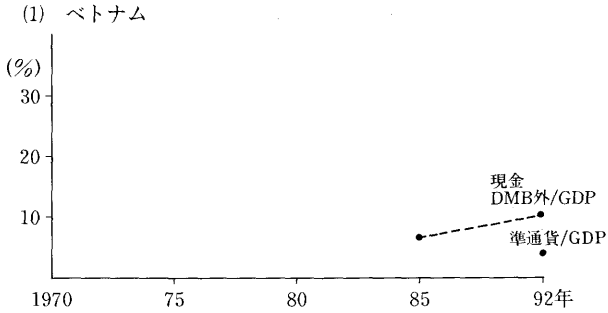
まりに比べると、より高い所得水準で上昇が始まることがわかる。株価時価総額対 GDP 比率は、低所得国ではほとんどゼロかきわめて低い水準にあるが、経済発展が加速化されはじめた ASEAN 諸国、そしてそれ以降の発展段階にある新興工業諸国などでは急激に上昇している。すなわち近代的な経済発展、産業資本の蓄積が進むにいたる段階で、株価時価総額の対 GDP 比が急速に上がりはじめる。

第1節で述べたように金融的発展にはまず現金通貨の浸透、すなわち経済の貨幣化があり、その後に銀行預金を中心とする間接金融の発展が生じ、さらにその後に直接金融市場を表す指標と思われる株価時価総額の対 GDP 比率の増加が現れる。このように金融発展度合いを示す指標は経済発展が進むにつれて高まっているが、一方でその右上がりの傾向は必ずしも直線的なものではなく、国によってかなりのばらつきがあることがこの図から読みとれる。

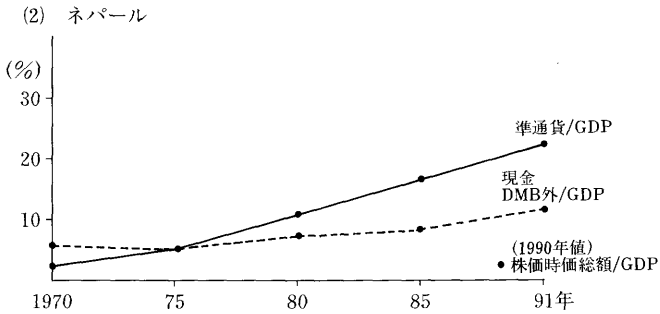
次に金融発展の推移を国別に振り返ってみよう（図2の(1)から(14)を参照）。現金通貨の対 GDP 比率が1992年の時点でも上昇傾向にある国は、1人当たり GDP の低い順からベトナム、ネパール、中国などである。これらの国々では1992年の段階においてもなお経済の貨幣化が進んでいると考えられる。すなわち金融発展段階1から2への移行が引き続き進行していると考えられる。これに対して所得水準の低い国でもバングラデシュ、インド、パキスタン、スリランカなどでは、同比率は過去10年またはそれ以上の期間にわたってほとんど変化しておらず、または低下する傾向をみせており、経済の貨幣化の過程がほぼ完了しつつあるのではないかと考えられる。また ASEAN 諸国および新興工業諸国などでは、現金の対 GDP 比率は低下する傾向をみせており、これらの国々では貨幣化の過程はかなり前に完了し、それ以外の金融部門の深化によって、現金通貨の役割が代替されつつあることが読みとれる。

次に準通貨の対 GDP 比率の推移をみると、同比率はほぼすべての国で過去20年以上にわたって右上がりに推移している。唯一の例外はパキスタンと

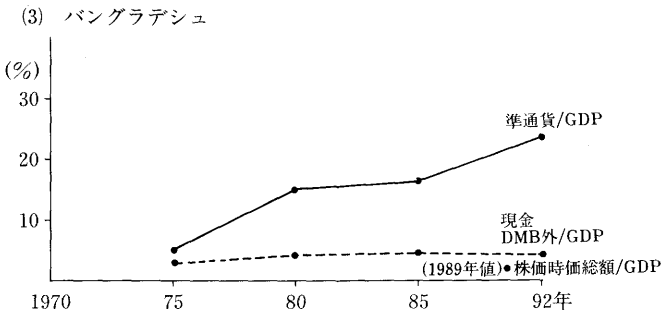
図2 国別金融的發展の推移



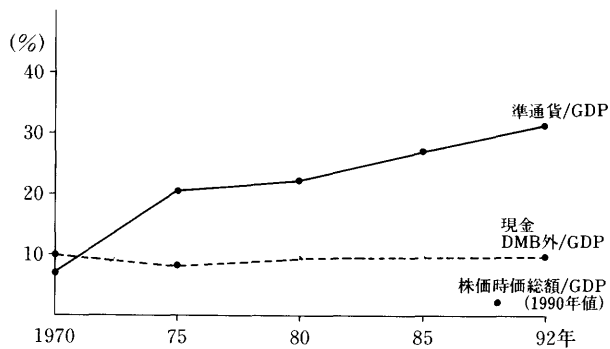
(出所) (1)~(14)とも後掲の表3より作成。



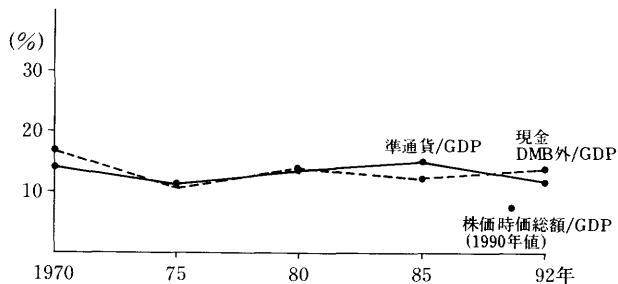
(注) ネパールの最新データは1991年。



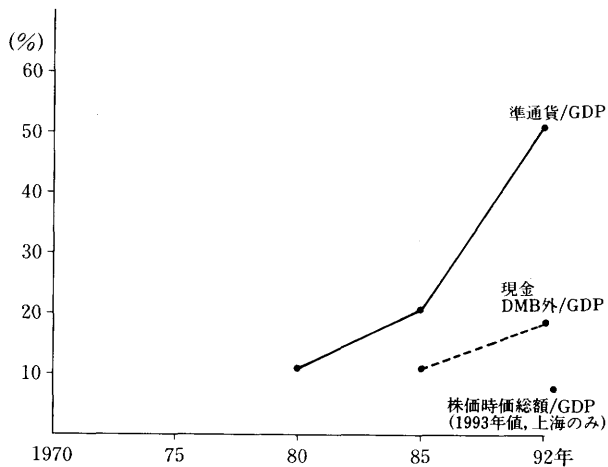
(4) インド



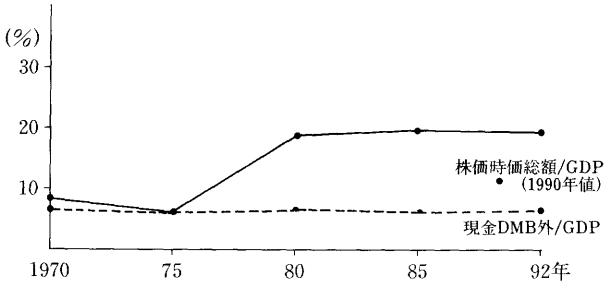
(5) パキスタン



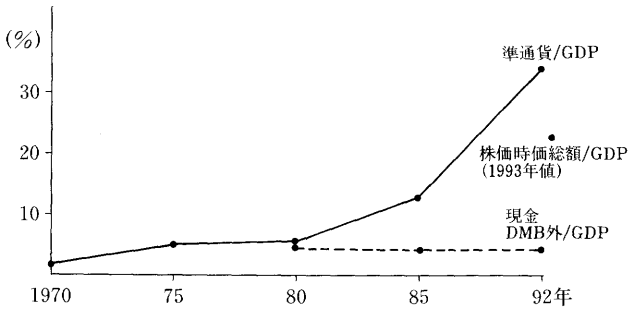
(6) 中国



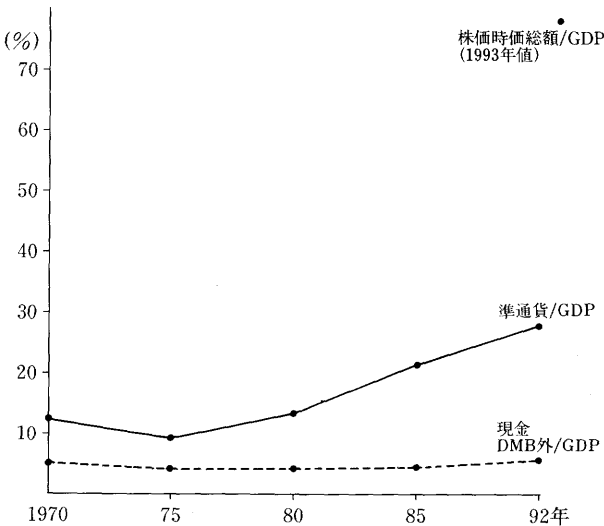
(7) スリランカ

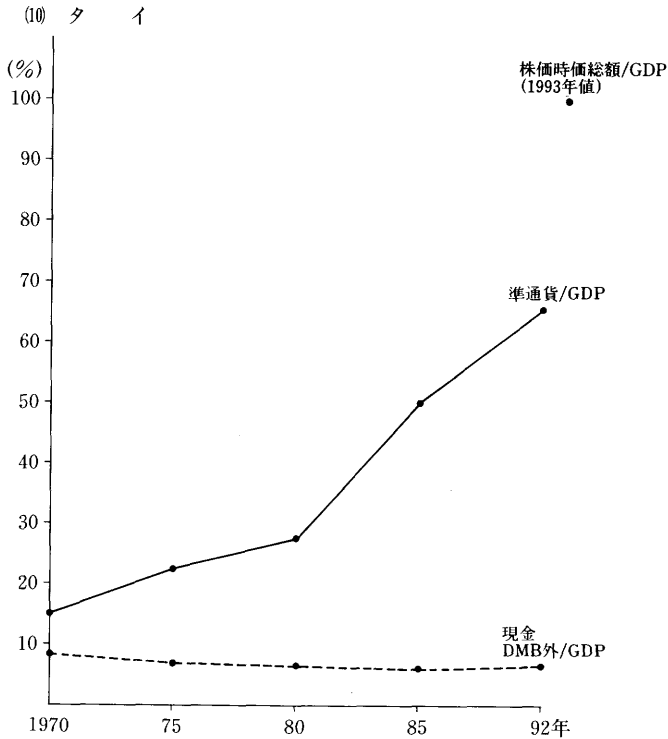


(8) インドネシア



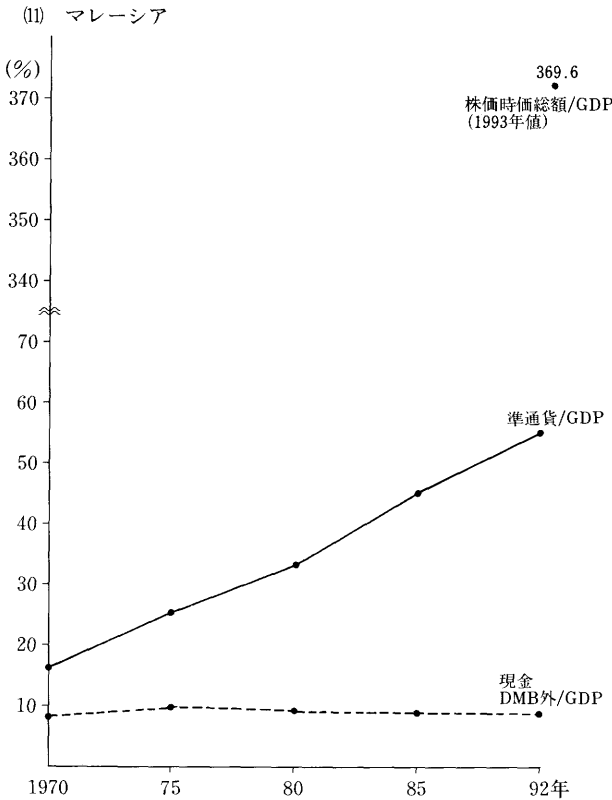
(9) フィリピン





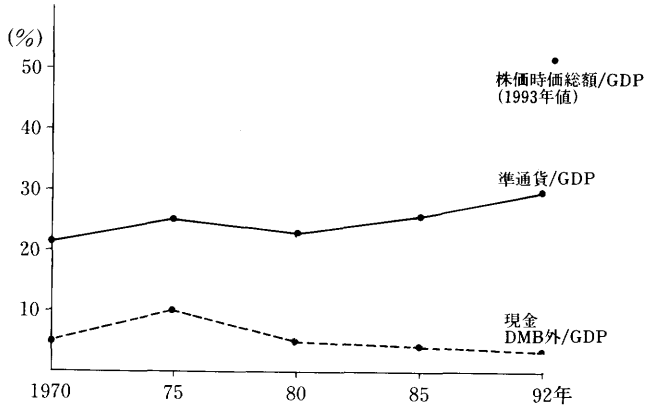
スリランカである。パキスタンでは1985年以降、準通貨対 GDP 比率は低下の傾向を示している。またスリランカでも1980年以降同比率はほぼ頭打ちである。これら2カ国では、金融発展段階3の間接金融市場の発達は、明らかに進んでいない。これらの国々における準通貨対 GDP 比率の推移は、経済の混乱や政治的混乱に大きく影響されていると思われる。

株価総額の対 GDP 比率については、1993年または92年の値しか入手できなかったため、歴史的な国別の推移は明らかではない。しかしアジア諸国において、株式市場が活発に活動しはじめたのはごく近年のことであるから、同比率の上昇は1980年代後半から90年代初めにいたって顕著になった現象であると考えられる。

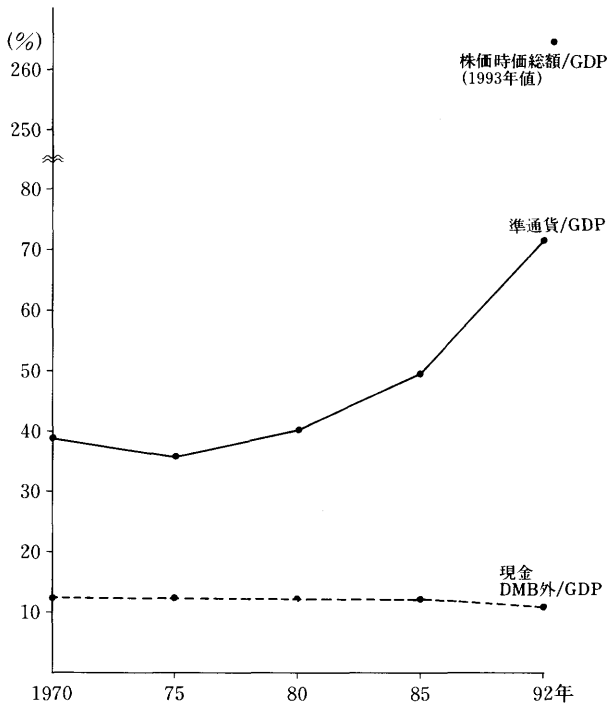


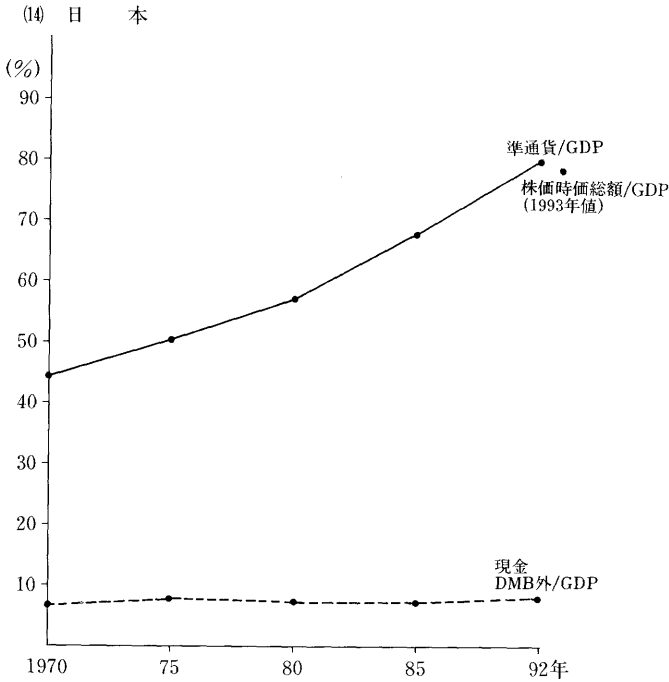
以上アジアの国々における金融発展段階の推移をみてきたが、その発展段階は必ずしも発展段階1の非貨幣的経済から発展段階2の伝統的金融、そして第3段階の間接金融、第4段階の直接金融、第5段階のグローバルな金融市場へと段階を追って発展していくわけではない。一国のなかでもこれらの異なった金融的発展段階が混在することもあり、間接金融と直接金融が同時進行的に発展するということもある。また近年とみにみられるように、発展段階の低い伝統的な金融市場が残っているような経済でも、第5段階のグローバルな金融市場、すなわち国際資本市場の影響を完全に遮断することはできない。国によっては経済発展の早い段階に準通貨の対GDP比率がかなり

(12) 韓国



(13) シンガポール





高い水準に達する中国のようなケースもあり、また経済發展段階がかなり進んでいるにもかかわらず、準通貨の対 GDP 比率は他の国々と比較して相対的に低い韓国のようなケースもある。それらの事情は国によって金融構造が異なることによるもので、国別のより詳細な研究が必要である。

2. 第3の金融的發展段階、間接金融市場の發展

われわれは近代的經濟の發展が、伝統的經濟社会から市場經濟への移行を伴うことを知っている。近代的經濟においては市場が必要不可欠の重要な役割を担うのである。本論で説明してきた金融的發展段階でいうと、相対型の取引から間接金融市場への移行である。そこでは銀行部門の出現によって資

表3 アジア諸国の金融基礎指標

(1) ベトナム	(対GDP比, %)	
	1987	1992
(1) 政府部門に対する債権	12.7	9.5
(2) 非政府部門に対する商業銀行債権	2.1	2.7
(3) 現金通貨 (銀行外)	6.9	10.6
(4) 預金	7.4	15.9
(5) 中央銀行による商業銀行向け貸付	n.a.	4.6
(6) (2)/(4)	28.3	17.0
(7) 株価総額	—	—

(出所) IMF [1991, 1994b].

(2) ネパール	(対GDP比, %)				
	1970	1975	1980	1985	1991
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	0.2	0.6	1.7	4.7	7.9
(2) 政府企業に対する商業銀行債権	0.2	2.3	3.3	2.9	1.3
(3) 民間部門に対する商業銀行債権	2.7	4.3	8.4	9.8	15.4
(4) (1)+(2)	0.4	2.9	5.1	7.6	9.2
(5) 現金通貨 (銀行外)	6.0	5.3	7.8	8.5	12.0
(6) 当座預金	1.5	2.1	3.5	3.3	4.1
(7) 定期・貯蓄性預金	2.6	5.1	11.4	16.7	22.4
(8) 商業銀行の海外負債	0.2	0.4	0.3	1.1	1.5
(9) 金融当局による商業銀行向け貸付	0.05	1.0	0.6	0.8	0.03
(10) (6)+(7)	4.1	7.2	14.9	20.0	26.5
(11) 株価総額	—	—	—	—	2.0
(12) (3)/(10)	65.9	59.2	56.4	49.0	58.1

(注) 最新値は1991年, ただし株価総額は90年のもの。

(出所) IMF [1994a].

本蓄積が迅速に進められると考えられている。銀行部門の最も基本的な機能は、金融仲介機能である。そこでアジアにおいて間接金融市場の発展、とくに金融仲介機能の発展がどのように進んでいるかを検討してみよう。

銀行部門は預金を広く一般大衆から集め数多くの企業に貸付を行う過程で金融仲介を行い、情報の生産を行っている。このような観点から各国の銀行部門の預金の吸収と貸出活動の関係を見てみよう (表3参照)。ここでとりあ

(3) バングラデシュ

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	—	1.5	2.7	2.9	5.2
(2) 政府企業に対する商業銀行債権	—	5.2	7.5	6.4	4.8
(3) 民間部門に対する商業銀行債権	—	2.6	8.2	18.6	19.2
(4) (1)+(2)	—	6.7	10.2	9.3	10.0
(5) 現金通貨 (銀行外)	—	2.9	4.2	4.4	4.2
(6) 当座預金	—	3.7	6.0	7.0	4.7
(7) 定期預金	—	5.1	10.2	16.9	24.0
(8) 商業銀行の海外負債	—	0.1	0.8	1.0	1.0
(9) 中央政府による貸付基金	—	0.5	0.7	1.4	0.5
(10) 金融当局による商業銀行向け貸付	—	1.6	4.5	5.0	3.3
(11) (6)+(7)	—	8.8	16.2	23.9	28.7
(12) (9)+(10)	—	2.1	5.2	6.4	3.8
(13) 株価総額	—	—	—	—	1.9
(14) (3)/(11)	—	29.5	50.6	77.8	66.9

(注) 株価総額は1989年のもの。
(出所) IMF [1994a].

(4) インド

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	3.2	4.1	6.8	7.4	10.8
(2) 民間部門に対する商業銀行債権	12.2	16.2	22.2	26.7	26.6
(3) 現金通貨 (銀行外)	9.6	8.2	9.3	9.1	9.2
(4) 当座預金	5.9	7.3	5.6	6.5	6.6
(5) 定期預金	7.5	10.7	22.2	27.2	31.7
(6) 金融当局による商業銀行向け貸付	1.4	1.4	0.8	0.2	0.5
(7) (4)+(5)	13.4	18.0	27.8	33.7	38.3
(8) 株価総額	—	—	—	—	1.4
(9) (2)/(7)	91.0	90.0	79.9	79.2	69.5

(注) 株価総額は1990年のもの。
(出所) IMF [1994a].

げたほほすべてのアジア諸国において、銀行部門で吸収した預金の総額の対 GDP 比は、過去20年間傾向的に上昇を続けてきている。例外は政治的混乱に見舞われたスリランカとパキスタンで、1980年以降同比率は頭打ちないしは低下の傾向をみせている。預金吸収のほか、銀行部門の資金源を補完す

(5) パキスタン

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	7.6	8.0	10.1	7.4	15.8
(2) 民間部門に対する商業銀行債権	25.0	18.6	22.2	28.1	24.0
(3) 現金通貨 (銀行外)	16.9	10.7	13.9	12.4	13.4
(4) 当座預金	12.1	11.8	14.4	13.5	16.8
(5) 定期預金	14.1	11.0	13.1	14.6	11.8
(6) 商業銀行の海外負債	1.9	1.3	0.9	3.7	9.4
(7) 金融当局による商業銀行向け貸付	4.4	5.2	5.3	4.5	5.1
(8) (4)+(5)	26.2	22.8	27.5	28.1	28.6
(9) 株価総額	—	—	—	—	7.2
(10) (2)/(8)	95.4	81.6	80.7	100.0	83.9

(注) 株価総額は1990年のもの。

(出所) IMF [1994a].

(6) 中国

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) その他国内部門に対する商業銀行債権	—	—	—	65.0	85.3
(2) 現金通貨 (銀行外)	—	—	—	11.6	18.0
(3) 当座預金	—	—	—	18.0	25.3
(4) 貯蓄性預金	—	—	—	2.5	6.4
(5) 定期預金	—	—	—	12.6	32.1
(6) 商業銀行の海外負債	—	—	—	2.5	4.6
(7) 金融当局による商業銀行向け貸付	—	—	—	26.4	27.9
(8) (3)+(4)+(5)	—	—	—	33.1	63.8
(9) 株価総額	—	—	—	—	7.5

(注) Rural Credit Co-operativesがあり規模は約10分の1。

(出所) IMF [1994a].

るものとして、中央銀行または政府からの銀行部門向け貸出がある。この比率が最も大きいのが中国で、対 GDP 比率で26から28%に達している。このほかにも韓国で10%強に達しているほか、バングラデシュ、パキスタン、インドネシア、フィリピンなどで5%前後となっており、金融当局への依存が引き続き高い（ただしベトナム、ラオスなどはデータがとれなかったが、同比率は高いものと考えられる）。

(7) スリランカ

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	4.7	1.6	1.4	1.8	3.3
(2) 政府企業に対する商業銀行債権	—	—	6.2	2.7	3.5
(3) 民間部門に対する商業銀行債権	11.7	12.7	17.1	20.2	22.1
(4) (1)+(2)	4.7	1.6	7.6	4.5	6.8
(5) 現金通貨 (銀行外)	6.8	6.1	6.3	6.0	6.4
(6) 当座預金	7.4	5.4	7.7	5.4	5.3
(7) 定期・貯蓄性預金	8.1	6.2	17.5	19.0	18.8
(8) 商業銀行の海外負債	0.4	0.3	0.7	2.5	5.0
(9) 金融当局による商業銀行向け貸付	—	—	1.8	1.3	1.3
(10) (6)+(7)	15.5	11.6	25.2	24.4	24.1
(11) 株価総額	—	—	—	—	11.5
(12) (3)/(10)	75.5	109.5	67.9	82.8	91.7

(注) 株価総額は1990年のもの。

(出所) IMF [1994a].

(8) インドネシア

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	—	—	0.1	0.5	0.4
(2) 公企業に対する商業銀行債権	—	—	3.0	5.1	4.4
(3) 民間部門に対する商業銀行債権	—	—	9.4	17.8	48.2
(4) (1)+(2)	—	—	3.1	5.6	4.8
(5) 現金通貨 (銀行外)	—	—	4.8	4.6	4.5
(6) 当座預金	—	—	6.2	5.7	6.6
(7) 定期・貯蓄性預金	—	—	3.3	9.9	26.3
(8) 外貨建預金	—	—	2.6	3.5	8.8
(9) 商業銀行の海外負債	—	—	0.9	0.6	6.3
(10) 金融当局による商業銀行向け貸付	—	—	3.6	7.3	3.9
(11) (6)+(7)+(8)	—	—	12.1	19.1	41.7
(12) 株価総額	—	—	—	—	23.6
(13) (3)/(11)	—	—	77.7	93.2	115.6

(注) 株価総額は1993年のもの。

(出所) IMF [1994a].

(9) フィリピン

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府(地方政府含む)に対する 商業銀行債権	5.8	5.1	5.6	2.4	6.3
(2) 政府企業に対する商業銀行債権	—	—	—	3.7	1.6
(3) 民間部門に対する商業銀行債権	19.0	23.5	31.4	20.1	20.5
(4) (1)+(2)	5.8	5.1	5.6	6.1	7.9
(5) 現金通貨(銀行外)	5.7	4.1	4.2	4.2	5.5
(6) 当座預金	4.5	4.9	5.1	2.0	2.6
(7) 定期・貯蓄性および外貨預金	12.9	9.4	13.5	21.6	27.6
(8) 商業銀行の海外負債	2.4	7.7	15.1	8.3	5.6
(9) 金融当局による商業銀行向け貸付	2.7	5.3	4.1	5.1	1.7
(10) (6)+(7)	17.4	14.3	18.6	23.6	30.2
(11) 株価総額	—	—	—	—	69.6
(12) (3)/(10)	109.2	164.3	168.8	85.2	67.9

(注) 株価総額は1993年のもの。

(出所) IMF (1994a).

(10) タイ

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1990
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	4.0	5.8	4.4	7.7	5.4
(2) 政府企業に対する商業銀行債権	0.2	0.5	0.8	1.3	0.9
(3) 民間部門に対する商業銀行債権	18.0	25.5	30.6	47.4	68.7
(4) (1)+(2)	4.2	6.3	5.2	9.0	6.3
(5) 現金通貨(銀行外)	8.1	7.4	7.0	6.3	6.7
(6) 当座預金	4.5	4.0	3.8	2.1	2.7
(7) 定期・貯蓄性預金	15.1	22.6	27.4	50.0	65.0
(8) 商業銀行の海外負債	2.5	3.1	4.3	4.5	5.4
(9) 金融当局による商業銀行向け貸付	0.5	2.4	2.5	2.6	2.1
(10) (6)+(7)	19.6	26.6	31.4	52.1	67.7
(11) 株価総額	—	—	—	—	106.5
(12) (3)/(10)	91.8	95.9	97.5	91.0	101.5

(注) 最新値は1990年のもの、ただし株価総額は1992年のもの。

(出所) IMF (1994a).

(11) マレーシア

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	6.9	9.6	7.5	10.1	7.7
(2) 民間部門に対する商業銀行債権	18.5	27.2	38.2	61.7	75.2
(3) 現金通貨 (銀行外)	8.2	10.0	8.9	8.7	8.3
(4) 当座預金	8.3	9.3	9.1	9.1	12.9
(5) 貯蓄・定期性預金	16.8	24.8	31.0	44.9	54.6
(6) 商業銀行の海外負債	2.4	3.8	5.4	8.2	12.7
(7) 中央銀行による商業銀行向け貸付	—	—	—	—	-3.9
(8) (4)+(5)	25.1	34.1	40.1	54.0	67.5
(9) 株価総額	—	—	—	—	369.6
(10) (2)/(8)	73.7	79.8	95.3	114.3	111.4

(出所) IMF [1994a].

(12) 韓国

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	0.4	3.8	5.2	10.4	5.0
(2) 民間部門に対する商業銀行債権	33.7	34.7	41.9	49.2	54.1
(3) 現金通貨 (銀行外)	4.9	5.0	4.9	4.0	3.6
(4) 当座預金	6.8	6.5	5.0	5.2	6.7
(5) 定期・貯蓄性および外貨預金	21.6	19.2	22.9	25.6	29.8
(6) 債券発行残高	0.3	0.5	0.8	0.2	0.8
(7) 商業銀行の海外負債	2.7	7.2	12.4	17.2	4.8
(8) 金融当局による商業銀行向け貸付	6.7	8.6	10.0	13.8	14.0
(9) (4)+(5)	28.7	26.2	28.7	31.0	37.3
(10) 株価総額	—	—	—	—	43.0
(11) (2)/(9)	117.4	129.8	146.0	158.7	145.0

(出所) IMF [1994a].

一方貸出の側をみると、ほとんどすべてのアジア諸国において民間部門向けの貸出は、対 GDP 比でみると上昇傾向を示している。他方政府および国営企業向け貸出については、各国にばらつきがみられるが、上昇傾向がはっきりみられる国は、ネパール、インド、パキスタンなどである。

ここでもう一度市場経済の基本に立ちもどって金融仲介機能の基本的役割を考えてみたい。中央銀行や政府から銀行部門への資金供給や、銀行部門に

(13) シンガポール

(対 GDP 比, %)

	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 中央政府に対する商業銀行債権	11.8	8.8	8.8	10.3	14.7
(2) 民間部門に対する商業銀行債権	45.9	57.5	71.0	91.9	87.1
(3) 現金通貨 (銀行外)	12.5	12.2	12.5	12.2	10.5
(4) 当座預金	15.6	13.7	11.9	10.4	12.9
(5) 定期・貯蓄性預金	38.2	35.1	39.6	49.7	72.3
(6) 商業銀行の海外負債	9.0	22.2	37.7	69.4	61.3
(7) (4)+(5)	53.8	48.8	51.5	60.1	85.2
(8) 株価総額	—	—	—	—	258.8
(9) (2)/(7)	85.3	117.8	137.9	152.9	102.2

(出所) IMF [1994a].

(14) 日本

(対 GDP 比, %)

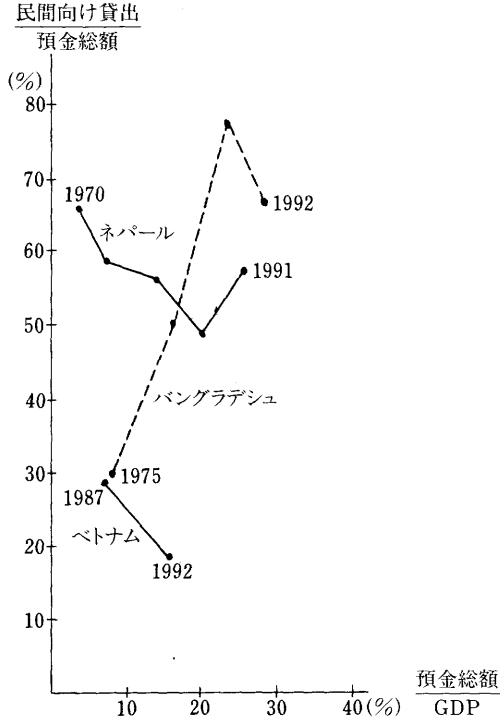
	1970	1975	1980	1985	1992
(1) 政府部門に対する商業銀行債権	4.5	7.8	15.7	15.6	14.2
(2) 民間部門に対する商業銀行債権	77.5	87.7	84.5	99.4	121.8
(3) 現金通貨 (銀行外)	7.0	7.8	7.3	7.3	8.2
(4) 当座預金	22.2	25.9	21.7	20.5	21.1
(5) 定期預金	44.8	50.8	57.2	68.0	79.9
(6) CDs 発行残高	—	—	0.8	2.5	1.9
(7) 債権発行残高	5.4	7.3	8.4	10.5	14.2
(8) 商業銀行の海外負債	2.7	5.5	7.9	12.8	19.2
(9) 金融当局による商業銀行向け貸付	3.1	2.7	2.2	2.8	4.3
(10) (4)+(5)	72.4	84.0	88.1	101.5	117.1
(11) 株価総額	—	—	—	—	78.4
(12) (2)/(11)	107.0	104.4	95.9	97.9	104.0

(出所) IMF [1994a].

よる国営企業への貸出は、ある面では財政機能に近く本来の金融仲介機能とはいえないと考えられる。そこでは銀行部門による情報の生産は行われていないからである。そこで銀行部門の本来の金融仲介業務がどのように発展してきているのかをみるため、銀行の基本的機能である預金吸収と民間部門への貸出の2つをとりあげてみた。預金総額の対 GDP 比と、預金総額に占める民間部門向け貸出の関係の推移を示したものが図3である。

図3 銀行の預金吸収と金融仲介

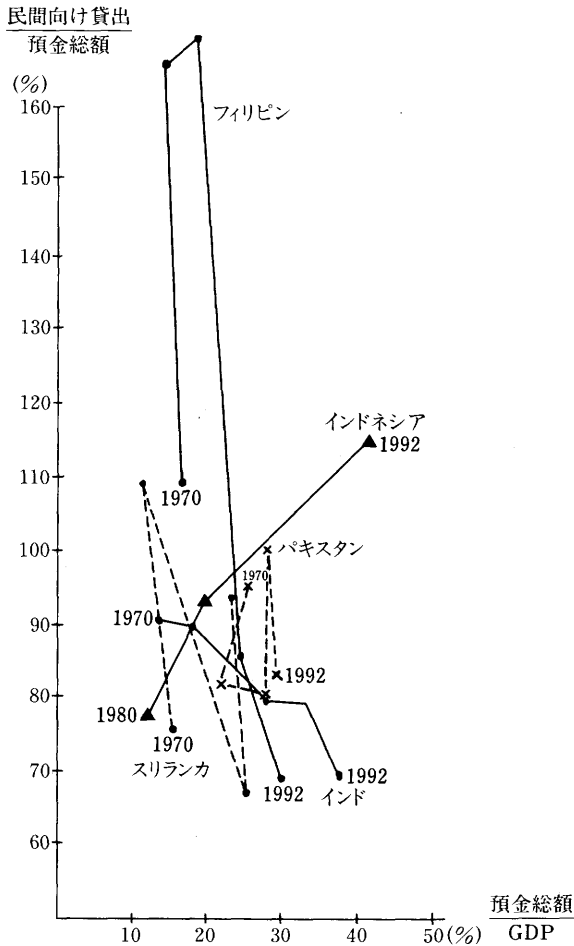
(1) 金融發展段階1, 2から3へ移行中の国



(出所) (1)~(3)とも表3より作成。

図3(1)には貨幣化が今日でも進行しつつあるベトナム、ネパールと、これに加えて1人当りGDPが低いバングラデシュのデータが図示されている。これをみると経済の貨幣化が進みつつある国々、ネパール、ベトナムでは、預金総額対GDP比および民間部門向け貸出の預金総額に占める比率が双方ともに低く、図の原点に近い位置に分布している。またこれらの国々では預金総額の対GDP比率は上昇傾向にあるものの、民間部門向け貸出の預金総額に占める比率は、低下ないしは頭打ちの傾向を示している(中国、ラオス

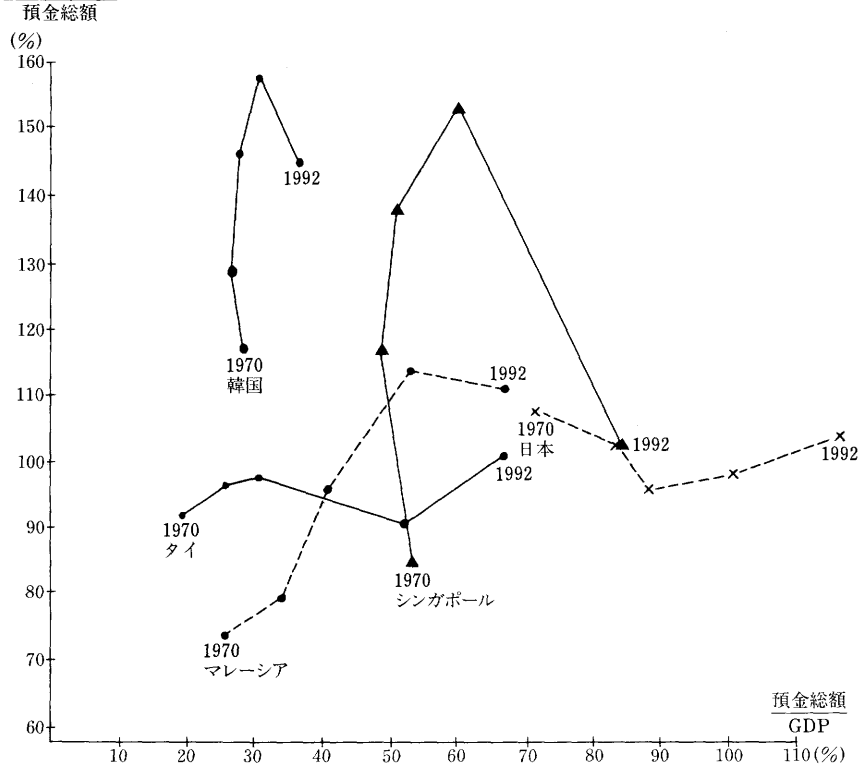
(2) 金融発展段階3の国



のデータはとれなかったがほぼ同様の傾向を示すのではないかと想像される)。以上の点からネパール、ベトナムなどでは本来の金融仲介機能はほとんど働いておらず、間接金融部門の発展は、まだ進んでいないと考えられる。一方でバングラデシュは経済の発展段階は最も低い水準にあるが、経済の貨幣化が進

(3) 金融發展段階3から4へ移行中の国

民間向け貸出



み、銀行部門の預金が増大するなかで、民間部門向け貸出が急増してきたことがわかる。これらの点からバングラデシュでは低次ではあるが、金融仲介機能が働きはじめ間接金融部門の發展が進みはじめていると考えられる。

次に金融的發展段階3にあると考えられる国々について見てみよう。このグループでは間接金融部門、すなわち銀行部門を中心に金融的發展が進む段階にあると考えられる。また所得水準からみるとこれらの国々は、1人当りGNPが、300ドルから1000ドルの低中所得国である。図3(2)にみられるように、これらの国々は原点からみて上方にやや固まって分布している。これら

の国々の特徴は民間部門向け貸出の預金総額に占める比率が年々かなりの変動を示しており、傾向的な上昇を示していない点である。また預金総額の対GDP比率の上昇もそれほど顕著ではない。これらのインド、パキスタン、スリランカ、フィリピンなどの国々では、先にみたように経済の貨幣化は終了しつつあり、準通貨の比率が上昇していることから一見銀行市場が発展しているように見受けられるが、実際には間接金融部門の発展、とくに銀行部門の金融仲介機能はスムーズに進んでいないことが推測される。これらの国々での金融仲介機能の遅れは、資本蓄積を阻害し、経済発展を阻害しているのではないかと考えられる。そのなかで唯一の例外はインドネシアである。インドネシアでは、金融自由化政策とそれを外延から支えた経済調整政策のもとで、間接金融部門の発展が銀行部門の預金の吸収と、その民間部門への貸出という形で急速に進んだことがこの図からも確認できる。インドネシアのパターンは、次にみるタイ、マレーシアの初期段階と近似しており、これらの高成長を続ける東南アジア諸国では金融仲介機能が同時に進行していることが確認できる。

次に韓国、シンガポール、マレーシア、タイなどの国々、金融的發展段階からみると第3段階から第4段階へその比重を移しつつあると考えられる国々について見てみよう（図3の(3)参照）。これらの国々は1人当たり所得では1000ドル超の中高所得国である。これらの国々は原点から最も離れた、右上の位置に分布している。これらの国々の特徴は、預金総額の対GDP比率および民間部門向け貸出の総預金額に対する比率がともに高水準にあることである。しかしその歴史的傾向を見てみると、民間部門向け貸出の預金総額に占める比率は、近年頭打ち傾向にある。このグループでは、タイ、マレーシアが似た分布を示しており、また韓国とシンガポールが似た分布を示している。タイ、マレーシアでは銀行部門による民間部門向け貸出の預金総額に占める比率の低下はまだはっきりとは始まっていない。これらの国々では、引き続き第3の金融發展段階である間接金融部門の発展と、第4段階の直接金融市場の発展がともに進みつつあることが推測される。一方で韓国、シンガポー

ルでは1980年代以降における民間部門向け貸出の対GDP比率の低下は顕著であり、その背後には直接金融市場の発展すなわち第4段階への移行がうかがわれる。

第3節 経済発展における貨幣と金融仲介機能の役割

上にみてきたようにアジアには引き続き貨幣化が進行している国々、銀行部門の金融仲介機能が進行している国々、さらには銀行部門の金融仲介の役割に加えて資本市場の役割が増大している国などの多様な発展段階にある国々が存在している。総じて東南アジアおよび東アジア途上国では、金融の深化はスムーズかつ急速に進んでいるようにみられる。経済の貨幣化や間接金融部門の発展を中心とする金融深化は、これら諸国の高い貯蓄率とそれに支えられる高い資本蓄積を可能にし、他の地域と比較してよりよい経済成長のパフォーマンスを達成したと考えられる。本節では経済の貨幣化が貯蓄にどのような影響を与えるのか、また間接金融部門の発展が直接金融部門の発展に先立って生ずるのはなぜかを考えてみよう。

1. 貨幣の役割と貯蓄投資への影響

金融発展段階2の経済の貨幣化が貯蓄投資に決定的な影響を与えるメカニズムは、サミュエルソンの「世代重複モデル」(overlapping generation model)に沿って説明できよう⁶⁾。世代重複モデルでは、経済は各期間において青年と老人という2つの世代によって構成されている。個人は青年と老人の2つの期間を生きる。また個人は青年期に1単位の財(完全に分割可能な財)を生産するが、老年期には生産を行えない。またこの財は青年期しか保存がきかない。したがって個人は自分自身ではこの財を蓄えて老年期の消費に当てることができない。ここでは青年と老人とが同時期に生活しているから、青年

が持っている財の一部を老人へ渡すという取引が成立すれば、個人は青年期と老年期のそれぞれにある程度バランスのとれた消費パターンを実現できる。しかし、貨幣以前の経済では、個人間の自由な取引によって世代間の財の移転を実現することはできない。青年は現在の消費をある程度犠牲にし貯蓄することによって、将来の消費の可能性を獲得したいと望むであろう。別な言葉でいえば、青年は貯蓄を貸し付けることによって将来の消費を確保したいと望む。しかし青年は老人に消費の一部を貸し付けることはできない。それは青年が老人になったときには老人は多分存在しないし、生産も行っていないからである。このような状況のもとでは貯蓄は阻害され、したがってそれに等しい投資も阻害される⁽⁷⁾。

金融の発展段階に即して考えてみると、金融発展段階2の貨幣経済への移行が貯蓄に決定的役割を果たす。さらにいうと人々に信頼される貨幣の存在が貯蓄に重要な役割を果たすといえよう。人々に広く信認される貨幣が存在すれば、青年は生産を貨幣に変えて保有し、老年期の消費に当てることができる。老年期には貨幣を使って、新しく生まれてくる青年の世代から必要な財を購入することができるのである。もちろん貨幣の代わりに人々に広く信認される金や銀を使うことによっても同様の効果を得ることができる。事実金や銀はそのような役割を果たしてきたのである。

貨幣以前の金融的発展段階では、経済は基本的には自給自足の状況にあり、個々の主体の投資は自らの貯蓄によって賄われなければならない。すなわち他の主体と資金の貸借ができない状況のもとでは、個々の主体の投資はみずからの貯蓄（または消費）に依存する。しかし他の主体との資金貸借が可能である場合には、個々の主体は投資に関する意思決定と消費に関する意思決定を分離できる。個々の主体が、現在と将来の消費パターンに関してもっている選好にかかわらず、投資の限界効率が資金市場で与えられる実質利子率に一致する点に投資水準を決め、現在と将来にわたって最大の消費可能領域を達成できる。

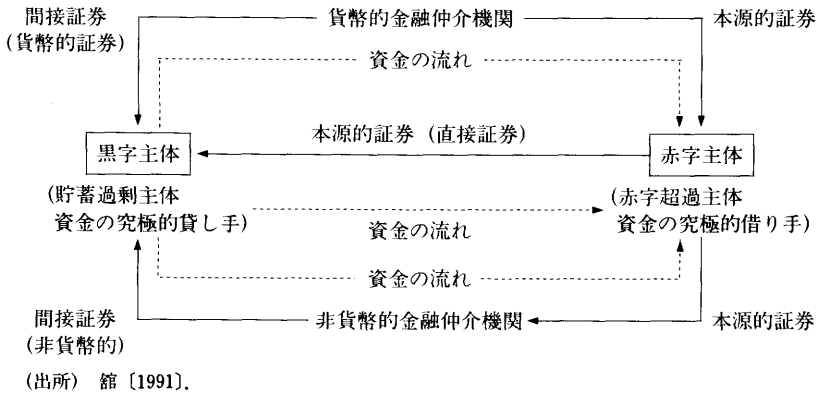
2. 間接金融と直接金融の順序——金融仲介の役割

上で経済の貨幣化が、人々の貯蓄行動にとって決定的に重要な役割を果たしたことを説明した。次に人々の貯蓄の行動が近代的な産業発展による経済成長のプロセスにどのような役割を果たすのかを考えてみよう。近代的な産業発展による経済成長のプロセスでは大規模かつ急速な資本の蓄積が必要となる。ここで必要となる資本の蓄積は、それまでの伝統的経済社会で行われていた貯蓄投資の活動とは、その規模においても質においても異なるものであろうと考えられる。ここで行われる貯蓄投資は産業資本の蓄積に繋がっていくものである⁽⁸⁾。資本の蓄積はそれまでの共同体社会で行われていた富の蓄積とは異なるものである。近代的な成長を支える産業発展の過程では、巨額の資本を必要とする。企業家は個人または同族内で必要資金を調達することが難しくなり、広く多くの人々から資金を調達する必要が生ずる。この過程で貯蓄者と投資者の分業が成立し、金融的発展の第3段階と第4段階に相当する金融市場が発展すると考えられる。すなわち近代的な経済成長を達成するためには、そのための産業資本の蓄積を可能にする金融市場の発展が必要となるのである。

そこで金融市場の形態が経済の発展にともなってどのように変化していくかを考えてみよう。まずガーレイ=ショウ理論に沿って、経済発展段階別に金融の形態とその役割を確認しておこう⁽⁹⁾。経済発展の初期段階である実物経済では、貯蓄されたものが直ちに投資されなければならないわけであり、貯蓄主体と投資主体は常に一致している。しかし期待される収益率の高い投資者に、それに見合った貯蓄の能力が与えられているとはかぎらない。そのような方向に資金を流す役割を果たすのが金融市場であり金融機関である(図4参照)。

金融制度が未発達な時代には、実物経済における自己金融に加えて、合名合資会社などによる資金のプールによって、貯蓄と投資の繋がりがより効率

図4 ガーレイ=ショウによる資金の流れの説明



的になる。さらには、期待収益率の高い投資機会をもっている投資者は、自ら債務証券を発行することにより他人の貯蓄を手に入れることができる。これがいわゆる直接金融である。しかしこれらは相対型直接金融であり、相互に親戚関係や知人関係にあるとか、またはこれらの人を通じて知っており信用ができるとかの要素が必要であり、その広がりには限界がある。

金融機関を通ずる金融仲介は、多数の貯蓄者を多数の投資家に媒介する役割を果たす(図4参照)。貯蓄をする人の多くは、最終的投資者を知らない。また知っていても投資者の本源的債務証券を直接保有するのはリスクが大きい。しかし金融機関の発行する債務証券すなわち預金証券はリスクも小さく、小額に分割可能であることなどから貯蓄者の資産選好をより多く満たすことができる。ここで金融機関が発行する債務証券と最終的借り手が発行する本源的債務証券は異なった性質の債務証券であり、その過程で金融機関による金融仲介、すなわち情報生産機能が働いているのである⁽¹⁰⁾。

所得レベルが低い段階では、貯蓄者は安全性の高い金融資産を選択する傾向が高い。発展段階の初期に人々がリスクの大きい金融資産ではなく、金利などは支払われなくとも金などの実物資産を保有する傾向が高いのは、このような安全性を選好する度合いが高いからである。途上国では民間企業の経

営に対する信頼は十分に確立されているとはいいがたく、また民間企業の経営に関する情報も十分にいきわたっているとはいえない。さらに零細な貯蓄者個人は、企業のリスクを判断するための十分な情報と分析能力をもっているとは考えられない。このような発展段階では、貯蓄者が直接投資者のリスクを負う直接金融ではなく、金融の専門家である金融機関が、貯蓄者と投資者を仲介する間接金融方式が選好されると考えられるのである。金融機関は所得レベルの低い零細な貯蓄者に対して、安全度の高い貯蓄手段である預金証書を提供し、一方で投資者のリスクを判断して貸出を行い、最終的貯蓄者と最終的投資者の間の金融仲介を行うのである。前にも説明したとおり、この際銀行の発行する預金証書と最終的投資者の発行する本源的債務証書（銀行の貸出）は、本質的に異なる証券である。この過程で金融機関は金融仲介活動、言い換えれば情報生産活動を行っているのである。

第4節 金融仲介機能の失敗

アジアの諸国では、金融部門の發展が急速に進んでいるが、一方で伝統的經濟から市場經濟への移行の過程で金融市場の機能、金融仲介機能に機能不全が生じているケースも見受けられる。たとえばインドやパキスタン、フィリピンなどでは、かなり早い時期から經濟の貨幣化が進み、銀行部門の導入が行われたにもかかわらず、金融市場の發展・深化、とくに金融仲介機能の發展は遅れている。また金融自由化が急速に進んでいる東南アジア、東アジアの国々においても、金融仲介機能にいくつかの問題が生じている。このような金融の深化の停滞および金融仲介機能の不全はなぜ生じるのであろうか。以下に、この問題を論じてみたい。

1. 金融的發展と社会システムのずれによって生ずる諸問題

(1) 政治社会的モラルハザードの問題

金融發展段階3以降の金融市場で中心的役割を果たす銀行市場や株式市場は、それまで行われてきた共同体内部での相対型の金融取引、仲間内の金融取引とは基本的に異なった性格をもっている。このような社会的・経済的システムの変化はシュンペーターのいうところの「創造的破壊」にあたると思われる。ここで次のような問題が生起すると考えられる。まず伝統的な社会システムが変わらない、またはそれが残っている社会に、銀行や株式市場などが導入されたときに生ずるであろう問題である。もうひとつは新しく發展を始めた銀行市場が、それを支える法律、会計基準の整備などの社会的システムやディスクロージャー制度の整備を伴わないことによって生ずる問題である。

まず前者の問題について考えてみよう。金融市場では銀行部門や株式市場が導入され、市場型金融取引が前提とされているにもかかわらず、社会システムとしては共同体型の行動様式、慣習経済が残されている場合である。このケースでは、銀行は貸付案件の審査や担保価値の確認などに重きをおかず、知人間、同族間などへの情実貸付が横行する可能性がある。たとえば銀行において、上層部にいる貸付担当者が親族の経営する企業へ多額の貸付を行うとか、華僑系の銀行がその銀行の所属するグループ企業へ、資金の導管の役割を果たすなどの行動である。また国営銀行などでは上層部の経営者は政治的に任命されることから、政治家などの有力者による政治圧力を受けやすいなどの例もこれに類似する問題であると考えられよう。伝統的な共同体社会では、相互に助け合うという相互扶助の精神が強く、それは市場経済になっても直ちになくなってしまわないものではない。また途上国では、銀行の貸付担当者が貸付にあたって正規の手数料など以外に、個人的に礼金を受け取るとはかなり頻繁に見受けられる現象である。これらの問題は政治的または社

会的モラルハザードの問題であると考えられる。

(2) 情報の不完全と逆選択の問題

次に経済が金融發展段階3に移行し、伝統的慣習経済も徐々に崩れてきているが法律制度の整備や財務諸指標のディスクロージャーなどはまだ十分ではないという状況を考えてみよう。株式会社制度は導入され、借り手である企業家が負わなければならない債務には限界があるという「有限責任ルール」が存在していると仮定しよう。すなわち金融形態は間接金融市場に移行しつつあるが、情報の非対称性、不完全性が存在しており、近代的法律制度による罰則規定などは十分に確立していない。さらには借り手と銀行の間には長期の取引関係は育っていない。このような状況のもとでモラルハザードの危険性を内包すると、貸出金利がきわめて高水準となり円滑な金融機能が妨げられる可能性が存在するのである。

堀内〔1990〕は有限責任のもとでの「逆選択の問題」と高金利の問題を明快に説明している⁽¹¹⁾。この例では、銀行は借り手が当初の約束どおり、安全性の高いプロジェクトに投資するかどうか識別できない。また良い借り手と悪い借り手を事前には識別できない。したがって銀行は貸出金利を差別化することはできず、良い借り手にも本来要求するより高い金利を設定することになる。このため高金利を課された良い借り手はこのような高金利ではプロジェクトが経営できず、銀行市場から撤退することになるかもしれない。このような良い借り手と悪い借り手が識別できないことから、良い借り手が市場から駆逐されていく問題を「レモン問題」または「逆選択の問題」と呼んでいる。

ここで注意しておきたい点は、このような逆選択の問題はすべての途上国の金融市場において必ずしも広範に生じているわけではないという点である。多くの国々では、このような問題を回避し、悪い借り手を銀行市場から駆逐するような経済上のまたは法律上のシステムを歴史的・社会的背景のなかでつくりあげてきている。そのひとつは銀行と借り手の長期にわたる取引

関係の維持であり、日本などに典型的にみられるメインバンクシステムである。銀行は借り手のモニタリングを行うことによって情報を収集し、レモン問題を回避することができる。

こういった問題は、金融形態の変化が進んでいくなかで、それをとりまく社会経済の特性がそれにもなって同時かつ整合的に変化していかないところから発生してくる問題のように思われる。悪い借り手を駆逐するための近代的法律制度の整備とその実行を保証する社会的な合意、情報の不完全性を改善するための財務諸表の整備とディスクロージャー、貸し手と借り手の長期的関係を促進するようなシステムの発展などが、銀行部門の導入や金融の自由化措置にもなって必要とされると考えられる。ともすれば金融自由化政策は金融部門の規制の緩和だけで完結し、金融市場取引を支える法的・社会的制度の整備は、新しい金融取引形態の導入に対して遅れる傾向があるように思われる。

おわりに

第1節で検討した金融発展の各段階をふまえて考えてみると、それぞれの金融形態はそれを外延的に取り巻いている社会経済の制度や社会のルールによって、ある程度安定的に支えられていると考えられる。相対型の金融取引が行われている伝統的地域経済社会についてみると、村落共同体などの地域社会内または同族内では、取引相手は知り合いであったり、知り合いの知り合いであったりする。したがってこのような地域社会内では情報はある程度完全である。またこのような社会では、法律や財務諸表は整備されていないとしても、別の形での共同体社会のルール（たとえば村八分のような）が存在し、それが金融取引の安定性を支えている。金融市場が発展し、不特定多数が市場で取引を行うようになると、共同体型の社会慣習ルールでは不十分であり、法律や財務諸表の整備が安定的な金融取引を支えるために必要となっ

てくるのである。

銀行部門を中心とする間接金融部門中心の金融發展段階では、モラルハザードやレモン問題を回避するためのひとつの方法として、銀行と顧客の間の長期の関係が築きあげられてきた。日本でみられたメインバンク制度や、銀行による借り手のモニタリングなどがそれである。さらに株式市場などの資本市場取引が活発になると、そこでは金融取引は銀行取引のように長期の関係ではなくスポット型の取引である。そのようなスポット型の金融取引をスムーズに行うためには、上に述べた法律の整備や財務諸表の整備に加えて、格付け機関などによるリスク情報の開示が重要な役割を果たしている。第1節に述べた社会的特性から、途上国では、これらの情報の開示が進みにくいのである。

經濟が發展し、ある段階から次の段階に移行するときに金融形態と社会システムの間はずれが生じ、金融部門に不安定化が生ずるところに問題が生じるのではなからうか。たとえば共同体社会が引き続き残っているような社会状況のなかで、銀行制度が導入されると銀行は情実貸しに走りがちである。なぜなら共同体社会では相互扶助を行うことが正しい社会のルールなのであるから。また市場社会を支える近代的法律制度やルールが確立されていない社会で、市場型の金融取引を安定的に継続することは難しいであろう。銀行部門に審査能力が欠けているような場合、借り手に対するモニタリング機能が確立されていない場合、借り手との間に長期の関係が確立されていない場合などは、銀行による金融仲介機能が十分に働かず、モラルハザードや逆選択の問題が生じる可能性は存在している。金融部門發展を継続させつつ、金融の安定をはかるためには、市場を補完するためのルールの整備が必要となる。

以上みてきたように、經濟が發展し、新たな金融取引形態の發展と社会システムの変化の差がもたらす、金融形態と社会システムの齟齬が、金融の不安定性をもたらす大きな要因となっているように思われる。金融市場の發展と安定は、それをとりまく社会經濟システムとそこに内在する社会的・經濟

的諸ルールによって補完されることで維持されている。そしてそれらの社会的・経済的システムは、それぞれの国の社会的・歴史的背景によって規定されているところが大きいのである。各国それぞれの経済発展段階と社会経済システムの特徴を踏まえうえて、金融部門の自由化の処方箋を書くことが、金融市場の安定的な発展を維持するうえで不可欠であると考えられる。

[注]

- (1) 堀内 [1990] 参照。
- (2) 金融の発展の第1段階は、貨幣の存在しない物々交換の経済社会であり、現代の社会にはそのような前近代的未開の経済は存在せず、金融部門の発展政策を考えるには無意味であると思う方々がいるかもしれない。しかし発展段階の初期の途上国、とくに地方の農村部においては経済の貨幣化は引き続き進行の過程にある。またインフレの昂進している社会では貨幣に対する信認は低下し、実物での取引が再びみられるようになってきているのである。このような状況を勘案すると、貨幣化以前の経済の特徴を確認することは、決して意味のないことではない。
- (3) 寺西 [1982] などの研究から、近代的金融制度が導入される以前に伝統的な金融制度が存在していることは広く知られている。
- (4) この点は次節で検証されている。
- (5) Gurley and Shaw [1960] 参照。
- (6) 堀内 [1990] p. 11参照。
- (7) このような社会では、青年と老人の両世代を共存させることが可能な社会システムの発展が必要となるであろう。それが近代化以前の大家族主義や共同体社会のシステムであったと考えられる。すなわち共同体社会は、経済発展が遅れているからではなく、経済の貨幣化が完了するまでは必要不可欠の社会経済システムなのである。
- (8) ハイルブローナー [1994] 参照。
- (9) Gurley and Shaw [1960].
- (10) 館 [1991].
- (11) 堀内 [1990] 参照。

[参考文献]

[日本語]

青木昌彦 [1995] 『経済システムの進化と多元性』 東洋経済新報社。

- 国際金融情報センター [1993] 「ベトナム・ラオス・カンボジアの政治・経済の現状と展望」。
- 館龍一郎 [1991] 『日本の経済』東京大学出版会。
- 寺西重郎 [1982] 『日本の経済發展と金融』岩波書店。
- ハイルブローナー, ロバート (中村達也・吉田利子訳) [1994] 『二十一世紀の資本主義』ダイヤモンド社。
- 早川英男 [1986] 「情報の経済学について—概念的整理と理論的可能性—」(『金融研究』〈日本銀行金融研究所〉第5巻第2号, 1986年4月)。
- 堀内昭義 [1987] 「金融機関の機能—理論と現実—」(館龍一郎・蛸山昌一編『日本の金融 I 新しい見方』東京大学出版会, 第1章)。
- [1990] 『金融論』東京大学出版会。
- 堀内昭義・桜井宏二郎 [1989] 「金融・資本市場の展開」(宇沢弘文編『日本経済—蓄積と成長の軌跡—』東京大学出版会, 第4章)。
- 村上泰亮 [1992] 『反古典の政治経済学』中央公論社。

〔英語〕

- Gurley, J. G. and E. Show [1960], *Money in a Theory of Finance*, Washington, D. C.: The Brookings Institution (桜井欣一郎訳『貨幣と金融』至誠堂, 1967年)。
- IMF [1991], *Viet Nam: Recent Economic Developments*.
- [1994a], *International Financial Statistics Year Book*.
- [1994b], *Viet Nam: Recent Economic Developments*.
- Klein, B. and K. B. Leffler [1981], "The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance," *Journal of Political Economy*, Vol. 89, No. 4, August 1981, pp. 615-641.
- McKinnon, R. I. [1973], *Money & Capital in Economic Development*, Washington, D. C.: The Brookings Institution.
- Stiglitz, J. E. and A. Weiss [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *American Economic Review*, 71(3), June 1981, pp. 394-410.
- World Bank [1994], *World Development Report*.