

## 第1章

# 第2次大戦後の日本の金融構造と経済発展

### はじめに

経済発展と金融がどのような関連をもっているか、あるいはもっと具体的に、金融部門や銀行部門の存り方のいかにが経済発展を促進させることになるかどうかは、長年にわたって多くの専門家の関心を引きつけてきた主題である。とりわけ、西ヨーロッパにおける経済発展の過程においては、後進国ほど銀行部門の役割に依存することが大きかったとするガーシェンクロン(Gerschenkron)の所説は、その後の分析に影響を与え続けている。とくにこの所説が我々にとって興味深いのは、それが第2次大戦後の日本経済の急成長の秘訣と関連しているようにも思われるからである<sup>(1)</sup>。

しかし今日までのところ、経済発展と金融部門の役割との関連は必ずしも明確になっているわけではない。たとえば、ガーシェンクロンは19世紀以降のドイツの経済発展における銀行の機能を強調したが、歴史家の研究はガーシェンクロンの所説に関して対立する結果をもたらしている<sup>(2)</sup>。日本の第2次大戦後の経験についても、さまざまな研究が進められてきたが、その結果は千差万別であり、統一的な評価・見解がまとめられているわけではない。とりわけ、今日の発展途上国にとって、日本の経験からどのような教訓をくみ取ることができるかは、非常に重要な研究課題であるにもかかわらず、ほとんど究明されていないと言って過言でない。

本章は第2次大戦後の日本の経済発展と金融構造の変化との関係を、いく

つかの単純な統計に依拠しつつ明らかにするとともに、そこに経済発展上の教訓を探ることを目的としている。本章の以下の構成は次のようになっている。まず、第1節から第3節までの各節では、マクロ経済統計と金融統計とを用いて、第2次大戦後の日本の経済発展と金融システムの発展との関連を概観する。第4節では、日本の経済成長を支えた企業部門の資金調達構造について考察する。そこでは、銀行部門を核とする間接金融メカニズムの重要性をとくに重視する。最後の結びは、本章の議論のまとめとして、金融システムへの公的介入の役割を、おもに「低金利政策」に焦点を合わせつつ考察し、さらに日本の経験のインプリケーションを手短かに要約する。

## 第1節 経済発展と「金融の深化」

第2次大戦後（とくに昭和30年代以降）の日本の急速な経済発展と金融との関係を、どのように理解すべきであろうか。金融システムの発展が実体経済の成長を促したのであるだろうか。この問題に解答を与えることは容易ではない。しかし、まず、この第1節から第3節までで、主として日本銀行の『資金循環勘定』にもとづいて、日本の金融システムの特質とその変化を大雑把に考察しておこう。この考察によれば、日本の金融システムは昭和20年代から30年代前半にかけて「量的な」拡大を示し経済成長の進展を支えた。しかし、高度成長期の後半、つまり昭和40年代には金融システムの量的な拡大はみられなかった。金融の深化がいつそう進むのは、高度成長が終息した50年代後半以降である。

### 1. 「金融債務比率」の推移

第1表は非金融部門が発行した各種金融債務残高（ただし法人企業の株式を含む）の増加率を、名目GNP成長率と比較して示している。また第2表は非

第1表 非金融部門の債務残高増加率とGNP成長率（期間平均） (%)

日 本				ア メ リ カ			
期 間	債務残高	名目GNP	総貯蓄率 <sup>1)</sup>	期 間	債務残高	名目GNP	総貯蓄率 <sup>1)</sup>
1955～59	19.6	10.6	—	1961～65	6.9	6.4	6.7
1960～64	22.1	17.6	24.3 <sup>2)</sup>	1966～70	7.2	7.5	6.6
1965～69	17.5	16.5	22.4	1971～75	9.2	9.3	5.2
1970～74	18.3	16.7	23.7	1976～80	12.5	12.3	6.7
1975～79	13.3	10.3	19.4	1981～85	11.1	8.0	3.2
1980～84	9.7	4.9	17.3	1986～89	9.5	6.9	3.1
1985～88	7.7	5.3	18.3				

(注) 1) 家計，法人，政府の貯蓄合計額を名目GNPで割った比率。

2) 1961～64年の平均値。

(出所) 日本銀行『資金循環勘定』／同『外国経済統計年報』／経済企画庁『国民経済計算年報』／Board of Governors of Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, ワシントン D. C.。

第2表 非金融部門の債務残高と名目GNP比率

	債務残高 (1,000億円)	名目GNP比 (%)				
		合 計	法人企業	個人部門	中央政府	地方政府 <sup>1)</sup>
1953	79.4	112.6	84.7	12.3	9.1	6.4
1955	104.5	121.2	87.0	15.3	10.1	8.7
1960	270.7	174.8	130.6	26.1	7.6	10.6
1965	706.6	216.4	159.9	35.1	5.5	15.8
1970	1,595.8	212.3	149.6	37.2	8.6	17.0
1975	3,640.6	239.2	156.3	44.6	13.7	24.6
1980	6,559.3	267.5	145.4	52.4	37.7	32.0
1985	9,977.9	310.6	160.6	61.0	51.5	37.4
1988	12,554.8	337.0	184.1	71.1	52.6	29.4

(注) 1) 公社・公団を含む。

(出所) 日本銀行『資金循環勘定』および経済企画庁『国民所得統計年報』。

金融部門の金融債務残高対名目GNP比 (%) を示している。以下では、この比率を「金融債務比率」と呼ぶ。金融債務は経済主体が金融システムを利用して調達した資金額を表現しているから、経済成長とともに増加するのは当

然である。しかし、GNPで示される実体経済の規模との比較でその推移をみることは、金融システムの「深化」(financial deepening)の程度を測る手がかりとなる。

これらの表によると、総金融債務残高は昭和28年から昭和30年代の後半にかけて名目GNP成長率を上回る速さで増加した。金融債務比率(第2表)で見ると、名目GNPの100%強から200%強とほぼ倍増したのである。つまり高度成長期の前半には、経済発展とともに金融の深化が進んだことがうかがえる。そして、金融債務の増加が圧倒的に高いシェアをもつ法人企業部門の債務急増を反映している。

その後1970年代前半まで、つまり高度成長期後半には、非金融部門の債務は相対的にゆっくりと増加し、そのテンポは名目GNP成長率とほぼ同一であった。このため、昭和30年代末から46年頃までの高度成長期後半には、非金融部門の債務残高比率は220%前後の水準を保ち続けた。とくに重要と思われる点は、法人企業部門の伸びが相対的に鈍化したことである。すなわち、法人企業の債務残高はGNP比で昭和40年に160%に達したが50年に至ってもそれは161%にとどまっている。

金融構造のこの安定性は、フリードマン(B.Friedman)がアメリカに関して見出したものと類似している<sup>(3)</sup>。フリードマンによれば、アメリカにおける金融債務比率は1960年から78年までの期間、145%前後にとどまり、きわめて安定していたのである。第3表は比較のために、アメリカの金融債務比率の推移を日本のそれと並べて示している。フリードマンは各年の第1四半期GNP(年率)との比率をとったが、ここでは年間GNPとの比率をとっている。そのために、金融債務比率はフリードマンの数値よりも若干大きくなっているが、1960年代から70年代末まで、それが非常に安定していたことは明らかである。しかし、1980年代にはいつてから、金融債務比率はアメリカにおいても急速に上昇するのである。

1970年代半ば以降、つまり高度成長が終息した後には、金融債務残高の伸びは高度成長期に比較して低下するが、それでも名目GNP成長率ほどには低

第3表 非金融部門の金融債務残高（絶対額のGNP比）

暦年	日 本		ア メ リ カ	
	合 計 額 (10億円)	対GNP比 (%)	合 計 額 (10億ドル)	対GNP比 (%)
1961	34,361	179.7	908.4	174.7
1965	70,661	222.3	1,196.3	174.7
1970	159,580	212.3	1,691.7	172.2
1975	364,064	239.2	2,624.8	171.7
1980	655,931	267.5	4,737.7	173.4
1981	721,821	278.0	5,101.3	167.1
1982	776,673	285.1	5,538.6	174.9
1983	862,681	303.7	6,180.0	181.5
1984	932,514	307.7	7,045.2	186.8
1985	997,792	310.6	8,003.9	199.4
1986	1,054,535	315.2	8,951.0	211.5
1987	1,163,681	331.2	9,752.7	215.6
1988	1,255,476	337.0	10,654.5	218.3

(出所) 日本銀行『経済統計年報』およびBoard of Governors of Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts*, ワシントンD. C.。

下しない(第1表)。したがって経済成長のテンポが鈍化した昭和50年代以降、むしろ実体経済に比べて金融的活動の規模が相対的に大きくなるのである。第1表、および第2表の金融活動についての指標に含まれる有価証券の評価額は簿価に依存しているので、明らかに金融の規模を過小評価している。とくに1980年代にはいつてから、株式など証券の市場価格が急上昇したので、80年以降の「金融の深化」の実態は、第2表が示唆するよりもっと大きいであろう。したがって、「金融の深化」は急速な経済成長が達成された後に実現したともいえるであろう。そして昭和50年代以降の深化を促したのは民間部門ではなく、むしろ中央政府、公社・公団・地方公共団体という公共部門の活発な資金調達であった<sup>(4)</sup>。

## 2. 金融債務比率と経済成長

金融債務比率を金融システムの規模を測る尺度とする場合には、その比率が経済成長のテンポと関連する点に注意する必要がある。非金融部門が資産・負債両建てのポジションをもたない場合には、非金融部門の貯蓄が金融資産の増加額に一致し、さらに非金融部門の発行する金融債務（株式を含む）増加額にほぼ一致する。しかし、非金融部門が資産・負債両建ての複雑なポジションをもつ場合には、貯蓄は非金融部門の債務残高の増加額に一致しない。それゆえに、非金融部門の債務残高の推移を、GNPとの関係で考察する場合には、そのような複雑さを考慮に入れなければならない。

GNP単位当たりの債務残高比率、つまり金融債務比率を $f$ 、GNP当たり貯蓄率を $s$ 、名目GNP成長率を $g$ とし、さらにGNP当たり $x$ だけの金融債務が非金融部門の資産・負債両建てで創設されるものとする、金融債務比率の変化に関して次の関係式が成立する<sup>(5)</sup>。

$$\Delta f = s + x - g \cdot f$$

仮に、 $s$ 、 $x$ 、 $g$ を一定とすると、定常状態( $\Delta f / f = 0$ )におけるGNP当たりの金融債務比率 $f^\circ$ は、

$$f^\circ = (s + x) / g$$

この関係式から、 $f$ の長期的な変化が貯蓄率や名目成長率によって規定されることが分かる。具体的にいえば、貯蓄率 $s$ の上昇、あるいは $x$ の上昇で表現される金融の複雑化は、いずれも金融債務比率を上昇させる。また、経済成長率 $g$ の上昇は、金融債務比率を低下させるのである。

上の2つの関係式から、必ずしも金融の複雑化を示す $x$ の値が上昇しなくても、金融債務比率の上昇が起こり得ることが分かる。1970年代後半以降、経済成長率が名目でも、実質でも大幅に低下する一方、貯蓄率は緩やかに低下したにすぎなかったため、金融債務比率 $f$ が急上昇したのは不思議ではない<sup>(6)</sup>。

しかも、法人企業が保有する株式、債券の額は1980年代半ば以降、急増した。さらに、個人の借入額も顕著に増加したから、80年代の $x$ は70年代以前に比較して相当に高くなったと思われる。つまり、1980年代には、経済成長率の鈍化と金融の複雑化の両面から金融債務比率を引き上げる力が働いたのであり、その定常値は優に3倍を超えるものとなったであろう。しかるに実際には、 $f$ の値は高度成長期に比較して1.5倍程度上昇したにすぎない。つまり、1980年代の金融債務比率は、低い名目成長率に対応する定常値へ収束する過程にあり、今後もかなり大幅な上昇を示すであろうと予想される。

さらに金融債務比率の上昇と経常収支不均衡との間にも、次のような関係がある。GNP対実物資本の比率、つまり資本係数を $\sigma$ とすると、GNP成長率 $g$ は次の式で表現される。

$$g = \sigma \cdot I / Y$$

ところで、国内の貯蓄・投資不均衡は経常収支不均衡に現れるから、GNP単位当たりの経常収支黒字額を $b$ とすると、結局GNP成長率 $g$ は、

$$g = \sigma (s - b)$$

となる。貯蓄率 $s$ と資本係数 $\sigma$ が一定であるとする、成長率 $g$ の低下はGNP単位当たり経常収支黒字額 $b$ の増加となって現れる。つまり、ほぼ不変の貯蓄率 $s$ のもとで、GNP成長率が低下することは、すでにみたように金融債務比率を上昇させると同時に、経常収支黒字幅を相対的に拡大するのである。1980年代の日本では、まさにこれらの現象が生じたのである。

## 第2節 金融仲介比率の推移

金融システムにおいて金融仲介機関あるいは金融仲介業者の占める重要性は、金融機関が保有する金融資産残高が経済全体の金融資産残高に占める割合で大まかに把握できるであろう。これはゴールドスミス(Goldsmith)によって「金融仲介比率」と呼ばれた指標である<sup>7)</sup>。第4表は「金融仲介比率」とそ

の構成の推移を示している。

第4表によれば、すべての民間金融機関と公的金融機関、そして日本銀行を加えた全金融機関の資産総額は高度成長期には、全資産総額の40%強を占めており、その水準に大きな変化はみられなかった。つまり金融仲介比率は非常に安定していた。1970年後半から金融仲介比率が徐々に上昇したが、これはすでに説明した「金融の深化」と軌を一にしている。つまり、「金融の深化」は金融システムにおける金融部門の相対的な規模の拡大をともなってきたのである。

このように1970年代半ばまでの期間については、金融仲介機関全体の位置づけに大きな変化はみられなかったが、次のような点に注意をしておこう。

- (1) 民間金融機関の公的金融機関との相対的關係における重要性は、第2次大戦直後から1950年代半ばにかけてかなり上昇したが、その後は70年代後半に至るまで大きく変化しなかった。しかし、1970年代末以降、公的金融の比重が徐々に上昇してきた<sup>(6)</sup>。
- (2) 民間金融機関においては都市銀行を中心とする全国銀行のシェアが減

第4表 金融仲介比率とその構成

(%)

暦年	金融仲介比率 <sup>1)</sup>	民間金融	全国銀行	中小企業金融	農林水産金融	信託 <sup>2)</sup>	保 險	公的金融 <sup>3)</sup>
1953	42.0	29.7	22.1	4.4	2.4	1.3	0.9	7.6
1955	41.1	29.8	21.3	5.0	2.5	1.7	1.2	8.4
1960	41.8	32.9	21.5	5.6	2.1	3.0	1.8	7.1
1965	40.8	32.9	19.9	6.6	2.5	2.9	2.1	6.1
1970	40.5	32.2	18.0	6.9	2.9	2.5	2.7	6.7
1975	42.1	32.8	17.3	7.5	3.0	2.7	2.7	7.9
1980	42.9	31.1	15.7	7.2	3.0	2.9	2.9	10.3
1985	44.7	32.4	16.7	6.7	2.7	4.2	3.4	11.2
1988	47.1	35.2	18.0	6.5	2.4	6.5	4.5	10.9

(注) 1) 金融部門の金融資産総額を経済全体の金融資産総額で割った比率。

2) 投資信託を含む。

3) 郵便貯金・簡易保険・年金、資金運用部、政府金融機関を統合した。

(出所) 日本銀行『資金循環勘定』。



少し、中小企業金融機関のシェアが着実に増加した。これは、高度成長期の日本の金融システムにおいて中小企業金融が重要性を高めたことを示している。とくに大蔵省の店舗行政は、中小企業金融機関の店舗増設を優先する傾向があった。

- (3) また信託、保険などの金融機関に占める比重はあまり高くないが、それでも1953年以降シェアを増加させた。信託の資産額は昭和30年代半ばの公社債投資信託ブームで一時的に急増したが、このような一時的な現象を別にしてもそのシェアが高度成長期を通じて増加したことは明らかである。
- (4) 上の(3)で述べたように、高度成長期の日本の金融システムにおいては漸次的に多様化が進行した。一般的に言えば、経済成長の進展にともなうて人々の資産蓄積も進み、資産保有形態の多様化需要が強まる。上に指摘した金融機関の多様化がこの資産保有の多様化を反映したものと見えよう。しかし他面では、各業務分野を縦割りにする業務分野規制が存在しており、各分野の金融仲介機関のシェアが大きく変化することを阻止してきた。シェアの変化がきわめて漸次的であったことの背後には、このような規制の力が働いていたと思われる。

次の第5表は、1960年代後半以降の日本とアメリカの金融仲介比率を比較

第5表 金融仲介比率の日米比較  
(期間平均)

(%)		
期 間	日 本	アメリカ
1966~70	40.5	31.2
1971~75	41.6	34.5
1976~80	42.9	35.6
1981~85	43.9	36.7
1986~88	46.6	39.4

(出所) 日本銀行『資金循環勘定』/Board of  
Governors of Federal Reserve System,  
*Flow of Funds Accounts*。

している。アメリカにおいても、1970年代にはいつてから金融仲介比率は上昇しているが、その水準は日本のそれと比較してかなり低いことが分かる。非常に大ざっぱに表現すれば、日本の金融システムの方が金融仲介機関の活動により強く依存しているといえるであろう。このようなマクロ的な統計は、後で問題とする日本の金融システムの機能の特徴づける際に意味をもつであろう。

### 第3節 非金融部門の資金調達構造

#### 1. 全般的な傾向

次に、資金調達者の側から金融システムの構造とその変化を考察してみよう。第6表は公共部門、法人企業部門、そして個人部門という3つの非金融部門が金融市場から調達した資金額の構成比を示している。

第6表によると、昭和30年代（高度成長期前半）には法人企業部門が総調達

第6表 各経済部門の資金調達総額構成比（期間平均）

（単位：億円，%）

期 間	調 達 総 額 (GNP比)	構 成 比		
		公共部門 <sup>1)</sup>	法人企業	個人部門
1955～59	27,037 (25.1)	10.0	75.1	14.9
1960～64	76,807 (35.2)	7.2	77.2	15.5
1965～69	140,820 (30.1)	16.4	63.7	19.9
1970～74	363,325 (35.7)	15.3	66.3	18.4
1975～79	533,536 (28.2)	38.0	41.1	20.9
1980～84	642,574 (23.5)	37.9	43.2	18.9
1985～88	769,088 (22.3)	23.5	54.1	22.5

（注） 1）公共部門は中央政府と地方公共団体・公社公団の合計。

（出所） 日本銀行『資金循環勘定』、および経済企画庁『国民経済計算年報』/同『国民所得統計年報』。

額の4分の3ないしそれ以上を占めており、この時期の金融市場が主として企業金融の場であったことを示している。それに対し、公共部門は「健全財政」主義を反映して、資金調達者として金融市場に占める比重は非常に低かった。

しかし、マクロ経済が全体として高い安定性をみせた昭和40年代前半から半ばにかけては、法人企業の資金調達比率が低下し、それに代わって公共部門の比重が高まった。この構造変化の理由としては、第1に昭和40年代にはいつから社会資本充実などを目的とした公共支出が相対的に増加し、それにとまって金融市場を通じる公共部門の資金調達が高まったことがあげられる。第1次石油危機以後は、財政部門の支出拡大がいつそう顕著となり、国債の大量発行などによって金融市場における資金調達者としての公共部門の重要性が急激に高まった。

また第2に、次の項でみるように法人企業部門は経済成長とともに自己資金を増加させ、相対的に金融市場からの資金調達の比重を低下させたことがあげられる。経済企画庁による法人企業の自己資金(減価償却と内部留保の和)と日銀による産業資金供給(法人企業の金融市場からの資金調達)を比べてみると、1950年代には54~55年のように、例外的に産業資金の調達が低下した年もあるが、それらを別にすれば、前者は後者の3割ないし7割といった水準であった。しかし、1960年代後半には、内部留保の増加などのため、自己資金は産業資金供給の9割程度にまで増加したのである。1970年代後半以降、企業金融における自己資金の重要性はさらに高まった(第10表と第12表を参照)。この構造変化が日本の実物部門(とくに企業部門)の発展にどのように関わっているかを解明することは、重要な研究課題のひとつである。

1980年代後半について簡単に述べると、第5表から、再び法人企業部門の資金調達が相対的に増加する兆しをみせている。1985年から始まった積極的な金融緩和政策と国債発行額の縮小がこのような結果をもたらしたのである。しかし、企業部門の資金調達は、実物的な投資(設備投資)の拡大よりも、不動産や株式を中心とする金融資産の投資に向けられたと考えられる。その結

果、地価や株式価格の急激な上昇が生じたのである。

## 2. 金融構造の分類学

日本の金融構造の特殊性、あるいは異常性に関する専門家や関係者の関心は古くから非常に強かった。たとえば、1950年代後半から60年代前半にかけて多くの人々によって論じられた「金融正常化論」は、第2次大戦後の日本の金融システムが「不正常」であり、それを正常化しなければ日本経済は安定的な成長を望み得ないことをさまざまな形で主張したのである<sup>(9)</sup>。近年になっても、この分野における専門家の関心は高く、それに関わる分析は日本の金融構造の特徴をとらえるための分類学という形態をとった。本章では、以下の展望と深く関連するものだけを取り上げることとし、分類学についての詳細な展望には立ち入らない<sup>(10)</sup>。

金融仲介過程の特徴を大まかにとらえる図式として確立した方法は、ガーリー (Gurley)＝ショー (Shaw) <sup>(11)</sup>によって提唱された「直接金融」対「間接金融」というおなじみの図式である。直接金融は、最終的な資金調達者(これはここで非金融部門と呼んでいる主体に対応する)から最終的な資金供給者(これも非金融部門の主体である)へ広義の証券(これは「本源的証券」と呼ばれる)が移転するのに対応して資金の移転が実現するような金融仲介の過程を指す。他方、間接金融は最終的資金供給者と資金調達者の間に金融仲介機関が介在し、資金供給者は金融仲介機関の発行する「間接証券」を購入し、金融仲介機関が最終的資金調達者から本源的証券を購入することによって金融仲介が完結する。ガーリー＝ショーの分析では、金融仲介過程における仲介技術に分割不可能性、非孤凸性が存在するために、直接金融のともて可能な資産分散、リスク分担が制約されるために間接金融のシステムが有効なのである<sup>(12)</sup>。

ところで、日本の金融システムの特徴を「間接金融優位」という言葉で要約することが多い。たとえば、広く一般に読まれている鈴木淑夫は日本の金

融構造の「きわだった特色」のひとつとして「間接金融の優位」をあげている<sup>(13)</sup>。個人部門の保有する金融資産残高をみると、通貨の他、貯蓄性預金、金融債という間接証券の占める比率が圧倒的に大きいという事実がその主張の論拠である<sup>(14)</sup>。

しかし、木村・蠟山は日米の資金循環勘定を比較し、金融仲介過程における間接金融の比重は日米で大きな相違がないことを見いだしている<sup>(15)</sup>。第7表は彼らの計算結果を要約したものであるが、たとえば1955年から74年までの20年間をとると、非金融部門の負債増加額のうち、金融仲介機関によって保有される部分の割合が日本では平均64%、アメリカでは70%であり、むしろわずかながらアメリカの方が高いほどなのである。さらに、日本においては、高度成長期以降の1975年から82年にかけて間接金融の重要性は75%と高まってさえいる。したがって、「資金移転機能において、間接金融の優位ないし支配は必ずしも日本の金融システムに固有の現象ではない」<sup>(16)</sup>のである。

那須正彦は、木村・蠟山と同じ問題意識に立脚して、金融市场への資金供給の経路の相対的な重要性を国際比較している<sup>(17)</sup>。彼の統計は1970年代後半以降をカバーしているにすぎないので、日本の高度成長と金融メカニズムとの関連に関心をもつ者にとっては物足りない面があるが、資金調達者の資

第7表 広義の金融市场を通じる非金融部門発行負債の類型

年平均	日 本		ア メ リ カ	
	間接金融比率	相対型比率	間接金融比率	相対型比率
1955～59	61.3	82.4	61.1	38.8
1960～64	58.8	82.4	80.2	41.3
1965～69	66.6	82.5	70.8	49.4
1970～74	67.3	85.0	69.5	40.6
1975～79	75.2	67.1	66.8	39.9
1980～82	77.3	65.0	64.4	34.2

(出所) 木村昇平・蠟山昌一「金融システムをどうとらえるか——日米比較の一つの試み——」  
 (『金融学会報告』第60号, 1985年) 54ページ。

金の経路に着目して「間接金融」対「直接金融」の統計を、国際比較の視野から考察している点でメリットがある。那須が明らかにしていることは、日本以外の先進諸国、つまりアメリカ、イギリス、西ドイツ、フランスにおいても間接金融の比重は大きい、日本における間接金融の比重はそれらの国々に比べてやはり若干高い点である。第8表は那須の計算結果を要約したものである。

メイヤー (C. Mayer) は企業金融の国際比較を念入りな統計整理にもとづいて行っている<sup>(18)</sup>。彼の分析では、主要先進諸国の資金循環勘定と企業財務データの両面を可能なかぎり比較できる形で統計処理がなされているのである。彼の統計において日本の位置づけをみると、企業金融における貸付金の重要性が高い。しかし、日本における貸付金の比重はフランスやイタリアとほぼ同水準にあり、この点で貸付金の比重の高さが日本の企業金融に「固有」の特徴とはいえないことが明らかとなっている。日本、イタリア、フランスのグループは、アメリカ、イギリス、カナダ、そしてやや意外なことにドイツなど貸付金の比重の低い諸国と一線を画している。

第9表はメイヤーによって整理された統計の一部を転載したものであるが、ここからメイヤーは次のような「定型化された事実」を指摘している。

(1) どこの国においても、企業金融における内部資金 (retentions) の重要

第8表 金融市場への資金供給ルート (国際比較, 1977~86年平均) (%)

	金融機関 (間接金融比率)	政府・企業・家計 (直接金融比率)	海外
日本	85.6	11.3	3.2
アメリカ	77.1	18.0	5.0
イギリス	71.7	12.1	16.2
西ドイツ	72.2	25.5	2.3
フランス	70.7	19.5	9.8

(注) イギリスの数値は1977~85年平均。

(出所) 那須正彦『現代日本の金融構造——資金循環による実証と国際比較——』東洋経済新報社, 1987年, 57ページ。

第9表 非金融企業の資金調達構造の国際比較 (1970～85年, 期間平均)  
(%)

	フランス	ドイツ	イタリア	日本	イギリス	アメリカ
内部資金	44.1	55.2	38.5	33.7	72.0	66.9
短期証券	0.1	0.0	0.1	n.a.	2.3	1.4
借入金	41.5	21.1	38.6	40.7	21.4	23.1
企業間信用	4.7	2.2	0.0	18.3	2.8	8.4
社債	2.3	0.7	2.4	3.1	0.8	9.7
株式	10.6	2.1	10.8	3.5	4.9	0.8
その他も含む	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

(出所) Mayer, Colin, "Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development," R.G. Hubbard編, *Asymmetric Information, Corporation Finance, and Investment*, シカゴ, University of Chicago Press, 1990年, 312ページ。

性は高い(とりわけアメリカとイギリスがそうである)。

- (2) 証券市場は企業金融においては重要な役割を演じていない。
- (3) 企業の外部資金調達のなかでは、銀行からの資金調達が圧倒的に重要である。

木村・蠟山はガーリー＝ショーの「直接金融」対「間接金融」の図式に代えて、「相対型取引」対「市場型取引」の図式を提示する。これは創設された金融資産の流動化の図式の相違に着目するものであり、金融資産を不特定多数の人々からなる公開市場で売却することが前提される金融を「市場型」と呼び、金融資産の保有者が特定の主体と交渉して流動化することが前提となる金融を「相対型」と呼ぶのである。資産の流動化という概念はかなり微妙で、この分類法には曖昧さが残るが、木村・蠟山によれば日本の金融仲介過程における相対型金融の比重は、1955～74年平均で83%であり、同じ期間のアメリカの43%を大きく上回っている。第7表の相対型比率の数値は木村・蠟山の計算結果を転載したものである。

以上の説明からも読み取れるように、日本の金融構造が圧倒的に「間接金融優位」であるという認識は修正されつつある。その過程において、「間接金融」対「直接金融」という図式に代わる「相対型取引」対「市場型取引」の

図式が提案された点は重要である。しかし、木村・蠟山はその図式の基盤を金融資産の流動化の方式の違いに求めているのである。この基盤は重要であろうか。

金融システムの機能についての分析においては、その焦点が不完全情報にともなう非効率性がどのように回避されているか、あるいはどのような困難を招来しているかという問題にあてられている。たとえば、池尾和人が提示した「ポンド型」対「ローン型」という図式の意図は「不完全情報パラダイム」に立脚した分類学を提示することであった<sup>(19)</sup>。そのような観点からみると、金融資産の流動化の側面はあまり重要ではない。むしろ、「相対型」金融のなかで間違いなくもっとも重要な位置を占める金融機関貸付の機能分析が、理論的・実証的分析の対象として浮かび上がってくるのである。この後に簡単に説明するように、日本の金融システムにおける銀行の機能、とりわけ民間企業の資金調達におけるメインバンクの役割に多くの関心が集められつつある<sup>(20)</sup>。

#### 第4節 企業金融の構造と変化——概観——

この節では、高度成長期とそれ以降の企業金融構造の推移とそのインプリケーションを、大まかな集計化された統計にもとづいて考察する。

産業資金供給は企業部門への資金供給の経路を示す統計である。これと経済企画庁調べによる自己資金（減価償却と内部留保の和）を組み合わせることによって、企業部門全体の資金調達構造をみることができる。第10表は昭和25年から54年までの30年間で5年ごとに区分して企業部門の資金調達の構成を示している。

終戦直後の数年間（第10表ではカバーされていない）には、企業の内部留保が極端に低く減価償却と合わせた自己資金の比率は資金調達総額の5分の1程度にすぎなかった。それに代わって、金融機関からの借入依存が高く、ま



第10表 産業資金供給の構成

(単位：億円、%)

期間 (暦年)	1950~54	1955~59	1960~64	1965~69	1970~74	1975~79	1980~84
資金調達総額(億円)	13,538	27,261	74,046	138,393	308,153	355,211	533,514
株式	7.9	7.5	9.7	3.1	3.4	3.3	3.3
事業債	2.6	2.5	2.7	1.7	1.8	2.5	1.3
貸出合計	49.6	45.9	47.4	46.3	52.3	41.9	36.6
民間金融	43.6	41.0	43.5	41.5	47.8	35.6	32.5
全国銀行	31.3	27.4	25.3	21.9	25.1	19.2	20.9
政府金融	3.0	3.7	3.1	4.1	4.1	5.3	2.9
融資特別会計	2.7	1.3	0.8	0.7	0.5	1.0	1.2
内部資金	39.9	44.0	40.2	48.9	42.5	52.3	58.8
減価償却	23.1	29.6	26.6	32.0	32.7	46.5	46.4
内部留保	16.8	14.5	13.6	16.9	9.9	5.8	12.4

(注) 内部資金の統計とその他の統計とは基準に相違があるので、厳密には整合的ではない。  
1985年以降、この統計は発表されなくなった。

(出所) 日本銀行『経済統計年報』。

た政府金融機関からの借入(とくに復興金融金庫の融資額)も相対的に大きかった。しかし1950年以降、企業の自己資金は次第にその重要性を高めている。これは経済復興が順調に進むのにもなって、企業部門が減価償却を確保し、内部留保に厚みを加えることができたためである。同時に、1980年以降、企業の証券形態の資金調達の比重が急速に上昇している。

### 1. 株式市場の重要性

株式発行による資金調達は、企業の営業リスクの分担を拡散するという点で重要である。経済発展を金融的側面から促進したいと考える人々の多くは、株式市場の育成が有効な経済発展戦略のひとつであると考えている<sup>(21)</sup>。しかし、外部の投資家にとって特定企業の営業リスクを分担することは、既存の株主や経営者などの内部者との利害対立に巻き込まれる危険があることを意味する。内部者と外部者との間に情報が偏在する場合には、内部者にとって、不十分な情報しかもたない外部投資家の利益を犠牲にして自分たちの利益を

増進しようとする誘因が存在するので、その利害対立はいつそう深刻になる。そのために、外部資金調達的手段としての株式発行は、企業(その株主)にとって余分なコストがかかるものと考えられる。企業にとって内部資金、つまり内部留保と減価償却は、そのような対立に晒されない資金として重要であり、投資資金を賄う手段として、外部資金に比較して高い優先順位をもっている<sup>(22)</sup>。

しかし高度成長期前半の日本においては、株式発行による資金調達が企業金融において意外なほどに高い比率を占めている。企業の資金調達は、自己資金(減価償却と利潤の内部留保)と、新規に債務や株式を発行して外部から調達する資金とに大別できるが、第10表によれば、たとえば1960~64年に企業部門が外部から調達した資金のうち、株式発行によるものの割合は16%強に達するのである。

他方、1965年を境として企業金融における株式発行の重要性は急落する。これは明らかに、1961年半ばころから始まった株価の低迷と、それにとまなう株式市場の混乱によるものである。東京株式市場のダウ平均株価は1961年7月に1829円の新高値を記録した後、65年7月に1020円の底値に到達するまで、4年間にわたって、若干の変動はあったものの、ほぼ一貫して低落を続けた。この間、多くの証券会社が経営危機に追い込まれ、ついには1965年に日本銀行が大手証券会社の経営破綻救済のために特別融資を実施するに至ったのである。株式価格の低迷の原因が、「過剰な」株式発行にあるという判断から、政策当局の指導のもとに増資に対する厳しい規制が導入され、1965年度には(わずかな例外を除いて)増資を見送る措置が採用された。

しかし、1965年を境として株式発行の重要性が急落するという企業金融上の構造変化は、どれほど重要なものであっただろうか。実質的には、大きな変化があったと言えないかもしれない。というのは1970年前後まで株式発行のほとんどは額面による既存の株主への割当発行だったからである。第11表には、全国上場企業が株式発行によって調達した資金の構成が示されているが、1950年代から60年代にかけて株主割当による増資がほとんどであること

第11表 全国上場会社株式資金調達構成 (期間平均)

(%)

期 間	株 式 割 当	公 募	第 三 者 割 当	ワラント実行	株 式 合 計
1955～59	96.5	3.4	0.1	0.0	100.0
1960～64	92.9	6.5	0.5	0.0	100.0
1965～69	93.3	5.3	1.4	0.0	100.0
1970～74	48.6	46.0	5.2	0.0	100.0
1975～79	40.6	55.7	3.7	0.0	100.0
1980～84	17.3	75.1	6.0	1.7	100.0
1985～88	15.3	50.5	2.6	31.5	100.0

(出所) 『東証統計月報』。

が分かる。たとえば、1955年から69年までの15年間をとると、有償増資総額に占める株主割当発行の割合は平均95%にのぼる(第11表を参照)。時価発行公募増資が重要となるのは、1970年代にはいつてからである。

既存の株主が配当を受け取る代わりに利潤の内部留保を認めることと、配当を受け取る一方で額面発行割当増資に応じることは、株主にとって基本的に同じ意味をもっている<sup>(23)</sup>。株主割当発行は、内部者である既存の株主からの資金調達という意味で、先に説明した内部者と外部投資家間の利害対立を回避している。上に述べたように、1960年代後半になると増資による資金調達の比重が低下するが、それをちょうど相殺するように内部留保の比重が増加している。1960年代まで増資が実質的には「内部資金」の調達方法であったとみなすと、60年代半ばを境とする企業金融の構造変化は本質的というよりも、見かけ上のものだったのである。

1960年代には株式市場における個人投資家のプレゼンスも大きかった。『資金循環勘定』から計算すると、1950年代から60年代にかけて、個人部門が保有する株式(時価)と投資信託の合計額は個人部門の金融資産総額の20%を超えるほどであった。個人部門のこのように高いプレゼンスは、第2次大戦後の財閥解体によって、「株式の大衆化」が進んだことによる。しかし、すでに説明した株式市場の低迷の結果、1960年代後半以降、株式市場における個人

投資家の重要性は急速に低下する。これは「株式持合い」の進展と表裏一体をなしていた<sup>(24)</sup>。

## 2. 銀行貸出の役割

産業資金供給の構成比からも、金融機関貸出が一貫して重要なシェアを占めていたことが分かるが、これはメイヤーの整理した統計（前掲第9表）に対応している<sup>(25)</sup>。また株式や事業債の発行の場合にも、金融機関は圧倒的に重要な位置を占めていた。たとえば、事業債発行による資金調達はとるに足らない額であったが、そこにおいてすら民間金融機関が非常に重要な投資家だったのである<sup>(26)</sup>。ただし、第10表が示すように、銀行・金融貸出の重要性は、日本の経済発展とともに高まったことに注意すべきであろう。つまり高度成長期後半の昭和40年代に民間金融機関貸出はもっとも重要な地位を占めるのである。

### (1) 「金融正常化論」

今日振り返ってみると、多少意外に思われるかもしれないが、昭和30年代を通じて、貸出が高い重要性を占める企業金融構造に対して、否定的な評価がむしろ一般的であった。たとえば、次に引用する批判的な判断は例外的なものではなかったのである。「現在わが国の企業は借入金が過大であり、自己資本が少ない。そのため銀行貸出の依存度が高く、銀行が貸出を抑えようとしても、企業の態度が是正されなにかぎり、なかなかその効果は上がらない。日銀の信用調整の機能を確保するには、まず企業のあり方から是正してかかる必要がある」<sup>(27)</sup>。

過度の銀行借入が企業経営を不安定にするという主張の論拠は、その当時は明確にされなかった。アメリカの企業と単純に比較して、企業金融の「不正常さ」を論じることが多かったのである。しかし、その論拠を理論的に整理して表現すれば、次のように要約できるであろう。第1に外部資金借入が

高く、自己資本が低いことは、他の条件を一定として企業の倒産の確率を高める。自己資本比率が低いほど、企業の経営利益の変動を自己資本の範囲(つまり株主の負担)でカバーしきれない可能性が高いからである。また、銀行借入は長期信用銀行からの借入を除けば大半は短期の債務であり、資金を長期プロジェクトへ投入する企業にとっては、倒産・負債の満期構成のミスマッチにより流動性リスクを負うことになる。つまり企業は、その保有する長期固定資産が健全であっても、一時的な流動性不足のために経営困難に陥る可能性があるのである<sup>(28)</sup>。

企業の債権者にとって、企業経営の内容が正確に監視し得ないとすれば、企業から過大なりスクを転嫁される危険もある。これは、株主の有限責任ルールのもとで生じる「モラル・ハザード」である。一般的にいて、負債比率の高い企業ほど、そのモラル・ハザードの誘因を強くもつ。したがって、負債比率の高い企業は、金融市場において厳しい借入条件に直面せざるを得ない。

したがって、企業経営者は経営破綻や倒産にともなう費用を考慮し、外部資金の借入依存度の過度な上昇を回避し、自己資本比率の維持に努めるべきである。また、企業経営が合理的な計画を基盤として進められるかぎり、そのような慎重な企業金融が選択されるはずでもある。

## (2) 「金融正常化論」の限界

上に紹介した(若干理論的にパラフレーズした)「金融正常化」をもとめる議論を、「不完全情報」を重視する経済理論に即して解釈してみた。しかしその議論は、1950年代半ば以降の高度成長期に日本の企業が借入依存度を高めることに非常に積極的であったという状況をうまく説明できない。「安易な経営態度」とか「銀行の過度の貸出競争」とかを持ち出して説明することはあまりにもアドホックにすぎる。

借入金利を損金算入できるという税制上の非対称性が、企業に対して借入比率を高めさせる誘因を与えることはよく知られている。しかし、この税制

上の非対称性は、たとえばアメリカにもみられることである。また、1980年代にはいつから日本の企業は借入金を大幅に削減している。この変化は、税制上の非対称性が存続しているにもかかわらず生じている。したがって、日本企業の借入比率がアメリカの企業に比較して高いことを税制の特徴によって説明することは、あまり有効ではないであろう。

今日の論理的分析によれば、むしろ企業が外部資金借入に依存する程度が高いことの方が金融システムの効率性の高さを示すとも考えられるのである。なぜならば、上にもその一端を紹介したように、企業が非常に強く借入に依存できたことは、負債比率の上昇によって深刻化すると予想される困難を、金融システムがなんらかの方法によって解消しているものと考えられるからである。

いずれにしても、この時期に日本企業が借入に依存する比率が一般的に高かったことは、そのような金融の構造がなによりも企業にとって有利であったからに相違ないのであり、この点を明示的に考察しなければ、金融システムと実物経済との関連を正しく評価できないであろう。ここでは、高度成長期、就中その初期の段階において、日本の企業金融が外部資金借入に強く依存していたことが、いくつかの理由からして決して不自然ではなかった点を、「長期取引関係」に重点を置いて論じる。

### 3. 長期取引関係の機能

第2次大戦後の日本の金融システムにおいて銀行部門が重要な位置を占めた、もっとも重要な理由のひとつは、おもな貯蓄供給者が零細な資産を抱えた家計部門であったことであろう。家計部門にとって、保有している資産を分散することによってリスクを低減させる余裕がなかった。その結果、流動性が高く安全な預貯金が資産保有形態として選好されることになった。これは、お馴染みの議論であり、ここで深く立ち入る必要はないであろう<sup>(29)</sup>。以下では、「不完全情報」を重視する経済理論に即して、企業金融において銀行

貸出が重要なシェアを占めた理由を考察する。

金融仲介が効率的に機能するためには、資金調達者と資金供給者との間に存在する「情報の非対称性」の困難を克服しなければならないが、銀行と借り手企業との長期的な取引関係はひとつの有効な手段たり得るのである。この点は次のように説明できよう。一般の投資家にとって、資金調達企業が信頼のおける安全性の高い借り手であるかどうかを判断することは容易ではない。一度かぎりの取引では借り手が資金供給者の情報不足につけこんで、不当なリスクを貸し手の側に転嫁する可能性もある。銀行貸出を通じる銀行(貸し手)と企業(借り手)との継続的な取引関係は、貸し手の側に借り手の行動を監視する余裕を与え、モラル・ハザードを防止する効果を生み出す。企業もこのような取引関係を積極的に受け入れるであろう。なぜなら、この取引関係を通じて自らの日和見的行動の余地を封じることによって、相対的に有利な条件を貸し手銀行から獲得できるからである<sup>(30)</sup>。

また銀行、とりわけ借り手企業にとっての主取引銀行(メインバンク)は借り手企業の経営状態に関して詳細な情報を蓄積することによって、仮に企業が経営上の困難に直面する場合、それが一時的な流動性危機(liquidity crisis)であるか、それとも生産能力自体が破壊されてしまった倒産の危機(solvency crisis)かを客観的に見極めることができる。銀行のこの能力は、潜在的には十分に高い生産性をもっている企業が一時的な流動性危機によって消滅してしまうという無駄な倒産を防止するうえで力を発揮する。また、倒産のやむなきに至った企業を再編成する際にも、蓄積された情報に立脚して銀行が重要な調停役を演じ、当該企業が蓄積してきた実質的な生産能力(のれん、ノウハウなど)の散逸を最小限にとどめることができる。これらの銀行の能力のために、企業が多額の資金を借り入れても破産の費用が急激には上昇しないという状況が生み出される<sup>(31)</sup>。

#### 4. 企業の成長と情報生産

資金調達企業自身が信頼性を確立することは、金融仲介にともなう情報の不完全性を克服する容易さを高める。たとえ資金供給者が情報不足であったとしても、その点について情報供給者に不当なリスクを転嫁しないという「名声」を勝ち得た企業は、たとえ情報が不完全であっても資金供給者から有利な条件で資金供給を仰ぐことができる。なぜならば、そうした企業はまさに有利な条件で資金調達ができるという点を正確に認識し、その条件をもたらしめている自分の「名声」を価値あるものとして大切にすることが合理的であり、そのことを金融市場の資金供給者たちもよく理解しているからである。つまり、資金供給者たちは、企業が決して不当なリスク転嫁を行わないであろうと予測し、その予測どおりに企業は慎重な行動をとるというナッシュ均衡が実現する。

したがって、高度成長期の初期の段階において、このような「名声」を確立した企業が多数存在していたとすれば、銀行と企業との長期的な取引関係は、実際にそうであったほどには重要ではなかったであろう。すでに高度成長期の前半から成長率の高い企業ほど銀行借入に依存する程度が低く、また取引先銀行との固定的な関係も希薄であるという状況はみられたといわれる<sup>(32)</sup>。しかし高度成長期における一般的な認識は、日本の企業がつねに深刻な不確実性に曝されているという悲観的なものであり、日本の産業が問題なく急成長を遂げるであろうと楽観的に予測していた人は少数派であった。

高度成長から安定成長に移行するとともに、有力企業の「名声」が確立し、銀行借入への依存はいつそう低下する。1980年代にはいって、大企業を中心に資金調達の「証券化」が始まり、企業金融における銀行貸出の重要性が漸次的に低下しはじめる。この点は主要企業(資本金10億円以上の上場企業)の資金調達を示す第12表から明らかである。第12表によれば、1970年代後半以降、主要企業の借入依存は激減し、株式(時価発行増資が次第に大きなシェアを占め



る)と社債による資金調達的重要性が高まっており、その結果、銀行貸出の中心は有力企業から、十分な実績をあげていない中小企業金融の分野へ移る兆候をみせている。この現象は、金融市場の情報不完全性の程度の変化という観点から理解することができる。

しかし有力企業の資金調達において、内部資金の重要性が急激に高まったことは、企業金融における不完全情報を重視する観点からみれば、多少不思議である。名声の確立した企業にとって、不完全情報にともなう非効率性をまぬかれるとすれば、モディリアニ (Modigliani) = ミラーの分析が明らかにしているように、資金調達形態をとくに内部資金に集中する誘因は存在しないはずである<sup>(33)</sup>。第12表にみられる顕著な構造変化を単純な不完全情報モデルに依拠して完全に説明することは、容易ではないように思われる。

また少なくとも1980年代半ばまでは、起債のレベルにおいて「起債調整」による資金調達割合が厳然として存在してきたので、第12表にみられる構造変化も結局は規制のあり方の変化を反映しているにすぎないという判断も成り立ち得るであろう。「不完全情報パラダイム」に立脚して分析する場合には、たとえば個々の企業の成長とともに、より多くの銀行・金融機関と取引関係をもつようになる、あるいはメインバンク関係が曖昧になるといった仮

第12表 主要企業の資金調達構造 (全産業)

(%)

	1957~59	1960~64	1965~69	1970~74	1975~79	1980~84	1985~88
株式	12.0	10.9	3.6	3.2	8.3	10.4	12.3
社債	6.5	7.0	5.4	5.1	10.7	8.7	16.4
借入金	39.9	33.5	35.8	41.4	23.2	15.6	3.2
短期借入	21.0	20.1	17.6	18.3	15.5	9.7	2.7
長期借入	18.9	13.4	18.2	23.1	7.7	5.9	0.5
買入債務	6.4	16.1	20.0	21.8	12.9	9.6	-7.5
内部資金	25.6	22.7	37.7	35.7	49.2	56.4	59.5
減価償却	21.5	18.8	27.8	22.1	37.2	41.8	43.2
内部留保	4.1	3.9	9.9	13.6	12.0	14.6	16.3

(出所) 日本銀行『主要企業経営分析』。

説を統計的に検討することが望ましいと思われる。

## 結び——規制と金融システム——

金融システムの構造は、これまで述べてきたように、金融取引にともなうさまざまな費用を節約するための技術的条件によって規定される。しかし、現実の金融構造を、私的主体が取引費用を削減するためのもっとも効率的なシステムとして自主的に選択した結果であるとみなすことはできない。なぜならば、金融は多くの側面において金融当局の規制を受けているからである。経済発展の文脈で金融のパフォーマンスを評価する場合にも、公共当局の規制・コントロールという要素を無視できないことはいうまでもない。この節では、これまでの本章の議論の結びとして、日本の「低金利政策」に焦点を合わせて、金融への公的な介入が経済発展に及ぼす影響を考察するとともに、日本の経験からの教訓を簡単に述べることにする。

### 1. 「低金利政策」の効果

銀行を中心とする間接金融が金融システムを支配する状況のもとで、預金金利や貸出金利に関する規制の存在はどのような効果を発揮したであろうか。これらの規制が間接金融を通じる貯蓄動員のコストを引き下げ、さらに資金調達企業の費用を相対的に引き下げることができたであろうか。高度成長期、とくに昭和30年代の金利は次の第2項においてみるように決して低くはなかった。しかし、ここで問題としていることは、企業にとって相対的に金利費用を低下させることができたか否かという問題である。

この問題に明確な解答を与えることは容易ではない。ここでは、製造業部門の有力企業が負担した金融費用は、高度成長期に相対的に高かったこと、および高度成長期を通じて銀行は非常に高い利潤を上げることができた点を

第13表 金融費用の推移（製造業、  
対負債総額比）

(%)

期 間 (年度)	金融費用／負債総額
1956～60	7.47
1961～65	6.94
1966～70	6.58
1971～75	6.94
1976～80	6.82
1981～85	6.41
1986～88	4.28

(出所) 日本銀行『主要企業経営分析』。

指摘するにとどめよう。

まず第13表は日本銀行『主要企業経営分析』でカバーされている有力企業の金融費用（そのほとんどは支払い利息・割引率である）の対負債残高水準の推移を示している。高度成長（昭和40年代半ばまで）には金融費用の比率はかなり高い水準にあって、ゆるやかに低下しつつあった。第1次および第2次の石油危機にともなう厳しい金融引締め期には、金融費用が若干の上昇をみせているが、昭和50年代の後半以降の水準に比較して、高度成長期の金融費用はここでカバーされている有力企業にとってさえ高かったことがこの表から分かる。

次に第14表には全国銀行の経常利益率（対総資産額）と製造業の総資本利益率の推移が比較されている。これら2つの産業では財務構成が根本的に異なっており、また若干異なった経理基準を採用しているから、直接両者を比較することはあまり意味がない。ここで問題としたいのは、両者の時間を通じた変化である。

全国銀行の経常利潤率は、昭和40年代までは非常に高い水準にあった。昭和50年代にはいつて徐々に規制の緩和、公社債市場など預金の競争相手が広がるにつれて、銀行の利潤は低下する傾向をみせている。製造業に属する企業についてみると、高度成長期とそれ以後の時期で利潤率に大きな相違はみ

第14表 全国銀行および製造業の利潤率

(%)

年 度	製 造 業 <sup>1)</sup>		全国銀行 <sup>2)</sup>	
	期間平均	変動係数	期間平均	変動係数
1956～60	6.62	0.18	1.11	0.02
1961～65	4.86	0.19	0.90	0.13
1966～70	5.62	0.09	0.92	0.05
1971～75	3.58	0.45	0.83	0.17
1976～80	4.05	0.25	0.49	0.22
1981～85	4.52	0.12	0.46	0.07
1986～88	4.75	0.21	0.61	0.05

(注) 1) 総資本利益率。

2) 経常利益対総資本比率。

(出所) 大蔵省『法人企業統計』/全国銀行協会連合会『全国銀行財務諸表分析』。

られない。この事実は、高度成長期の金融システムが何よりも銀行・金融機関の利益を増進したことを物語っていると思われる。

## 2. 「人為的低金利政策」の効果

一部の専門家は、規制によって各種の金利を引き下げることの重要性よりも、規制された金利体系のもとでの資金配分、あるいは信用割当のメカニズムの重要性を強調する。よく知られているように、日本の高度成長期には、「臨時金利調整法」(1947年)にもとづく日本銀行の指導、あるいは銀行間の協定によって多くの預金金利、貸出金利が相対的に低い水準に固定された。また長期貸出金利、公社債発行金利なども金融当局の意向を体した関係者の協定によって相対的に低水準に固定された。「低金利政策」に人為的でないものなどありえないから、「人為的低金利政策」という用語は、いささか奇妙に響くかもしれない。ただ、マクロ的な低金利政策、つまり日本銀行による金融緩和政策によって追求される低金利政策と区別して、各種の金利間の関係に規制を加え、資金配分のあり方に介入しようとする政策を「人為的低金利

政策」と呼ぶようである<sup>(34)</sup>。

各種金利の体系に関する規制，すなわち「人為的低金利政策」は短期金利，長期金利の間に整然とした関係を作りだした。銀行預金などの短期金利は，長期債券の利回りをつねに一定幅だけ下回るように定められたのである。これらの規制金利の水準は，ほとんど唯一自由な変動を許されたコールレートに比較して明らかに低い水準にあったのである<sup>(35)</sup>。

しかし，預金金利はいずれにしても他の金利に比較して低水準に置かれたのであるから，銀行にとっては不利に働かなかつたのであろうか。鈴木淑夫は，「人為的低金利政策」のもとで間接金融優位，あるいは銀行部門の優位が続いた理由として，銀行預金金利と貸出金利の間の硬直的な利鞘が預金獲得努力の誘因を銀行に与えたと説明している<sup>(36)</sup>。つまり，銀行にとっては非金銭的サービスを競って提供することによって預金を収集しても，十分に採算にあう条件が与えていたというのである<sup>(37)</sup>。

鈴木がこの説明は，必ずしも説得力をもっているとはいえない。銀行が，規制された金利体系のもとで，非金銭的サービスの提供によって預金獲得競争を展開したことは，実質的には金利規制が効力をもっていなかったことを意味していると解釈できる。金利の代わりに各種のサービスを通じて，自由な競争が展開され，結果として金利体系に対する規制が存在しなかった場合と同じ均衡状態が実現されたはずだとも考えられるのである。そうだとすれば，「人為的低金利政策」が，それ自体として銀行の立場を強化する方向に働いたとはいえないことになる。

実際問題として，銀行が預金者に提供したさまざまなサービスがより高い金利に完全に代替するものだと考えられない。預金者の預金需要関数は預金金利の（おそらくは増加）関数であるばかりではなく，非金銭的サービスの関数であると考えられる。ほかの条件を一定として，預金金利を固定する規制が存在する一方，サービス供給が自由である場合と，預金金利の決定もまったく自由である場合とを比較して，銀行の収集する預金残高に大きな違いが生じるであろうか。少なくとも，なんらかの前提条件をつけ加える

ことなく、前者の場合の方が銀行預金残高が大きくなると結論することはできないであろう。

寺西重郎は「人為的低金利政策」が、大企業優先の成長促進的資金配分を実現する方向へ日本の金融システムを改造する目的をもった、非常に手の込んだ政策であったと主張する<sup>(38)</sup>。彼の説によれば、起債市場を中心とする長期資金市場においては、重化学工業などに属する有力企業に優先的な資金割当が行われ、その結果として、それらの有力企業は資金供給者である銀行に対して強い「交渉力」をもつに至る。このため、大企業は短期資金市場においても、中小企業に比較して有力な借入条件を享受できる。反対に中小企業は長期資金市場から閉め出され、短期資金市場においても厳しい選別に直面する。「人為的低金利政策」はこのように長期資金市場における信用割当のメカニズムを重化学工業を中心とする経済発展のために利用することを意味していたのである。

日本の政策当局にとっては、たとえば通産省に設置された産業構造審議会の産業資金部会や、大蔵省に設置された金融機関資金審議会といった一種の調停機関を通じて、間接的に企業部門の起債や、金融機関の貸出資金の配分に介入する可能性は開かれていた。日本の金融システムを政府と民間金融、そして非金融部門間に展開された幅広い「共謀」のシステムとして理解しようとする人々にとっては、そうした可能性が「日本株式会社」の金融機構の核となる部分のように映ったとしても不思議ではない。しかし実際には、そうした見かけ上の機構が、実質的に果たした役割を評価する作業はほとんど進んでいないのである。

### 3. 日本の経験の適用可能性

これまでの説明から、第2次大戦後の日本経済が、いわゆる「間接金融優位」と呼ばれる金融システムに依拠して発展してきたことは明らかである。しかし、間接金融部門を中心とする金融システムに加えられた金利規制など

のさまざまな規制が、日本の急速な（しかも比較的安定した）経済発展に、どの程度貢献したかは必ずしも明らかではない。

経済の成長を金融的側面から促進するうえで重要であったのは、

- (1) 非金融部門が当面している投資プロジェクトを客観的に審査し、
- (2) 適切なリスク分担の条件を整え、
- (3) 資金調達者（非金融部門）の行動を監視して、非効率性や不公平性の原因となる「機会主義的行動」を抑止する、

などの機能を果たすメカニズムを、銀行を中心とする民間金融部門が支えたということのように思われる。以上の金融仲介機能を実現するうえで、間接金融を中心とする日本の金融システムは一定程度以上の有効性を発揮したと考えられる。

ただし、上に列記した機能は、銀行など間接金融機関に固有のものというわけではない。証券会社や投資銀行を中心的な金融仲介業者とする直接金融のメカニズムも、違った方法によってはあるが、本質的に同じ機能を発揮し得るはずである<sup>(39)</sup>。日本にみられるような、銀行を中心とするシステムが有効に機能するためには、多くの人的資源が金融部門に投入されなければならない。また、銀行その他の間接金融部門の行動を監視し、その効率性を評価する体制も必要である。そうした体制がなければ、肥大化した間接金融部門が、非効率的で不安定な業務を展開するという困難を招来する危険が大きい。今日の発展途上国が、どのようなシステムを選択することが望ましいかは、その経済が金融構造の面でどのような初期条件のもとにあるかに依存するのであり、日本型の金融システムの選択が常に望ましいといった結論を出すことはできないのである。

[注] \_\_\_\_\_

- (1) Gerschenkron, Alexander, *Economic Backwardness in Historical Perspective*, ケンブリッジ (マサチューセッツ), Harvard University Press, 1962年。
- (2) 同上書, および Neuburger, Hugh; Houston H. Stokes, "German Banks

and German Growth, 1883-1913: An Empirical View,” *Journal of Economic History*, 第34巻 第3号, 1974年 7月, 710~731ページ および Fremdlin, Rainer; Richard Tilly, “German Banks, German Growth, and Economic History,” *Journal Economic History*, 第36巻 第2号, 1976年 6月, 416~424ページを参照。

- (3) Friedman, Benjamin M., “Postwar Changes in the American Financial Markets,” Martin Feldstein 編, *The American Economy in Transition*, シカゴ, University of Chicago Press, 1980年。
- (4) とくに昭和50年代の大量国債発行は国債流通市場の形成を通じて、日本の金融システムの構造を変化させるうえで大きな役割を演じたと理解されている。たとえば、鈴木淑夫『金融自由化と金融政策』東洋経済新報社, 1985年, 第3章を参照。
- (5) この関係式は、次のような会計上の恒等式を操作することによって得られる。まず、一国経済全体の総貯蓄 $S$ はその正味資産の増加額に等しい。一方、正味資産の増加は経済の株式と金融債務の「純増加額」に等しい。純増加額という意味は、株式と金融債務の増加額 $\Delta F$ から法人企業が保有する株式と金融資産、それ以外の非金融部門が負う金融債務の増加額 $\Delta F_n$ を控除するという意味である。つまり、 $S = \Delta F - \Delta F_n$ が恒等的に成立する。この式をGNPで除し、 $x$ をGNP位当たりの $\Delta F_n$ とおけばよい。
- (6) 総貯蓄をGNPで割った比率を貯蓄率とした場合、その貯蓄率は高度成長期の22ないし23%から、1980年代以後の18%程度へと下落した(第1表を参照)。しかし、名目GNP成長率はそれ以前の高度成長期に比較して3分の1程度に減少した。もし、 $x$ が不変であったとしたら、1980年代にはいって金融債務比率 $f$ の定常値は3倍ほどになったはずである。
- (7) Goldsmith, Raymond W., *The Financial Development of Japan, 1968-1977*, ニューヘブン, Yale University Press, 1983年。
- (8) アメリカの金融構造と、このような形で比較した場合のもっとも重要な特徴は、日本の公的金融の比重が非常に高いということである。民間金融だけを取り出してみれば、金融仲介比率に日米の差はほとんどない。しかし、日本の公的金融の大きさが両国の金融仲介比率の差となっているのである。
- (9) 堀内昭義『金融(1) 昭和財政史 昭和27-48年度』大蔵省財政史室編, 東洋経済新報社, 1991年, 第3章を参照。
- (10) 金融システムの分類学については、貝塚啓明「金融システムの国際比較——一つの試み——」(貝塚啓明・小野英祐編『日本の金融システム』東京大学出版会, 1986年)などを参照。また、那須正彦『現代日本の金融構造——資金循環による実証と国際比較——』東洋経済新報社, 1987年, 第4章は金融システムの分類学を展望している。



- (11) Gurley, John G.; Edward S. Shaw, *Money in a Theory of Finance*, ワシントンD.C., Brookings Institution, 1960年。
- (12) たとえば, Hellwig, Martin, “Banking, Financial Intermediation and Corporate Finance,” Paper presented at IMI-CEPR conference on European Financial Integration, ローマ, 1990年を参照。
- (13) 鈴木淑夫『現代日本金融論』東洋経済新報社, 1974年。
- (14) 同上書, 第1章。鈴木によれば, 1970年末の時点で個人部門の金融資産残高に占める通貨, 貯蓄性預金, および金融債の合計額の比率は, 日本で74%, 西ドイツで67%, そしてアメリカで28%である(19ページ)。
- (15) 木村昇平・蠟山昌一「金融システムをどうとらえるか——日米比較の一つの試み——」(『金融学会報告』第60号, 1985年) 50~58ページ。
- (16) 同上論文, 50ページ。
- (17) 那須, 前掲書。
- (18) Mayer, Colin, “Financial Systems, Corporate Finance, and Economic Development,” R.G. Hubbard 編, *Asymmetric Information, Corporation Finance, and Investment*, シカゴ, University of Chicago Press, 1990年, 307~332ページ。
- (19) 池尾和人『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社, 1985年。
- (20) 堀内昭義・随清遠「メインバンク関係の経済分析——展望——」(『金融経済研究』第3号, 1992年7月) 8~25ページは, メインバンク関係に関する研究を展望している。
- (21) Cho, Yoon Je, “Inefficiencies from Financial Liberalization in the Absence of Well-Functioning Equity Markets,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 第18巻第2号, 1986年5月, 191~199ページを参照。
- (22) たとえば, Jensen, Michael C.; William H. Meckling, “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure,” *Journal of Financial Economics*, 第3巻, 1976年, 305~360ページおよび Myers, Stewart C., “The Capital Structure Puzzle,” *Journal of Finance*, 第39巻第3号, 1989年7月, 575~592ページを参照。
- (23) ただし, 配当, 株式キャピタル・ゲインに関する課税など税制上の問題をさしあたり無視する。
- (24) 株式持合い, つまり法人企業が相互に相手企業の株式の相当額を, 長期保有を暗黙の前提として保有しあう状況, あるいはいくつかの企業がひとつのグループとして相互に株式を保有しあう状況がもっている意味を理論的に説明すると次のようになるであろう。まず, 資金貸借関係, その他の取引関係にともなって取引企業間で生じ得る利害対立の顕在化を防止するうえで, 株式の相互保有は有効と考えられる。取引関係において, なんらかの方法で相手企業を

取奪して、自社の利益を高めるとしても、その利益の少なくとも一部は結局株主である相手側に渡ることになるからである。

しかし株式持合いは、さらに重要な目的をもっているとみなされる。それは、相互に株式を保有することによって、株式市場を通じてそれぞれの企業の経営に加えられる圧力を排除することである。特定の企業が既存の生産力を有効に発揮しておらず、それゆえに株式市場で本来の価値よりも低い価値しか与えられていないと外部の投資家、またはそのグループが判断した場合、彼らは、「不当に低い」価格がつけられている株価を株式市場で買い集め、当該企業の経営を「乗っ取る」ことができる。企業を「乗っ取った」投資家たちが経営陣を刷新して経営を合理化すれば、その企業の株価は上昇し、「乗っ取り」を企てた投資家たちはキャピタル・ゲインを獲得できる。

企業経営者はこのような「乗っ取り」の圧力にさらされることによって、株主の利益の最大化を図るべく効率的経営に邁進しなければならない。他方、既存の有力株主が現在の経営陣に対して協力的で、外部の「乗っ取り」に対して力を貸さない場合には、経営者たちは上に述べたような圧力からまぬがれ、相対的な自律性を獲得できる。企業が相互に株式を保有しあうのは、相互に相手企業の安定株主となることによって、外部からの圧力を排除することが目的であり、資本自由化の進展にともなう株式持合いの広がりもそのような目的によるものだと考えられる。

- (25) Mayer, 前掲論文。
- (26) 『資金循環勘定』から事業債発行高に占める民間金融機関の保有比率は、1970年代に至るまで85%以上であった。1970年代半ば以降になると、金融機関が保有する事業債の比率は若干低下したが、それでも70%を上回る比率を維持している。
- (27) 金融制度調査会中央銀行制度特別委員会「小委員会報告」大蔵省銀行局、1959年5月、39ページ。
- (28) 完全情報という理想化された非現実的な世界においては、健全な資産が流動性を欠くことはあり得ない。たとえ、特定の資産それ自体を処分する市場が整備されていないとしても、その資産が将来もたらす収益は確実に知られるから、企業はその収益を当てにして短期資金を借りつなぐことができるのである。しかし、情報が不完全な状況においては、企業の保有する固定資産の価値を金融市場が正確に評価するとはかぎらない。その場合には、固定資産は流動性を欠くことになり、短期資金の借りつなぎは困難となる。
- (29) 日本の家計がいかに関動的な資産の保有を望んでいたかは、加入者引受け電電債に対する人々の行動に端的に現れている。加入者引受け電電債は流通市場（店頭市場）で活発に取引され、流通利回りが市場の「実勢」を反映する唯一の債券であった。その理由は、電話を架設する個人が、相対的に低い利回りで

引き受けざるを得ない電電債を、キャピタル・ロスが発生するにもかかわらず、積極的に証券会社を通じて売却したためである。個人が、加入者引受け電電債を満期まで保有し続けたとすれば、その利回りは低かったとはいえ、それよりもさらに低利であった定期預金よりも、高い金銭的収益を獲得できたはずである。個人が積極的に電電債を売却した理由は、債券の市場価格の変動をまぬがれているという意味で流動性が高く、分割可能性の大きい定期預金を強く選考したためと考えられる。

- (30) Diamond, Douglas W., “Financial Intermediation and Delegated Monitoring,” *Review of Economics Studies*, 第51巻, 1984年, 393~414ページは金融仲介機関の役割を、他の経済主体から委託された情報生産者と位置づけている。
- (31) Hoshi, Taeko, Anil Kashyap ; David Scharfstein, “Corporate Structure, Liquidity and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups,” *Quarterly Journal of Economics*, 第106巻, 1991年, 30~60ページなどを参照。
- (32) 経済企画庁『昭和39年度 年次経済報告』。
- (33) Modigliani, Franco ; Merton H. Miller, “The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment,” *American Economic Review*, 第48巻第3号, 1958年6月, 261~297ページ。
- (34) 寺西重郎『日本の経済発展と金融』岩波書店, 1982年, 第8章を参照。
- (35) 鈴木淑夫『金融政策の効果——銀行行動の理論と計測——』東洋経済新報社, 1966年を参照。
- (36) 鈴木『現代日本……』。
- (37) この点に関する鈴木の説明を引用しておこう。「預金金利が、短期金利市場の金利（……平均8%台）や貸出実効金利（……9%台）に比し、約4%という低水準で硬直化しており、その結果、大幅な利ざやを求めて激しい店舗拡張競争、渉外活動の強化などの預金獲得競争（量的拡大競争）をくり広げ、家計や個人企業の貯蓄資金を銀行組織に吸引していることは、間接金融の優位を持続させるうえで大きな要因となっている。

証券会社の場合には、家計や個人企業に証券を売り込んでも、利益は限られた手数料収入であるから、金融機関に比し、店舗拡張、渉外員強化の動機が相対的に弱い」（54~55ページ）。

「預金金利と公社債発行条件は、ともに低水準不均衡価格で硬直化しているが、規制金利の体系としては、両者の間の均衡はとれており、家計にとっては金利から判断するかぎり、預金を特に選好する動機はない。それにもかかわらず、間接金融の優位が続いてきたのは、明治以来の制度、慣行や貯蓄資金が零細であることなど多くの背景はあるものの、基本的には、前述したように、貯蓄資金吸収の採算が、預金や金融債で資金を集める金融機関と証券会社とは

異なっており、吸収活動の積極性に差があることによるところが大きい。逆にいえば、預金金利、貸出金利、公社債発行条件が自由化され、コールレートも含めた一つの均衡金利体系が成立すれば（金利体系の『二重構造』が解消すれば）、たとえ預金金利と公社債発行条件との相対的關係が今日と同じであっても、預金金利の貸出実効金利や短期金融市場金利に対する相対的水準は上昇し、その結果金融機関の店舗拡張、渉外力強化には限界が生じ、間接金融の優位は多かれ少なかれ後退する傾向を示そう」（55ページ）。

(38) 寺西，前掲書。

(39) この点は、たとえばHoriuchi, Akiyoshi, “Information Properties of the Japanese Financial System,” *Japan and the World Economy*, 第1巻第3号, 1989年, 255～278ページの議論を参照されたい。