

信用割当再論

——寺西論文に寄せて——

貝 塚 啓 明

この小論の目的は、貝塚と小野寺弘夫との共同論文「信用割当について」(本誌第25巻第1号, 1974年1月[2])について補足し、あわせて寺西重郎氏の批判(「戦後貸出市場の性格について」本誌第25巻第3号, 1974年7月[4])への解答と同氏の積極的な見解(「長期資金市場と短期資金市場」『季刊現代経済』第17号, 1975年3月[5])へのコメントを行うことにある。

1. 信用割当の成立

最初に貝塚・小野寺の論文[2]において説明不足であった点を補足しながら信用割当の特徴を明らかにして置きたい。

信用割当が成立しているための要件は、静学的な分析において貸手と借手の間で結ばれた金利の下で資金需要と資金供給が均衡せず、資金需要が資金供給を上回る状況にあることである。ジャフィー＝モデリアーニ[1]以前の信用割当の理論は、資金需要を無視して議論している点で不充分であり、われわれも信用割当は約定された金利あるいは実効金利の下で超過需要が成立するというジャフィー＝モデリアーニの見解に従うものである。

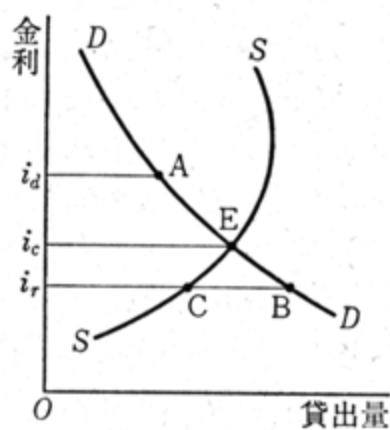
それでは信用割当はどのような形で成立するのであろうか。完全競争的な想定において貸出全体について需要と供給を考えて市場で与えられた金利が何等かの硬直性をもっているが故に信用割当が行われるとみる見方があるが、このような見方をわれわれはとっているわけではない。銀行貸出は個々の借手に対する相対取引という性質をもっていて、むしろ個々の銀行と個々の借手の間に成立する貸出に関して信用割当が成立することから貸出全体についても信用割当が成立するとみる([2] 16頁参照)。したがって寺西氏が論文([4] 218～219頁)において大規模企業と小規模企業への貸出をそれぞれ総計して信用割当の成立を説明したと理解して貝塚・小野寺を批判しておられる点は、正確な議論とはいえない。

それでは個々の貸出について信用割当の成立をどのように説明するか、もう少し詳しく検討しておく必要がある。論文[2]の説明は不充分であり、誤解をまねくおそれがあるのであらためて明示的に説明しておきたい。

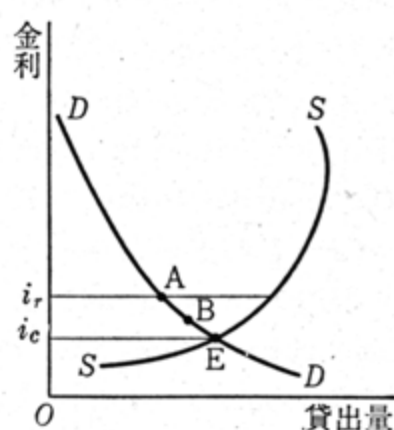
まず信用割当の成立に関して、ジャフィー＝モデリアーニの場合をみると、理論的なモデルとして、銀行の個々の借手に対する資金供給曲線(オファー曲線)を導出する際に貸倒れの損失が生ずるリスクを含む期待利潤極大化の行動が前提されている。すなわち、貸手の側の主観的なリスクの評価を織り込んだ供給曲線を用いて分析しているから、貸出量が増加するにつれて貸倒れの危険が増加するために供給曲線は、貸出量が増加すると共に急角度で右上りとなり、やがて左上りの方向に屈曲(backward bending)することになる¹⁾。

このようなモデルの下で信用割当は次のように説明される。まず銀行は借手に対して差別的な独占を保持しようとする地位にある。たとえば、第1図にあるようなA点がこのような差別的独占を達成しようする点である。銀行はそれぞれの借手に対して自由に金利を設定し、多様な金利水準が成立することになる。このような状況では信用割当は成立せず、独占的な市場の下で需要・供給が均等化する形で金利が定まることになる。ジャフィー＝モデリアーニ[1]においては信用割当の成立は、借手に

第1図



第2図



1) 寺西論文[4][5]のモデルでは貸倒れのリスクを考慮せずに利潤極大化行動の下で通常の右上りの供給曲線が導出されている。寺西論文で貸倒れのリスクを考慮するためには、貸出費用が貸倒れリスクを反映するという形で供給曲線に反映する。その他の供給曲線の性格については、ジャフィー＝モデリアーニ[1]のそれと差異が余りないので、ここではわれわれが依拠したジャフィー＝モデリアーニのモデルに沿って説明する。

ついて銀行が危険の程度に応じてグループ分けし、それぞれのグループについては共通の金利を設定することから生ずるとみる。すなわち、共通金利の設定という制度的な硬直性が付け加わることによって信用割当が成立する。たとえば、第1図において、この借手が属するグループの共通の金利が i_r であるとする、BCの部分が超過需要となって信用割当が成立する。

われわれの場合には、差別的独占を同じく前提しながらむしろ自主規制金利や拘束性預金に対する規制というような行政的介入と密接に関係する金利規制が信用割当を生ぜしめると考える。たとえば第1図において金利 (i_r) が自主規制金利の最高限度(あるいは拘束性預金の限度に対応する実効金利)であるとする、ジャフィー＝モデリアーニと同じように信用割当が成立する。ここで注意を要するのは、信用割当が生じていない借手についてである。同じ自主規制金利の下で、たとえば第2図のような状況が成立したとしよう。ここでは、競争均衡に対応するE点の金利 (i_e) よりも高いところに自主規制金利が設定されている。しかし銀行は金利 (i_e) よりも需要曲線上で高い期待利潤が獲得できる点があるならば、借手に対する独占的地位を利用してそのような点を選ぶはずである。第2図でいえば、もしB点が期待利潤が極大になる点であるとすればB点を選ばれるであろうし、もし需要曲線上のA点よりも左上方に期待利潤極大の点があるとすればA点が次善の点として選ばれるであろう²⁾。

寺西氏が論文([4] 218～220頁)においてわれわれを批判されている点、すなわちわれわれが大規模企業では競争均衡に対応するE点が達成されていることから生ずる問題(金融引締め効果の二重性が不自然にしか説明できないという困難さ)は、銀行が独占的地位にある限りE点が達成されているはずがないことから有効な批判とはいえない³⁾。さらに付け加えていうならば、金融引締め政策が行われた場合に規制金利がすぐに調整されないとすると、供給曲線が左方へ移動することの結果、小規模企業の場合(第1図)には信用割当が強化されて貸出が大

幅に削減される。他方大規模企業の場合(第2図)には供給曲線が大幅に移動しなければ均衡点(A点)は動かないし、B点は移動することはあっても大きく移動することはないから、金融引締め政策が大規模企業に比して小規模企業への貸出を大きく削減するという結果がえられる。

なお、われわれのモデルにおいても、資金需要が変動する場合に小規模企業と大規模企業への貸出変動のパターンが異ってくることも容易に説明できる。すなわち、小規模企業に関していえば第1図において規制された金利が i_r の水準にとどまるものとし、好況期に入って資金需要が増加すると需要曲線は右方へシフトすることになるが、貸出量はC点が不変であるのでまったく増加しない。ところが大規模企業についていえば、第2図で i_r が不変であるとしても需要曲線の右方へのシフトによって貸出量は需要曲線上にあるから曲線の右方への移動によって貸出量は増加する。

信用割当が成立しているとして、今までの説明の場合とは逆に金融緩和政策がとられたとき、あるいは景気が下降していくときには、小規模企業と大規模企業の貸出について丁度反対の動きが生ずることも明らかであろう。金融緩和政策がとられたときには、信用割当を受けている企業(小規模企業)は、供給曲線の右方へのシフトと同じだけ借入れの増加が許容されるのに対し、信用割当を受けていない企業(大規模企業)は場合によっては均衡点が不変で貸出が増加しなかったり(第2図のA点のような場合)、供給曲線のシフトに応じて差別的独占を満足する均衡点である貸出が増加したりする場合(第2図のB点のような場合)があり、貸出の増加が供給曲線のシフトに直ちに対応して生ずるとはいえない。また資金需要が縮小する場合には、信用割当下にある企業(小規模企業)は、貸出は不変となり、信用割当下にない企業(大規模企業)の場合には、直ちに需要曲線のシフトに応じた貸出量の縮小が生じたり(第2図のA点の場合)、また差別的独占を満足する均衡点が需要曲線のシフトに応じて左方へ動き貸出量が減少することとなろう。

以上、元来差別的独占にある貸出の市場において、金利規制によって信用割当が成立することを説明した。そしてこのような信用割当を前提にすると、金融引締め・金融緩和、あるいは資金需要の拡大・縮小(景気の回復・景気の下降)のそれぞれの局面で信用割当を受けない企業と信用割当下の企業で貸出量の変動パターンが異ってくることも明らかにされた。この場合、貸出量変動パターンの相異は、もっぱら規制された金利の変動がおくれ、また小幅にとどまるという前提にもとづいている。

2) ジャフィー＝モデリアーニのモデルでは、供給曲線上で金利が高くなれば、期待利潤が増大する。したがって差別的独占は少くとも需要・供給曲線の交点に対応する金利よりも高い金利で成立する。

3) ここでは、信用割当下にある企業を小規模企業、信用割当を受けていない企業を大規模企業としているが、これは寺西氏の論文における想定と便宜上合わせるためのもので、このような対応関係が必然的に成立するわけではない。

2. 基本的想定との差異

前節では、信用割当の成立とこれにもとづく貸出変動の二重性を説明した。寺西氏は貝塚・小野寺の論文へのコメントと同時に信用割当にもとづかないまったく別の興味あるモデルを提示され、経験的な事実との対応を示された。そこでこの節では、われわれのモデルと寺西氏のモデルを対照させながら、2つのモデルの基本的な差異を示し、いくつかのコメントを加えることにしよう。

寺西モデルとわれわれのモデルの基本的想定との差異は、次の2点にかかわる。すなわち、(i)日本の金融市場における金利の役割、(ii)銀行と企業の力関係の2点である。

まず最初に日本の金融市場における金利の役割について、寺西モデルは、長期資金市場においては構造的な不均衡があるが短期資金市場においてはこのような構造的な不均衡はないとする。構造的な不均衡という言葉が何を意味するのか曖昧であるが、ここでは社債、株式、長期借入金という資金調達源が制約されていて、企業にとって access が容易でないことを指していると解釈する。すなわち、大規模企業以外の企業は、制度的にこの種の長期資金市場から排除されていることが構造的な不均衡の内容である。われわれの表現からするならば、長期資金市場では金利が低位に設定されていて、信用割当が広く成立しているといってもよい⁴⁾。

寺西モデルでは、短期資金市場においては逆に構造的な不均衡がなく、主として実効金利を通じて貸手・借手の需要・供給は結果的に調整されて (clear されて) いるとみている。ここで結果的にというのは、短期資金市場は完全競争市場ではなく、実効金利を通じて競争均衡が成立しているのではなく、相対取引である個々の貸付に関して需要・供給が合致するところで結果的に金利が不完全競争的に設定されているのである。

このような寺西モデルの想定とは対照的にわれわれのモデルでは、長期借入金をも含めて貸付の市場においては、名目金利・実効金利を含めて規制がなされており、需要・供給が合致するように金利が設定されている保障がなく、少なくとも一部の貸付に関しては信用割当が成立しているとみる。

この基本的想定との差異の可否を直接的に検証しうる証拠は残念ながらないといってもよい。しかし、実効金利が

4) 寺西氏は長期資金市場において資金の access がないことを強調されているが、われわれはむしろ長期資金市場において金利がより強く規制されていて信用割当が広く成立している点を強調したい。

伸縮的に動くという寺西氏の前提に対する反証が間接的に存在しないわけではない。たとえば、公正取引委員会や大蔵省は、歩積み・両建ての規制を行っていることは確かであり、その実効性はともかくも制度的な制約があることは否定しえない。実効金利の水準を推定すること自体必ずしも容易ではないが、推計された結果が名目金利の変動幅よりも大きいといっても実効金利が完全に伸縮的であることの立証にはならない⁵⁾。

金融の実際面に詳しい人々の見方も完全なきめ手とはならないが、参考にはなるであろう。たとえば、銀行の社債の引き受けが貸出の変型であるということはよくいわれている。もしこのような見方が成立するのであれば、寺西モデルよりも我々のモデルの方がこの見方に近いといえよう⁶⁾。しかしいずれにしてもこれらの点に関する両モデルの想定との差異の可否は一概に何ともいえない。

次に銀行と企業の力関係に関する想定についても2つのモデルは大きく食い違っている。寺西モデルは、大規模企業の方は銀行よりも力関係において優位に立ち、小規模企業の方は銀行よりも力関係が劣位に立ち、双方独占における銀行に対する大規模企業・小規模企業の地位は対照的である。そしてこの銀行に対する力関係が短期的に長期資本市場における資金調達力によって左右されるとみるところに特徴がある。

これに対してわれわれのモデルでは、銀行の方が企業(大規模・小規模企業両者を含めて)に対して力関係が強く、差別的独占者の地位に立っているとみる⁷⁾。すなわち、企業はいずれにしても銀行に対して力関係が弱い、企業のなかには、信用割当を受けるものと、そうでない2種類の企業があるということがモデルの重要な特徴である。典型的には、中小企業や標準金利の適用を受けていない企業が信用割当を受けている企業と想定されている。

2つのモデルの想定はいずれが現実的であるかの判断については、これまた十分な決め手はない。寺西モデルの想定については、企業と銀行の力関係が短期的に特に長期資本市場における資金調達力の変化によって左右さ

5) われわれの論文において実効金利の推定がなされているが、寺西氏とは逆にこの推定からむしろ実効金利の変動幅が意外に小さいという印象をもった。なお、実効金利が完全に市場を調整 (clear) していない可能性は、鈴木淑夫氏によって指摘されている ([3] 48 頁)。

6) この点は、鈴木淑夫氏によっても指摘されている ([3] 49 頁)。

7) この点は、ジャフィー＝モザリアーニ [1] の考え方を継承している。

れるというのは不自然にみえる。元来企業と銀行の力関係は、長期的な要因で決ってくるのであって、短期的な事情で大きく変動するものではなかろう。もし短期的な要因が力をもつとすれば、企業の側の収益力の低下による貸倒れ損失のリスクの増大が直接の原因であり、この場合には、むしろ銀行の供給曲線のシフトが生ずるとみた方が長期資金の資金調達力の変化による力関係の変化という説明よりも説得力があろう。また常識的な議論でいうならば、金融引締め期においても大規模企業が銀行に対して力関係が強いといえるのかどうか疑問がのこる。もっともこの点はわれわれの議論に対して逆に、金融緩和期に大企業が銀行に対して劣位にあるとみるのは非現実的という反論が成立しうるかもしれない。

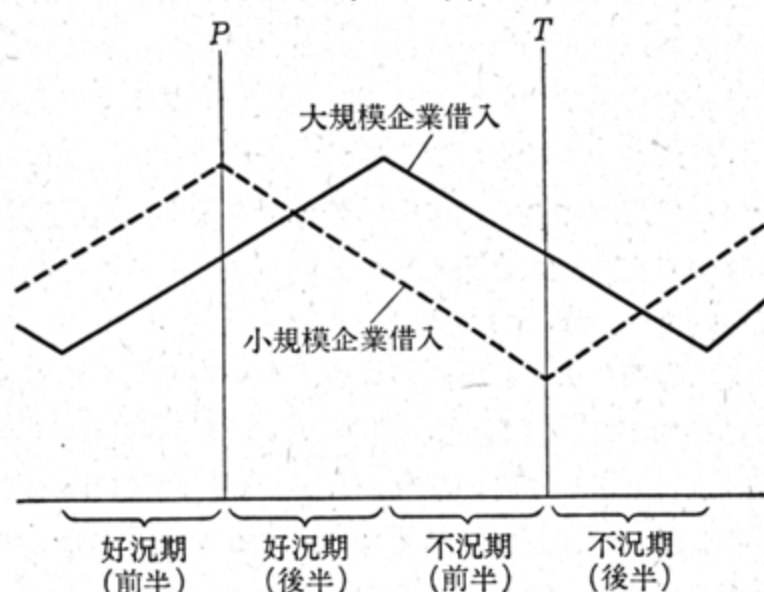
なお、寺西氏は、企業の長期資金調達額は景気循環の局面に左右されず一定であるという仮定を置いて議論を進められているが([4] 225 頁)、まったく別の見方をとることが可能であることを指摘しておきたい。仮に通常いわれているように債券引き受けが貸出の変型とみて、長期資金・短期資金のいずれを問わず信用割当が成立するが、長期資金の金利が短期金利より硬直的であるとする。この場合には貸手としては、金融緩和期に相対的に有利な長期資金に、金融引締め期には相対的に有利な短期資金に運用するという行動が生ずるであろう。そしてこの傾向は、短期資金市場で金利が伸縮的に動けば動くほど強くなる可能性がある。要するに、長期資金と短期資金は、資金供給者の側からみて同時に決定しうる変数という側面があって、この点を無視しておられる寺西氏のモデルには疑問が残るのである。

3. 経験的事実との対応

最後にモデルと経験的事実との対応関係について検討しておこう。

まず寺西モデルと経験的事実との対応関係についてであるが、篠原三代平教授・川口弘教授によって指摘された融資の二重性という現象に関しては、長期資金市場における資金調達量の変動がおくれ(lag)をもって企業の銀行に対する力関係に影響するという前提をおくならば経験的事実に旨く対応する。ここで経験的事実というのは、シェーマ化していえば、寺西氏が示された次の第3図のように示される([5] 92 頁)。もっとも寺西氏の場合は、融資の二重性は短期借入に限られているが、われわれの場合は長期借入を含めて借入全体として同じような融資の二重性が存在するとみて、このような経験的事実との対応を検討するわけである。

第 3 図



さて寺西モデルと経験的事実との対応をみる場合、やはり問題となるのはおくれ(lag)の存在の前提である。一例として金融引締め政策の効果をみよう。金融引締め政策は高度成長期においてほぼ景気の頂上(Peak)においてとられたとみてよい。そして、小規模企業への借入れが急減する反面、大規模企業への借入れが増加するというのが融資の二重性の特徴である。寺西モデルでいうならば、おくれがなければ小規模企業の借入れが引締めで減少しそれが企業の銀行に対する力関係の増加をまねき借入の減少をゆるめ、他方大規模企業の場合には、同じような力関係の増加が逆に借入の減少を加速することになる。この説明は事実とは明らかに対応しない。事実に対応させるためには、上述のように力関係の変化が影響するのがおくれ、その間に小規模企業の借入が一時的に激減し、他方大規模企業の借入はしばらく増加するという状況が生ずるという解釈が必要となる。したがって融資の二重性の直接的原因は、長期資金市場からの影響のおくれという一種の制度的な硬直性にあるといってもよく、折角のモデルの巧みな説明が生かされていないうらみが残る。

われわれのモデルの場合には、小規模企業に関する限り、信用割当の結果借入の縮小が直ちに生じ、大規模企業については、資金需要が依然として増大するとみられている限り、借入は拡大することになる。好況期の終わりに大規模企業の借入れが減少するのは、資金需要そのものが減少し始めるからであり、景気の底(Trough)で小規模企業の借入が増加し始めるのは、通常この点で金融緩和政策がとられるから、信用割当の下では借入が増加するからである。また大規模企業の借入が不況期の終わりから増加し始めるのは、資金需要が景気回復と共に増加し始めるからである。

要するにわれわれのモデルでは、信用割当下にある小

規模企業においては、資金供給曲線のシフトが借入の大きさを決め、信用割当を受けていない大規模企業では、景気の動向に結びついた資金需要曲線のシフトが借入の大きさを決める。融資の二重性は、それぞれの資金市場における信用割当の有無によって資金供給か資金需要のいずれが現実の借入を決めるかというメカニズムの相異の直接的な帰結なのである。

以上、寺西モデルとわれわれのモデルの差異をめぐって検討を加えた。同じ現象を説明するのに異ったモデルが想定されるときに、いずれのモデルが優れているかを決めることは必ずしも容易ではない。この小論が今後の議論の発展に役立つことを希望してむすびにかえたい。

(東京大学経済学部)

参 考 文 献

- [1] Jaffee, D. M. and F. Modigliani, "A Theory and Test of Credit Rationing," *American Economic Review*, Vol. LIX, Dec. 1969.
- [2] 貝塚啓明・小野寺弘夫「信用割当について」『経済研究』第25巻第1号, 1974年1月。
- [3] 鈴木淑夫『現代日本金融論』(昭和49年東洋経済新報社)。
- [4] 寺西重郎「戦後貸出市場の性格について」『経済研究』第25巻第3号, 1974年7月。
- [5] 寺西重郎「長期資金市場と短期資金市場」『季刊現代経済』第17号, 1975年3月。

農 業 経 済 研 究

第47巻 第4号

(発売中)

農業と日本農業経済学会の50年

- I 農業経済学会の生い立ち(対談): 東畑精一, 篠原泰三, 逸見謙三
- II 主要農業問題と学会活動
 - 古島敏雄: 戦前期の学会運営
 - 加用信文: 農業恐慌と米生産費
 - 桑原正信: 農業経済学界と産業組合界との接触
 - 宮出秀雄: 農業経営学と適正規模論
 - 阪本楠彦: 農地改革
- III 物故会員のプロフィール
- IV 農業経済学50年の歩み(1)
 - 高橋正郎, 武藤和夫: 農業経営研究の史的展開——50年間の成果概要——

B5判・50頁・500円 日本農業経済学会編集・発行/岩波書店発売