

【書 評】

貝塚啓明・植田和男編

『変革期の金融システム』

東京大学出版会 1994. 11 vii+228 ページ

I

本書は、日本型金融システムの特徴を明らかにし、現在、それが変革を余儀なくされているという認識のもとに、再構築の方向を探ろうという、きわめて意欲的な問題意識に立って編まれている。このような認識を生む原因としては主として次の2つをあげることができる。第1は、1980年代後半とその後のいわゆるバブルの発生と崩壊、ならびにそれがもたらした金融機関の不良債権問題である。第2は、金融制度改革が相当に進行し、金利自由化や業務分野規制の緩和が一段落した現在は、まさにそれらの改革を評価すべき時期に至っていることである。もちろんこの両者は無関係ではない。日本の金融機関や金融市場が多くの困難に直面しているという現実が、これまでの制度改革を見直し、今後の制度改革のあり方を再考察させる原動力となっているのである。学者であれ、実務家であれ、およそ金融関係者でこの問題に関心をもたない者はいないであろう。

本書は序章を含めて全部で9つの章からなり、金融に関する経済分析の第一線で活躍している9人の学者が分担執筆している。各章は独立した論文であるので、それぞれの内容を簡単なコメントを付けて紹介しよう。

II

序章「日本型金融システムの再構築」は、日本の金融システムが現在なぜ変革を迫られているかを検討し、再構築の方向として、米国型のようにオープンで公平なシステムを目指すか、それとも、他の多くの諸国と同様、基本的にわが国独自の文化・歴史に規定される「日本型」を維持しつつ、国際金融摩擦を何とか切り抜ける方法を探るかの選択をしなければならぬと主張する。

第1章は、「日本型」の金融システムの諸特徴を、戦時以降の変遷を歴史的にたどることによって浮

き彫りにしようとする。著者によれば、高度成長期の規制体系は単なる銀行保護規制ではなく、銀行のモラルハザードの直接的な抑制策と競争促進策をうまく組み合わせて銀行の高いパフォーマンスを実現するのに成功したという最高の評価を(若干の留保をおきながらも)下している。一方、現在進行中の金融自由化については、「かなり進んでいるが規制の多くは残存している」と述べているだけで、その評価および今後の進むべき方向は十分には議論されていない。

第2章は金融規制の国際比較によって「日本型」金融システムの姿に迫る。金利規制緩和の進行状況は日本が先進諸国の中でもっとも遅れていることを始めとして、興味深い事実が紹介される。さらに、先進諸国の金融規制を類型化し、それが、証券市場指向か銀行指向かという金融構造の違いならびにコーポレートガバナンスの差異に基づくことを指摘する。

第3章では、「日本型」金融システムの重要な特徴である、メインバンクが取り上げられる。ここでの議論で興味深いのは、アメリカおよびドイツとの国際比較において、メインバンク関係を支える制度的要因の差異を検討している点である。アメリカにおいては銀行と企業が内部的な協調行動をとることは制度的に認められておらず、また、銀行による企業救済の途も事実上閉ざされているという指摘はたいへん興味深い。しかし、これは、結局、メインバンク関係という制度的特徴を他の制度的特徴で説明することを意味する。そしてメインバンク関係が成立する原因としてあげられているこれらの制度的特徴がメインバンク関係自体と緊密に関係しているために、説明は同義反復的であるという印象を免れない。むしろ、メインバンク関係とともに、これらの制度的特徴がなぜそれぞれの国で選択されたのかを、より基本的な差異から説明することが必要であるように思われる。

第4章は、日本の企業は株主にコントロールされていないために株価の最大化ではなく労働者の利益保全をはかっているという見解を吟味する。まず、企業特殊な熟練が生産にとって決定的に重要であるにもかかわらず、その貢献度を第三者に証明できない場合、社会的に最適な熟練度を達成するには従業員(労働者)に残余請求権を委譲する必要があるこ

とを理論的に証明する。次いで、法制度上は株主に残余請求権が認められているにもかかわらず、それを実質的に従業員に与えることを実現可能にするには、①テイクオーバーをブロックし、かつ、②従業員が機会主義的に行動せず、損失が生じた場合にも残余請求権者としての立場を放棄せずにそれを引き受ける、という2つの条件を満たさなければならないと主張する。ここで、日本企業の財務上の2大特徴が登場する。第1に株式持ち合いの存在はテイクオーバーの脅威を取り除く。第2にメインバンクの存在は従業員の規律付けに役立ち、機会主義的行動をとらないように監視する。このようにして、日本の企業の多くが株主よりも従業員を重視しているという観察事実、株式持ち合いとメインバンクという日本の財務面での2大特徴に支えられており、しかもそれは社会的に最適であることが見事に論証されるのである。

本章の論理構成はよく整理されていて理解し易く、しかも、重要な論点について明確な主張を展開している点で、本書のなかでもっとも感銘を受けた章である。そこで、本章についてはもう少し詳しく議論し、若干の疑問を呈することにした。第1の疑問は、メインバンクによる規律付けは従業員の機会主義的行動を防止するに十分であろうかという点である。企業が大きな損失を被らない場合には、メインバンクが一定の剰余を資本提供者に確保する監視役として機能しうるとは理解できる。しかし、当該企業が清算の危機に陥った時には、損失を最終的に引き受けるのはやはり株主(ないしは、資本提供者)ではないだろうか?第2に、残余請求者とは営業リスクの引き受け手を意味する。当該企業の営業リスクに対しては、いろいろな企業に分散投資をする株主がより危険中立的であり、生活の大部分を当該企業からの収入に依存している労働者や経営者の方がより危険回避的と考えられるので、リスクシェアリングの立場からは後者が残余請求者となるのは最適でないように思われる。

第5章は、公的金融の存在が民間銀行の数や利潤に及ぼす影響などを、いろいろなケースについて理論的に分析する。公的金融に与えられる補助金の増加が社会的総剰余を増加させるかどうか検討される。理論的な展開は厳密で高度であり、それぞれの場合について得られた結論も興味深い。しかし、強いて欲をいえば、この理論的結論をもとに、現実の公的金融の問題点について議論を展開してほしかっ

た。たとえば、理論分析では公的金融が収支相償行動をとった場合と利潤最大化行動をとった場合が分析されているが、それならば、現実にはどちらの行動原理をとっていたのかを知りたくなる。また、公的金融に与えられる補助金の増加が社会的総剰余を増加(あるいは、減少)させる条件が示されているから、これらの条件が現実成立しているかどうか知りたくなる。実際、本章の後半では、公的金融の経費率を試算している。郵貯が免除されている準備預金や預金保険のコストを推定して会計上の経費に加え、政府系金融機関の経費率をも合算したこの試算は、これだけ独立して眺めても面白いものであるが、前半の理論部分との関連をより明示的に議論すれば、さらに興味深いものになったろうと惜しまれる。

第6章は公的金融の中でも開発銀行を取り上げ、その融資がどのような効果をもったかを実証的に検討している。著者たちの基本的な仮説は、開銀融資が「情報効果」をもつこと、すなわち、開銀の情報生産活動の結果、開銀融資が一種のシグナルとして機能し、民間銀行の貸出を誘発するという仮説である。この仮説を実証するために、開銀融資の開始を「イヴェント」ととらえ、そのイヴェントの前後で、借り入れ企業の設備投資額や総借入額に有意な変化があるかどうかを検定する「イヴェントスタディー」と、投資関数および借入関数の推定が行われている。また、安定したメインバンク関係をもっている企業はそうでない企業と比べて開銀融資の情報効果が重要でないであろうという推測のもとに、サンプルをこれらの2グループに分割した分析も行っている。分析結果は、開銀融資が民間銀行からの融資と設備投資を増加させ、しかもその効果は安定したメインバンクをもたない企業においてより明確であることを示唆している。

本章は本格的な実証分析であり、しかも、想定と概ね整合的な結果を得ているという意味で成功を納めている。強いて欲をいえば、実証結果を開銀融資の「情報効果」として解釈するためにはもう少し直接的な証拠を示すことが望ましいという感想をもったが、評者にとっては、自分自身のアプローチに近いせい、本書でもっとも親しみを感じた章である。

第7章は、数多くの発言を本文と60にもものぼる脚注に引用することによって、信託銀行をめぐる制度の戦時体制時以降の変遷を、エピソード風につづ

っている。本章の説得力はこの引用の総体に存しており、要約によってその優れた点を伝えることは困難である。長期間にわたる歴史をたどってはいるものの、著者の関心は、実は、最近の金融制度改革に向けられており、それに対する著者の立場は確固としたものである。すなわち、「現行の制度改革論議は、インサイダー間の水争いであり、アウトサイダーである消費者や投資家の利益を直接実現する手段は存在しない。信託銀行は一貫して信託業務の専門性を強調したが、それは、貸付信託というもっとも「信託らしくない」信託への参入を阻止するための方便にすぎなかった。」という主張である。この主張を読者に納得させるために、著者は、従来の答申を始めとするいろいろな発言を延々と引用したのである。

評者は著者の主張に基本的に同意する。しかし、エピソードを積み重ねて傍証を揃えるという本章のスタイルには、評者は慣れていないせいか、何となくなじめない。このようなアプローチには、著者の主張と整合的な事実だけを選択的に提示するという「情報操作」の可能性が否定できないという懸念を抱くのである。むしろ、本章のスタイルは、信託業務を例にとり、現在の金融制度改革の進め方について、真っ向から論争を挑むことを意図してとられたと理解すべきかもしれない。

ともあれ、本章は、本書が課題としている「日本型金融システムの再構築」は、顔を持たない匿名のメンバーによって進められるのではなく、直接的な利害関係者の意向が決定的な役割を果たしていることを強調している。金融システムのあるべき姿を明らかにするだけでは十分ではなく、それを実現する意思決定過程に立ち入って改革を行う必要があるという本章の指摘はきわめて重要である。

第8章は証券取引所のさまざまな取引形態の経済的機能を理論的に分析している。序章でもふれられているように、金融市場には制度・規制によって多様な形態があり、その設計を通じて世界中の市場が競争しているといつてよい。そして「日本市場の問題点の1つは…自由な金融取引を阻害する規制が多すぎることである」(序章)。したがって、取引所のマイクロストラクチャーの分析はきわめて重要な課題であるといえよう。

もっとも、本章の主要な部分は、ゲキタク、板寄せ、ザラバといった取引方法がどの程度ワルラス的模索過程に近いかというより基本的な問題を議論し

ており、より個別・特殊な規制を分析対象としたものではない。本章にはいくつもの興味深い結論がまとめられているが、そのうちキーとなるのは、「ザラバ取引によっても、取引所内外での裁定が十分行われれば、結果として一物一価が成立し、ワルラス的状况になる」という命題である。この命題に基づいて、バイカイの弊害が明らかにされ、また、裁定の程度を評価することによって日米の証券取引所の効率性の比較が可能になるからである。もっとも、評者には、この命題が成立する理由の説明は、漠然とは理解できるものの、必ずしも十分には納得できなかった。また、日米の取引所の比較についても、著者がどのような評価を下しているのかが今一つ明快ではなかった。読者の理解を容易にするために、もう少し詳しく親切な説明が望まれるところである。

III

以上、各章をコメントを加えながら簡単に紹介した。各章はそれぞれ上記の紹介よりも豊富な内容もっているにもかかわらず、紙面の制約の都合上ごく一面しか取り上げることができなかったし、評者のコメントにも思い違いによるものがあるかもしれないことをお断りしておきたい。

さて、本書の目的はどれだけ達成されたであろうか。残念ながら、日本型金融システムをどのような方向に再構築すべきか、たとえば、序論で提起されたように米国型に転換すべきか否か、という問に対して明確な答を与えたとは言い難い。序章、第1、2章は金融自由化ないしは最近の金融システムの問題を扱っているし、第3、4章も金融自由化の進展による今後の展望について触れているが、総体として、提起された問題を真正面から分析しているとはいえない。

このような結果になった理由は、なんといっても、提起された問題が、答を見いだすにはあまりにもむずかしくすぎることである。客観的な合意を得られる解答が見つけられないからこそ、現実で大問題になっているのである。もう一つの理由は、将来のあるべき具体的な姿を見いだすのは必ずしも理論的・実証的分析の得意とするところでないことである。このような問題に立ち向かうには、洞察力に富んだ実務家と学者の協力が有効であるかもしれない。

しかし、日本型金融システムの特徴については、歴史的な分析と(第1章)国際比較(第2章)という二重のアプローチによって明らかにされ、また、メイ

ンバンク関係(第3章)、開発銀行(第6章)や郵貯(第5章)といった公的金融の重要性、日本型企業の特質(第4章)、取引所のありかた(第8章)というように、日本型金融システムを構成する重要な要素はことごとく分析対象に取りあげられている。さらにそれだけにとどまらず、金融システムの再構築に当たっての意思決定過程のあり方までが視野に納められている(第7章)。各章の分析は執筆陣の能力を反映して質の高いものであり、今後の金融システムが目指す途を考察する上で欠かせない重要な示唆を与えるものであると評価できる。この問題に関心を持つ方々に一読を勧めたい。

[筒井義郎]