

日本の金融制度*

池 尾 和 人

金融取引の円滑な実現を支えるための仕組みや組織、さらにそれらに関わるルールや規制の総体を一括して、「金融制度」と呼ぶことができる。ここでいうルールや規制には、法制的なレベルのもののみならず、慣習的なレベルのもの(市場慣行や自主規制など)も含まれる。そして、金融制度とその金融制度の下で実現される各経済主体の行動パターンの連関を合わせて、「金融システム」と呼ぶことができる。ただし、金融制度という用語を広義に用いて、実質的に金融システムと同義の概念とする用語法もみられる。

本稿では、これまでの日本の金融制度に関する議論を1970年代までとそれ以後に分けて回顧し、位置づけることを試みる。なお、続く第1節では、本論に先だって金融制度分析の概念的枠組みに関する整理を行う。その上で、第2節では、高度成長期の日本の金融制度とその下で展開された「人為的低金利政策」と呼ばれる政策レジームの評価をめぐる議論を取り上げる。これに対して、1980年代以降の金融制度改革と金融危機をめぐる議論を第3節において検討する。最後に簡単な結語を述べる。

1. 金融システムのアーキテクチャー

金融システム(あるいは、広い意味での金融制度)を論じる際に、現在に至るまでもわが国においては、「間接金融」、「直接金融」といった概念が頻繁に用いられる。言うまでもなく、この「間接金融」、「直接金融」という概念は、Gurley & Shaw(1960)を踏襲したものであり、Gurley & Shaw(1960)は、これらの概念を1960年前後の米国の金融システムを分析するために考案したと考えられる。しかし、こうした概念が、1960年前後の米国の金融システムの分析に有効であったとしても、21世紀に突入した現在における日本の金融システムの分析にも、はたして引き続き有効だといえるのだろうか。

そもそもGurley & Shaw(1960)の定義に忠実に従うと、間接金融か直接金融かというのは、本源的な資金提供者の側からみた区分である。わが国では、しばしば銀行借入は間接金融で、証券発行は直接金融であるといわれるが、本来これらの概念は、そうした資金調達者の側からみたものではない。例えば、企業が社債の発行

で資金調達を行っても、その社債がすべて銀行によって購入され、銀行がその購入資金を預金で調達しているならば、それは立派な間接金融に他ならない。本源的な資金提供者である預金者が「直接に」資金の最終的な配分先を決めたのではなく、銀行が代わって決めたのだからである¹⁾。

視点を変えて言うと、途中で資産変換があるかないかが、本来の定義での間接金融と直接金融の違いである。このような定義に従うと、投資信託も、受益証券への変換を行っているという意味で、間接金融といえる。そして、投資信託その他のファンドも、資金の最終的な配分先の決定をファンド・マネージャー等に委託しているという点で、間接金融とみなせるという立場に立つと、わが国のみならず、例外なくすべての先進国の金融制度について、「間接金融の優位」がみられるということになる。

本源的な資金提供者が自ら直接に最終的な資金配分先を決めるというような状況(直接金融優位)は、むしろ金融制度の未発達を意味するものでしかない。米国でも、いまや9割以上が、

ここでいう意味での間接金融となっている。分業の深化が経済発展に伴うとすると、発展した経済においては、貯蓄とその配分についても分業がみられるのが当然である。間接金融の優位とは、そうした分業が広範にみられるということに過ぎないのである。

1960年前後の米国においては、そうした分業の進展度合いに焦点を当てるのが、金融制度を論じるに際して適切であったのかもしれない。しかし、現代においては、そうした分業があるかどうかではなく、当然あってあたりまえの、そうした分業の内容こそが問題にされなければならない。

このようにして1980年頃からは、金融システムを特徴付けたり、国際比較したりする場合の概念的枠組みとしては、間接金融と直接金融の区分は有効ではないとする問題意識が提起され始める。そして、それに代えて、分業の内容の違いを明らかにするためには、金融取引の行われる形態に着目することが適切であるとして、蠟山(1982)によって提案されたのが、「相対(あいたい)交渉」方式(より簡略には、相対型)、「公開市場」方式(より簡略には市場型)という区分である²⁾。

この「相対型」、「市場型」という区分と既述の「間接金融」、「直接金融」という区分を組み合わせると、相対型間接金融、市場型間接金融といった概念が考えられることになる。そして、日本と米国を比較すると、同じく間接金融比率が高いといっても、日本は相対型間接金融が中心であるのに対して、米国は市場型間接金融が中心となっているという相違のあることが分かる。蠟山(1982)第2章および蠟山(1986)第11章は、こうした視角から金融システムの国際比較を行っている。

また、取引形態の2タイプのうち、いずれが支配的な役割を果たしているかで金融システムを類型化するというアイデアは、やや先行する形で貝塚(1977)によって提起されていた。貝塚は、相対交渉方式が支配的であるような金融システムを「貸付(ローン)中心の金融経済」と呼び、公開市場方式が支配的であるような金融

システムを「債券(ボンド)中心の金融経済」と呼んだ。貝塚や蠟山の議論の発展を試みた池尾(1985)では、両者をそれぞれより簡略に「ローン型金融システム」、「ボンド型金融システム」と呼んでいる³⁾。

しかし残念ながら、金融システムを特徴付けるための概念的枠組みの発展を図るという作業は、1980年代の半ばに終息してしまい、わが国の研究者によっては、これ以上本格的に取り組まれることはなかった。けれども、これ以降、各国間の金融システムの多様性に関心をもった米国を中心とした海外の研究者によって「金融システムの設計(design)」あるいは「金融システムの基本構造(architecture)」と呼ばれる研究分野が開拓されるようになり、概念的枠組みの発展が実現されることになった。そうした研究の成果は、近年は国内にも輸入されてきており、影響をもつようになっている。

金融システムの多様性の問題は、古くは19世紀後半の英独比較までさかのぼることができる(Gerschenkron(1962))が、最近では英米型と日独型の比較という形で発展し(Mayer(1988), Frankel & Montgomery(1991)等)、英米型は市場を通じた資金調達主流となる「市場中心の金融システム(market-based financial system)」という名称の下に、日独型は銀行を通じた資金調達が支配的な「銀行中心の金融システム(bank-based financial system)」という名称の下に理念化されるようになっていく。そうした研究の現時点での集大成といえるのが、Allen & Gale(2000)である。

金融システムに期待される基本機能は、①非対称情報の縮減と②リスク分担機会の提供であるから、その各々の機能の発揮において金融システムの2つの類型がどのような特徴を持っているかが確認される必要がある。この点に関するAllen & Gale(2000)に代表される現在の理解を、以下に簡単に要約しておこう。

まず、①の機能に関連しては、金融市場を多種多様な情報の収集機構として捉えることができる。そして、最適な経営判断に必要な情報が複雑で経営者でも完全には把握できない場合は、

情報チェックが(市場価格, 取引量, 乗っ取り等を通じて)複数回行われる「市場中心の金融システム」の方が、(審査という形で)一回しか行われない「銀行中心の金融システム」よりも、望ましい特性をもつと考えられる。しかし、その一方で、経営判断にコンセンサスが得られやすく、主目的が執行過程のモニタリングにあるような状況では、「銀行中心の金融システム」の方が、情報生産の重複を回避できる点で望ましいと考えられる。要するに、非対称情報の縮減の面では、銀行中心のシステムは事後的なモニタリングに優位があり、市場中心のシステムは事前的な情報収集に優位があるとみられる。

それゆえ、新技術の革新が起こる局面(突破局面)では、あるいは産業革命の先導国においては、情報収集に関わる取引費用が相対的に重要なために、投資案件の審査において市場からの複眼的なシグナルが活用できる「市場中心の金融システム」の方が望ましいと考えられる。その一方で、技術の改良・伝搬・普及が起こる局面(成熟局面)では、あるいは産業革命の追従国や先進国をキャッチアップする発展途上国においては、監視に関わる取引費用が相対的に重要なために、投資案件の監視において主要債権者としての銀行の監視能力が活用できる「銀行中心の金融システム」の方が望ましいと考えられる。

他方、②のリスク分担機会の提供の面では、銀行中心のシステムは異時点間のリスク分担に優れ、市場中心のシステムは同時点での部門間のリスク分担に優れているといえる。とくに景気循環との関係では、「市場中心の金融システム」では、mark to market(値洗い)されるタイプの証券を本源的資金提供者が保有しているために、資産価格の変動が本源的資金提供者に直接に影響し、(逆)資産効果を通じて景気変動を増幅する可能性がある。ところが、「銀行中心の金融システム」では、本源的資金提供者は銀行による元本保証タイプの証券を保有しているために、資産価格の変動は本源的資金提供者に直接には影響せず、(逆)資産効果を通じて景気変動が増幅することは生じにくい。

それゆえ、通常時は「銀行中心の金融システム」の方が安定的であるといえる。しかし、「銀行中心の金融システム」は、資産価格の変動が銀行のリスク負担能力を超過したときには金融システム自体が崩壊しかねないというリスクをはらんでいる。その点では、資産価格の変動が金融システム自体の崩壊にはつながりにくい「市場中心の金融システム」の方が安定的であるといえる。こうした点からみて、いずれかの金融システムの類型が全般的に優れた特性を持っているとは言い切れない。金融システムがおかれた環境に応じて、パフォーマンスの優劣は変化すると理解する必要がある。

2. 開発主義的金融制度

高度成長期の日本の金融制度については、これまで鈴木(1974)の見解が広くコンセンサスとして受け入れられてきた。具体的には、①間接金融の優位、②オーバーボロイング、③オーバーローン、および④資金偏在が当時の日本の金融制度の基本的な特徴だという鈴木による指摘が、通説化してきた。しかし、鹿野(2001)も指摘しているように、これらの特徴は、(①を別として)金融制度のあり方の結果というべきものであって、金融制度そのものの特徴というのとは違うと考えられる。

因みに、②オーバーボロイングとは、法人企業部門の外部資金依存度が高く、しかもそのほとんどを銀行借入によっていることを指し、③オーバーローンとは、民間金融機関の側が与信超過(預金を上回る貸出を行っている)状態にあり、その不足分がもっぱら日銀借入によって埋められていることを指す。ただし、個々の民間金融機関をみると、与信超過状態にあるグループのみならず、受信超過(貸出が預金を下回る)状態のグループもあり、それらの顔ぶれが固定的であった。こうした固定性がみられるというのが、④資金偏在の意味である。この結果、日本のインターバンク市場は、資金偏在を調節する一方向的な資金貸借の場として機能してきた。

①間接金融の優位とは、前節の議論を踏まえて正確に表現するならば、相対型間接金融の優

位ということであり、当時の日本の金融システムが銀行を通じた資金調達が支配的な「銀行中心の金融システム」の典型であったことを意味している。銀行中心の金融システムとなったのも、資本市場の発展を抑制するような政策の結果であると論じることも全くできないわけではないが、高度成長期の日本が先進国へのキャッチアップの(最終的)段階にあったことを考慮すると、金融システムのアーキテクチャー論の観点からは、当時の日本の金融システムが銀行中心のシステムであったことは妥当なものだといえる。

むしろ高度成長期の日本の金融制度の際だった特徴は、それが単に銀行中心のシステムであったところよりも、そこで採用されていたルールや規制のあり方に見いだされると考えられる。これらのルールや規制は、(1)金融システムの安定性を確保するという狙いと(2)経済発展を促進すべく金融的貯蓄の動員を図るという狙いから体系的に導入されたものである。それゆえ、それらは、(1)の狙いに即して総称すると「護送船団行政」と呼ぶことができ、(2)の狙いに即して総称すると「人為的低金利政策」と呼ぶことができる。なお、護送船団行政という側面については、次節で取り上げることにするので、ここでは、もっぱら人為的低金利政策としての側面を取り上げて議論する。

1960年頃の実事認識としては、わが国の金利水準は海外のそれに比べて割高であるというものであり、そのことが日本の経済発展にマイナスとなっているというものであった。そのため、金利水準の引き下げは、政治的に緊急の課題となっていた。しかし、資金の需要を減らす、あるいは資金の供給を増やすということを通じる市場原理に従った形での金利水準の引き下げ方策は採られず、統制的手法による金利低下が図られることになった。

というのは、そもそも資金需要を減らすというのは、本来の経済発展の促進という目的に反するものであり、採り得るものではなかった。また、国内貯蓄の大幅な引き上げが、少なくとも短期的には困難であるとする、インフレの

加速を招かない形での資金供給の増加は、外資の導入しか考えられない。しかし、高度成長期の日本では、近年の東アジア諸国とは異なり、外資の導入にはきわめて警戒的な姿勢がとり続けられてきた。したがって、統制的手法による金利水準引き下げしか、残された方法はなかったといえる。

このために、戦後の混乱に対処するために設定された「臨時金利調整法」が廃止されることなく活用され、預金金利が低位に規制された。あわせて、家計貯蓄が他の代替的な貯蓄手段に流れることを防止すべく、公社債についても起債調整その他を通じて、その発行利回りは低位に据え置かれた。それゆえ、金利規制にもかかわらず、家計貯蓄のほとんどが預貯金の形で保有されることになった。これには、当時は「金融機関は倒産リスクがほとんどないと見られていた」(寺西(1991), p. 141)ことも寄与したと考えられる。

他方、企業の資金調達面の金利(代表的には貸出金利)については、1年未満の短期貸出金利が預金金利と同様に臨時金利調整法の対象となっていたが、1年以上の分に関しては公式的な規制は存在していなかった。しかし、非公式な形では、金利水準を引き上げることに對する強い抑制的な圧力が存在したと考えられる。それゆえ、ここで論点となり得るのは、貸出金利の上限規制が実質的に有効なものであったのか否かである。この点については、「貸出金利の上限規制は拘束性預金や担保率の動きによって事実上形骸化していた」(同, p. 139)という見方が一般的である。

けれども、預金金利規制は実効的であったが、貸出金利の上限規制についてはそうではなかったとしたら、人為的低金利政策は、金融機関にレント(超過利益)を享受する機会を与えただけで、企業部門の資金調達コストを引き下げることにはつながらなかったということになりかねない。こうした政策が経済発展の促進に本当に寄与したといえるのだろうか。通説は、人為的低金利政策によって企業の投資が容易になり、日本の経済成長は促進されたというものである

けれども、「低金利は資金の供給意欲を損ない、貯蓄の総量を減らす方向にも作用する。もしこの効果が大きければ、低金利政策が成長を促進したとはいえない」(筒井(1993), p. 31)といった見解も、経済学者の中では有力であった⁴⁾。

そもそも従来の新古典派経済学者の見解は、基本的に人為的低金利政策のような統制的な政府介入は、市場メカニズムの働きを歪め、むしろ経済厚生を低下させることにつながるというものであった。政府による金融システムへの介入を市場均衡価格からの乖離を生み出す「金融抑圧(financial repression)」と呼び、非効率的資源配分の源泉として捉えたMcKinnon(1973)やShaw(1973)の見解が、その典型といえる。

しかし、こうした新古典派の理論に基づく金融自由化政策は、1980年代に主として中南米・アジア各国で(実質的に)世銀・IMFによって展開されたものの、必ずしも成功しなかった。この経験を踏まえて、後にMcKinnon(1991)が、情報の非対称性が存在する場合は、金利に上限を設定するなどの金融規制がむしろ望ましいと主張を転換するなど、新古典派経済学の標準的な推論が開発過程にある経済には必ずしもストレートに当てはまらないことが明らかになってきた。

こうした中で、人為的低金利政策に関しても、その有効性を主張する有力な議論が新たに登場することになった。それが、Hellmann, *et. al.* (1996)である。

Hellmann, *et. al.*(1996)は、開発促進のために政府がとり得る金融面での介入政策として有効だと考えられるものの内容を分析し、そうした政策体系のことを金融抑制(financial restraint)政策と呼んでいる。この金融抑制政策は、金融抑圧政策とは一見似ているようで、全く異なるものであるとされる。後者の金融抑圧政策が、政府が民間部門からレントを引き出すことを意図したものであるのに対して、前者の金融抑制政策は、民間部門の中にレントを作り出すものである。

いずれの政策も、金利規制を伴う。しかし、

金融抑制政策の場合には、規制金利の水準は市場実勢をやや下回る程度であって、実質金利は正である。これに対して、金融抑圧政策の場合には、市場実勢に比べて著しく低い規制金利水準が課されることで、実質金利は負となる。こうした金融抑圧政策は、政府が民間よりも資金の有効な使途を知っており、実際にそうした使途に用いる意思があるという稀有な(ありそうもない)場合を除いて、経済発展を促進する効果をもたず、むしろそれを阻害することになる。

ところが、金融抑制政策は、民間部門の内部にレント獲得の機会を作り出すものであり、そうしたレント獲得の機会の存在は、主として次の2点において、民間金融機関のインセンティブ構造を変え、開発促進的な効果をもつとされる。

第1に、将来にわたってレント獲得の機会が与えられるということは、金融機関に「フランチャイズ価値」を与えることになる。このフランチャイズ価値は、あくまでも金融機関が営業を継続し得た場合に限って実現できるものであるから、その存在は、金融機関の継続的営業への配慮を強めることになり、銀行行動をよりブルーデントなものにするとともに、モニタリング能力形成等のための投資意欲を高める効果をもつ。

第2に、マイルドな金利規制によって作り出されるレントは、一括(lump sum)的なものではなく、金融機関の集める預金量に比例して増加するものである。このことは、金融機関に預金吸収をできるだけ拡大しようという動機付けを与えることになる。すなわち、金融抑制政策がとられなかった場合に比べて、金融機関は、預金吸収を拡大するための支店ネットワーク建設等により積極的な投資を行うことになる。

開発過程において、金融機関のネットワークを整備することは、当該の金融機関の利益を超えた(貯蓄の効率的な動員等の)プラスの外部経済効果をもつものであるから、金融機関の私的な判断だけに委ねておくと、社会的に望ましい水準を下回る過小な投資しか行われないと考えられる。金融抑制政策は、この種の外部効果を

内部化して、金融機関に十分な投資を行わせる効果をもつという点で、開発促進につながる意義をもつ。

日本の高度成長期における人為的低金利政策は、こうした金融抑制政策の概念にほぼ見合うものであったと解釈される。人為的低金利政策の下で、実際の金利水準は文字通りの低金利であったわけではなく、実質金利は正であった⁵⁾。それゆえ、金利規制による貯蓄額へのマイナスの効果は顕著ではなく、むしろ各金融機関がレントの獲得を目指して預金吸収努力を拡大させたことによって、動員された貯蓄額は増加したとみられる。この意味で、Hellmann, *et. al.* (1996)のいう第2の効果が働いていたといえる。

しかし、第1の効果については、彼らの指摘通りのものであったとは言い難い。確かに日本の金融機関は、フランチャイズ価値を確保するために、自らの存続を図る努力を増大させることになった。けれども、その努力は、必ずしも「貸付ポートフォリオの厳格なモニタリング」を実施するといった profit-seeking (利潤追求)の方向ではなく、規制当局者に対する働きかけを強めるといった rent-seeking (利権追求)的な方向に徐々に向かっていったとみられる。こうした傾向は、経済発展に対して阻害的なものである。

このため、花崎・堀内(2001)は、金融抑制の考え方の日本の現実への妥当性に関して全く否定的な見解をとっている。すなわち、「金融業における競争制限的な規制が生み出すレントだけでは、銀行を健全経営に向かわせる有効なインセンティブとなり得」ず、銀行による「不十分な監視や杜撰なリスク管理に伴う経営悪化に対して、確実なペナルティが加えられる仕組みが必要である」。しかし、そうした確実なペナルティは、護送船団行政の下で存在するものではなかった。そもそも彼らは、金融機関にレントを与える規制体系が銀行の効率的な機能を実現するという理論自体に対してきわめて懐疑的である。

他方、池尾(2001)は、金融抑制政策が経済開発の促進に有効であったとしても、それは物語

の前半に過ぎず、後半も考慮しなければならないことを強調している。すなわち、金融抑制政策には強固な持続性が伴うと考えられ、開発過程が完了して、そうした政策を継続する意義が失われても、撤廃することは困難を極めることになる。そして、開発段階を完了した以後においても金融抑制政策を継続することは、逆機能的で、銀行の機能劣化を招くことになる。1980年代以降の日本の経験は、このことを実証しているとみられる。

3. 金融制度改革の挫折と金融危機

日本経済は、1980年代の初頭までには、キャッチアップ段階を完了した。すなわち、経済発展の結果、潜在的な余剰人口を吸収し尽くし、自然成長率を超えた速度での経済成長を持続することはできなくなった。そうした事情から、投資率の低下が生じ、引き続き高水準を維持した貯蓄率との関係で、国内の資金バランスは大きく変貌することになった。端的には、それまでの資金不足の経済構造から、資金余剰を基調とするような経済構造への転換が起こった。このことに伴って、日本の金融システムのアーキテクチャーを全面的に見直す必要が生じた。

しかし、こうしたアーキテクチャーの見直し(金融制度改革)は、決して順調には進まなかった。金融制度改革の議論が公式に行われるようになったのは、1985年9月に大蔵大臣の諮問機関である金融制度調査会の下に「制度問題研究会」(正式名称は、専門金融機関制度をめぐる諸問題研究のための専門委員会)が設置されて以降である。その後、一応の最終的結論(「新しい金融制度について」と題された金融制度調査会報告書)に至ったのは、1991年6月のことであり、ほぼ6年を要している⁶⁾。

このように議論が長引いたのは、金融制度改革が当時の認識としては「業際問題」だと理解されていたからである。すなわち、日本の金融制度改革は、銀行や証券会社といった金融仲介業者が行える業務範囲に関する制度的枠組みの見直しであるとみなされ、証券関連業務への参入を望む銀行業界と銀行による参入を望まない

証券業界の間の利害対立問題となってしまった。業界間の利害対立問題として考える限り、ゼロ・サム的な性格の事柄ということになり、議論を尽くせば決着が付くという話ではなくなる。それゆえ、水争いのない言い合いが延々と続くことになったのである。

もちろん、審議会の席上で議論する場合には、利害を主張するだけというわけにはいかず、大義名分が必要になる。その大義名分として掲げられたのが、「範囲の経済」と「利益相反」という論点である。すなわち、銀行業界は、銀行業と証券業の間には範囲の経済(economies of scope)効果の働くことが期待できるので、兼業が認められることで効率が改善すると主張し、証券業務への参入を求めた。これに対して証券業界は、銀行が性格の異なった様々な顧客(預金者や証券投資家)と取り引きするようになると、特定の顧客の利益を優先して他の顧客の利益を損ねるという利益相反(conflicts of interest)が生じるとして、銀行の証券業務への参入に反対した。

これらの争点に関して、アカデミズムの側からも多少の議論が行われたが、特筆すべき成果が得られたとは思われない。例えば、範囲の経済効果に関して、もし銀行業と証券業が兼業されていた時期とそれらが分離されていた時期があれば、前者と後者の時期のデータを相互に比較することによって、効果の有無を統計的に検証することが可能になる。しかし、わが国の場合は、戦後一貫して銀行業と証券業の兼業が禁止されていたために、両業務を兼業していた時期が存在しない。それゆえ、論争に決着をつけるような実証研究結果を得ることは不可能に近かった。

また、両業務を兼業することに伴う利益相反が本当に深刻な問題であるならば、兼業を制度的に禁止しなくても、市場規律の作用が実質的な分離を迫ることになるのではないか⁷⁾、あるいは、もしそうした市場規律の作用がみられなかつたら、日本の金融・資本市場の現状にこそ問題があるということになるのではないか、といった問題提起は、残念ながら、当時ほとん

ど見られなかった。結局、日本の金融学界は、1980年代の金融制度改革の議論を水争い的なものから脱却させることには貢献できなかったと言わざるを得ない。

1980年代の金融制度改革は、日本経済の新たな発展段階からみてどのような金融機能の発揮が求められており、そうした機能発揮を実現するためには、どのような制度整備(ルールや規制の確立)が必要なのかという点に関して議論の深化を図れなかったという意味で、挫折した。そして、この挫折は、結果的に日本の金融システムの機能不全を加速させることになった。金融システムの機能不全は、いわゆるバブル経済の崩壊以降、大規模な不良債権問題という現象の形をとって顕在化する。とくに1990年代の後半には、金融危機と呼べるような状況にまで陥ることになる。

不良債権問題に関しては、①なぜ日本の銀行部門は大規模な不良債権を抱えることになったのかと、②なぜ不良債権の処理は遅延し、問題解決に著しい長時間を要しているのかという2点が明らかされるべき基本論点である。まず、①の点からみていこう。

バブル経済を支えた信用膨張が生じるのは、1981年頃からである。1980年代の初めには、インフレーションも収束し、名目GDPでも経済成長率が下方屈折する。しかるに、貸出残高の伸びは従来とほぼ同率に維持するような銀行行動がとられた結果、銀行貸出残高/名目GDPの値が急上昇を遂げることになる。すなわち、経済構造の転換にもかかわらず、銀行は行動パターンを変えようとはしなかったのであり、そうした適応効率性の低さをもたらした要因がまず説明される必要がある。考え得る要因は、少なくとも2つある。

1つは、金融自由化が漸進的に、しかも不徹底にしか進められなかったがゆえに、人為的低金利政策が実質的に継続し、規模拡大的な銀行行動を有利とする環境が続いたことである。因みに、わが国で預金金利規制が最終的に撤廃されたのは、1994年である。もう1つは、日本の銀行が年功制の雇用構造をもった日本型企业で

あり、そうした雇用構造を無理なく維持していくためには一定率以上での成長を続けていくことが不可欠となっていたという事情である。前者は外的な要因、後者は内的な要因といえることができる。

こうした内外の要因から、日本の銀行は、貸出残高の伸び率を従来通りに維持していこうとするが、経済構造の変化から伝統的な顧客である製造業の資金需要は乏しく、貸出を増やすためには、新しい顧客を開拓する以外になかった。そして、新たな顧客として見出されたのが、建設業、不動産業、ノンバンクなどの金融業といった土地に関連した業種の企業群であった。日本の銀行にとって、こうした業種はこれまでなじみの薄いものに他ならず、これらに対する十分な審査能力を蓄積してきていなかった。それゆえ、もっぱら担保の土地に頼った形で融資が行われることになった。

この時期の日本の銀行のリスク管理体制が不十分であったことは、しばしば指摘されており、事実と言わざるを得ないが、その背景には、「土地神話」の下での担保への過信、保有株式の膨大な含み益の存在、最終的には護送船団行政を通じる政府の保護への期待があったと考えられる。それとともにリスク管理体制の不備は、上記の内的な要因も同様に、日本の銀行の企業経営統治(規律づけのメカニズム)に欠陥があったことの反映であるといえる。この点は、堀内(1999)においてとくに強調されている。

企業経営に対する規律づけが作用するチャンネルには、複数のものが考えられ、資本提供者からの圧力や生産物市場での競争がその代表的なものである。しかし、日本の銀行の場合には、堀内によれば、政府による包括的なセーフティ・ネットの提供が資本提供者からの圧力を働かせなくし、金融自由化の遅れが生産物市場での競争を不活発なものにしてしまった。そのため、規律づけのチャンネルとして実質的に唯一残されたのは、金融当局による規制を通じるものだけだった。にもかかわらず、金融当局による銀行のモニタリングも有効には機能していなかったとみられる。

このことの1つの証拠として、Horiuchi & Shimizu(2001)は、「天下り」と銀行経営の効率との関係を調べている。彼らの実証的研究によれば、大蔵省や日銀から「天下り」を受け入れている金融機関ほど、むしろ経営効率が低いという傾向が示されている。この結果は、「天下り」がキャプチャリング(癒着)現象でしかなく、モニタリングの有効性を損ねるものであることを示していると解釈できる。

このように外部からの規律づけが働かない状況におかれた結果、内部者の利益が優先されることになり、外部環境の変化に対する適応効率性が失われることになったとみられる。規律づけメカニズムの不在は、日本の銀行部門が膨大な不良債権を抱えることになった主な原因の1つになると同時に、不良債権問題の解決が先送りされることの主な原因の1つにもなった。しかし、②処理の遅延と問題解決に著しい長時間を要している点については、銀行規制・監督政策の失敗という原因が劣らず重要である。

1990年代の前半頃までは、それまでに民間金融機関による金融当局のキャプチャリングはかなり進行しており、銀行規制・監督政策は、その本来の目的(信用秩序の維持と預金者保護)以上に、既存の金融機関の利益を擁護するという傾きをもったものであった。そうした傾向のゆえに、「護送船団行政」という名称が一般化することになった。そして、護送船団行政の下では、金融機関の破綻そのものが忌避されていた。そのため、不良債権問題が表面化した後も、1992-94年の間はほとんど実質的な対策は講じられていない。

こうした不作為は、資産価格の再上昇の期待によって合理化されていたが、問題の一層の悪化を招くことになった。そして、1994年末の東京の2信用組合の破綻を皮切りに金融機関破綻が相次ぐことになり、1995年末から96年にかけて住宅金融専門会社の問題が顕在化する。これらの破綻や住専問題の処理にあたっては、金融当局の対応ぶりは、抜本的解決を目指すというよりも、場当たりのものに終始していた。そうした対応ぶりに対する国民的な不満とキャ

プチャリングの事実を示す多くの不祥事が暴露されたことから、金融当局の組織的な再編が実現することになり、監督権限を大蔵省から分離する形で、1998年6月から金融監督庁を新たに発足させることが決定された。

しかし、この間も金融危機は深化していき、ついに1997年の秋には大型の金融機関破綻が連続することになる。この後、ようやく1998年の秋になって「金融再生法」と「早期健全化法」の2本柱からなる金融システム安定化のための新たな枠組みが構築され、金融危機は現象的には終息に向かった。けれども、この過程で大手金融機関のほとんどが公的な資本注入を受け、部分的に国有化されたような状態になおあり、不良債権の処理もまだ途上段階にある。この意味で、真に金融危機が終わったと言い切れるわけではない。

金融危機の過程で、膨大な量の報道や言説が行われたが、金融論研究者による議論や分析は存外に数少ない。主なものとしては、池尾(1995)や堀内(1998,1999)、そして Hoshi & Patrick ed.(2000)があげられる程度である。

他方、金融制度を再構築しようという積極的な動きとしては、1996年11月に当時の橋本内閣によって打ち出された「日本版ビッグバン」がある。日本版ビッグバンは、それまでの漸進的な金融自由化に代えて、明確なタイム・スケジュールを決めて全面的な金融システム改革を進め、2001年4月までに「東京市場をニューヨーク、ロンドン並みの国際市場として再生させる」ことを目標にしていた。この目標にそって、金融システム改革関連法案が1998年6月に成立し、大方の措置が1999年末までに、最後まで残されていた株式委託売買手数料の自由化も2000年9月には実施された。

ただし、日本版ビッグバンの内容自体は、本来的には1980年代の金融制度改革の中で実現されているべきものにほかならず、一度挫折した金融制度改革を10年遅れで達成したものに過ぎない。それゆえ、当然のこととして、こうした措置だけでは、東京を国際金融センターの1つとするといった目標は2001年度を既に迎

えた現時点においても実現できていない。この意味で、一層の制度整備(金融サービス・市場法的な包括的・横断的なルールや規制の枠組み形成)と本邦金融機関の競争力強化が求められているといえる。

4. おわりに

1990年代の金融危機の過程で、わが国の金融機関と金融当局に対する評価は大きく失墜した。1980年代の後半には、わが国金融機関は、その巨大な資金量を背景に国際金融市場における存在感を高めたことから、国際競争力もあるかのように思われていた。しかし、90年代の経験を通じて、日本の金融機関は、資産規模だけは大きいものの、リスク管理の体制や金融技術の水準において欧米の金融機関にかなりの後れをとっているとみなされるようになった。わが国の金融当局についても、日本の官僚機構の一部局として優秀で、実務的な遂行能力は高いとかねては考えられていた。ところが、90年代の経験の後には、その問題解決能力に深刻な疑問が呈されるようになった。

これらに対して、わが国の金融学界の現状については、比較的に問題が指摘されることは少ない。しかし、一国の金融機関と金融当局に問題があるとしたときに、その国の金融学界には問題がないといったことがあり得るだろうか。産官学は、互いにレベルを規定しあうような関係にあるはずであり、産と官のレベルが低いときに、ひとり学だけのレベルが高いということは全く考えがたい。実際、本稿でこれまでみてきたように、金融制度改革、金融危機の過程において、アカデミックな議論の貢献は乏しいものでしかなかった。

それゆえ、わが国の場合にも、この20年ほどの間、金融学界がそれに期待される責務を十分に全うしてきたとは言えないことを(自己批判を含めて)認めざるを得ない⁸⁾。これは、本稿を執筆しての率直な感慨である。日本の金融機関が金融技術革新に後れをとったのも、横並びを良しとし、抜け駆けを許さないような金融慣行や金融行政のあり方に原因があるとともに、フ

ファイナンス理論の分野での研究活動がわが国では米国ほど活発ではなく、金融技術その他に関する教育体制も未整備であることにも責任があるろう。

したがって、金融機関のリストラと金融規制・監督体制の再編が進む中で、金融制度に関する研究・教育体制の抜本的な見直しにも積極的に取り組んでいく必要があると考えられる。そして、そうした努力を行う中で、金融制度に関わる産官学のレベルの相互向上が図られていくことを期待したい。

(慶應義塾大学経済学部)

注

* 本稿は、客員教授として招聘されている東京大学経済学部・日本経済国際共同研究センター(CIRJE)における研究活動の成果の一部をまとめたものである。

1) 日向野(1986)第5章は、間接金融・直接金融という用語の異なった用法について整理を試みている。

2) すなわち、「証券の流動化には基本的に二つの方法がある。その第1は、特定の買手とくに貨幣発行機関である銀行と相対的に交渉し、流動性を得る場合である。…第2の方法は、特定の機関や個人ではなく、不特定多数の人々からなる公開市場(open market)で証券を売却する方法である」(蠟山(1982), pp. 14-15)。前者を相対型、後者を市場型と呼ぶ。

3) 同時期に、Zysman(1983)によっても類似した金融システムの類型化論が展開され、そこでは、credit-based system と capital market-based system という表現が用いられている。

4) この種の見解は、香西泰氏によって提起され、蠟山(1987)によっても言及されている。

5) 高度成長期における規制された定期預金金利の水準は、しばしば同時期の米国のそれよりも高かった。この時期は、固定相場制時代であるから、金利水準をそのまま比較することが可能である。したがって、この事実は、人為的低金利政策が国際的にみて「割高な」国内金利を引き下げるといふ範囲にとどまっていたことを示している。

6) この報告書が出された直後に、一連の金融・証券不祥事が発生したことから、金融制度改革に関する諸法案の提出はさらに遅れ、ようやく1992年6月に金融制度改革法案が国会で成立し、1993年4月1日から施行されることになった。

7) こうした指摘は、Thakor(1996), pp. 940-1による。

8) どうしてわが国の学界の貢献が乏しいものであったのかについての原因究明は、本稿の課題を超えたものであり、本格的な知識社会学的な検討作業が必要な課題である。しかし、日本の大学における研究者に対するインセンティブ・システムのあり方(例えば、

研究業績の評価が厳格でなく、評価結果と給与・昇進の関連もきわめて希薄であるなど)と、その背後にある日本社会の大学に対する役割期待のあり方が影響していることは疑いないとみられる。

参 考 文 献

- 花崎正晴・堀内昭義(2001)「経済発展と金融システムの機能——第二次大戦後の日本の経験をどのように理解するか——」, 未定稿。
- 日向野幹也(1986)『金融機関の審査能力』, 東京大学出版会。
- 堀内昭義(1998)『金融システムの未来——不良債権問題とビッグバン——』, 岩波新書。
- 堀内昭義(1999)『日本経済と金融危機』, 岩波書店。
- 池尾和人(1985)『日本の金融市場と組織——金融のミクロ経済学——』, 東洋経済新報社。
- 池尾和人(1995)『金融産業への警告』, 東洋経済新報社。
- 池尾和人(2001)「戦後日本の金融システムの形成、展開、そして劣化」, 『フィナンシャル・レビュー』第54号, 財務省財務総合研究所, pp. 155-177。
- 貝塚啓明(1977)「経済環境の変化と金融政策」, 『ジュリスト』No. 628, pp. 41-44。
- 蠟山昌一(1982)『日本の金融システム』, 東洋経済新報社。
- 蠟山昌一(1986)『金融自由化』, 東京大学出版会。
- 蠟山昌一(1987)「日本の金融を考える」, 館龍一郎・蠟山昌一(編)『日本の金融 [I] 新しい見方』, 東京大学出版会。
- 鹿野嘉昭(2001)『日本の金融制度』, 東洋経済新報社。
- 鈴木淑夫(1974)『現代日本金融論』, 東洋経済新報社。
- 寺西重郎(1991)『工業化と金融システム』, 東洋経済新報社。
- 筒井義郎(1993)「金融システム——日本の特徴とは何か」, 小泉進・本間正明『日本型市場システムの解明』有斐閣。
- Allen, F. and D. Gale (2000) *Comparing Financial Systems*, the MIT Press.
- Frankel, A. B. and J. D. Montgomery (1991) "Financial Structure—An International Perspective," *Brookings Papers on Economic Activity* (April), pp. 191-231.
- Gerschenkron, A. (1962) *Economic Backwardness in Historical Perspective—A Book of Essays*, Cambridge: Harvard University Press.
- Gurley, J. G. and E. S. Shaw (1960) *Money in a Theory of Finance*, Brookings Institution.
- Hellmann, T., K. Murdock, and J. Stiglitz (1996) "Financial Restraint: Towards a New Paradigm," in Aoki, M., H-K. Kim, and M. Okuno-Fujiwara (eds.), *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative Institutional Analysis*, New York: Oxford University Press. (「金融抑制——新しいパラダイムに向けて」, 青木昌彦・金澤基・奥野(藤原)正寛編『東アジアの経済発展と政府の役割: 比較制度分析アプローチ』, 1997年, 日本経済新聞社, pp. 183-233.)

- Horiuchi, A. and K. Shimizu (2001) "Did *Ama-kudari* Undermine the Effectiveness of Regulator Monitoring in Japan?" *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, No. 3, pp. 573-596.
- Hoshi, T. and H. Patrick (eds.) (2000) *Crisis and Change in the Japanese Financial System*, Kluwer Academic Publishers. (『日本金融システムの危機と変貌』, 2001年, 日本経済新聞社.)
- Mayer, C. (1988) "New Issues in Corporate Finance," *European Economic Review*, Vol. 32, No. 5, pp. 1167-1183.
- McKinnon, R. I. (1973) *Money and Capital in Economic Development*, Washington D.C.: The Brookings Institution.
- McKinnon, R. I. (1991) *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press.
- Shaw, E. S. (1973) *Financial Deepening in Economic Development*, New York: Oxford University Press.
- Thakor, A. V. (1996) "The Design of Financial Systems: An Overview," *Journal of Banking and Finance*, Vol. 20, pp. 917-948.
- Zysman, J. (1983) *Governments, Markets, and Growth*, Martin Robertson.