

変革期の

THE JAPANESE FINANCIAL SYSTEM IN TRANSITION

金融



Edited by Keimei Kaizuka and Kazuo Ueda

システム

貝塚啓明/植田和男—[編]

変革期の

THE JAPANESE FINANCIAL SYSTEM IN TRANSITION

金融

Edited by Keimei Kaizuka and Kazuo Ueda

システム

貝塚啓明/植田和男 [編]

東京大学出版会

変革期の金融システム

1994年11月20日 初版

[検印廃止]

編者 貝塚啓明
植田和男

発行所 財団法人 東京大学出版会
代表者 養老孟司

113 東京都文京区本郷7-3-1 東大構内
電話 03-3811-8814・振替 00160-6-59964

印刷所 株式会社平文社
製本所 牧製本印刷株式会社

© 1994 Keimei Kaizuka and Kazuo Ueda et al.
ISBN 4-13-040141-6 Printed in Japan

図く日本複写権センター委託出版物

本書の全部または一部を無断で複写複製(コピー)することは、著作権法上での例外を除き、禁じられています。本書からの複写を希望される場合は、日本複写権センター(03-3401-2382)にご連絡ください。

は し が き

経済活動における金融や貨幣の役割は、より広く社会生活における言語の果たす役割に似ている。言語はあくまでも人々の生活活動を媒介する手段であって、生活活動そのものではない。しかし、言語の不自由な外国に行って生活してみれば容易に判明するように、媒介としての言語の機能が低下すると、本来の人間活動そのものも制約をうける。また、自国語であれ、外国語であれ、それを学ぶのには、きわめて長期間、人的投資をする必要がある。

金融や貨幣は、いうまでもなく経済社会において、財・サービスの交換を媒介する。金融システムが円滑に機能しているあいだは、多くの人はその存在をあまり強く意識しないが、いったんそれが機能麻痺に陥れば、実物的経済活動そのものが大きな影響を被る。また、正常な時期に金融システムを維持するに際しても、実はかなりの実物的資源が必要となり、システムの設計を大幅に変更するに際しては、さらに大量の実物的投資が必要となる。

現在、日本において金融システムに対する関心が高まっているのは、いろいろな意味でそれがうまく機能していないからである。1980年代後半の資産価格の高騰と1990年代における急落は、その変動幅の大きさだけでも人々の関心を引いたし、急落過程で産み出された不良債権が実体経済にマイナスの影響を与えていると推察されている。日米摩擦は、金融分野にも広がり、日本型金融システムと米国型金融システムとの相違が強く意識されるようになっていく。1990年代後半には世界を席捲するようにさえ見えた日本の金融機関、ニューヨーク・ロンドンを凌駕するかにみえた東京金融市場は、ともに空洞化の懸念にさらされている。さらに、こうした日本の金融システムの様々な問題の根底に、護送船団方式に代表されるような金融当局の政策運営があるのではとの疑いを多くの人が抱いている。

現行の金融システムがこのような多くの問題点を抱えているということは、高い確率でそれが変革期にあり、大幅な修正ないし再構築されねばならないことを意味しよう。おそらくこれが多くの金融関係者の問題意識であり、そして

本書の問題意識でもある。金融システムの変革後の姿は必ずしもはっきりと描ききれていないが、変革に伴う困難、その意味づけを本書は様々な角度から探っている。また、金融システムの変革が単に金融問題にとどまらず、経済の実物的側面の変革をもたらしたり、それと同時に進行するという問題意識も本書のものである。

本書は元来編者の1人である貝塚啓明が、本年3月末に東京大学経済学部を停年退官した機会に合わせて企画され、1993年末頃より問題意識を同じくする金融論専門家数名に呼び掛け、研究会を持った後、もう1人の編者である植田が中心になってまとめたものである。問題意識の重大さに比べて、出来上がった結果は小さなものであるが、同様の問題意識を持つ方々の参考となれば幸いである。

プロジェクト全体を通じて、東京大学出版会の大瀬令子さんと黒田拓也さんには大変お世話になった。ここに記して感謝の意を表したい。

1994年10月

貝塚啓明
植田和男

目 次

は し が き

序章 日本型金融システムの再構築	植 田 和 男
1. 再構築の必要性	1
2. 国際競争力を失いつつある日本の金融システム	2
3. 米国型と日本型金融システム	5
4. 再構築の方向	7
1 章 日本的金融システムの変遷	植 田 和 男
は じ め に	13
1. 戦時期の金融システム	14
銀行貸出を通じる資源配分への介入 14／価格規制と直接金融の統制 15	
銀行行動へのきめ細かい介入 16	
2. 戦後の金融システム	16
弱体化した銀行 17／銀行の保護 20／モラルハザードの制限 24	
3. 金融自由化と戦後の金融システム	26
金融自由化の背景 27／1980年代以降の資産価格変動と金融システム 27	
お わ り に	31
2 章 金融規制——国際比較の視点から	貝 塚 啓 明
は じ め に	33
1. 主要国における金融規制(1)	34
——規制の分類とシステムミック・リスク防止	
規制の分類 34／システムミック・リスク防止のための規制 36	
2. 主要国における金融規制(2)	44
——個別的リスク防止と効率性促進	

個別リスクの防止 44／システムの効率性促進 48	
3. 金融規制の差異(1)——その推移と類型化	50
共通化の側面 50／個別リスク対応の差異 51／1つの類型化 52	
4. 金融規制の差異(2)——構造的差異	53
証券市場指向と銀行指向 54／コーポレート・ガバナンスの差異 55／預金 保険機構の役割 57	
5. 金融規制における残された争点——預金保険の有効性	58
1980年代のアメリカの経験と FDICIA 58／ECにおける預金保険 60／日 本の場合 61	

3章 銀行、企業間の最適契約としてのメインバンク

——国際比較からみたメインバンク関係の日本の特徴

鹿野嘉昭

はじめに	65
1. これまでの議論の批判的検討	69
2. メインバンクをどのようにとらえるか	72
メインバンクの意味するもの 72／資金の安定供給契約としてのメインバ ンク契約 73／企業経営権の安定化契約としてのメインバンク契約 75	
3. メインバンク関係の生成・発展と高度成長	77
メインバンク関係の生成と発展 77／高度成長とメインバンク関係 79／リ スク・キャピタルの提供者としての銀行 80	
4. 企業の経営支配権とメインバンク	81
なぜメインバンクは経営危機先を救済しようとするのか 81／誰がメイン バンクの行動を監視しているのか 84	
5. メインバンク関係を支える制度的要因	85
銀行は借入企業からみて近い存在か 85／経営危機先企業への介入が制度 的に可能か 88	
おわりに——メインバンク関係の変容と今後の展望	90

4 章 財務面からみた日本の企業	池 尾 和 人
はじめに	95
1. 企業特殊熟練	97
2. 残余請求権の移転	100
3. 株式持ち合い	104
4. メインバンク制	108
5. 日本企業は非効率化するか	112
5 章 寡占的金融市場における公的金融の役割	吉 野 直 行
はじめに	119
1. 民間銀行・公的金融に関する関連研究	122
2. 公的金融と民間銀行の併存する理論モデルの説明	123
公的金融と民間銀行の行動仮定 123／社会的総余剰の定義 125／政府による銀行免許と店舗規制が寡占的金融市場に及ぼす効果 126	
3. 公的金融の運用面	134
4. 公的金融と民間銀行との費用の比較(実証分析)	135
5. 産業育成のための資金配分	137
6 章 情報生産者としての開発銀行——その機能と限界	堀内昭義・随清遠
1. 序 論	143
2. 開発銀行融資の「情報効果」	145
開銀の情報生産活動 147／開発融資に伴う補助金の効果 150／「情報効果」の社会的必要性 151	
3. 開発銀行融資の効果に関する実証分析	152
標本企業 152／開銀融資と企業のパフォーマンス 154／投資関数および借入関数の推計 162	
4. 結 論	168

7 章 「金融制度改革」と信託銀行

三輪 芳朗

はじめに	173
1. 今回の「金融制度改革」と信託銀行	175
2. 最近の信託銀行	178
3. 貸付信託	181
4. 貸付信託制度成立時の事情と政策意図	184
5. 「専門制・分業制」の内容と今回の金融制度改革における位置づけ	186
6. 「専門制・分業制」と信託銀行	189
7. 「専門制・分業制」に関するこれまでの制度改革論議	194
8. 今回の制度改革論議と「専門制・分業制」	196
9. 制度改革と信託銀行	200
10. 結 び	201

8 章 証券取引所の経済分析について

日向野幹也

はじめに	205
1. ワルラス的模索過程モデルとアセット・アプローチ	207
2. 金融取引の形態分類	208
3. 取引形態と価格理論：株式の立会い売買とワルラス的模索過程	209
4. 成行き注文の経済合理性	212
5. 成行き注文の役割：ゲキタク売買の proxy としての板寄せ	212
6. ザラバと裁定の役割	213
7. 模索過程の意味：再定式化	215
8. 裁定と一物一価	216
9. 取引所とは何か	217
10. 店頭売買	219
11. バイカイ	219
12. クロス取引	223
13. 米国の証券取引所	223

おわりに	226
------------	-----

執筆者一覧	228
-------	-----

序章 日本型金融システムの再構築

植田 和 男

本書の目的は、1980年代後半のいわゆるバブル期とその後のバブル崩壊期を経て、好むと好まざるとにかかわらず、大きな変革期に入ったと考えられる日本の金融システムの過去と今後について総合的な視点から検討することである。本章では、日本の金融システムが変革期であると考えられる理由についてやや詳しく検討した後、本書全体のまとめも兼ねて、変革の方向を探ってみることにしたい。検討の結果得られる主な結論は、日本型システムの再構築は、大方の予想する以上に大きな問題を抱えているということである。本書では、必ずしも再構築に関する明示的な方向性を打ち出すことができなかったが、その難しさ、関連する問題の多様性についてある程度の展望を与えることができているれば幸いである。

1. 再構築の必要性

日本の金融システムはなぜ変わらなければならないのだろうか。その理由は、それぞれ密接に関連する3つないし4つの要因に分けられよう。

第1に、日本だけでなく世界的に金融システム・規制は変わりつつある。その背景はさらに、市場メカニズムをより自由に利用しようという規制緩和の動きと、逆に金融業において市場メカニズムが内包する不安定性に対処するための規制強化の動きとに二分できよう。前者の原因として、1980年代の米国や英国における保守党政権の影響等の政治的な要因もあるが、より重要なのは通信・コンピューターの発展を基礎とする金融の技術革新である。革新の成果を

十分に活用するためには、自由で競争的な市場構造が望ましいのである。逆に、後者には一部前者の結果であるという側面もある。例えば、1980年代の米国では大幅な規制緩和が行われた貯蓄貸付組合(S&L)を中心に大量の倒産が発生し、銀行監督強化の方向を余儀なくさせた。

日本でも、1990年代に入って、いわゆるバブル崩壊の影響を大きく受け、大量の不良債権が発生した。米国のような明示的な銀行倒産は発生しなかったが、不良債権問題から自力の経営立て直しが困難になった金融機関を他の金融機関が吸収合併という形での再建策が採用されてきた。1994年に入って、株式市場の好調等から緊迫感はやや薄れつつあるものの、依然として不良債権問題の処理は、日本の金融システムの大きな課題の1つであり、米国を含む若干の他の国と同様、金融機関監督のあり方の見直しが求められている。

第2に、日本独自の理由がある。それは、戦後を通じて規制色の濃かったシステムを、いかにより自由で、市場メカニズムにベースを置いたものに変革していくかという課題である。もちろん、これは世界的な規制緩和の動きとも関連している。しかし、それ以前に、戦争、戦後の復興、高度成長等のために、いわば緊急非難的に活用したシステムをいかにして平時のものに戻すかという点を含んでいる。

第3に、大まかには規制緩和の方向に進みつつある世界の金融システムだが、各国のシステムの間の整合性が十分でないことから様々な摩擦が発生している。この種の摩擦は、特に日米間で激しい。ここから、日本の金融システムを米国型に変革する必要があるのではないかとの議論が出ている。

第4に、以上の点が作用しあって、日本の金融システム、あるいは金融機関が急速に国際競争力を失いつつあるのではないかとの懸念が発生している。この点は、議論全体の例示になるとも考えられるので次にやや詳しく論じてみよう。

2. 国際競争力を失いつつある日本の金融システム

1980年代には猛威を振るった日系金融機関の勢いが衰えたという声が最近よく聞かれる。バブル崩壊に伴って増大した不良債権とともに、日本の銀行の

格付けは低下するばかりである。日本銀行の金融緩和政策にもかかわらず、国内での貸出も伸び悩んでいる。1991、92年には、日系金融機関は、1980年代に大幅に拡張した国際業務を争って縮小した。金融機関だけでなく、日本の金融市場をみても、最近では、実体経済とともに力強く発展するアジアのその他の金融市場に遅れをとる気配を見せている。

以上を象徴するような出来事が発生した。1994年5月11日付けの日本経済新聞によれば、中国の国営企業12社が国際金融市場で資金を調達するという。12社のうち、4社はニューヨーク市場を、残りの8社は香港市場を使う。すなわち、東京市場を使う企業は皆無である。資金調達の主幹事を獲得した日本の金融機関は大和証券1社のみで、ほとんどの主幹事は米系の金融機関が獲得した。中国のことを相対的によく知っており、世界的な資金の供給国である日本が中国企業の資金調達において、直接的にはごくわずかの役割しか果たせないという点に日本の金融機関、金融市場の問題を見て取ることができよう。香港やニューヨークに比べると東京市場が使いにくいだけでなく、外国の(特に米国の)金融機関と同等のサービスを日本の金融機関が提供できないのである。

もう1つの具体例をあげよう。先に指摘した金融の技術革新のなかでも目覚ましいのは先物、オプション、スワップ等の派生商品の発生、発展である。Remolona(1992)によれば、1991年末において、想定元本ベースでの派生商品残高は、10兆ドルに達したという。これは、1986年の2兆ドル以下に比べて、約6倍、年率約40%の伸びである。

日本でも1980年代半ばから後半にかけて、国債先物、株価指数先物、同オプション等が次々に取引可能となり、派生商品市場は急速な伸びを示した。ところが、日本の派生商品市場が円滑に機能しているかといえ、必ずしもそうではない。また、この点が日本の金融機関の競争力を削ぐ大きな原因となっているとも考えられるのである。株式先物市場について論じてみよう。

1990年以降日本の株価は急落し、様々な問題を引き起こしたことは周知のとおりである。株価下落過程で目立ったのは、外資系証券会社による現物と先物の裁定取引である。一部の日系証券会社、評論家等は先物市場における投機的な売り、現物・先物裁定取引が、現物市場における株価下落の最大の要因であると論じた。したがって、彼らによれば、先物市場における取引や裁定取引

をやりにくくすれば、株価は下落から上昇に転じるだろうとのことであった。

このような論理が、株式市場における価格決定メカニズムに関する基本的理解を欠いたものであることは明らかであるが、なぜか政策当局はこれに反応し、先物市場規制を導入した。すなわち、1990年8月、91年1、6、12月と4回にわたって先物取引の証拠金率を引き上げるとともに、1992年3月には委託手数料を2倍にしたのである。こうした措置にもかかわらず、株価は1992年夏にかけて急落した。

大阪市場での先物取引に対する規制措置は、予期せぬ影響をもたらした。すなわち、シンガポール市場での日経225先物取引が急増したのである。1991年初めまでは、ほんのわずかであったSIMEXでの取引が、1991年後半以降増加し、最近では大阪市場の出来高と肩を並べるところにきている。取引は規制のきつい日本を離れ、シンガポールへと向かったのである。

日本市場の問題点の1つは、以上の例に示されているように、自由な金融取引を阻害する規制が多すぎることである。このため、金融サービスの利用者は日本市場離れを起こすし、日本の金融機関は競争力を失う。クイック総合研究所が1993年2月にまとめた報告書によれば、ニューヨークやロンドン市場で自由に扱いが可能な金融ハイテク商品25のうち、東京で取引が可能なのは12しかなく、しかも自由に扱いうるのは7に過ぎない。また、東京株式市場へ新規上場するためには、さまざまな厳しい上場基準をパスする必要がある。新興企業や海外企業の上場を妨げている。さらには、ここ数年既上場企業についても、目にみえない制限が増資に課せられてきた。

しかも、様々な形で指摘されてきているように(例えば、Quick総合研究所(1993))、日本の規制には明示的なルール化されたものよりも、行政担当者の裁量に任されたものが多い。このやり方は、お互いに相手をよく知り合っているような土壌では効率的な場合があるものの、新規参入者が多いようなケースでは非効率的であったり、参入障壁になったりする。この点が、日本と外国(特に米国)との金融摩擦の重大なポイントとなっている。

こうした規制や指導の背後には、中小金融機関や投資家、預金者を保護すべきだとの行政側の姿勢がある。その分、競争力の強い金融機関のみが提供可能な商品、あるいは素人の投資家にわかりにくい商品の導入にはブレーキがかか

る。この姿勢は、日本の金融システム全体の安定性を保つというプラスの影響とともに、金融機関の競争力を削ぎ、投資家も未成熟のままに放置されるという日本市場の問題点の原因となってきたのである。

以上の例をまとめれば、日本の金融システムは米国型のように極端な程度までの市場メカニズムの採用を進めなかったために、米国型を前提とする利用者にとっては使い勝手の悪いシステムである。しかも派生商品等のハイテク技術が重要になればなるほどこのような短所は目立ってきている。他方、市場メカニズムの制限、行政当局の強い権限の維持によってシステムが守ってきたのは、その安定性、あるいは中小金融機関のそれをも含む既得権益構造の安定性であった。しかし、この方式は日本経済のサイズが巨大化し、多くの外国の金融機関にとってそこへの参入の魅力が増大するに従って、維持が難しくなりつつある。特に競争力の強い国際的な金融機関のホームグラウンドである米国型と異なるためである。

3. 米国型と日本型金融システム

金融規制のあり方を中心に日本型の特色を論じてみたが、民間の金融システムのあり方として日本型にはどのような特徴が見られるだろうか。この点は、最近における日本の金融論で、最も発展の著しい分野でもある。代表的な業績としては、堀内・吉野(1992)、Aoki, Patrick and Sheard(1994)などがあげられる。

これらの研究によれば、日本の金融システムの大きな特徴は銀行を中心とする金融仲介、そして銀行と借り手企業の関係の特徴づけているメインバンク制にある。メインバンクは、取引先の企業と長期的な関係を保つ。その核は、企業への貸出の最も高いシェアをメインバンクが占めるということであるし、他方企業は取引の決済のための口座をメインバンクに置く。しかし、メインバンク制の特徴はこれにとどまらない。一企業への貸出は、メインバンクだけでなく、複数の銀行によって実施されるのが普通である。もちろん、銀行は貸出先の企業の経営状態について、審査を行う必要がある。日本の銀行の特徴は、審

査を真剣に行うのはメインバンクだけだという点である。企業の審査にはコストがかかるから、それを複数の銀行が行えば、社会全体としてはある意味では資源のムダ遣いとなる。日本では、メインバンクが厳密な審査を実施し、またそれを他の銀行が信頼することによって、審査の重複が避けられているのである。

取引先の企業が危機に陥った場合はどうするか。日本では、メインバンクがかなりの程度責任をもってこれに対処する。問題企業に役員を派遣するということは、しばしば観察されるし、どうしても立ち直りが難しい場合には、自分の損失の発生を覚悟して他の銀行の債権を優先する。こうした点が、メインバンク、他の銀行の間で暗黙のうちに了解されているために、メインバンク以外の銀行はあまり審査をせずに、融資を実施するし、メインバンクは真剣に審査を行うことになる。

このような特徴の結果、多くの場合、メインバンクと取引先の企業との関係は長期化する。都市銀行は建前上は短期の貸出を行うことになっているが、短期貸出は通常更新され続け、長期貸出となる。これにより貸付を受ける企業は、長期の安定的な資金を手に入れることができ、長期的な視野から設備投資等を実施することが可能となる。こうして、メインバンクは企業に長期の資金を供給すること、並びに必要とあれば企業経営に介入することによって、日本経済の競争力を支えてきたのである。

これに対して、欧米、特に1980年代の米国では、経営者が非効率的な経営を続けた場合には、株式市場を通じるチェック機能が働いてきた。すなわち、非効率的な経営のため企業収益、さらに株価が低迷しているとすれば、これを買収し、効率的経営に改めることによって、株価が上昇し、企業買収者はその差額を手に入れることができる。逆に既存の経営者は、買収によって不利益を被るので、買収が起らないように、効率的経営に努める。したがって、企業買収の可能性が、企業経営を効率化する1つの要素となってきたのである。

株式市場の役割だけでなく、債券市場の重要性についても日本と米国の間では、大きな違いがみられる。米国では、特に大企業の資金調達の方法として社債の発行がきわめて重要な役割を果たしている。これに対して、日本ではいわゆる普通社債の国内における発行は、1992年以降急増したものの、借入には

遠く及ばない。

このような債券市場の未発達は、銀行貸出の優位性の裏返しである。高杉良の『小説 日本興業銀行』によれば、長期資金の主要供給者として設立された日本興業銀行は、第2次世界大戦後のGHQによって不必要な銀行であるとされたのである。占領軍の目には米国式の債券市場を利用する長期資金の配分がより効率的な方法と映ったのである。しかし、結果的には様々な政治的な理由で日本興業銀行は存続した。その裏側では、金融債を発行する長信銀の利益を守るため、普通社債市場があまり自由に機能しないような制限措置が設けられたのである。

社債・株式市場を中心とする資金配分は、いわゆる市場メカニズムの効率性を十分に活かすことができる、メカニズムが透明である等の利点がある。しかし、短期的な投機的売買によって社債・株式の価格、さらに資金調達自体が攪乱される可能性がある。実際、現在の日本の株式市場では資金調達がほとんどストップしている。他方、銀行貸出には先に指摘したような長期的・安定的な資金供給という利点がある反面、銀行と企業間の関係の不透明化、あるいは銀行側に十分な審査能力がない場合には、いわゆる soft-budgeting の問題が発生する。すなわち、経営危機に陥っても銀行が融資を継続してくれたり、経営のめんどろを見てくれたりするので、不必要な投資を実施したり、経営効率を高める努力を怠ったりという問題が経営者側に発生する可能性がある。

どちらが効率的なシステムかという点の判断は困難だが、以上のような大きな相違が日本型と米国型との間には存在するのである。

4. 再構築の方向

日本の金融システムが再構築されなければならないとすると、そのモデルは金融先進国である米国型だろうか。本書に収録された論文はすべて、直接間接にこの問題に関連したテーマを扱っている。

米国型と日本型の相違が、資金調達手段としての銀行貸出の相対的な重要性にあるという点はすでに論じた。それでは主要国の金融システムはみな米国型に近いのだろうか。図1は、Frankel and Montgomery(1991)からの引用だが、