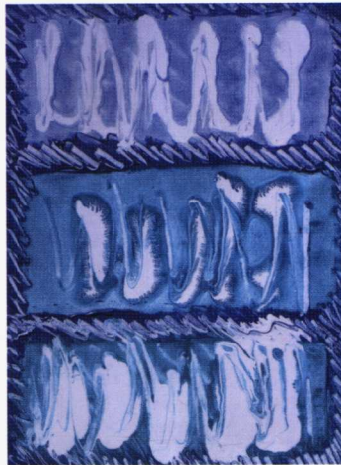


日本の長期金融

福田慎一 編著



有斐閣



112
D92
598

日本の長期金融

福田慎一 編著



有斐閣

2003年7月25日

NB

編著者紹介

福田慎一（ふくだ しんいち）

- 1984年 東京大学経済学部経済学科卒業
1989年 エール大学大学院経済学部博士課程修了
Ph.D.（エール大学）取得
1996年 東京大学大学院経済学研究科助教授
2001年 同教授

主要著作

『価格変動のマクロ経済学』東京大学出版会，1995年。『マクロ経済学・入門』（照山博司と共著）有斐閣，1996年，第2版，2001年。『現代マクロ経済分析』（浅子和美・吉野直行と共編著）東京大学出版会，1997年。『マクロ経済と金融システム』（堀内昭義・岩田一政と共編著）東京大学出版会，2000年。『現代経済学の潮流2001』（井堀利宏・岡田章・伴金美と共編）東洋経済新報社，2001年。『現代経済学の潮流2002』（大塚啓二郎・中山幹夫・本多佑三と共編）東洋経済新報社，2002年。

日本の長期金融

The Roles of Long-term Funds in Japan

2003年3月10日 初版第1刷発行



編著者 福田 慎一

発行者 江 草 忠 敬

発行所 株式会社 有斐閣

〒101-0051

東京都千代田区神田神保町2-17

電 話 (03) 3264-1315〔編集〕

(03) 3265-6811〔営業〕

<http://www.yuhikaku.co.jp/>

印 刷 暁印刷

製 本 牧製本印刷株式会社

© 2003, FUKUDA, Shin-ichi

Printed in Japan

★定価はカバーに表示してあります。

落丁・乱丁本はお取替えいたします。

ISBN4-641-16171-2

☐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

本書は、編者を中心に1996年3月から始まった「長期資金の役割」に関する研究プロジェクトの成果を、編者独自の視点でまとめ直したものである。「長期資金」とは、文字通り、満期が長い貸出や社債のことである（本書では、長期資金をしばしば「長期性の資金」と呼ぶこともあるが同義である）。戦後の日本では、長い間、長期信用銀行が発行する金融債を強制的に市中銀行に割り当てるなど、規制によって長期資金が満期の短い短期資金と異なるルートを通じて供給されるメカニズムが存在していた。このため、長期資金はメインバンクと並ぶ日本の金融システムの特徴といえ、高度成長期には日本経済の成長を金融面から支える上で重要な役割を果たしてきたと考えられる。その役割は、高度成長の終焉およびその後の金融環境の変化によって、今日では大きく変容したことは事実であろう。しかし、高度成長期およびその後の日本の経験は、発展途上国にさまざまな教訓を持つものと思われる。また、近年、金融システムの問題が顕在化するなか、日本の長期資金の問題を今後どのように考えていくべきなのかは、それ自体重要な問題である。

本プロジェクトが開始された1996年頃は、すでに住専問題などさまざまな金融問題が顕在化した時期であり、大蔵省（当時）を中心としたいわゆる護送船団方式による金融行政に対する信頼が揺らぎ始めていた時期でもあった。しかし、日本の金融システムの問題がどこまで深刻であるかは不透明で、大銀行が近い将来次々と破綻するなどという状況はほとんど想定されていなかった。学界でも、「メインバンク」を中心とした日本の金融システムをポジティブに評価する論文が依然として存在し、その問題点・限界を指摘する研究はどちらかといえば少数派であった。もちろん、今から振り返ってみれば、当時の一般的認識は不十分であったし、学術研究でも日本の金融システムが当時抱えていた問題点にもっと注目するべきであったといえる。金融の

自由化・国際化の中で、バブル崩壊後の日本の金融システムは急速にその制度疲労を拡大させ、1990年代を通じてその病巣は着実に増殖していったと考えられる。

そのような観点からわれわれの研究を振り返ってみた場合、本プロジェクトが当初から先見の明をもって日本の金融システムにおける問題点の解明に積極的に取り組んでいたわけではない。しかし、長期資金の役割の限界はその当時からかなり顕在化しており、何らかの形での見直しが急務な分野であった。このため、本プロジェクトでは、今後の日本において長期資金の問題をどのように考えていけばいいかという観点に立ちながら、高度成長期に果たした長期資金の役割や、高度成長期後の役割の変容を考察してきた。

本書は全体として、第I部（第1章と第2章）、第II部（第3章、第4章、および第5章）、第III部（第6章と第7章）のIII部から構成される。各部およびそれを構成する各章の概要をまとめると、以下のようになる。まず、第I部は、長期資金の役割およびその変遷をオーバービューするものである。第1章は、長期資金の役割と経済成長の関係を理論的に整理したものである。実際の金融市場はさまざまな点で不完備であり、価格メカニズムによって理想的な資源配分が達成される保証はまったくない。この章では、このような「市場の失敗」が存在する金融市場における長期資金の役割や政府介入の意義を理論的に整理し、以下の章のバックグラウンドを提供する。第2章は、戦後の日本において、各金融機関の貸出に占める長期資金の比率がどのように推移してきたかをマクロ・データを使って概観したものである。この章の主たる結果は、福田・計・中村・曾根 [1998] にもとづいており、いつ頃から長期貸出の供給や需要に構造変化が見られたかが検証される。

第II部は、企業レベルのマイクロ・データを使って、日本企業における長期資金の決定メカニズムおよびその設備投資へのインパクトを、金融の自由化以前と以後について実証的に考察したものである。第3章は、各企業の長期借入の選択メカニズムを分析したものである。分析のフレームワークは、福

田・河原・小原・計 [1997], Fukuda, Ji, and Nakamura [1998] にもとづいており、情報の非対称性や契約の不完備性が利潤最大化を行う企業の長期借入の選択にいかなるインパクトを与えるかが考察される。第4章は、長期資金に、銀行貸出に加えて社債を含めた場合に、その決定メカニズムがどのように修正されるかを考察したものである。社債は満期が長いという点では長期貸出と共通した特徴を持つが、情報生産という点ではその役割は大きく異なる。この章は、このような視点から、長期貸出と社債の共通点および相違点を、福田・計・中村 [1999] にもとづいて明らかにする。第5章は、長期資金の政策的配分が、日本企業の設備投資にどのようなインパクトを及ぼしたかを、各企業の財務データを使って分析したものである。この章の元になる論文は福田・計・奥井・奥田 [1999] である。分析では、長期資金が金融の自由化が進展するまでは設備投資にプラスのインパクトを与えたが、金融の自由化後はそのインパクトがなくなったことが明らかにされる。

第III部は、金融機関の自己資本比率と長期貸出行動の関係を、1990年代のデータを使って検証したものである。第6章は、株価の変動と貸出量の関係をマクロ・データを使って考察する。分析結果は、福田・計・芦原 [2002] にもとづいており、1990年代の株価の下落はまず短期資金である運転資金を減少させ、やがてその影響が長期資金としての設備資金へと及んだことが明らかにされる。第7章は、銀行の自己資本およびその構成項目と貸出量の関係を各銀行の貸出データを使って考察したものである。分析は福田・計・奥田 [2000] を修正したものであり、自己資本比率の下落のうち、含み益の減少は短期貸出を、その他の項目は長期貸出をそれぞれ減少させる傾向になることが示される。

本書では、部分的に専門的な記述も見られるが、多くの部分は「金融論」を一度は勉強したことのある学部学生やビジネスマンの方々であれば十分に理解できるレベルであり、ゼミ・テキストや講義の参考書としても利用可能である。数学的な記述は飛ばして読んでも本書の本質的な内容は十分理解で

きるので、できるだけ多くの読者に興味をもっていただきたいと考えている。また、各章は基本的に自己完結的に記述されているので、興味のある章だけを選択して読んでいただくということも可能である。とくに、第1章は、「経済発展と金融」の先行研究をコンパクトに概観しており、この分野に興味がある読者には中級レベルの教科書のもつりで読んでいただくと幸いである。また、第III部はバブル崩壊以降の日本の金融問題を取り扱ったものであり、金融のホット・イシューに関連したパートである。関連文献のオーバービューおよび解説が行われているので、長期資金の問題に直接関心のない読者にも是非ご覧いただきたいと考えている。

本書をまとめる最終段階で、編者はアメリカのエル大学で「日本経済」の講義を担当する機会を得た。アメリカの人々の日本経済を見る目は、過去10年余りの間に大きく様変わりしてしまった。「世界第2の経済大国がなぜ長期に渡って低迷しているのか?」「日本の経済システムのどこに問題があり、どうすれば問題を解決できるのか?」受講生の関心も、おのずと、過去のめざましい経済成長から日本経済の現状へと移ってくる。しかしなら、「日本経済」の問題を体系的に教えてみてあらためて痛感したことは、今日の日本経済の問題を正確に理解するには、最近の出来事のみ注目するだけでは不十分であり、その背後にある歴史的経緯や経路依存性を把握しておくことが重要だという点である。また、日本の経験は、発展途上国における金融と成長の問題を考察する上で、依然として有用であり、そうした視点から日本の長期資金の問題をあらためて考え直してみることはさまざまなインプリケーションを持つと考えられる。われわれにとって、本書がこのような問題を考える上でのファーストステップとなれば幸いである。

本書をまとめるにあたってさまざまな方にお世話になった。総務省（旧郵政省）郵政研究所第二経営経済研究部およびそのスタッフの方々には、われわれにこのような研究に機会を与えていただいた。諸般の事情から、本書は最終的に编者自身の責任で出版することとなった。しかし、郵政研究所にお

ける継続的なサポートがなければ、ベースとなる本研究は行われることはなかった。とくに、歴代の部長である太田清（政策大学大学院）、浜田浩二（内閣府経済社会総合研究所）、鶴瀬由己（長崎大学）、浅野文昭（郵政事業庁九州郵政研修所）の各氏、および歴代の主任研究官である浜島秀夫（内閣府大臣官房）、須澤淳（郵政研究所第三経営経済研究部）、山本一吉（郵政研究所第二経営経済研究部）の各氏には、プロジェクトの運営面で大変お世話になっただけでなく、その内容に関してもさまざまなご助言をいただいた。

郵政研究所以外の方々としては、随清遠（横浜市立大学）、小西大（一橋大学）、花崎正晴（一橋大学）、鈴木和志（明治大学）、竹田陽介（上智大学）、本多佑三（大阪大学）、細野薫（名古屋市立大学）、清水克俊（青山学院大学）、佐々木百合（明治学院大学）の各先生方に、郵政研究所研究発表会、日本経済学会、日本金融学会のコメンテータとして、各章のもととなる論文に対して貴重なコメントをいただいた。また、寺西重郎先生（一橋大学）には、編者が長期資金の問題に関心を持つきっかけを与えてくださっただけでなく、われわれの研究過程でさまざまなご助言をいただいた。最後に、藤田裕子さんをはじめとする有斐閣編集部の方々には、本書の作成・編集において大変お世話になった。編者の遅れがちな原稿を辛抱強く整理し、何とか出版にこぎつけることができたのは、これらの方々の効率的な編集作業があったからこそである。心よりお礼を申し上げたい。

本書は、原論文を大幅に加筆・修正し、編者個人の視点でまとめ直されている。しかし、本書の元になる研究プロジェクトは多くの方々のご協力を得て行われた。これらの方々のお名前（50音順）および担当の章は、以下の通りである。

芦原一弥（三菱信託銀行株式会社・事務管理部・事務リスク管理室）

…………… 第6章

奥井めぐみ（金沢学院大学経営情報学部）…………… 第5章

奥田健一（日本マスタートラスト信託銀行株式会社・業務管理部）
…………… 第5章，第7章

河原史和（三菱信託銀行株式会社・証券投資部・債券株式運用グループ）
…………… 第3章

計 聡（専修大学商学部）
…………… 第2章，第3章，第4章，第5章，第6章，第7章

小原弘嗣（総務省郵政企画管理局郵便経営計画課）…………… 第3章

曾根智宏（三菱信託銀行株式会社・資産金融部・流動化推進室）…… 第2章

中村彰宏（総務省情報通信政策局地域通信振興課）…………… 第3章，第4章

なお、本書は、編者を中心とした研究担当者個人の意見にもとづくものであり、各担当者の所属する組織および郵政研究所の見解をなんら反映したものでない。とくに、各章の最終的な結果および解釈は、編者個人の意見を基本的に反映してものである。

2003年2月1日

ニューヘブンにて

福田 慎一

目 次

| | |
|-----------------------------|----|
| 第 I 部 長期資金と経済成長 | |
| 理論的整理とマクロ・データによる概観 | 1 |
| 第 1 章 長期資金が経済成長に果たす役割 | 3 |
| 1. 議論の背景 | 3 |
| 2. 金融と経済成長 | 6 |
| ① 2つの考え方：規制か自由化か？ | 6 |
| ② 金融抑制 | 7 |
| 3. 高度成長期の日本の金融システム | 8 |
| ① 銀行中心の金融システム | 8 |
| ② 長短分離 | 10 |
| 4. 長期性の資金の重要性と公開市場 | 12 |
| ① なぜ長期性の資金は必要か？ | 12 |
| ② 公開市場の役割 | 13 |
| 5. 銀行による長期資金の供給 | 14 |
| ① 期間変換の必要性和限界 | 14 |
| ② 短期のロール・オーバー | 15 |
| 6. Diamond and Dybvig 型のモデル | 16 |
| ① 短期資金のデメリット | 16 |
| ② 長期資金の役割 | 18 |
| 7. アジアの通貨危機の教訓 | 19 |
| ① 危機の原因 | 19 |
| ② アジアの通貨危機と長期資金 | 20 |
| 8. モニタリングが貸出満期に与える影響 | 23 |
| 9. 金融システムの多様性 | 25 |
| 10. 金融自由化の中での銀行の專業規制 | 27 |
| 第 1 章補論 モデルの概要 | 30 |
| 1. 第 1 章 4. の議論のモデル化 | 30 |

| | |
|-------------------------|----|
| 2. モデル | 31 |
| ① 消費者行動 | 31 |
| ② 生産技術 | 32 |
| ③ 投資の環境 | 33 |
| 3. 融資の契約 | 35 |
| 4. 融資の決定 | 36 |
| 5. 均衡配分 | 38 |
| 6. 銀行のモニタリングが経済成長に及ぼす効果 | 41 |
| 7. 結 論 | 43 |
| 第2章 長期資金のマクロ的動向 | 45 |
| 1. はじめに | 45 |
| 2. 期限別貸出残高の推移 | 47 |
| ① 銀行別の推移 | 47 |
| ② 長期貸出比率の推移の特徴 | 52 |
| 3. 平均貸出期間の推計：対数正規分布のケース | 55 |
| ① 推計方法 | 55 |
| ② 推計結果 | 58 |
| 4. 長期貸出需要に対するマクロ的影響 | 63 |
| ① 推計方法 | 63 |
| ② 推計結果 | 65 |
| 5. 長期資金供給に対するマクロ的影響 | 69 |
| ① 推計方法 | 69 |
| ② 推計結果 | 71 |
| 6. まとめ | 74 |
| 第II部 長期資金の決定メカニズムとその影響 | |
| 企業サイドから見た分析 | 77 |
| 第3章 長期資金の決定メカニズム | |
| 1970年以降の日本企業の実証分析 | 79 |
| 1. 議論の背景 | 79 |
| 2. 本章で議論する問題 | 81 |

| | | | |
|---------------------------------|-----|-------------------|-----|
| ① 先行研究からみた本章の位置付け | 81 | ② 分析の概要 | 83 |
| 3. 分析の前提条件 | 84 | | |
| ① 企業が直面する問題 | 84 | ② 生産技術と契約に関する前提条件 | 85 |
| 4. 情報の非対称性に関する仮定 | 87 | | |
| 5. 長期融資を選択した場合の貸出市場 | 90 | | |
| 6. 短期融資のもとでの貸出市場 | 92 | | |
| ① 概要 | 92 | ② タイプ別の返済額 | 93 |
| 7. 短期融資を選択した場合の期待利潤 | 95 | | |
| 8. 長期融資と短期融資の選択 | 97 | | |
| 9. 比較静学と理論仮説 | 98 | | |
| 10. 実証分析：基本推計式とデータ | 100 | | |
| 11. 実証分析：推計結果 | 101 | | |
| 12. 推計期間の分割 | 104 | | |
| 13. まとめ | 107 | | |
| 第3章補論 関連研究のオーバービュー | 109 | | |
| 1. 情報の非対称性のもとでの資金調達と設備投資 | 109 | | |
| 2. 企業経営統治（コーポレート・ガバナンス） | 111 | | |
| 3. 日本の金融市場におけるメイン・バンクの役割 | 113 | | |
| 4. メイン・バンク・システムの限界 | 116 | | |
| 第4章 社債発行の選択メカニズム | 119 | | |
| 1. はじめに | 119 | | |
| ① 本章の目的 | 119 | ② 先行研究との関連 | 122 |
| ③ 本章の概要 | 123 | | |
| 2. 社債発行に関する2つの視点 | 124 | | |

- 3. 理論モデル 126
 - ① モデルの仮定 126
 - ② 社債発行のケース 128
 - ③ 銀行借入のケース 129
- 4. 理論仮説 130
- 5. 実証分析 132
 - ① 推計式 132
 - ② データおよび予備的推計結果 133
- 6. 実証分析：適債基準を考慮した推計結果 135
- 7. 長期借入金から社債発行へ 137
- 8. 2つの拡張 139
- 9. まとめ 142

第5章 長期資金と設備投資

- 日本の企業別データを用いた実証分析 145
- 1. はじめに 145
- 2. 第1章の議論との関連 148
- 3. 推計式とデータ 150
- 4. 資本ストックの推計 152
 - ① 恒久棚卸法 152
 - ② トービンのQの推計 154
- 5. 推計結果 156
 - ① 基本的結果 156
 - ② 結果のロバストネス 162
- 6. 系列グループの役割 167
- 7. 長期資金がトービンのQへ与える影響 170
- 8. まとめ 176

第III部 銀行貸出と長期資金

キャピタル・クランチからの視点 ————— 179

| | |
|------------------------------------|-----|
| 第6章 1990年代における銀行の貸出期間の選択 | |
| 株価が銀行貸出に与えた影響 | 181 |
| 1. はじめに | 181 |
| ① 第6章と第7章のテーマ | 181 |
| ② 本章の分析 | 183 |
| 2. キャピタル・クランチ | 184 |
| ① クレジット・クランチ | 184 |
| ② 日本のキャピタル・クランチ | 186 |
| 3. 短期と長期の貸出の動向 | 187 |
| ① 設備資金と運転資金の推移 | 187 |
| ② 以下の分析の概要 | 189 |
| 4. 基本的推計 | 190 |
| ① 計測方法とデータ | 190 |
| ② 推計結果 | 191 |
| 5. 景気の代理変数を考慮した推計 | 194 |
| ① 推計方法 | 194 |
| ② 推計結果 | 195 |
| 6. 構造変化のテスト | 196 |
| 7. おわりに：株価とキャピタル・クランチの再論 | 200 |
| 第6章補論 過剰債務問題 (debt-overhang) | 203 |
| 1. 過剰債務問題とは？ | 203 |
| 2. 多数の債権者と再交渉 | 204 |
| 3. モラル・ハザードと再交渉 | 205 |
| 第7章 自己資本比率規制と銀行貸出 | 207 |
| 1. 問題意識 | 207 |
| 2. キャピタル・クランチ | 208 |
| ① これまでの日本の研究 | 208 |
| ② キャピタル・クランチのルート | 209 |
| 3. パーゼル合意 (BIS 規制) の概要 | 211 |

| | | | |
|-----------------------------|-----|-------------------------|-----|
| ① パーゼル合意 | 211 | ② リスク・アセット・レシオ (BIS 比率) | |
| の内訳 | 213 | | |
| 4. 計測の目的 | 215 | | |
| 5. 推計式の定式化 | 217 | | |
| ① データと推計期間 | 217 | ② 推計式 | 218 |
| ③ 長期貸出金比率 | 219 | | |
| 6. 推計結果 | 220 | | |
| 7. 各変数の時系列的な動き | 223 | | |
| 8. 結果のロバストネス | 225 | | |
| ① 銀行サンプルの分割 | 225 | ② 推計期間の分割 | 229 |
| 9. おわりに | 231 | | |
| 第7章補論 1990年代前半の日本における貸し渋り | 233 | | |
| 1. 相反する実証結果 | 233 | | |
| 2. 1990年代前半の金融機関の貸出態度 | 234 | | |
| 3. なぜ大企業に対して貸し渋りが発生したか? | 236 | | |
| 4. なぜ中小企業に対する貸し渋りは大きくなかったか? | 237 | | |
| 5. おわりに | 239 | | |
| 邦語文献 | 241 | | |
| 外国語文献 | 246 | | |
| 索引 (事項索引, 人名索引) | 257 | | |

第 | 部

長期資金と経済成長

理論的整理とマクロ・データによる概観

