

書 評

# 『銀行中心型金融システム：バブル期以降の銀行行動の検証』

(随清遠著)

福 田 慎 一

## 1. 議論の背景

今日、われわれが経済活動を行う上で、「金融」の果たす役割は計り知れない。現実の経済における資金フローは複雑かつ多種多様で、最終的な貸手から最終的な借手へはさまざまなルートを通じて資金が移転されている。そのような最終的な貸手から最終的な借手へ資金が移転される過程を仲介し、資金の流れがスムーズに行われるようにする上で欠くべからざる役割を果たしているのが、金融市場である。しかし、どのような形態の金融市場が望ましいかは、各国が過去・現在・将来に直面する経済環境に依存して決まるものであり、一般的に明確なコンセンサスが得られているわけではない。特に、世界各国の金融システムはさまざまであり、その優劣を一概に比較することは難しい。本書は、このような客観的な立場から、日本の金融システムをバブル期以降の銀行行動を中心に再考察した研究書である。

本書の「はしがき」でも述べられている通り、日本の金融システムはこれまで過剰な賛美がなされることもあった一方で、厳しすぎる批判が浴びせられることも少なくなかった。1950年代から60年代にかけて日本は目覚ましい高度成長を達成したが、その過程でメインバンクや系列融資は本当に優れた機能を果たしたのであろうか。逆にバブル崩壊後の90年代には不良債権問題や金融不安が発生し、日本の金融システムは機能不全に陥ったが、これは日本の金融システムが自由化・グローバル化といった経済環境に全く対応できなくなったからであらうか。本書を通じて問われたテーマである。

企業部門の資金調達の手段という観点からみた場合、アメリカやイギリスなどアングロ・サクソン型の金融システムでは、古くから債券や株式といった公開市場が中心であった。これに対して、日本やドイツなどでは、銀行貸出を通じた相対市場が大きなウエイトを占めてきた。また、個人の金融資産の構成比をみた場合、日本は預貯金（通貨性預金や定期性預金等）の占める比率が最近に至るまで非常に大きく、アメリカやイギリスといったアングロ・サクソン型の金融システムだけでなく、ドイツやフランスといった大陸ヨーロッパ型の金融システムとも好対照となっている。

「失われた10年」とも「失われた20年」ともいわれるバブル崩壊後の日本経済の長期低迷をうけ、ポスト・バブルの論調では、市場中心の金融システム（market-based financial system）を重視した「ワシントン・コンセンサス」が優勢となり、政府が介入することの多い銀行中心の金融システム（bank-based financial system）は「クローニー・キャピタリズム」として批判の対象となる傾向が多くなった。日本型ビッグバンの推進や、小泉政権下の金融改革は、その流れに乗ったものといえる。もちろん、銀行中心の金融システムには、改革すべき問題点が多く残されていることは事実であらう。しかし、2007年夏以降に問題が顕在化し、2008年秋のリーマンショック以降に世界全体に広がった金融危機は、アングロ・サクソン型の金融システムにも根本的な問題があることを示す結果となった。複雑に証券化された金融派生商品を生み出した金融革新が、ひとたび危機が顕在化すると、カタストロフィーとして危機を伝搬させたのである。

法制度や会計制度が未発達で、資金の貸し手と借り手との間に情報の非対称性が大きい経済の発展段階においては、債券市場や株式市場を中心とした金融システムを構築することには問題が多い。かつて日本の銀行中心の金融市場のもとで、メインバンクや系列融資が一定の機能を果たしたのもこのためである。これに対して、1990年代以降の日本のように経済が成熟し、世界のフロント・ランナーとなった経済では、これまで有効であった銀行中心の金融システムは、市場中心の金融システムへと移行していく必要がでてくる。「貯蓄から投資へ」というスローガンは、ここ数年わが国でも何度も叫ばれてきた。本書の立場も、多少煮え切らない面はあるが、基本的にはこのスローガンをサポートする立場にあるとあってよい。

しかし、その移行過程の中での制度設計は容易ではない。ひとたび設計の方向性を誤ると、大きな混乱や危機の原因ともなりうる。本書の第3章で議論されてように、建設・不動産業への融資に過度に傾斜したバブル期の銀行行動は、市場中心の金融システムへの移行過程での失敗例といえる。また、本書の第4章で議論されてように、保有株式評価の原価法への変更など、監督当局が会計上の裁量を移行期に金融機関に与えたことが問題の先送りにつながったという見方もできる。移行過程の制度設計は、「銀行中心 vs 市場中心」といった二者選択で割り切れるものではない。本書の第8章で指摘されている通り、金融制度改革は難しい面が多く、グローバル化した国際経済の中で金融市場を無防備に国際競争に開放するだけでは問題の解決にはならない。

その意味で、日本の金融市場が直面している経済環境や制度面での制約を斟酌しながら、詳細な実証分析を積み重ねていく作業が今ほど強く求められている時代はない。本書の最大の貢献も、そこにあるといえる。各章で行われている個々の分析は限定的なものであるが、本書全体を通して読めば、実証分析の蓄積は日本の金融市場に対する新しい視点を読み取ることができる。

## 2. 資金制約と銀行貸出

Diamond (1984) が明らかにした通り、一般に、銀行には、リスク分散、期間変換、決済手段の提供といった機能に加えて、委任された監視者 (delegated monitor) としての情報生産機能がある。これは、銀行がモニタリング活動を一手に引き受けることによって、本来は投資家ごとに負担していたモニタリング・コストの重複を回避できるからである。特に、銀行は、借り手企業と長期的・継続的な取引関係を結ぶことによって、借り手企業の情報をより効率的に収集できると同時に、より長期的な視野に立って融資活動を継続することが多い。このため、これまでの研究では、銀行によるモニタリングは情報の非対称性を緩和し、経営上の近視眼的行動を抑止するものとして、そのプラス面での機能が強調されてきた。なかでも、日本のメインバンクは、借り手との長期的・継続的な関係から情報生産機能に優れていたとし、有望な企業へ長期的な視野に立った資金を配分できたと考えられてきた (たとえば、福田 (2003) 参照)。

先行研究では、情報の非対称性の問題を解決するという観点から、日本のメインバンクの情報生産の機能を重視する研究がこれまで数多く行われてきた。これらの研究の多くは、メインバンクをもつ企業群とそうでない企業群の設備投資行動を比較すると、メインバンクをもつ企業群の設備投資は内部資金による流動性制約が小さいことを示している。情報の非対称性が大きい企業はそれだけ内部資金による流動性制約が大きくなることを考えると、先行研究の多くはメインバンクの情報生産機能を支持しているといえる。

しかし、これらの結果の頑健性については、最近疑問を呈する研究も増えてきている。本書の6章も、その一つで、内部資金やメインバンク関係が流動性制約を緩和するという結論は支持されていないと結論付けられている。使用するデータや推計方法、さらには推計期間も異なるので、推計結果が異なること自体はそれほど

不思議なことではないが、通説にチャレンジする大変興味深い結果である。ただ、6章では推計結果の解釈が簡単に述べられているだけで、なぜ結果が大きく異なったのかに関する踏み込んだ解釈は十分ではなかった。きわめて議論の余地が大きい結論であっただけに、詳細な議論展開がなかったのは残念である。

メインバンクの情報生産機能が働いている場合でも、メインバンク関係が常に経済厚生を改善するとは限らない。というのは、企業にとって、メインバンクとの間の密接な取引関係は、情報の非対称性が解消されるというプラスの側面がある反面、メインバンクがその企業の情報を独占的に保有するという弊害も生まれるからである。その結果、メインバンク以外の銀行との取引関係が十分にできなくなるホールド・アップ問題が発生し、メインバンクに対する交渉力が低下した借り手企業にとって大きなコストを生み出す可能性がある（たとえば、Rajan (1992)）。推計結果の解釈の際は、これらの可能性にも言及し、比較検討することも必要であったであろう。

また、第6章のサンプル期間ではないが、日本ではバブル崩壊後に銀行経営が大幅に悪化した結果、1990年代に銀行借入に大きく依存した日本企業ほどさまざまなパフォーマンスが悪化したとする実証結果が報告されている。先行研究では、不良債権の増加が貸出行動にマイナスのインパクトを与えることをサポートする結果も少なくない。本書の第4章は、1990年代の貸出の低迷を取り扱うことで、この問題を取り扱ってはいるが、この点への踏む込みが不十分であった。金融危機下で、メインバンクはどのように機能したのか？（あるいはしなかったのか？）福田・鯉淵 (2006) は、不良債権処理の過程でメインバンクが過剰な負担を負ったことが、不良債権処理を遅らせたことを指摘している。このような観点から第4章を第6章と関連づけて論理が展開されれば、議論の幅もより広がったであろう。

先行研究では、過剰債務問題の観点から、設備投資を分析する研究も数多く行われている。

特に、金融危機下の日本において中小・中堅企業の設備投資を対象とした分析は、興味深い研究テーマである（たとえば、福田・粕谷・中島 (2007)）。中堅・中小企業は、潜在的な成長可能性が高い企業が多い反面、財務内容が脆弱な企業も少なくなく、その分、デフォルト・リスクも高い傾向にある。また、大企業と比べて代替的な資金調達手段は非常に限られており、中堅・中小企業にとって銀行との取引関係はきわめて重要である。1990年代末の金融危機の際には、中堅・中小企業向け金融では、「貸し渋り」や「貸し剥し」と呼ばれるクレジット・クランチが幅広く観察されたという指摘は多い。本書では、大企業向けの貸出と中小企業向けの貸出の差異は、第3章や第4章で簡単に触れられている。しかし、全体としてみると十分なフォーカスが当たっていたとは言い難い。この点に関する著者の明確な考え方も知りたかったところである。

加えて、バブル崩壊後の「失われた10年」の日本経済では、大企業向け、特に非製造業大企業向けの貸出で、金融機関が経営再建の見込みが乏しい先に貸出を継続または拡大する「追い貸し」が行われていたという指摘は重要である（たとえば、Caballero, Hoshi, Kashyap (2008) や中村・福田 (2008)）。「追い貸しとは何か？」に関しては、論者によって定義がさまざまであり、かつその発生原因の分析も異なる。しかし、「追い貸し」の存在が非効率な企業を延命させ、日本経済全体の効率性を低下させていたとすれば、その存在や原因を実証的に探求することは「失われた10年」の原因を考える上で重要である。このような観点から本書の第4章や第7章の議論が展開されれば、本書全体での議論の幅もより広がったであろう。

### 3. 規制か自由化か？

どのような形態の金融市場が望ましいかは、金融論の分野では古くから議論されてきた重要な研究課題である。なかでも、金融市場における自由化がその国の経済発展にいかなる影響

を与えるかに関しては、「市場中心の金融システム (market-based financial system)」と「銀行中心の金融システム (bank-based financial system)」を比較する形で研究が進められている。前者は自由な金融市場を通じた資金調達が必要な役割を果たすアングロ・サクソン型の金融システムであり、伝統的にはイギリスやアメリカにおいてこれまで典型的に観察された。他方、後者はしばしば政府の介入を伴った金融市場における銀行を通じた資金調達が中心の金融システムであり、伝統的には日本やドイツで支配的であった。

Allen and Gale (2000) らによって指摘されているように、先進国からの技術導入を行う後発国では、銀行貸出が情報生産やリスク分散の両面で債券市場や株式市場よりも逆に望ましい性質がある。発展途上の企業が、learning-by-doing を通じて実用的な技術・技能を蓄積するには長い時間を要することが少なくないが、蓄積しようとしている技術・技能自体は、既に先進国で使われてきたものであり、その内容はさほど専門的な知識がなくてもある程度理解可能なものと考えられる。したがって、後発国では、企業に対する情報生産は、企業の持つ技術・技能に関する事前的な審査よりも、企業が自社の持つ技術や技能を、モラル・ハザードを伴うことなく、いかに効率的に活用しているかを何度もモニターする事の方が重要となる。

これに対して、最先端の技術開発を行っている企業では、債券市場や株式市場といった公開市場を通じて資金調達を行うことが、情報生産やリスク分散の両面で、銀行貸出よりも望ましい性質がある。最先端の技術は、銀行の審査担当者にとって未知の部分が多岐にわたることも多く、その優劣はむしろ多様な参加者から構成される公開市場を通じて多角的な観点からチェックしていく方が効率的である。また、最先端の技術はハイリターンであると同時にハイリスクであることが多く、このようなハイリスクを分散する上では、特定の貸し手がリスクを負担する銀行貸出よりも、幅広い投資家がリスクをシェアすることの方が好ましい。

高度成長期の日本は、イギリスやアメリカの追随者であり、その意味で、これらの経済で銀行中心のシステムが発達したことも自然なことであったといえる。しかし、高度成長が遠い昔に終焉を迎え、経済の成熟化が進む日本では、これまで有効であった銀行中心の金融システムは、市場中心の金融システムへと移行していく必要がでてくる。わが国の金融システムをこれからいかに変革していくべきかは、現在進行形の喫緊の課題である。本書の第8章は、この問題を正面から取り扱った最終章である。

1つの大きな問題は、経済システムには、特定のシステムがひとたび形成されると、そのシステムのあり方がその後の経済システムのあり方を規定するという歴史的経路依存性 (path dependence) という性質があることだ。このため、1つのタイプの金融システムが形成されてしまうと、その後の経済環境の変化によってそれが最適なものでなくなったとしても、それをその時点で最適なシステムに改革していくことは容易ではなくなってしまう。そうした中で、新しい日本の金融システムをどのように制度設計していくのか。「日本型金融システムの将来」と題した第8章を繰り返し読んでみたが、本書の結論はあいまいだった。「市場の原理を無視し、一部の既得権益者だけの利益を優先するような改革では、経済成長と発展に貢献する金融システムは生まれない」という指摘は、その通りだ。しかし、既得権益さえ排除すれば、望ましい金融システムを実現できるのであろうか。伝統的な銀行中心の金融システムは、日本経済のさまざまなところに深く根付いてしまっており、その制度疲労は幅広く認識されている。しかし、歴史的経路依存性がゆえに、その改革は容易ではないといえる。

2007年夏以降、世界で最も金融市場の自由化が進んだアメリカで金融危機が勃発し、それがたちまち世界同時不況につながった。グローバル化した金融システムが、一瞬にして世界を混乱の渦へと巻き込んだといえる。この経験は、市場中心の金融システムでも制度設計の難しさを如実に示している。幸い、日本の金融市場は、

欧米に比して金融革新が遅れていたことから、世界金融危機からの直接のダメージは限定的であった。しかし、世界金融危機を経験して、金融の自由化が過度の進展していたアングロ・サクソン型の金融システムでも規制の動きが広がっている。格付け会社に登録制を導入する動きや、バーゼル III における銀行の中核的自己資本の強化は、その代表的なものである。米国では、米ボルカー・ルールのもとで、銀行の自己勘定取引を禁止し、商業銀行業務と投資銀行業務を明確に区別しようという規制も始まっている。G20 など国際的な枠組みのなかで、日本の大手金融機関に対しても、同様の規制が課せられる見通しである。ただ、これらの規制は日本の金融市場の実体に合っているか？今わが国に必要な金融規制はどのようなものか？「等身大の日本型金融システムの姿を再評価する」ことが今こそ重要な時期になっているといえる。

残念ながら本書の執筆時には、世界金融危機がここまで深刻となることは著者も予想できなかったと思われるので、本書ではこのような観点からの議論が不十分なのはやむを得ない。ただ、「過剰な賛美でも激しい批判でもない等身大の日本型金融システムの姿を再評価する」とした本書の「はしがき」が魅力的であったことからすれば、やや残念な点である。著者の今後の研究で、金融の自由化以前と以後、金融シ

ステムのあり方がどのようなインパクトを日本経済に与えてきたのかをより踏み込んだ形で議論を深めることを期待したい。

#### 参考文献

- 中村純一・福田慎一, (2008), 「いわゆる『ゾンビ企業』はいかにして健全化したのか」『経済経営研究』VOL.28-1.
- 福田慎一編著, (2003), 『日本の長期金融』, 有斐閣.
- 福田慎一・鯉淵賢, (2006), 「不良債権と債権放棄：メインバンクの超過負担」『経済研究』第 57 巻第 2 号, pp.110-120.
- 福田慎一・粕谷宗久・中島上智, (2007), 「非上場企業の設備投資の決定要因：金融機関の健全性と過剰債務問題の影響」林文夫編『経済制度の実証分析と設計, 第 2 巻：金融の機能不全』第 3 章, 勁草書房.
- Allen, F., and D. Gale, (2000), *Comparing Financial Systems*, The MIT Press: Cambridge.
- Caballero, R., T. Hoshi, A. Kashyap, (2008), "Zombie lending and depressed restructuring in Japan," *American Economic Review* 98(5), 1943-1977.
- Diamond, D. W., (1984), "Financial Intermediation and Delegated Monitoring" *Review of Economic Studies* 51, pp.393-414.
- Rajan, R.G., (1992), "Insiders and Outsiders: The Choice Between Informed and Arm's-Length Debt." *Journal of Finance*, 47(7), pp.1367-1400.