



Title	日本の金融仲介機関と資本市場
Author(s)	内田, 浩史
Citation	大阪大学, 1999, 博士論文
Version Type	VoR
URL	<a href="https://doi.org/10.11501/3155706">https://doi.org/10.11501/3155706</a>
rights	
Note	

*The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA*

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

The University of Osaka

氏 名	内 田 浩 史
博士の専攻分野の名称	博 士 (経 済 学)
学 位 記 番 号	第 14823 号
学 位 授 与 年 月 日	平成 11 年 5 月 28 日
学 位 授 与 の 要 件	学位規則第 4 条第 2 項該当
学 位 論 文 名	日本の金融仲介機関と資本市場
論 文 審 査 委 員	(主査) 教 授 筒井 義郎 (副査) 教 授 伴 金美 助教授 前多 康男 助教授 谷川 寧彦

### 論 文 内 容 の 要 旨

本論文は、日本の金融市场および金融機関の役割を、理論的・実証的に検討することを目的としている。取り上げられたトピックスは、融資の二重循環、協調融資、銀行貸出と社債発行の併存、の 3 点であり、第 3 の問題に関する展望論文をあわせて 4 つの論文から構成されている。

第 1 章が扱っている融資の二重循環とは、短期貸出市場において、景気の良い時期に大企業向け貸出額が小企業より相対的に増加し、景気の悪い時期に小企業向け貸出額が大企業より相対的に増加する現象である。この現象は、近代的な大企業と生産性の低い小企業との間の経済構造の二重性が金融面に現われたものであると解釈されることが多かった。そして、小企業向け貸出は、量でも金利でも、大企業向けへの貸出に比べて格差がつけられていると指摘されたのである。

本論文は、融資の二重循環を異なる角度から分析している。すなわち、借り手である企業は、貸出の条件が悪化したとき、自発的な信用割当を選択し、代替的な市場から資金調達すると想定する。この「信用割当」が大企業と中小企業で発生したり消滅したりするパターンが考えられ、このパターンが景気の状況に応じて繰り返されることを、融資の二重循環と定義している。著者はこのような想定を表現した理論モデルを構築し、信用割当が行われている場合と行われない場合を識別する回帰式を、比較静学により導出した。次に、景気に応じて期間を区切り、それぞれの期間で大企業と中小企業が信用割当を受けているかどうかを検証した。その結果、不況の時は大企業・中小企業ともに貸出を受けるが、好況の時は中小企業だけ貸出を受け、大企業は貸出が制限されるという結果を得た。これは、好況期には大企業の留保利潤が上がるため、大企業は代替的な市場から資金調達することを示している。

第 2 章は、協調融資には、「幹事銀行」と呼ばれる銀行が説明会を開いて他行の参加を募り、契約内容に関して合意してから貸出が行われるという「厳密な意味での」協調融資と、それぞれの銀行が独立に貸出を行うが、結果として複数の銀行が 1 企業に同時に貸し付けることになる、「事実上の」協調融資、という 2 つの形態が併存するという事実を、コモンエージェンシーの理論を応用して説明することを目的としている。

本論文は、「厳密な」協調融資を結成するには、きわめて少額ではあるが、取引費用がかかると仮定する。それゆえ、

両方の形態の協調融資が同一の結果をもたらす場合には、「事実上の」協調融資が選ばれる。これに対し、借り入れ企業が、投資の実行に際して十分な努力を払わないというモラルハザードを起こす場合には、銀行は企業の努力を引き出すために利子率を引き下げる検討をする。「厳密な」協調融資ではこの問題が正しく解決されうるが、「事実上の」協調融資では、各行がそれぞれ他行の利子引き下げ行動にフリーライドしようとするので、結果的に望ましい状態を実現できない。したがって、この場合には、「厳密な」協調融資が選択されるのである。

このように、著者は「厳密な」協調融資と「事実上の」協調融資が併存することを合理的に説明したが、1980年代後半からは「事実上の」協調融資の方が頻繁に用いられるようになっているという事実についても、その理由を明らかにしている。すなわち、1980年代後半以降、借手企業側の資金調達手段が多様化したために、借り手の立場が強くなり、企業が貸借契約を提示するようになった。銀行側はその契約を受け入れるかどうかを選択するだけになり、その結果、フリーライダーの問題は消失するので、「事実上の」協調融資が選択されるようになったのである。

これらの分析において、著者は、金融機関による貸出の役割が、企業にとって代替的な資金調達手段である資本市場の状態によって影響されることを意識している。しかし、そこでは、資本市場の役割そのものは分析の対象ではない。これに対し、本論文の残る第3章、第4章では、企業の資金調達手段として、金融機関からの借り入れと資本市場からの調達とが併存するのはなぜであるかが、明示的に取り上げられ、分析される。

第3章では、金融仲介機関と資本市場の役割を比較したこれまでの理論を展望している。まず、情報生産および契約の不完備性によって生じる問題を解決するという、金融仲介機関の基本的な機能を分析した論文を展望している。しかし、これらの分析は、金融仲介機関の存在理由を説明するものの、資本市場を通じた取引が併存することは説明できない。つづいて、金融仲介機関と資本市場の役割を明示的に比較した理論を紹介し、整備された資本市場が存在する場合の金融仲介機関の相対的な利点はどこにあるのかを整理している。そして、金融仲介機関と資本市場は密接な代替関係を持ってはいるが、完全な代替物ではなく、それぞれが固有の利点、および欠点を持っていることを明らかにしている。

第4章では、金融仲介機関による場合も、資本市場による場合も、情報生産が行われる、という設定の下で銀行貸出と社債発行との相対的な収益性の違いを理論的に明らかにする。実際に、社債による資金調達の場合であっても格付け機関や監査法人、経営コンサルタントや経営アドバイザーなどによって情報は生産されているからである。具体的には、情報生産が価値のある形で行われるために、正確な情報を「生産」するかどうかと、得られた情報を正しく「報告」するかどうかという2つの側面を考慮する必要があることに注目する。社債発行において情報を生産する格付け機関などは情報を正しく報告するのに長けているのに対して、正確な情報を生産するインセンティブに乏しい。これに対して銀行は、正確な情報を生産するが、それを必ずしも正しく報告するとは限らない。したがって、銀行貸出と社債発行のどちらが有利であるかは、どちらの面が重要であるかに依存することを明らかにしている。

## 論文審査の結果の要旨

本論文の特徴は、日本の金融に関する事実を厳密な理論と計量経済学的な実証によって明らかにしていることである。第1章において、融資の二重循環を信用割り当ての結果としてとらえようという視点は新しいし、それを実証研究にまで発展させているところに、著者のするどい問題意識と分析の力量を感じることができる。第2章で、協調融資の2つの形態に着目しているのも新しい視点であり、それに関する事実を理論的に説明している点も高く評価できる。さらに、第4章において展開されている「情報生産におけるインセンティブの違い」という視点は、金融仲介機関と資本市場とを比較した従来の研究では考慮されていなかった新しいものである。

もっとも、本論文にもいくつかの問題点が残されている。たとえば、融資の二重循環は、大企業が資本市場での資金調達に走る現象として解釈されているが、これは、従来の「不当な扱いを受けてきた中小企業」というイメージとかけ離れており、理論や実証の結果がそれを支持しているにしても、直感的にその妥当性に疑問をもつ人が多いであ

ろう。協調融資の問題については、日本の現実の解明という目的に照らすと、未だ理論的な解釈にとどまっており、本格的な実証研究にまで進んでいない。また、金融仲介機関と資本市場の併存については、より具体的な事実の説明というところまで、理論が展開されていない。

しかしながら、これらの点の多くは、本論文の欠点というより、解明すべき今後の研究分野であるというべきであろう。本論文は、日本の金融システムを理論的・実証的に明らかにするという著者の最終目的に向かって踏み出した確実な一歩であり、従来の学界の見解に新しい知見を加えたものと評価できる。よって、本論文は、博士（経済学）の学位に十分値するものであると判定する。