The University of Osaka
Institutional Knowledge Archive

Title	日本の銀行と金融組織
Author(s)	鹿野, 嘉昭
Citation	大阪大学, 1995, 博士論文
Version Type	VoR
URL	https://doi.org/10.11501/3106811
rights	
Note	

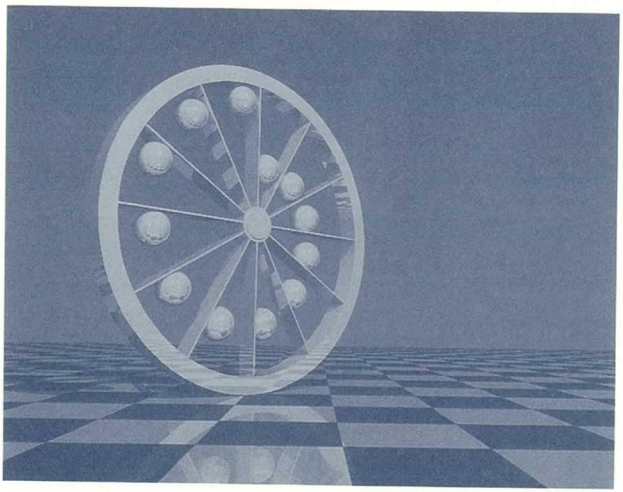
The University of Osaka Institutional Knowledge Archive : OUKA

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

The University of Osaka

日本の銀行と金融組織

鹿野嘉昭 著



東洋経済新報社

はじめに

本書は，メインバンク関係，貸出市場の分析等を中心として，日本の銀行組織と金融メカニズムに関する研究成果を取りまとめたものである．日本の銀行組織と金融のあり方をめぐっては，これまで多数の著作が公表されている中にあって，本書を敢えて公刊しようとしたのは次のような事情を背景とするものである．すなわち，かつて支配的であった人為的低金利政策の採用，オーバーローン，資金偏在といった日本の金融に関する構造的，制度的諸条件のあり方に関しては詳細な分析が実施されているにもかかわらず，そうした諸条件が銀行，企業，家計の金融行動に対しどのような影響を及ぼしたのか，あるいは金利が規制されていた中にあって，金融市場における需給はどのようなメカニズムを通じて調整されていたのか，という重要な問題については，残念ながらほとんど明らかになっていないのである．

例えば，かつて貸出市場の機能をめぐっては，貸出市場は均衡か不均衡か，あるいはなぜ貸出金利はコールレートと比べて硬直的なのか，といったテーマを中心として種々の論争が展開されたが，現在から顧みると，論争の活発さとは裏腹に「定説」が確立されるまでには至っていない．また，金利が規制されておれば，当然のこととして，貸出市場での需給はどういった数量調整メカニズムを通じてクリアーされていたのかが問われなければならないにもかかわらず，どういうわけか論争は貸出市場は均衡か否か，あるいは信用割当が発生しているか否か，という段階にとどまっていたのである．このほか，最近では戦後日本の金融システムの特徴とその機能の解明を狙いとして，メインバンク関係について理論，実証の両面から興味深い議論が種々展開されているが，その多くは，銀行による情報生産活動を重視する金融仲介の理論を援用するにとどまり，メインバンク関係のどういった点が日本に固有の特徴なのかが明確になっていない．

1980年以降の金融の自由化，国際化，機械化の急速な進展の中で，わが国に

おける金融取引慣行も，89年１月の新短期プライムレートの導入に象徴されるように，大きく変容しているといわれる．新しい時代環境の下での銀行行動，家計や企業の金融行動のあり方を議論するに際しては，かつて日本において支配的であった金融メカニズムとは一体どのようなものであったのか，そしてまた，それはどういった要因によって支えられていたのかを明らかにしておく必要があると思われる．銀行取引の多くは，顧客関係のうえに立脚した長期取引という性格が強く，一夜のうちに約変することはありえず，徐々に変容することから，金融自由化の中で発生する過渡的な現象を理解するためにも，そうしたメカニズムを分析・検討することには，それなりの意義があると考えられるのである．

本書は，こうした観点から，改めて日本の銀行組織の機能や金融メカニズムを制度論的アプローチを中心として分析しようとするものである．そして，銀行，金融制度の機能やあり方が国や時代によって異なりうるのは，金融取引にかかわるルールのあり方の相違を反映したものとして捉えるところに特徴がある．すなわち，銀行を貯蓄資金を家計から企業へと運ぶ自動車にたとえると，その自動車としての役割や機能は万国共通の普遍的なものではあるが，ハンドルは右か左か，ボディや内装についてはどのような色が好まれるのかといった自動車の具体的仕様は各国の交通規制，道路事情や生活慣習により規定されるというように，銀行あるいは銀行取引のあり方は，政府が定めた法律・規制や民間部門での取引慣行を反映して異なりうるのである．

本書の構成と主張を要約すると，次のとおりである．まず，第１章は，日本の銀行組織の概要とその特徴を説明した後，高度成長期を主たる分析対象として，なぜわが国においては銀行部門が企業金融上重要な地位を占めるに至ったのか，さらには，かつて支配的であった各種の競争制限的な規制が家計貯蓄の流れに対しどのような影響を及ぼしていたのか，といった問題を中心として，わが国金融メカニズムのあり方を概観する．第２章は，銀行と金融制度に関する理論的検討を述べたものである．すなわち，金融制度を産業資金供給のあり方に関する制度的取り決めないし金融取引ルールの集合体として捉えたうえで，金融制度のあり方が銀行借入型，資本市場型というように国により異なるのは，企業の倒産リスク負担に関するルールの相違を反映したものであると主張され

る．

そして，第3章以下の議論は，以上のような銀行，金融制度の捉え方の現実妥当性を，わが国の公社債市場，貸出市場，さらには銀行と企業との金融取引契約などを対象として，金融取引規制と市場での需給調整メカニズムとの関係の分析を通じて確認しようとするものである．第3章は，銀行の競争力は，個々の銀行の金融仲介サービス生産にかかわるミクロ的な技術条件に加え，母国の金融制度や銀行監督規制のあり方というマクロ的な環境によって規定されることを強調したうえで，国際金融市場での協調融資組成実績のほか，資本コストや経費面での効率性を尺度として銀行の競争力を比較し，各国銀行の競争力は母国での銀行を取り巻くマクロ的な環境にかなりの程度依存していることが主張される．

第4，5章では，1984年6月のバンク・ディーリング解禁以降のわが国国債流通市場の変容を取引構造および利回り形成面から検討のうえ，指標銘柄への取引集中というわが国独特の取引構造は，金融機関による国債保有にかかわる制度的要因を背景として醸成されたものであることが指摘されるほか，期待理論に基づき，国債利回りと短期金利との相互関係が分析される．第6，7章は，わが国貸出市場に関する分析を報告するものである．すなわち，貸出金利規制の具体的内容とそれが銀行行動や貸出市場での需給バランスに及ぼす効果を吟味した後，顧客・地域市場としての性格が強い貸出市場において銀行は，金融市場でのマクロ的な需給状況を踏まえたうえで，フルコスト原理に基づき貸出金利を設定しているとの仮説を提示するとともに，そうした仮説を実証的に検証したところ，比較的良好な結果がえられた．

第8，9章は，わが国独特の金融取引慣行であるとされるメインバンク関係についての分析である．ここでの議論は，メインバンク関係を銀行と借入企業との間の結託契約として捉えたうえで，メインバンク関係の取引実態を吟味するとともに，国際比較の観点から，その日本的特徴を明らかにしようとするところに特徴があり，わが国においては，そうした結託契約の締結が制度的に容認されていることがメインバンク関係の成立を促してきたと主張される．そして，第10章では，今後の研究課題を検討することにしたい．

本書の基礎となった研究論文の執筆に際しては，多くの方々から種々有益な

助言やコメントを頂戴した．とりわけ，浅子和美，池尾和人，植田和男，貝塚啓明，金子　隆，倉澤資成，清水啓典，筒井義郎，寺西重郎，浜尾　泰，広田真一，星　岳雄，堀内昭義，三井　清，三輪芳朗，米澤康博の諸先生方に対しては，厚くお礼を申しあげたい．また，本書の基礎となった研究論文の大部分を執筆した，1992年4月から94年3月までの2年間にわたる筑波大学勤務時に，公私にわたってご指導をいただいた厚見　博，太田　誠，楠本捷一朗の各先生に対しても，深く感謝することにしたい．

著者が所属する日本銀行においては，3度にわたる金融研究所勤務を通じて多くの上司，先輩，同僚から種々温かい指導や助言を仰ぐことになった．本来であるならば，そうした方々の名前をすべて掲げ，感謝の念を伝えるべきところであるが，ここでは，上司，諸先輩方を代表して，澤本一穂金融研究所長に対し謝辞を述べることにしたい．本書の作成に際しては，吉川義典，後藤康雄，西島裕子，山本和世，松本路子，緑川小文の各氏には，データの加工と計測，原稿の整理や図表の作成に協力していただいたことを記して感謝することにしたい．また，自宅での原稿の執筆，整理に温かい協力を惜しまなかった妻の敬緯子，祐嗣，洋平にも感謝の意を表したい．

最後に，本書の完成に向け，怠惰な著者を叱咤激励していただいた東洋経済新報社の渡辺昭彦氏に，厚くお礼を申しあげることにしたい．なお，本書での意見は，著者個人のものであるほか，誤解や誤りがあるとすれば，それはすべて著者の責任に帰することを記しておきたい．

1994年9月

鹿　野　嘉　昭

目　　次

はじめに

第1章　日本の銀行制度と金融メカニズム …… 3

第1節　日本の銀行制度(3)
第2節　業務範囲および産業組織からみた特徴(12)
第3節　日本の金融メカニズム：再考(16)
第1章　注(26)
第1章　参考文献(26)

第2章　銀行，金融制度と経済学 ……29

第1節　銀行の役割と機能(29)
第2節　金融取引に関するルールの集合体としての金融制度(35)
第3節　不完備契約に基づく金融制度の分析(41)
第2章　注(49)
第2章　参考文献(51)

第3章　銀行の競争力 ……53

第1節　銀行の競争力に関する概念の整理(53)
第2節　銀行の国際競争力(57)
第3節　銀行の国際競争力を巡る伝統的議論(60)
第4節　銀行の競争力をどのように捉えるべきか(68)
第5節　まとめ(74)
第3章　注(75)
第3章　参考文献(76)

第4章　わが国公社債市場の構造と特徴 ……79

第1節　わが国における公社債市場の発達と構造的特徴(79)
第2節　わが国国債流通市場の特徴(83)

1. わが国国債流通市場の構造的特徴(83)
2. わが国国債市場における流通利回り形成面での特徴(90)
第4章 注(96)

第5章 国債の流通利回り変動と期待理論 ……99

第1節 期待理論の意味(99)
第2節 期待理論成立に関する検証方法とその解釈(100)
第3節 わが国における期待理論成立に関する検証(102)
第4節 期待理論の長期金利変動予測力に関する検証(106)
第5節 わが国国債利回りとVARアプローチ(108)
第6節 まとめ(114)
第5章 注(116)
第4,5章 参考文献(117)

第6章 わが国貸出市場の構造と特徴 ……121

第1節 これまでの議論の批判的検討(121)
第2節 わが国貸出市場の構造とその特徴(128)
1. 貸出金利についての予備的考察(128)
2. 人為的低金利政策，銀行保護行政と貸出市場(133)
第3節 貸出市場における金利の調整機能と制度的要因の効果(143)
第6章 注(152)

第7章 銀行の貸出金利設定行動とフルコスト原理 ……157

第1節 銀行行動とフルコスト原理(157)
第2節 フルコスト原理に基づく貸出金利の実証分析(160)
第3節 貸出金利の業態間格差はなぜ生じるのか(169)
第4節 まとめ(170)
第7章 注(171)
第6,7章 参考文献(172)

第8章 メインバンク関係の日本的特徴 ……175

第1節 これまでの議論の批判的検討(176)
第2節 メインバンクをどのように捉えるか(179)
第3節 メインバンク関係の生成・発展と高度成長(184)
第4節 企業の経営支配権とメインバンク(188)

第5節　メインバンク関係を支える制度的要因(192)
第8章　注(196)
第8章　参考文献(198)

第9章　メインバンク関係の実証分析 ……201

第1節　メインバンク関係に関する実証分析の展望(201)
1.　逸話的アプローチによるメインバンク関係の検証(202)
2.　エージェンシー・コスト・アプローチによるメインバンクの資金安定供給機能に関する分析(209)
3.　役員派遣とメインバンクの監視機能(211)
第2節　メインバンク関係の実証分析(213)
1.　メインバンク融資比率の決定要因(213)
2.　役員派遣の経済分析(219)
3.　メインバンクの企業救済は能動的に実施されるのか(221)
第3節　まとめ(227)
第9章　注(230)
第9章　参考文献(231)

第10章　今後の課題 ……233

索　　引 ……237

日本の銀行と金融組織

第1章　日本の銀行制度と金融メカニズム

わが国金融メカニズムのあり方をめぐっては多数の研究が公表されているが，日本の金融に関する構造的，制度的諸条件，とりわけ各種の金利規制の存在が銀行，家計等の最適化行動にどのような影響を及ぼしたのか，あるいは金利が規制されていた中でどのようなメカニズムを通じて市場での需給が調整されていたのか，という日本の金融メカニズムを理解するうえでの重要な問題に関しては，ほとんど明らかになっていないのも事実である．

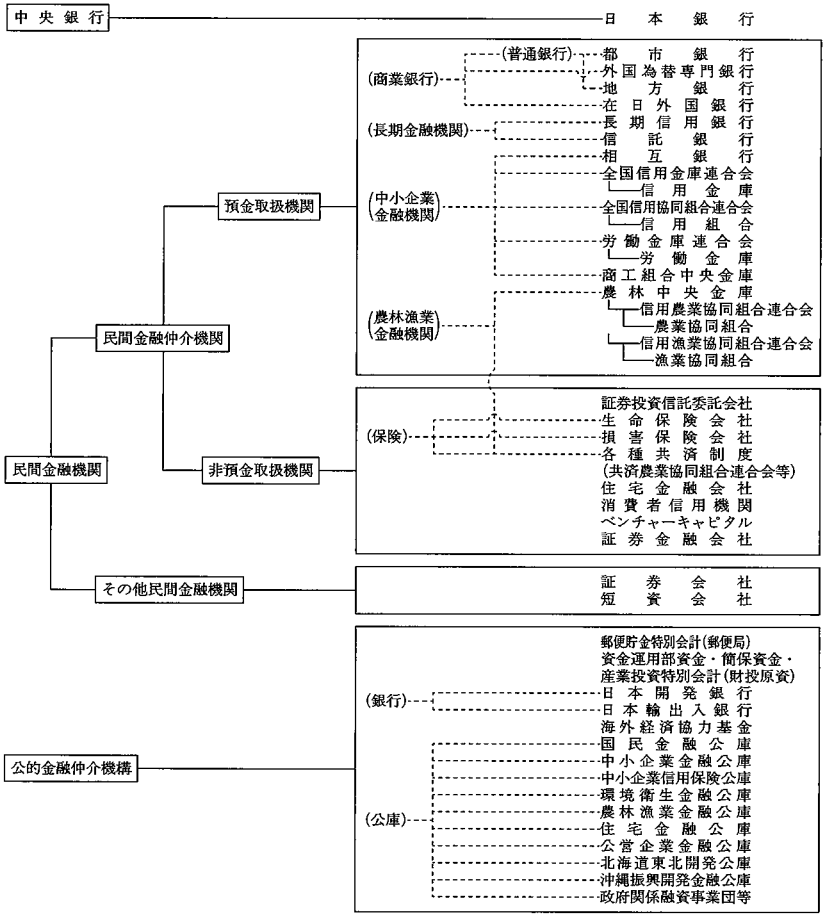
本章では，わが国銀行制度の特徴を述べた後，高度成長期を主たる分析対象として，なぜわが国においては銀行部門が企業金融上重要な地位を占めるに至ったのか，さらには，かつて支配的であった各種の競争制限的規制が家計から企業へと向かう貯蓄の流れに対しどのような影響を及ぼしていたのか，といった問題を中心として，わが国金融メカニズムについて検討することにしたい．

第1節　日本の銀行制度

現行銀行組織の概要

わが国金融メカニズムのあり方を議論するに際しては，当然のこととして，銀行の意義，役割と機能，銀行と銀行制度あるいは金融制度との関係などを規定のうえ行う必要があるのはいうまでもない．これらの問題に関する検討は第2，3章に譲ることとして，本章では，日本の銀行制度の概要とその沿革について説明する．そして，ここでは取りあえず銀行は次のような役割と機能を果たしているということだけを指摘しておきたい．すなわち，銀行は，金融仲介サービスの専門的生産者として預金者に代わって貯蓄資金の運用を行っているほか，支払手段としての預金通貨の供給主体として，また一国の決済機構の運営主体として，さらには金融政策の波及媒体として重要な役割を果たしているのである．もっとも実際上，預金取扱機関のうちどの範囲までを銀行と呼ぶか

表 1-1　現行金融機関の組織図



(出所)　日本銀行金融研究所『新版　わが国の金融制度』日本信用調査，1986年.

は，国により異なる.

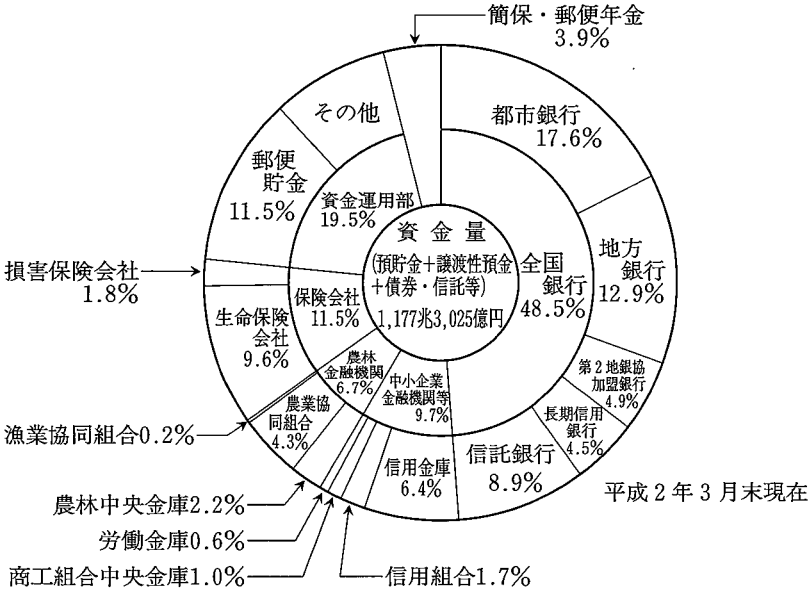
わが国の場合，銀行法等に基づき，大蔵大臣から営業免許を取得した株式会社形態の預金取扱機関のことを銀行といい，普通銀行，長期信用銀行，信託銀行および外国為替銀行がある．銀行以外の預金取扱機関としては，信用金庫，信用組合，労働金庫，農協など各種の協同組織形態の金融機関があるが，そうした機関は会員または組合員の相互扶助を目的とした非営利法人として位置づ

けられていることから，取引顧客も原則として会員または組合員に限定されており，この点，私的利益の追求を目的として不特定多数の個人・企業と取引しうる銀行と異なる．このほか預金取扱機関以外の金融機関としては，民間金融機関からの資金供給の補完を狙いとして設立された政府系金融機関に加え，保険会社や証券会社などがあり，これらが総体として，わが国の金融組織を構成している．銀行制度とは一般に，このうち銀行業務に従事している機関の組織的形態のあり方に加え，銀行業務あるいは銀行取引に関する規制や慣行など，銀行を取り巻く制度的枠組みのことをいう．

表1-1は，わが国の現行の金融組織を示したものであり，それは中央銀行，民間金融機関および政府系金融機関に大別される．民間金融機関のうち預金を取り扱うことのできる機関としては，①短期金融を主な業務とする普通銀行（都市銀行，地方銀行，第2地方銀行協会加盟地方銀行，在日外国銀行），②長期の産業資金供給を主体とする長期金融機関（長期信用銀行，信託銀行），③外国為替業務を専業とする外国為替銀行（東京銀行），④中小企業金融をその主要業務とする中小企業金融機関（信用金庫，信用組合，労働金庫，商工中金等），⑤農林漁業金融を主な業務とする農林漁業系統金融機関（農林中央金庫，農・漁業協同組合等）がある.[1] さらに，これらの民間金融機関を通じる資金供給機能の補完を狙いとして，⑥政府系金融機関（郵便貯金，日本開発銀行，住宅金融公庫等）が設けられている．また，民間の非預金取扱機関およびその他金融機関としては，金融機関相互間の資金融通を仲介する短資会社，保険を取り扱う生命保険・損害保険会社，証券業務に従事する証券会社等がある．

このうち普通銀行とは，「銀行法」を根拠法として短期金融を主たる業務とする銀行のことをいい，その規模や営業基盤などを基準として，大都市に本店を置くとともに全国的な支店網を有する都市銀行（慣行として外国為替銀行を含む），全国の大・中都市に本店を有するとともに本店所在地の都道府県を主たる営業基盤とする地方銀行，1989（平成元）年2月以降相互銀行から普通銀行に転換した第2地方銀行協会加盟地方銀行という3つの業態に便宜的に分類されている．また，長期信用銀行とは，産業に対する長期資金の供給を狙いとして「長期信用銀行法」に基づき設立された銀行のことを，信託銀行とは，普通銀行のうち「信託兼営法」により信託業務の運営を認められた銀行のことをそれぞれいう．そして，普通銀行，長期信用銀行および信託銀行という3業態

図 1-1　金融機関の資金量



（出所）　全銀協調査部編『図説　わが国の銀行』財経詳報社，1991年.

を併せて，全国銀行と呼ぶ.

因みに，保険，郵便貯金，年金等を加えた，わが国金融機関全体としての資金量をみると（図1-1），1990年3月末現在，1,177兆円に達しているが，全国銀行が573兆円とその約半分を占め，次いで中小企業金融機関（全体の9.7%），農林漁業金融機関（同6.7%），郵便貯金（同11.5%），保険会社（同11.5%）の順になっている．全国銀行のうち都市銀行の資金量は207兆円で，資金量合計の17.6%，あるいは全国銀行資金量の36.3%を占めるなど，単一の業態としては全金融機関の中で最も高いシェアを誇る.

日本における銀行制度の確立と改編

日本における近代的銀行制度の導入は1872（明治5）年の国立銀行条例の制定にまで遡ることができるが，そうした銀行制度が本格的に確立・整備されたのは1893（明治26）年の銀行条例施行以降のことである.[2] その後，わが国の銀行制度は様々な変遷を経て現在に至っているが，当時の銀行制度は，殖産興

業を金融面から支えることを目的としてイギリス流の商業銀行主義の理念に基づき構想され，銀行も商業銀行としての普通銀行，大衆貯蓄機関としての貯蓄銀行，長期金融銀行・貿易金融銀行としての特殊銀行（特別法に基づき設立された半官半民の銀行）というように，資金需要の性質に見合った専門金融機関が分業的に創設されていった．

また，明治・大正期においても銀行の設立は許可制であったが，1900年代初頭までは殖産興業政策に基づき銀行の設立審査は比較的緩やかで，届出さえ出せば許可されるのが普通であったため，過小資本の弱小銀行が多数設立されるに至った．とくに日清戦争後の銀行設立ブーム時においては，僅か3年間で668行もの普通銀行が設立されるなど，地方を中心に中小銀行を設立する動きが相次ぎ，普通銀行数は1901（明治34）年末のピーク時には1,867行にも達した．これらの銀行の過半は経営基盤の脆弱な中小銀行からなるとともに，その多くは機関銀行と称されるように資本・融資面で特定の企業ないし企業グループと密接な関係を有し，当該企業（グループ）と盛衰をともにしがちであった．このため，群小銀行の経営は，その後再三にわたって発生した恐慌の中で悪化の一途を辿り，地方所在の中小銀行を中心として整理・合併が進められたが，それでも，1927年銀行法の施行当時には1,283行という多数の普通銀行が営業していた．しかし，1927（昭和2）年の金融恐慌と銀行法の制定を契機として，そうした中小銀行の整理が大きく進められ，さらには第2次世界大戦中に1県1銀行主義に基づく地方銀行の大合同政策が強力に推進された結果，1945（昭和20）年末には普通銀行は61行（都市銀行8行，地方銀行53行）にまで減少した．

第2次大戦後，わが国の銀行制度は，経済の復興・発展および雇用機会の創出という当時の経済的課題の達成を狙いとして再編成されていった．すなわち，日本経済の重化学工業化を推進するうえで必要となる多額の長期資金の供給システムとして長期信用銀行，信託銀行という長期金融機関が設立される一方，雇用吸収力に富む中小企業の育成・発展を金融面から支援することを狙いとして相互銀行，信用金庫などからなる中小企業金融専門機関が整備・拡充されたのであった．さらに，民間金融機関による資金供給を補完するため，各種の政府系金融機関が設立されていった．このようにして現在の銀行制度は1950年代前半に形成されたが，それはまた，銀行分業主義に基づく戦前の銀行制度を時

代環境の変化に合わせて再編成したものと考えることができる．

戦後における銀行制度の再編過程についてもう少し詳細にみると，連合軍総司令部は当初，銀行と資本市場との機能分離を図るという原則に基づき，戦前期における長期金融機構の主軸であった特殊銀行の廃止・普通銀行化を強く推進しようとしたが，戦後の混乱期における産業復興資金供給のため，旧特殊銀行に債券発行銀行化への選択を認めるなど，実際の制度改編は基本政策からの修正・譲歩を余儀なくされたといえよう．加えて，財閥解体，農地解放という民主化政策を背景として旧来の資本家層が崩壊したほか，インフレの高進に伴い金融資産の価値が極端に目減りし，戦争直後の混乱期においては長期の産業資金供給を資本市場経由で行うという連合軍総司令部の基本政策は，理想的構想の域を脱しえなかった．

実際，その後の産業復興資金供給状況をみると，銀行による産業資金貸付が大宗を占め，とりわけ1950（昭和25）年6月の朝鮮戦争勃発に伴う特需を背景に重化学工業等の基幹産業を中心として設備資金需要が急増をみ，普通銀行のオーバーローンが極端に進行した．このような事態に対処すべく，1952（昭和27）年6月に「長期信用銀行法」と「貸付信託法」が制定され，銀行部門における長期金融機構の整備が図られたのであった．さらに，1954（昭和29）年には，貿易金融の円滑化等を目的として「外国為替銀行法」が制定され，戦前期には外国為替専門の特殊銀行であった東京銀行は同法に基づく外国為替専門銀行に転換した．

分業主義・専門金融機関制度に基づく銀行制度の再編は，明確なプログラムに沿って行われたというよりも，むしろアメリカの対日政策の動向やその時々の時代的要請に基づき対症療法的に実施されてきたというのが実態に近い．しかしながら，事後的にみると，かなり体系化された制度となっていた．そして，このような分業主義により再編されたわが国銀行制度は，戦後の経済復興およびそれに続く高度成長を金融面から支えてきたのである．その後，日本経済の成熟化に伴い実態面では，普通銀行による長期貸出比率の上昇，中小企業向け融資比率の上昇が端的に示すように金融機関の同質化が進んでいる．また，1970年代央以降急速に進展した金融の自由化，国際化，証券化の流れの中で，企業による資金調達の資本市場へのシフトの進捗など，銀行を取り巻く環境も大きく変化し，これまでの分業主義に基づく縦割りの銀行制度の意義は相対的

に薄れてきた．

このため，1985（昭和60）年9月以降，新しい時代環境の下での銀行制度のあり方が大蔵大臣の諮問機関である金融制度調査会，証券取引審議会において検討され，1991（平成3）年6月には，より良質の金融サービスを国民に提供していくためには業態間の垣根を越えた競争を促進する必要があるとの観点から，銀行，信託および証券業務を相互に開放すべきとの提言があった．この提言に基づく金融制度改革関連法が1992（平成4）年6月に成立し，1993（平成5）年4月以降，銀行は証券，信託それぞれの業務に特化した子会社（業態別子会社）の設立を通じて信託・証券業務に参入できるようになった．

ただし，銀行等が新たに設立する証券子会社の業務範囲については，既存証券会社経営の健全性等を考慮しつつ漸進的に進めるとの考え方に基づき，当初は①株券の発行および流通業務（ディーリング・ブローキング業務），②転換社債等エクイティ物の流通業務，および③株価指数先物取引および株価指数オプション取引，という株式関連業務がその業務範囲から除外されることになっているほか，親銀行との間の人的・資本的交流を制限するファイヤー・ウォールが設けられている．また，銀行や証券会社が設立する信託銀行子会社の信託業務の範囲についても，同様の趣旨から，貸付信託，年金信託，合同金銭信託，特定金銭信託および指定単独金銭信託が当初は除外される扱いになっている．

業務分野規制

戦後の復興期に改編された，日本の銀行制度は銀行分業主義を基本としているが，この銀行分業主義をより確実なものとする一方で銀行制度全体としての安定性を確保するため，銀行の業務範囲，店舗展開や預金金利等に対しては種々の競争制限的な規制が課されてきた．競争制限的規制は専門性の利益を重視して導入されたとも考えうるが，そうした規制の多くは銀行制度の安定性維持の観点から経営基盤の弱い銀行でも存立しうるよう定められており，これに因んでわが国銀行監督当局による銀行行政のあり方は護送船団方式と呼ばれることが多い．そして，こうした競争制限的な規制が銀行による自由な資金の運用・調達行動を歪め，結果として，オーバーローン，オーバーボロイング，間接金融の優位および資金偏在という，いわゆる高度成長期の金融構造を現出させたといえよう．例えば，資金偏在という現象は，店舗規制により都市銀行に

よる地方預金市場への進出が相対的に抑制された一方で，預金金利規制や銀行保護行政を主因に預金者にとってはいずれの銀行に預金するかが無差別化していた，といった事情を背景として形成されたと考えられるのである．

これらの競争制限的規制の中でも，わが国の分業・専門主義に基づく銀行制度を支えてきたのが，銀行の業務範囲を定める業務分野規制であり，具体的には，①長短金融の分離，②銀行・信託の分離，③銀行・証券の分離が挙げられる．この業務分野規制は，各業務の間に垣根を設けて他の金融機関の参入を防ごうとするものであることに因んで垣根問題とも称される．もっとも，その垣根も，長短金融の分離については1993（平成５）年10月の普通銀行による中長期預金の取扱い解禁により実態的に解消をみたほか，銀行・信託，銀行・証券の垣根についても金融制度改革関連法の成立に伴い，銀行による信託・証券業務への参入，信託銀行による証券業務への参入および証券会社による銀行・信託業務への参入が相互に可能となったことから，事実上撤廃されたといえよう．ここでは，わが国の金融メカニズムを論じる際に必要となる範囲内において，そうした業務分野規制の実態について概観する．

長短金融の分離とは，長期と短期の金融業務をそれぞれ別個の金融機関に行わせるというものであり，専門化の利益を生かして資金の効率的かつ円滑な供給を推進すること，普通銀行等による資金の運用・調達面での期間対応の確保を通じて経営の健全性維持や預金者の保護を図ることなどを狙いとしている．設備投資資金の供給等の長期金融業務については，長期信用銀行および信託銀行がその担い手とされるとともに，そうした銀行に対しては長期の資金調達手段として金融債（長期信用銀行），貸付信託（信託銀行）の販売が認めらた．これに対し，普通銀行や信用金庫などは，預金を原資として短期貸出を行うことになっており，普通銀行等の主要資金調達手段である定期預金の預入期間については，利付金融債（５年）および貸付信託（５年）との競合を避ける狙いから行政指導により最長３年に制限されていた．

このように長短金融の分離は資金の調達期間に対する規制を通じて確保されてきたが，普通銀行等による資金の運用期間については何等制限が設けられていない．その結果，運用面においては普通銀行等の長期貸出比率の上昇，長期金融機関における短期貸出比率の上昇を通じて，普通銀行等と長期金融機関との同質化が進んできたが，1993（平成５）年10月以降，普通銀行等による期間

3年超の中長期預金の受け入れが可能となったことから，同年月以降，長短金融の垣根は名実ともに撤廃されたといえよう．

銀行・信託の分離とは，原則としてひとつの銀行が銀行・信託両業務を兼営することを禁止するとともに，信託業務に従事しうる金融機関の範囲を限定するものである．この分離規制は1922（大正11）年の信託法，信託業法にまで遡ることができる．戦中・戦後の一時期，銀行による信託兼営が認められたこともあったが，第2次大戦後は，長期金融制度の整備・拡充策の一環として再び銀行・信託分離政策が採られた．現行法令上，信託業務は普通銀行の兼営業務として営まれているが，信託業務を行いうる銀行は，これまで信託銀行7行，都市銀行1行，地方銀行2行および外銀系信託銀行9行に限られていたが，金融制度改革関連法の実施を受け，証券会社，普通銀行，外国為替銀行，長期信用銀行も信託銀行を設立することが可能となり，現在では，証券系4行，為銀系1行，長信行系1行，計6行が子会社形態でもって信託業務に参入している．ただし，信託銀行による資金調達手段の中でも最も代表的なものである貸付信託（期間2，5年）の販売については，信託を主業とする旧信託専業銀行7行にのみ認められている．このほか，地方銀行等の地域金融機関に対しては，土地信託等の特定の信託業務への本体での参入が認められることになった．

銀行・証券の分離は，銀行による証券業務（有価証券の引受・販売）の兼営を禁止するものであり，銀行による証券業務の兼営は預金者と投資家との間の利益の衝突（利益相反）に伴う問題が多いとの考え方を背景とする．この分離原則は，戦後の制度改革において米国のグラス・スティーガル法を取り入れるかたちで導入され，証券取引法65条により銀行の証券業務は公共債を除き原則禁止となっている．また，わが国の場合，銀・証分離により証券会社に発展の基盤を提供，それを通じて過度の間接金融方式を是正しようとするところにも狙いがあったとされている．実際，銀行による公共債を対象とした証券業務は，高度成長時代を通じて行政指導により国債の引き受け以外は禁止されてきたが，その後，経済環境の変化とともに漸次認可され，現在では公共債の窓口販売・ディーリング業務・公募入札のほか，国債の先物・オプション取引，金融先物取引の取扱いなどが可能となっている．

第2節　業務範囲および産業組織からみた特徴

銀行の業務範囲

わが国においては，以上のとおり銀行の業務に関しその専門性を重視した種々の分離政策が採用されている．中小企業金融，住宅金融，農林漁業金融などの分野で専門金融機関を設置し，中小企業等の育成・発展を図るという専門金融機関制度を有する国は多数あるが，わが国のように肌理細かな分業体制を採用している国は主要国では数少ないといえよう．例えば，アメリカでは銀行による証券業務についてはグラス・スティーガル法で公共債を除き禁止されているが，銀行・信託業務の分離や長短金融の分離に関する規制は存在しない．また，イギリスにおいては多種多様な金融機関が存在し，それぞれが得意とする金融サービスの分野に特化しているが，業務範囲に関する法令上の規定はなく，いずれの業務分野にどのような形態でもって進出するかは，銀行等の自主的判断に委ねられている．

銀行業と商業の分離

銀行業と商業の分離とは，商業（非金融事業法人）による銀行の支配・所有，または銀行による商業の支配・所有を排除しようとする政策のことをいう．この問題についての関心は，わが国では分離原則が制度として確立していることもあってさほど高くはない．しかしながら，仮に両者が分離されていないと銀行による貸出決定の独立性が維持しえず，資産内容の健全性が脅かされるおそれがあるため，銀行制度のあり方を考えるうえでは見過ごすことのできない問題といえよう．

わが国の現行銀行制度上，銀行業と商業の統合は禁止されているが，明治，大正期においてはとくに禁止されておらず，その結果，商業の経営者が傘下企業の資金調達を目的として銀行を設立し，関連の企業に融資を集中させるという動きが相次いだ．当時，そうした銀行は商業の資金調達機関であることに因んで機関銀行と呼ばれていたが，銀行の機関化が進むと資産内容の健全性が損なわれる可能性が高い．実際，そうした機関銀行による与信の多くが第1次大戦後の反動不況の中で不良化し，1927年に生じた金融恐慌の背景を形成したと

されている．同年に成立した銀行法は，銀行の株式会社化および最低資本金の引き上げによる銀行合同の推進を通じて，こうした銀行業と商業の統合を排除しようとするところに狙いがあったとも考えられる．そして，第2次大戦に敗戦した後，銀行と企業は旧財閥系企業集団に代表されるように長期的な金融取引，株式の持ち合いや役員派遣を通じて緩やかに結び付いてはいるが，銀行合同の進展や財閥解体に伴い，わが国においては銀行業は商業と完全に分離されている．

欧米主要国においても，銀行業と商業は一般に分離されている．フランス，ベルギーという少数の国においては，ひとつの持株会社が銀行と商業双方を保有することが例外的に認められているが，そうした場合でも銀行業と商業の結び付きが銀行の貸出決定に影響を及ぼさないよう工夫されている．また，ドイツのように産業界と銀行界との関係が緊密な国もあるが，商業による銀行の所有・支配はみられない．これらの国において問題となっているのは，むしろ銀行がその株式保有を通じて産業に大きな支配力を及ぼしうるという点であり，「銀行による産業支配」という論題で銀行業と商業との統合に伴う危険が議論されている．

アメリカにおいても銀行業と商業は分離しているが，その分離度合は完全ではない．すなわち，アメリカでは，要求払預金の受け入れと商業貸付を同時に営む金融機関が銀行とされ，商業による銀行の保有は禁止されているが，そのいずれか一方の業務しか行わない，いわゆるノンバンク・バンクについては商業による所有が認められているのである（ただし，ノンバンク・バンクの新設は1986年3月以降禁止）．こうした事情に加え銀行業進出への機会均等確保という狙いもあって，アメリカでは金融制度の改革論議が高まる都度，銀行業と商業との分離政策を見直すべきとの議論が主張されることが多い．例えば結局廃案となった財務省による金融制度改革法案（1991年に議会に提出）では，銀行業と商業との分離原則を変更し，商業に対し多角的持株会社を通じる金融サービス持株会社（銀行，証券等金融サービス会社の持株会社）の保有を認めるという構想が盛り込まれていた．

わが国銀行業の産業組織的特徴

次に，わが国の銀行業が産業組織論的にみてどのような特徴を有しているか

表 1-2　わが国および欧米主要国における銀行制度の産業組織的特徴

	日　本	アメリカ	ドイツ	イギリス
	〈1990年3月末〉行	〈1989年3月末〉行	〈1991年末〉　行	〈1990年末〉　行
商業銀行数	155	13,011	341	13
うち大手行	13*1	17*2	4	4
その他の金融機関数	6,403	17,508	3,986	177
	%	%	%	%
総預金残高に対する商業銀行シェア	78	55	30	35
うち大手行	30*1	20*2	12	28

(注)　＊1　都市銀行（ただし，90年4月以降は11行）．＊2　海外店を有する多国籍銀行．

という点について国際比較の観点から考えることにしよう．各国とも信用秩序維持の観点から，銀行に対しては何らかのかたちで規制を課しているが，そうした規制のあり方は国によって異なっており，それがまた各国銀行業の産業組織的特徴を強く規定していると考えられる．したがって，銀行業の産業組織を国際比較するということは，各国の銀行監督政策の相違を論じることに等しいともいえよう．実際，ドイツやイギリス等の欧州主要国においては信用秩序維持のため，わが国と少なくとも同等程度の銀行保護政策が採られていると伝えられている．これに対しアメリカでは，営業地域に対する地理的制約は厳しいものの銀行業への参入等は自由・平等の原則の下，比較的緩やかで，金融システムの安定化対策としては預金保険制度という事後的なセーフティネットが重視されている．

こうした事情に加えデータ面での制約もあって，非金融法人を対象としたような集中度に関する詳細な分析を実施することが適切であるとは必ずしもいえない．それゆえ，ここではわが国銀行業の産業組織的特徴について，単純ではあるが欧米主要国の銀行産業との比較で考えることにした．表1-2は，日本，アメリカ，ドイツおよびイギリスの4カ国についてそれぞれの国における金融機関数，総資金量に対する商業銀行のシェアを示したものであり，この表からはわが国銀行業の産業組織的特徴として次の2点が指摘しえよう．

第1に，ドイツ，イギリスに比較して商業銀行以外の金融機関数が多い．これは，わが国の場合，商業銀行以外の民間金融機関は，信用金庫（1990年3月末現在，454金庫），信用組合（同，414組合），農・漁業協同組合（同，5,486組合）等の協同組合組織の機関からなるが，その資金量の約4割を占める農・

漁業協同組合については市町村ないしそれよりも低い行政単位で設立される傾向が強いことを反映したものである．ドイツにおいても，商業銀行以外の銀行が多数存在するが，これらは，連邦政府，州政府，地方自治体などの公的機関が所有する，貯蓄銀行および信用協同組合という系統金融機関からなっている．とりわけ，後者の信用協同組合は極めて零細な組合からなっており，これが，わが国と同様に機関数を押し上げているといえる．この間，アメリカでは日本，ドイツおよびイギリスとの比較において商業銀行が多数存在するが，これは，銀行による支店設置についてはそれを全面的に禁止する州があるなど厳しい制約下にあるため，本店のみで支店を有さない銀行が少なくないことなどを背景とするものである．

第2に，民間金融機関の総資金量に対する商業銀行シェアをみると，わが国の商業銀行シェアが78％と圧倒的に高い一方，ドイツ，イギリスでは30％程度と概して低い．これは，わが国の場合，銀行預金以外に安全有利な金融資産蓄積手段が利用可能でなかった中で，世界的にみても高水準にある個人貯蓄が銀行部門に流入せざるをえなかったという事情に加え，短期の余資運用手段が譲渡性預金（CD），大口定期預金等の預金関連商品に限られている状況の下，大手金融機関である都市銀行が企業との親密な関係をてことして取引先企業から多額の法人預金を受け入れていることを反映したものと考えられる．

この間，ドイツといえば，銀行による産業支配から3大銀行による寡占体制が想起しうるが，実際には3大銀行の預金シェアは10％程度に過ぎない．3大銀行に代わって圧倒的な市場占有度を誇るのは，貯蓄銀行および信用協同組合という公的金融機関なのである．銀行による産業支配と称されるように3大銀行の企業に対する影響力が強いのは，そうした銀行が圧倒的多数の株式議決権を有しているからである．ドイツの場合，零細株主の多くは慣行として，無記名株式を3大銀行を中心とした銀行に寄託するとともに，その議決権の代理行使についても当該銀行に委任している結果，3大銀行は株主総会での議決を通じて企業経営に強大な影響を及ぼすことが可能となっているのである．

第3節　日本の金融メカニズム：再考

問題の所在

次に，高度成長時代を中心として，わが国の金融メカニズムの特徴とその後の変容について概観する．わが国の金融メカニズムのあり方を巡っては，鈴木(1974)，岩田・浜田(1980)，堀内(1980)，寺西(1982)，蠟山(1982)，首藤・高橋(1986)など多数の研究が公表され，日本の金融に関する構造的，制度的諸条件（オーバーローン，オーバーボロイング，資金偏在，間接金融の優位および金利の硬直性）を明示的に考慮した理論モデルに基づき，銀行，家計および企業行動，さらには金融政策の有効性が理論，実証の両面から種々検討され，興味深い結論が導かれている．しかしながら，こうした研究成果を子細に検討すると，①構造的，制度的諸条件，とりわけ各種の金利規制の存在が銀行，家計等の最適化行動にどのような影響を及ぼしたのか，②わが国貸出市場における金利決定メカニズムにはどのような特徴がみられたのか，③あるいは金利が規制されていた中でどのようなメカニズムを通じて市場での需給が調整されていたのか，という日本の金融メカニズムを理解するうえでの重要な問題に関してはほとんど明らかになっていないのも事実である．

また，蠟山(1992)が指摘しているように，近年における金融の自由化の流れの中で生じた金融の構造変化や，金融の自由化が日本の金融システムに及ぼす影響を議論するに際しても，こうした問題に対し一応の回答を与え，かつての日本において支配的であった金融メカニズムを明らかにしておくことがどうしても不可欠であると考えられるのである．本書は，こうした問題意識のうえに立って，債券市場，貸出市場を取り巻く制度的与件に条件づけられた金利決定，資源配分メカニズムを統一的な観点から分析し，さらには，日本的金融慣行の特徴であるとされるメインバンク関係の特徴を国際比較の観点から検討するとともに，実はメインバンク関係が銀行信用の割当基準であったことを明らかにする．

こうした議論の詳細については第4章以下に譲ることにして，ここでは，なぜわが国においては銀行部門が戦後の企業金融において重要な地位を占めるに至ったのか，さらには，高度成長期を中心としてかつて支配的であった各種の

競争制限的規制が家計から企業へと向かう貯蓄の流れに対しどのような影響を及ぼしていたのか，といった問題を中心としてわが国の金融メカニズムについて検討することにしたい．

戦後における銀行貸付市場，証券市場の発展

第2次世界大戦後におけるわが国銀行制度の再編は，先に指摘したように，アメリカの対日政策の動向やその時々の時代的要請に基づき対症療法的に実施されてきた．そうした中でもとくに重要なのは，連合軍総司令部による日本経済復興プログラムにおいて，銀行の再建が最優先されたという点である．すなわち，戦後復興期における企業再建整備の過程で銀行の再建が連合軍総指令部により優先的に取り進められ，企業が戦時中に銀行から借り入れた資金については可能な限り銀行に返済することが求められたほか，返済不能となった借入金は銀行預金の切り捨てにより整理されたのであった．加えて，銀行は唯一，集中排除法の適用除外となったこともあって，企業分割という厳しい事態を免れるとともに，他の諸産業に先駆けるかたちでいち早く再建整備を完了し，その後の経済復興過程において中心的な役割を担う基礎がここに構築されたのである．[3)]

一方，株式市場についてみると，戦後，連合軍総司令部からの取引所民主化要請を受け，1949年5月に証券取引所は再開された．また，財閥解体等に伴う株式の大量放出により個人株主のシェアが急騰したほか，証券投資信託の認可など株式の大衆化政策が採られ，1960年前後には「投信ブーム」と呼ばれるほど市場が活況を呈し，株式市場の大衆化が進んでいった．もっとも，株式市場を企業による資金調達の場としてみた場合，高度成長期における増資は株主への額面割当増資というのが一般的な形態であった．そのため，株式市況の下落局面においては駆け込み増資がみられるなど，時価発行増資に典型的な株価変動を通じた増資調整メカニズムが有効に機能しえない環境にあり，こうした事態に対処すべく，引受証券会社を中心とした増資の調整が行われてきたのである．

公社債市場においては，1949年に社債の発行が再開されたが，当時は銀行等による消化が主体であり，事実上日本銀行と長期信用銀行を中心とした受託銀行が毎月の起債銘柄の量と質を決定するなど，銀行管理市場といった色彩が強

かった．その後，1956年4月には公社債流通市場が設けられるなど，制度面での整備が漸次進められてきたが，高度成長期においては受託銀行と引受証券会社から構成される起債会が長期貸付金市場における需給状況をも勘案のうえ事業債発行市場での起債額を調整していたのである．また，このような調整を経て発行された事業債は，個人部門での金融資産の蓄積が十分ではなかったこともあって，都市銀行，地方銀行など発行企業と融資面で利害関係にある金融機関を中心として，協調融資の変形と観念のうえで割当的に消化されていたのである．その結果，事業債市場は，産業資金の供給というその本来的な機能を十分果たしていたとはいい難い状態にあった．

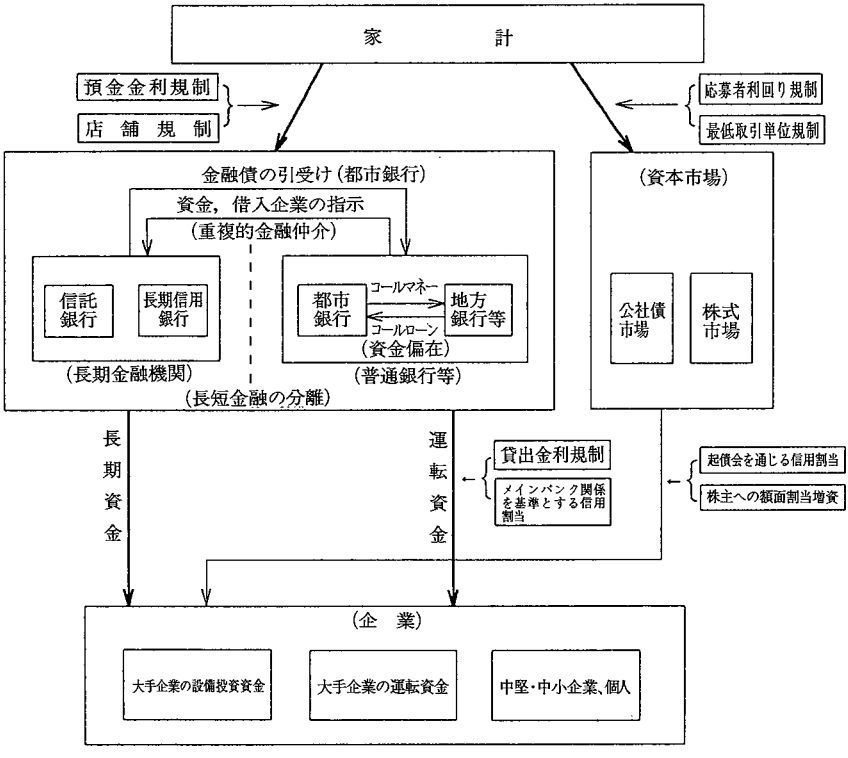
高度成長期の事業債の発行市場において，このような量的調整が行われていたのは，人為的低金利政策の一環として公社債の応募者利回りも市場均衡金利と比べて低位に設定されていたからであり，実際，1970年頃の金融逼迫期には市場利回りと応募者利回りとの間には2％前後にも及ぶ大幅な乖離が生じていた．事業債の応募者利回りが低位に規制されていたため，その発行市場においては恒常的に超過需要が存在しており，起債調整はそうした市場での需給状況に対応した信用割当であったとも考えられる．いずれにしても，事業債市場は，発行・流通市場とも，厳しい金利規制とそれに伴う起債調整の下にあって順調な拡大を遂げることができず，高度成長期を中心に長期間にわたって未発達な状態にとどまっていたのである．[4)]

個人による金融資産蓄積と預貯金への集中

個人部門における金融資産の蓄積については，終戦直後のハイパーインフレによりほとんどゼロの水準になるなど一時大きく失われたが，その後の経済の復興・成長の過程で急速な勢いで増大していった．個人部門において蓄積された金融資産の運用形態をみると，①公社債の購入単位が資産蓄積水準との比較においてなお高かったこと，②戦前における株式市場の投機的な性格を反映して株式での運用に対しては慎重な姿勢を堅持する個人が多数にのぼっていたことなどを背景として，その大部分は，銀行などの金融機関が供給する流動性・安全性の高い預貯金となっていた．そして，金融機関の手元に集中した家計の貯蓄資金は金融機関の手を通じて企業や政府部門に融通されるという，間接金融方式が，高度成長時代における金融の支配的形態となったのである．

このように個人部門において蓄積された資金が銀行経由で企業，政府部門へと融通されるという単線的な金融形態が戦後復興期から高度成長期にかけてのわが国で支配的となっていった背景としては，次のような事情が指摘しえよう．すなわち，第1に，連合軍総司令部の政策により銀行の再建整備が他の産業に先駆けて実施され，銀行部門を経由した企業への復興・成長資金の供給体制が整っていた．第2に，金融機関の店舗はほぼ全国津々浦々にまで設置されていた一方で，株式や公社債の売買窓口となる証券会社の店舗については家計が身近に感じるほどには展開されていなかったほか，株式や公社債の最低購入単位は銀行預金比かなり高めに設定されていたことから，金融資産蓄積が低水準で推移していた高度成長時代においては，個人部門の貯蓄は勢い銀行預金へと向かうようになった．第3に，戦争中に遂行された銀行合同政策の結果として金

表 1-3　わが国の金融メカニズム



融機関相互間の経営格差が大きく低下したことに加え，預金金利も金融機関の業態にかかわらず一律であったことから[5]，家計としても貯蓄資金を利便性を基準として近くに所在する金融機関店舗に安心して預けることができた．

以上，わが国高度成長期に特徴的であった間接金融主体の企業金融は，人為的低金利政策，店舗規制に代表される各種の競争制限的規制，公社債市場における起債調整などといった諸規制によって支えられており，個人貯蓄および企業からの資金需要の大部分が銀行を中心とする金融機関市場へと集中するよう政策的に仕向けられていたのである（表1-3）．このようにして限られた資金を成長戦略産業へと，しかも低利なかたちで重点的に配分するという政策の実効性を確保するため，内外市場の遮断措置が採られていたのであった．

また，高度成長時代には，個人貯蓄を基礎とする資金供給を企業からの資金需要が上回るという超過需要の状態が恒常的に続いており，そうした資金不足の解消を狙いとして，「成長通貨の供給」という名目の下で日本銀行からの信用供与が多額にのぼっていた点にも留意する必要がある．やや余談になるが，金融の自由化とは，こうした企業金融における銀行の優位性を支えてきた諸規制が緩和ないし撤廃されることと同値である．自由化の進展が銀行の経営基盤を圧迫するとか，自由化に伴い利鞘が減少するといった議論が聞かれるが，それは，ある意味で当然のことといえよう．金融の自由化は，各種規制によって銀行がそれまで享受していた準地代あるいは超過利潤の放棄を求めているからである．

確かに個人貯蓄の大宗は銀行部門により吸収されたが，業態別にみると，大企業からの旺盛な資金需要を抱えるとともに経営基盤が強固な都市銀行等の大手銀行に対しては，経営基盤が相対的にみて脆弱な中小金融機関の健全性維持を狙いとして，地方市場への参入が大蔵省の店舗指導を通じて厳しく制限されていた．この結果，都市銀行等では恒常的に預金不足の状態に陥る一方で，地方の中小金融機関は余裕資金を抱えることになり，そうした資金需給上のアンバランスはコール・手形市場を通じて調整されていたのである．その意味で，高度成長期のわが国金融構造の特徴のひとつとされる資金偏在は，人為的低金利政策と競争制限的な店舗規制の結果であり，金利自由化の進展や機械化に伴う店舗規制の実効度合いの低下とともに後退していったという事情は，そうした事実を如実に物語っているといえよう．

産業資金供給の銀行間での調整

もっとも，銀行が家計に提供してきた預金の大部分は期間1年以下の短期資金であり，わが国の大手製造業企業が希望する設備投資資金の平均借入期間（5～7年程度）と比較すると，かなりの期間ミスマッチを伴っていた．実際，1950年台前半においては，朝鮮戦争勃発を背景とした特需景気の下で大手企業からの設備資金需要が大きく高まり，これに応えるかたちで都市銀行等では長期資金を積極的に供給したが，その後，資金の固定化から都市銀行等では厳しい資金繰りを余儀なくされ，そうした事態改善のため，長期金融を専業とする長期信用銀行制度が創設されることになったのである（寺西（1982））．長期金融機関に対しては，長期資金の安定的な調達を目的として，5年物の利付金融債の発行（長期信用銀行）および貸付信託の取扱い（信託銀行）が認められることになったが，その一方で，長期金融機関に対しては店舗展開に対し厳しい制約が課されることになった．

取引先企業からの旺盛な設備資金需要を満たすため，都市銀行等では，長期信用銀行の発行する金融債の過半を引き受けるという形態でもって，長期信用銀行に資金を供給する一方で，その融資先については自行の取引先企業を優先させる旨の確約をとりつけていた．都市銀行では，長期信用銀行による長期資金貸出先の多くが，自行の貸出先企業に一致していたことから，金融債の引き受けを媒介として取引先からの設備資金需要を満たそうとしていたのである．こうした迂回的な長期資金の供給メカニズムは，寺西（1982）により「重複的金融仲介」と呼ばれた．それはまた，都市銀行等が長期貸付に伴う各種のリスクを長期信用銀行に転嫁しようとするものであるが，都市銀行等の資金調達期間が1～2年に限定されていたという長短分離を前提としたうえでの合理的な棲み分けとも考えることができよう．こうした都市銀行等による金融債の引き受けは，①金融債が日本銀行適格担保に指定されていた結果，その流動性が制度的に保障されていた，②金融債の表面金利が定期預金金利と比べて常に1％以上割高に設定されていたため，採算的にみてもうま味があった，というような制度的条件によって支えられていたという点も見逃せない．

信用割当基準としてのメインバンク

そしてまた，かつて種々議論されたように，銀行貸出市場においては，高度成長時代を通じて超過需要が恒常的に存在しており，貸出金利も人為的低金利政策にしたがうかたちで低位に釘付けされていた．貝塚・小野寺（1974）や寺西（1982）等が主張したように，高度成長時代のわが国貸出市場においては，超過需要が存在し，信用割当が行われていた可能性は大いにありうるが，問題とすべきは金利規制が存在している状況の下で，どのようなメカニズムを通じて個々の企業へと銀行信用が割り当てられていったのかという点であろう．不思議なことに，わが国貸出市場のメカニズムに関するこれまでの議論においては，信用割当の発生の有無をめぐっては理論，実証の両面から種々検討されているが，信用割当が実際にあったとした場合，それはどういう形態でもって行われていたのかという点に関しては，筆者の知りうる限り，ほとんど議論されていないのである．

限りある預金の増加額あるいは日本銀行の窓口指導により制約された貸出増加額を個々の企業に対しどのように配分すべきかという信用割当問題への対応に関しては，銀行は融資を依頼してきた企業がメインバンク関係にあるか否かを重要な基準として銀行信用を配分していったと思われるのである．[6] すなわち，都市銀行等では，メインバンク関係にある取引先企業からの巨額にのぼる資金供給要請を優先的に満たしつつ自行ポートフォリオ・リスクの分散を図るという目的の同時達成を狙いとして，その他の都市銀行などの協力をえて「事実上の協調融資団」を組成，融資を実行する一方で，他行を幹事とする非メイン先企業向けの協調融資団へ参加することにより，相互に貸出資金の取引先企業への円滑な配分・供与に努めてきたと考えられるのである．以上のように，高度成長時代におけるわが国貸出市場においては，金利規制に伴い価格調整メカニズムが有効に機能しえなかったため，信用割当という数量調整メカニズムに頼らざるをえなかったが，そうした信用割当はメインバンク関係の有無を重要な基準として運用されていたと考えられるのである．

事後的な貸出金利調整メカニズムとしての実効金利

この間，貸出金利については，日本経済の復興・発展を狙いとして金利規制

によって低位に釘付けされることが要請され，公定歩合に一定のマージンを上乗せするかたちで標準貸出金利（短期プライムレート）が決定されていた．金融機関ではまた，政府の低金利政策にしたがって自主的に，貸出金利の最高限度を標準金利に1.75％を加えた水準に設定し，この狭い範囲内において期間1年未満の貸出に適用される金利を決定していた．しかしながら，経費を含めた資金調達コストとの比較でみると，そうした貸出金利を適用しているだけでは金融機関自体の成長・発展に必要な利益を確保し難かったのも事実であった．このため，金融機関では，銀行信用市場での超過需要の存在を背景とする融資交渉上の優位性をてことして，借入企業からの預金受け入れにかかわる量と金利の双方をコントロールし，事後的には市場実勢に近い貸出金利を適用するとともに，相応の利鞘を確保していたと考えられるのである．

貸出金利の事後的な調整手段として利用されていたのが，歩積・両建と呼ばれる拘束性預金の徴求であり，金融機関では，貸出の一定割合を通知預金，定期預金として預入することを借入企業に求めたのであった．拘束性預金の存在に伴う事実上の融資額の減少を調整した貸出金利のことを実効金利と呼ぶが，金融機関では，実効金利でみた貸出金利を市場実勢に近い水準に維持すべく，拘束性預金比率をコントロールしていたと考えられるのである．拘束性預金の受け入れはまた，金融機関からの資金流出の抑制，あるいは信用創造係数の引き上げを通じる貸出可能資金の拡大を意味するため，金融機関においてはそのような行動を採るインセンティブがあったと思われる．一方，借入企業としても，旺盛な設備投資計画を予定通り実行して行くためには金融機関からの融資協力が不可欠であったことから，次善的な解として，そうした割高な貸出金利を受け入れてきたが，高度成長時代の資本収益率の高さを勘案すると，むしろ割安であったのもかもしれない．

このような事後的貸出金利調整メカニズムが適用可能であったのは，そもそも銀行信用市場に超過需要が発生していたからであり，第1次石油ショック以降，そうした条件が後退するとともに，金融機関の貸出交渉力が相対的に弱まることになった．そして，その後の資本市場における事業債発行・増資規制の緩和，預金金利の自由化という流れの中で，こうした傾向にさらに拍車がかかり，1989年1月に拘束性預金の徴求を前提としない新短期プライムレート制が導入され，現在に至っている．

日本経済の発展，金融の自由化の進展と銀行取引関係の変容

日本的な金融取引慣行として，メインバンク制あるいはメインバンク関係が指摘されるが，そうした取引慣行がどのようにして定着，普及し，また金融自由化の中でどういった方向へと変容しているのか，簡単に論じることにする．メインバンク関係とは一言でいうと，互いに相手方の利益増進に寄与する行動を採ることをうたった，銀行と企業との間での結託契約である．そして，この契約の履行を通じて銀行は借入企業に対し，メインバンクとして「事実上の協調融資団」を組成のうえ安定的な資金供給（経営危機時の救済行動を含む）および企業経営権の安定化を確約する一方，借入企業はその見返りとして銀行取引のメインバンクへの集中を通じて当該銀行が預金・利益競争上優位な地位を確保しうるよう協力することを誓うものであり，現象的には融資順位1位，株式保有比率も融資銀行団で1位，役員派遣といったメインバンクに関する定型化された事実が観察されうるのである．

メインバンク関係とは，経済復興期および高度成長時代という資金不足時代において，各種の規制により支えられるかたちで形成された単線的間接金融方式の下での銀行信用の配分メカニズムであり，1980年頃までは一定の役割を果たし，日本経済の発展・成長に寄与してきた．しかしながら，1980年以降の金融環境の変化は，これまでメインバンク関係を支えてきた基礎的条件を崩壊させ，その意義や役割を後退させる方向で作用していると考えられる．実際，わが国大手企業の多くは，「銀行離れ」と称されるように資金調達の場を銀行信用市場から資本市場へとシフトさせている．こうした企業による銀行離れは，規制緩和に伴い資本市場からの資金調達が容易になったという要因だけでなく，銀行借入に付随するウェットな性格が企業経営上の自由度を制約するという側面が日本経済の安定成長軌道への移行とともに強く意識されはじめたことも作用している．

すなわち，銀行借入の場合，融資シェアの維持や期末協力預金の要請など，メインバンクを中心として取引銀行の利益最大化につながるよう行動することを求められることが多いのである．高度成長時代においては，そうした取引はひとつのコストとして容認されていたが，資金調達面での制約が大きく後退した現在においては，銀行取引に派生する各種の制約から逃れ，経営・財務上の

自由度を確保しようとする動きが企業サイドにおいて生じたとしてもある意味で当然のこととともいえよう．実際，1980年代後半以降，グループ企業による資金調達の一元化を掲げて大手企業によるファイナンス・カンパニー設立が相次いだが，それはまた企業による資金調達面での自由度を確保しようと動きとして捉えることができる．

このようにメインバンク関係に潜んでいた問題が現在，金融の自由化の流れの中で顕現し，銀行と企業との取引関係も変容を余儀なくされているように窺われる．わが国の大手企業は現在，銀行取引の効率化を狙いとして，取引銀行数の縮小や資金決済・内外為替の特定銀行への集中を図っているが，取引関係変容の中で銀行の関心事も，貸出シェア競争から，そうした特定銀行グループに参入しうるか否かという点に移っている．わが国の銀行取引においては，預金，貸出といった個々の銀行取引毎の採算よりも銀行取引全体としてみた場合の総合採算が重要視されているが，これはまた，貸出だけでは採算に合わないことを意味していると考えられる．そうした状況下，銀行では預金や内外為替の取扱い等を通じた利益の確保が至上命題となっているが，高度成長時代においては預金等については貸出シェアに準じた取扱いシェアが保証されるというかたちで，メインバンク関係は融資分配だけにとどまらず，銀行間の利益分配基準としても重要な役割を果たしていたのである．

金融の自由化の下で生じた借入企業による銀行選別行動は，そうした利益配分ルールが有効に機能しえなくなったことを意味している．メインバンク以外の銀行においては，貸出金利決定に関する主導権を握って「適正な」金利を能動的に適用することが困難なため，現在では，融資シェアではなく，資金決済・内外為替等の各種銀行取引や社債の受託を集中的に取り扱う，いわゆるコア・バンク・グループの構成銀行に参入しうるか否かが銀行競争上の重要な争点になっていると伝えられている．[7] こうした事態は，金融の自由化が完了し，そうした環境の下での新しい取引ルールが形成されるまでの過渡的現象とも考えられるが，メインバンク関係の今後のあり方に関しては，銀行と企業との取引関係がウェットからドライなものへと変わっていく中で，株式の持合慣行を含む銀行取引全体がどうなるのかといった観点から多角的に検討する必要があると思われる．

第1章　注

1)　わが国金融組織の詳細については，日本銀行金融研究所（1986）を参照.

2)　わが国における銀行制度の確立と改編の詳細については，寺西（1982）を参照.

3)　戦後復興期から高度成長期にかけてのわが国金融・資本市場の動向と特徴については，浜田（1968），鈴木（1974），志村（1978），堀内（1980），寺西（1982）などを参照.

4)　こうした社債発行規制が，メインバンク関係あるいはメインバンク制と呼ばれる，わが国に独特な金融取引慣行の基礎のひとつを形成したと考えられるが，そうした議論の詳細については，日向野（1993）を参照.

5)　もう少し厳密にいうと，預金金利規制が撤廃されるまでの間，信用金庫等の協同組織金融機関の預金については，会員または組合員の相互扶助を目的とするという点を考慮のうえ，定期性預金については普通銀行比，年0.1%高，納税準備預金等については年0.25%高が認められていた.

6)　高度成長時代，大手企業を中心として「メインバンクを持つということは資金の優先割当を確約したクーポン券を獲得することに等しい」という指摘が聞かれたが，これは，本書での議論を支持するものといえよう.

7)　コア・バンク・グループに関する議論については，例えば佐々木（1992）を参照.

第1章　参考文献

浜田博男，「高度成長期の証券・金融」，中村孝俊編『日本経済と証券・金融』証券経済講座第1巻，東洋経済新報社，1968年.

日向野幹也，「社債発行規制とメインバンク制」，貝塚啓明・原田泰編著『90年代の金融政策』，日本評論社，1993年.

堀内昭義，『日本の金融政策』，東洋経済新報社，1980年.

堀内昭義・吉野直行，『現代日本の金融分析』，東京大学出版会，1992年.

池尾和人，『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，1985年.

岩田一政・浜田宏一，『金融政策と銀行行動』，東洋経済新報社，1980年.

貝塚啓明・小野寺弘夫，「信用割当について」一橋大学経済研究所『経済研究』第25巻，1974年.

日本銀行金融研究所，『わが国の金融制度』，日本信用調査，1986年.

蠟山昌一，『日本の金融システム』，東洋経済新報社，1982年.

蠟山昌一，「総括コメント」（堀内・吉野編）前掲書，東京大学出版会，1992年．
佐々木一成，「メインバンクの実証分析」，日本開発銀行設備投資研究所『経済経営研究』Vol. 12-4，1992年3月．
志村嘉一，『現代日本公社債論』，東京大学出版会，1978年．
首藤 恵・高橋俊治，『現代の企業金融と金融システム』，有斐閣，1986年．
鈴木淑夫，『現代日本金融論』，東洋経済新報社，1974年．
館龍一郎・蠟山昌一，『日本の金融［1］新しい見方』，東京大学出版会，1987年．
寺西重郎，『日本の経済発展と金融』，岩波書店，1982年．

第2章　銀行，金融制度と経済学

銀行あるいは金融制度の意義や役割などに関しては近年，金融契約の理論に基づき，新しい観点から議論が展開されるとともに，興味深い結果が提示されている．これらの議論は，単純化のため，抽象的な世界を対象とするものであるが，その一方で，金融制度，銀行のあり方は「一国経済の歴史的所産」と称されるように，国により，時代により異なる．このため，理論と現実との間にはギャップが存在することになるが，そのギャップは，残念ながら，むしろ拡大しているように窺われる．実際，これまでの金融制度研究においては制度の類型化にかかわるものが大多数を占め，契約理論を応用した理論的研究成果に基づき，異なる金融制度の機能を比較するといった研究はあまりみられない．

本章では，銀行の役割と機能に関する最近の議論を簡単に要約した後，金融制度を産業資金供給のあり方に関する制度的取り決め，あるいは金融取引ルールの集合体として捉えたうえで，不完備契約の理論に基づき，企業の最適資本構成という観点から金融制度の機能と形態について議論する．そして，金融制度は，借入企業の倒産リスク負担に関するルールであり，銀行借入型あるいは資本市場型というように，金融制度のあり方が国により時代により異なるのは，そうしたリスク負担ルールの相違を反映したものであると主張される．

第1節　銀行の役割と機能

銀行とは何か

最初に，銀行とは何かということから考えよう．この問題に対しては，法制上の定義等種々の観点から論じうるが，ここでは銀行をひとつの経済主体として捉え，その社会的機能に着目して議論する．一般に，家計という貯蓄超過主体＝貸し手と企業等の投資超過主体＝借り手との間に立って，貸し手，借り手のそれぞれが「欲望の二重一致」（ジェボンズ）を満たすうえで遭遇する困難

の解消あるいは取引費用の節減を図ることにより，資金融通の円滑化・効率化に寄与している社会的組織のことを金融機関という．金融機関は，株式，債券等投資超過主体の発行する本源的証券の売り捌きを主たる業務とする証券会社と，預金証書や生命保険証書といった自己宛の債務である間接証券を貯蓄超過主体に発行し，その代わり金でもって本源的証券を購入する金融仲介機関に大別される．金融仲介機関のなかでも，こうした金融仲介業務に加え，信用創造の源泉となる要求払預金を業として取り扱っている機関のことを，とくに銀行あるいは預金取扱機関と呼ぶ．

銀行の基本的機能のひとつとして，借り手に資金を供与するという与信機能があげられる．銀行の与信機能は，短期調達・長期運用と称されるように，預金証書という流動性の高い短期負債の発行を通じて吸収・集積した資金を流動性の低い，中長期貸付でもって運用するという資産変換を特徴とする．すなわち，銀行は，家計等からなる預金者に対し安全，確実かつ流動性の高い資産運用機会を提供する一方，金額，期間等の借入ニーズに丁度見合った資金を企業に供給し，金融面から家計や企業による経済活動を支えているのである．[1)]

銀行がこのような資産変換機能を果たしうるのは，かつてDiamond (1984) が指摘したように，資産運用の多様化・分散化を通じて，あるいは大数の法則に基づき，信用リスク，金利リスク，流動性リスク等の各種リスクを適切に管理し，運用ポートフォリオ全体としてのリスクの削減に努めているからである．それはまた，個々の本源的証券に随伴するリスクが，完全に相関していないことを根拠としている．換言すると，銀行は，専門的情報生産者として，預金者に代わって個々の借り手の資金返済能力を審査・判断するとともに，資金が全額返済されるまでの間，借り手が当初約定した条件にしたがって行動しているか否かを監視する一方，資産運用に伴う各種のリスクを分散化の利益を通じて管理し，預金者に対しては安全，確実で流動性の高い運用機会を提供しているのである．

このように金融機関は，銀行，生命保険，証券会社など種々の機関からなるが，資金循環表に基づき，主要国においてはこれらの機関のうちいずれが企業金融上重要な役割を果たしているかを比較・検討すると，企業が外部から資金を調達するに際しては，おしなべて銀行借入依存度が高い一方で，資本市場への依存度は概して低いという傾向が読み取れる．こうした事実は，銀行による

金融仲介機能の国民経済的意義を示唆するものと考えられる．

銀行は特異な存在か

以上のように銀行は国民経済上重要な地位を占めてはいるが，金融仲介あるいは与信機能という観点からみると，生命保険等他の金融仲介機関も銀行と同一の機能を果たしており，銀行を峻別あるいは特別視しなければならない事由は見当たらない．もっとも，銀行が金融仲介機関として発行した要求払預金は一般支払手段＝貨幣として機能し，経済取引の円滑化を資金決済面から支えているほか，融資実行を媒介として借入企業による貯蓄の形成を先取りするかたちで預金を創出しうるという点で，銀行は他の金融仲介機関と異なっている．すなわち，銀行は貨幣的金融仲介機関と呼ばれるように，資産変換機能に加え，家計や企業に対し預金という取引決済勘定を提供するとともに同勘定を通じて信用創造を行いうるところに本質的特徴があり，その意味で「特異な(unique) 存在」と考えられるのである．この取引決済勘定の提供機能は，与信機能との対比でもって決済機能と呼ばれることが多く，与信機能と決済機能という2つの異なった業務を同時に営んでいる金融機関が銀行なのである．

コリガン前ニューヨーク連銀総裁は前任のミネアポリス連銀総裁時代に，銀行の特異性として，①取引決済勘定の提供，②経済各部門への流動性の供給，および③金融政策の波及媒体，という3点を掲げている (Corrigan (1983)) が，それはまさにこうした点を捉えたものといえよう．銀行の特異性は，それが供給する取引決済勘定あるいは要求払預金の名目価値がハイパワードマネーの名目価値に固定されているところに求められる．もっとも，預金というハイパワードマネーとの等価交換が保証された負債の発行は，銀行免許の賦与を通じて政府により認められたものであるという点を考慮すると，取引決済勘定の提供は銀行に固有の業務であるとは必ずしもいえない．

実際，カナダでは，信託・貸付会社（いわゆるニアバンク）という銀行以外の金融機関に対しても，預金の取扱いや中央銀行が運営する準備市場への参加が認められている．ニアバンクの貸出業務については，これまで銀行との差別化を狙いとして厳しく制限されていたが，1992年の金融制度改革により各金融機関の業務範囲が相互に拡大された結果，法律的にみても銀行，ニアバンク両業態間での業務上の差異はほとんど消滅している．[2)]

このような議論からも明らかなように，銀行の業務内容とその範囲は法律や各種の銀行規制により定められており，銀行の定義や業務範囲が変更されれば，銀行のあり方も変わりうるのである．もっとも，法律上の銀行の定義や銀行の業務範囲に関する各種の規制は，現実の銀行行動や金融取引のあり方を前提として実施され，取引実態の変化を追認すべく法律や規制が事後的に変更されることが多いというのも事実である．例えば，わが国における1993年以降の金融制度改革は，第1章で論じたように，分業主義に基づく銀行・信託・証券業務分離規制が時代環境に適合しなくなったことに配慮のうえ，実施されたと考えられるのである．こうした点を踏まえて考えると，法律や規制の銀行業務に対する効果のほうが強いのかもしれないが，両者は相互依存の関係にあり，一方向の因果関係は存在しないといえよう．

銀行業務とそうした法律や規制との関係において重要となるのは，むしろ銀行業務にかかわる法定主義のあり方であろう．すなわち，法定主義のあり方としては，①法律で禁止されている業務以外は自由に行いうる，②法律に列挙されていない業務については問題が生じた時点で対応を考える，という2つのアプローチがありうる．そして，銀行間の競争を促進するためには，革新的な商品やサービスを開発した銀行が創業者利潤を享受しうるような法律・規制体系にあることが何よりも重要である．それゆえ，銀行の業務を法律で定めるに際しては，①のアプローチに基づき銀行の中核業務および兼業禁止業務を明確に定める一方，その他の業務については市場での競争に委ねるのが適当と思われる．

証券，保険等銀行以外の金融業務も，こうした側面を有している．しかし，銀行の場合には，決済システムという公共財の提供主体であることを理由として，業務に対しては他の業態と比べ厳しい法的規制が課されており，そうした規制が銀行間の競争や業務上の創意工夫を抑制する方向で作用するおそれがあるがゆえに，規制のあり方が重要な問題となるのである．[3] また，同じ銀行といっても，ユニバーサル・バンキングが認められているか否かというように，銀行あるいは銀行制度のあり方はそれぞれの国の歴史的事情を反映するかたちで国毎に大きく相違している．その意味で，銀行業務のあり方に関しては，理論・実務いずれの観点からみても絶対的な基準はないといえよう．したがって，銀行あるいは産業としての銀行のあり方を議論するに当たっては，現行の法令

で定められた銀行業務を前提とするのではなく，「銀行に固有の業務とは何か」，「それはまた，どういった形態でもって運営されるのが社会的にみて効率的かつ安定的か」といった観点から多角的に分析・検討する必要がある．

因みに，アメリカでは近年における銀行倒産多発を契機として，銀行の与信機能と決済機能とを分離のうえ，それぞれ別の組織に担当させるとともに預金保険は決済機能に関連した預金に限定するという，いわゆるナローバンク構想が注目を集めている．[4] この構想はかつてシカゴ学派が主張した100％準備制度の一形態で，決済システムの安定性を重視するところに特徴があるが，①銀行の決済機能を重視する一方で，与信機能の中核を構成する資産変換機能が軽視されている，②資産運用に伴うリスクが銀行から他の機関にシフトするだけであって，社会に存在するリスク自体が減少するわけではない，③銀行の決済機能と与信機能とは不可分の関係にある[5]，といった点を考慮すると，肯首し難い．仮に決済機能を与信機能から分離・独立させた場合には，与信・決済機能併営に伴うシナジー（相乗）効果が減殺されるほか，銀行が預金者や借り手企業に対し提供してきたリスク・シェアリング機構が消滅し，個々の預金者は借り手企業の信用度判断のための費用負担を再び強いられるなど，結果的には効率的な資金配分，消費者利益を阻害するおそれがある．さらに，マクロ経済的にみると，ナローバンクに対する資産運用制限が安全資産と危険資産との間の選好関係を歪め，資産価格形成に悪影響を及ぼすおそれが排除しえないのである．

金融機能の解き離しと括り直し

この間，金融の自由化，機械化の流れの中で近年，銀行の与信機能や決済機能をそれぞれを構成する要素単位へと一旦解きほぐしたうえで，新たな観点から改めて再構成するという，金融機能の解き離し（unboundling）と括り直し（reboundling）が技術的にも可能となったことを背景として，そうした方向で銀行業務の再構成が行われている事例もアメリカを中心として多数みられる．[6] 例えば，銀行の与信機能は，①借り手の信用度の判定にかかわる事前的な審査機能，②借り手の行動に関する事後的な監視機能，③信用リスクの負担機能，④元利金の徴収等の資産管理機能，および⑤資金提供機能を一体化したものとして捉えることができる．このように銀行の与信機能をその構成要素単

位に分解して考えると，技術的な条件さえ整えば，比較優位のある機能のみを銀行に残し，その他の機能については他の銀行や銀行以外の第三者に転売する，あるいは貸付債権の証券化を通じて銀行によるリスク評価機能自体を売買する，といったかたちで銀行業務を運営するという形態もありうる．実際，アメリカにおいては近年，貸付債権の譲渡取引あるいはセキュリタイゼーションが活発化しているが，それは，銀行の与信機能を構成する情報生産機能と資金提供機能を分離・独立させたほうが，フルラインの銀行業務を営むよりも効率的な運営が図れるとの判断を背景としたものと考えられる．

また，決済機能も，①決済関連データを交換・処理するメッセージ交換と②資金の受け渡しという2つの要素に分離可能である．このうち①については銀行以外の第三者が業として行うことについてはとくに制限はなく，決済関連データの交換・処理業務に対してはわが国においてもVAN業者など銀行以外の企業による新規参入が増加している．これまでの銀行の決済機能を巡る議論の多くは，暗黙のうちにメッセージ交換と資金の受け渡しとも銀行に固有の決済業務であると想定しているが，情報処理・通信技術の発展を背景として，例えば決済データの交換が銀行組織外で行われ，その決済尻のみが銀行に持ち込まれるといった事態に至ることもありうる．実際，アメリカにおいては，銀行組織外での決済データの交換がEDI（Electronic Data Interchange）というかたちで進行していると伝えられている．このような非銀行部門での決済データ交換が進捗すると，決済・与信機能併営により享受している範囲の経済性を喪失するだけでなく，銀行の監視機能を支えてきた借入企業の財務状況に関する情報獲得面での優位性も崩れるなど，銀行を他の金融仲介機関から峻別してきた情報生産上の優位性が消滅するおそれがある点には留意する必要があろう．

以上要約すると，銀行のあり方は，法制・行政上の取扱いだけでなく，情報処理・通信技術とも密接に関連しており，その将来像あるいはありうべき姿を議論するに際しては，そうした銀行業を取り巻く技術的環境条件の変化や，その結果として生じる他の業態からの銀行業務への事実上の参入といった競争条件の変化をも視野に入れつつ取り進める必要があると思われる．

第2節　金融取引に関するルールの集合体としての金融制度

金融制度の意味するもの

銀行，証券会社経由の資金貸借を中核とした，家計と企業との間の金融取引に関わる法律・規制・行政・慣行のことを総称して金融制度というが，経済学的にもう少し厳密に定義すると次のように表現しえよう．すなわち，金融制度とは，産業資金供給のあり方，あるいは貯蓄を投資に変換する技術的方策および個々の企業への投資資金の配分方法に関する制度的取り決めであり，そうした投資資金の配分は金融市場や金融仲介機関という金融組織を通じて行われることになる．言い換えると，家計部門において蓄積された貯蓄がどのような経路を経て設備資金に変換のうえ個々の企業に配分されるかは，政府が法律や規制等に基づき定めた取り決めや民間部門において合意された取引慣行に依存している．その意味で，金融制度は，政府および民間部門が定めた一国内の金融取引に関するルールの集合体として捉えることができる．[7)]

こうしたルールは，貸し手と借り手との間の金融取引を円滑に取り進めるうえでも必要不可欠であるといえよう．というのも，資金の貸借は，借り手の将来所得という不確実かつ情報が非対称的な資産を返済原資とするものであるため，所得の評価・開示方法，担保等による債権保全措置の有効性，借り手が破綻した場合における債務の弁済順位などがあらかじめ定められていなければ，そうした条件を取引の都度定めなければならないなど取引コストが嵩むほか，貸し手としても安心して自らの貯蓄資金を借り手に提供しえないからである．このうち所得の評価方法を明確にするのが企業会計原則に代表される会計制度であり，それはまた不良債権の認定基準および償却方法のあり方を通じて銀行等の金融仲介機関の資産選択行動に影響を及ぼしうるという点にも留意する必要がある．

金融制度は一国経済の歴史的な所産であり，それぞれの国の国情や歴史的な環境条件に規定されつつ成立・発展しているという指摘をしばしば耳にするが，それはまさに，金融取引ルールの集合体としての金融制度のあり方を表現したものと理解しえよう．金融市場や金融仲介機関という金融組織の役割と機能に関してはミクロ経済学を応用しつつ抽象的に論じられる一方で，その具体的な

あり方が各国毎に，また同一国においても時代によって異なりうるのは，国や時代毎に金融組織のあり方に対する要請が違い，その結果，金融取引に課されるルールも変わることを背景としたものと考えられる．銀行を貯蓄資金を家計から企業へと運ぶ自動車として捉えると，その自動車としての役割や機能は各国共通の普遍的なものではあるが，ハンドルは右か左か，あるいはボディや内装についてはどのような色が好まれるのかといった具体的な仕様等は各国の交通規制，道路事情や生活慣習により規定されるというように，銀行のあり方，銀行と企業との取引関係のあり方も，政府が定めた法律・規制や民間部門における取引慣行を反映するかたちで各国毎に異なりうるのである．

銀行制度としての商業銀行主義と兼営銀行主義

実際，世界各国の銀行制度は，商業銀行主義と兼営銀行主義（ユニバーサル・バンキング）のいずれかを基準として構成されているが，そのいずれが選択されたかは，各国における銀行制度の生成・発展に際しての時代環境と銀行部門に対する経済的要請の相違を反映しているといっても過言ではない．すなわち，商業銀行主義とは，政府や企業による資金調達の場としての資本市場が既に発達していた，19世紀の英国において発展をみた銀行制度に関する考え方であり，要求払預金という流動性の高い預金の取扱いが認められた銀行の資産は短期の安全確実なものでなければならないため，その貸出は原則として商業手形の割引に限定されるべきであるとされる．そして，この考え方からは，銀行は短期金融業務に特化・専念し，証券業務，長期金融，貿易金融等についてはそれぞれの業務に特化した専門金融機関を分業的に創設すべきとされる．また，商業銀行主義に基づき設立され，短期金融業務に特化した銀行のことを商業銀行という．この商業銀行主義に基礎を置く銀行制度を採用している国としては，イギリス，アメリカといったアングロ・サクソン諸国のほか，日本をあげることが出来る．

これに対し，銀行は短期金融業務だけでなく，証券業務や長期金融等あらゆる金融業務を行うべきであるとする考え方を，兼営銀行主義あるいはユニバーサル・バンキングという．これは19世紀後半に当時の後発資本主義国であったドイツで発展した考え方で，短期の運転資金のみならず，経済の成長・発展を図るうえで必要となる設備資金等の長期資金についても，銀行の信用創造によ

り供給しようとするところに特徴がある．そして，ドイツ，フランスなど欧州大陸諸国の銀行制度は，概ねこの考え方に依拠して組成されている．

因みに，表2-1は，日本，アメリカ，イギリス，ドイツ，フランスおよびカナダという主要5カ国およびEC第2次銀行指令における銀行，証券会社の業務範囲に関する法令上の取扱いを一覧表形式で取りまとめたものである．この表に基づき，主要国における銀行の業務範囲，すなわち銀行が業として行いうる金融取引の範囲として政府が定めたルールを比較すると，次の3点が指摘できよう．第1に，主要国の中で銀行による証券業務運営に対し何らかの制限が課されているのは，商業銀行主義を銀行制度の基本とする日本およびアメリカの2カ国のみであり（イギリスについては後述），その他の国においては，銀行本体または証券子会社という運営形態上の相違はあるものの，ユニバーサル・バンキングに基づき証券業務を自由に営むことが認められている．[8] 第2に，銀行による信託業務兼営に対し法令上制約が課されているのは日本のみであり，欧米主要国においては信託兼営が制度として確立している．第3に，欧州主要国においてはユニバーサル・バンキングと称されるように，銀行による証券業務兼営が認められているが，イギリスでは商業銀行主義あるいは銀行分業主義に基づいた長年にわたる金融取引慣行として証券業務については証券子会社経由で従事しているのに対し，ドイツ等の大陸主要国では銀行本体で直接営んでいるというように，その運営形態は国によって異なっている．

金融制度に関わる準地代，制度の硬直性と金融革新

以上のように多種多様な金融業務の中で，ある特定の金融機関がどれだけの業務を行いうるかを法律や規制で定めた金融取引のあり方に関するルールの集合体が金融制度であり，それがまた金融機関という個々のプレイヤーの行動および活動範囲すなわち業務範囲を規定することになる．政府が取引ルールの策定者として金融取引に関与しうる根拠としては，次のような事情を指摘することができよう．第1に，決済システムの運営という公共的性格を有する業務に従事する貨幣的金融仲介機関においては，ある特定の機関に生じた問題が預金者の金融システム全体に対する信認を動揺させ，その結果，健全な金融仲介機関がパニック的に取付に見舞われたり，システミック・リスク[9] の顕現により破綻してしまうという経営の安定性に関わる外部効果の存在が排除しえない．

表 2-1　主要国金融機関

		証券業							
		株式				社債			
		売買		ブローキング	引受	売買		ブローキング	引受
		投資	ディーリング			投資	ディーリング		
日本	銀行	●	×	×	×	●	▲	▲	▲
	証券	●	●	●	●	●	●	●	●
イギリス	クリアリング・バンク	●	○	▲	○	●	○	▲	○
	マーチャント・バンク	△	●	▲	●	●	●	▲	●
フランス	銀行	●	●	●	●	●	●	●	●
西ドイツ	商業銀行	●	●	●	●	●	●	●	●
EC *5	銀行	●	●	●	●	●	●	●	●
カナダ	銀行	●	▲*6	▲*6	▲*6	●	▲*6	▲*6	▲*6
	証券	●	●	●	●	●	●	●	●
アメリカ	商業銀行	×	×	○	×	●	×*8	○	×*8
	証券／投資銀行	●	●	●	●	●	●	●	●

＊1　劣後債，永久債を含む（転換社債を除く）．
＊2　長期信用銀行等のみ可能．
＊3　信託銀行等のみ可能．
＊4　日本，アメリカ，カナダのような信託業務は発達していない．
＊5　EC 第 2 次銀行指令．
＊6　証券会社を100％子会社として保有することが可能（1987年の法改正）．
＊7　信託会社のみ可能．
＊8　BHC 証券子会社で，個別の申請に対する FRB の認可により，CP，レベニュー債，住宅抵当証券，
＊9　レベニュー債を除く．
＊10　thrift やノンバンク・バンクの買収を通じて参入しているケースが存在．
（出所）　島謹三『金融制度の話』日経文庫，1991年．ただし日本については金融制度改革法に基づく制度改

の業務範囲

[●…本体で可能，▲…子会社で可能，○…本体で可能だが子会社で行っている
△…可能だが行っていない，×…本体でも子会社でも不可能]

務									
	公共債				銀行業務				信託業務
受　託	売買		ブローキング	引　受	預　金取扱い	貸　出	NCD発行	金融債*1発行	
	投資	ディーリング							
●	●	●	▲	●	●	●	●	●*2	●*3
▲	●	●	●	●	▲	▲	▲	×	▲
△	●	●	▲	△	●	●	●	●	○
△	●	●	▲	△	●	●	●	●	○
●	●	●	●	●	●	●	●	●	△*4
●	●	●	●	●	●	●	●	●	△*4
—	●	●	●	●	●	●	●	●	—
●*7	●	●	●	●	●	●	●	●	●*7
×	●	●	●	●	×	×	×	×	×
●	●	●*9	○	●*9	●	●	●	●	●
×	●	●	●	●	×　*10	○	×	●	●

社債の引受け・ディーリングが制限付で認められているケースのみ可能.

革部分を修正.

第2には，銀行業務と証券業務を兼営するというように，ひとつの金融機関が複数の金融仲介サービスを生産する場合，銀行業務を通じて知りえた情報を証券業務に流用するといった利益相反の可能性がありうる．

そして，政府は個々の金融機関が法令により定められた事項を遵守しつつそれぞれの金融業務に従事しているか否かを監視・判断する責務を負っており，不適切な行為が発見されれば当該金融機関に対し是正を求めることになる．これは，経済取引に関わる審判者（アンパイヤー）としての一般的な政府の役割であるが，銀行業務の場合にはシステミック・リスク発生のおそれがあるため，銀行に対しては一般事業法人に比較して事細かい規制が課される一方で，セーフティ・ネットの提供といったかたちで手厚い保護政策が講じられることになる．また，金融制度の法定主義的側面は一種の参入障壁として機能し，特定の業務に従事する金融機関を保護するだけでなく，既存の金融機関に対しては，法律で認められた金融サービスに固有の生産技術の蓄積を通じて準地代を発生させるというかたちで経済的利益を供与することになる．例えば，銀行の情報生産技術についてみると，ある特定の業種に属する企業を審査・監視する過程で獲得した技術は当該業種の他の企業との間で貸出取引を進めるうえでも利用できるというように，銀行業務遂行の中でえられた生産技術は内部的に蓄積され，それがまた効率的な情報の生産に寄与しているのである．

このように，政府が設定した金融取引に関するルールは，金融制度の安定化を後押しする一方で，金融業務の各分野において既得権益を発生させることになる．そして，こうした金融制度にかかわる既得権益の存在が，時代環境の変化の流れの中で求められる制度改革を遅らせる方向に作用するなど，金融制度の硬直性を招来するおそれがある点には留意する必要がある．取引ルールとしての適合性を喪失した規制が存続する中で，新しい時代環境に即応した取引形態を模索する規制回避的な動きのことを，金融革新と呼ぶ．わが国でも1975年以降，国債の大量発行を契機とした金融革新の進展に伴い新たな金融商品やサービスが登場し，その供給を巡る競争が金融機関相互の間で活発化したのは，われわれの記憶に新しいところである．そうした流れの中で，既存の金融取引ルールが緩和・撤廃あるいは変更されることになったが，金融制度あるいは金融取引にかかわるルール・セッターとしての政府の役割は，金融革新を媒介として実際の金融取引からその適合性を巡って常に挑戦を受けていると考えられ

る．

このほか，最近のように金融のグローバル化が大きく進展し，各種の投資資金が国境を越えて自由かつ瞬時に移動する時代の中にあっては，そうした資金移動を媒介として，各国の金融制度が競争状態に置かれるようになってきている点にも留意する必要がある．ある国において時代の要請に適合しなくなった規制が残存していると，そうした規制の対象となる取引はすべて規制の緩やかな海外市場で行われるようになり，金融の空洞化現象を招来するおそれが高まっているのである．こうした各国金融制度間での競争の高まりを考慮すると，金融制度のあり方を議論するに際しては，国際的な整合性という観点も無視することができなくなっていると思われる．

第3節　不完備契約に基づく金融制度の分析

制度と経済学

以上のような金融制度の法定主義的性格に対し，経済学においては伝統的に制度を与件としたうえで，そうした制度の中での経済主体の最適化行動および資源配分メカニズムに分析の主眼が置かれ，金融取引ルールのあり方や機能に関しては，Coase, Williamson 等によって発展させられた「組織の理論（theory of hierarchy)」を除けば，これまでほとんど議論されてこなかった．組織の理論においては，品質などに関する情報が偏在している財・サービスを取引対象とする場合には，匿名性の高いスポット取引よりも特定の取引相手との間で継続的に取引を行うほうが効率的な場合がありうると主張されるのである．そして，このような継続的取引は理論的には，互いに利害の対立する経済主体間の契約，あるいは依頼人・代理人（principal-agency）の関係として捉えられ，市場取引との対比でもってその効率性や契約のあり方が種々議論されている．[10)]

金融取引の分析に際しては，貸出取引の実際が端的に示すように，市場の理論よりもむしろ，こうした組織の理論を適用して考えるほうが有用な場合が多いと思われる．金融制度の機能やあり方に関する分析はまさにそうした分野であり，先に指摘したように金融制度を政府が定めたルールの下で貸し手と借り手とが合意した金融取引に関する契約の集合体として観念すると，その機能や

あり方は経済学的な分析の対象となりうる．金融契約に関する議論は，Diamond (1984) や Diamond and Dybvig (1983) 等近年急速な発展をみてはいるが，そうした分析の多くは貸出取引，預金取引など特定の金融取引を対象としたものであって，金融制度自体が議論の対象となるまでには至っていないのも事実である．ここでは，金融制度のあり方は，借入企業が破綻した場合に誰がその損失を最終的に負担するのかという，いわゆる残余請求権（residual risk bearing）の問題，あるいは特定の資産の収益分配・リスク負担にかかわる問題に帰着するという点に着目し，Aghion and Bolton (1992) が提唱した不完備契約に基づく最適資本構成理論を理論的拠り所として検討することにしたい．

金融契約の不完備性と企業の最適資本構成

貸し手が借り手との間で資金の貸借に関する金融契約を締結するとき，借り手の返済原資である将来所得に不確実性が随伴する場合，ミクロ経済学が教えるように，将来起こりうるすべての事象の下での貸し手と借り手の行動をあらかじめ規定できれば，そうした契約は効率的な資源配分を達成しうる．しかしながら，将来起こりうる事象のすべてを網羅した完備契約を締結することは事実上不可能といわざるをえないほか，仮に実行可能であるとしても，そうした契約のコストは法外に高価なものになりえよう．したがって，将来において借入企業が金融的危機に直面するといった不測の事態が生じた場合には，その対応を貸し手，借り手のいずれかに一任するという不完備契約を締結することにより，事態の解決が図られることになる．

一般に株式会社の場合，資金の出し手は有限責任の下で当該企業の倒産リスクを負担する株主と，利益の中から優先的に債権が弁済されるとともに，借入企業が倒産という最悪の事態に陥ったとしても損失負担が軽微な負債権者とからなる．株主が企業経営への介入権限を有するのはいうまでもないが，かつて Stiglitz (1985) が指摘したように，銀行等の負債権者も債務契約の履行請求権を通じて企業の経営に関与することができると考えられる．したがって，企業の最適資本構成にかかわる問題は，株主と負債権者との間の倒産リスク負担に関する不完備契約の問題，あるいは株主，負債権者のいずれが経営危機に瀕した企業に対し残余請求権を行使しうるのかという問題に帰着する．すなわち，

最適な負債残高あるいは負債比率を決定するということは，関係者が暗黙のうちに当該企業の債務超過点を決定することと同値であり，その意味で金融的危機が発生するか否かは内生的な問題である．というのも，金融的危機という事態は，関係者が企業経営権を株主から負債権者へと移転することで事前的に合意した「悪い」状態を示しているに過ぎないと考えられるからである．

実際，借入企業が金融的危機に陥ると，多くの場合，負債権者に企業経営権が移転し，負債権者主導で増資，緊急融資の実行など各種の対応措置が講じられることになる．このとき，負債権者が借入企業にとっても有利な救済措置を講じうるか否かが問題となるが，負債権者自身も現在の短期的な利益だけでなく将来における取引増進という長期的な利益をも考慮のうえ，貸し手としての良い「名声」の維持に努めている限り，利己的な行動は採り難いと考えられる．このため，借り手も貸し手の行動を盲目的に信頼して不測の事態への対応を一任することになるといえよう．[11)]

Aghion and Bolton (1992) は，こうした観点から企業の最適資本構成，すなわち企業の収益分配および倒産リスク負担にかかわる構造のあり方を論じたものであり，彼らは，資本家・経営者と外部の投資家からなる2期モデルの中で，利潤の低下というかたちで1期に企業業績の悪化がみられたときには経営権を資本家・経営者から投資家に移転させるという不完備契約を締結したほうが，経営権の移転を伴わない契約の下での資源配分と比較して効率的となる場合があることを示した．期間利益で示されるゴーイング・コンサーンとしての企業価値がその解散価値を下回っているのであれば，資本家・経営者は企業経営に適しているとはいい難く，そうした事態に至った場合には，経営支配権を外部の投資家に移転し，彼らに経営を委ねるほうが効率的と考えられるからである．そしてまた，このように企業業績に依存するかたちで企業経営権が経営者から外部の投資家に移転させるところに，負債契約の本質があると主張されるのである．

以上要約すると，不完備契約に基づく最適資本構成に関する理論からは，投資家相互間での経営権の移転問題は内生的に決定され，資本調達に際しどのような手段が利用されるかに依存するという結論が導かれる．もっとも，実際には，負債権者が企業の解散価値を上回る多額の貸付を実施し，その結果，負債権者の債権が部分的にしか保証されていないという事例が多数みられるほか，

金融的危機に陥った借入企業の経営権移転の問題および問題企業に対する救済措置のあり方は，借入金の特定の銀行への集中度合いや株主，負債権者の分布構造とも密接に関連している点にも留意する必要がある．それゆえ，以下では，主要国における企業部門の資本構造を比較しつつ，そうした問題についてもう少し詳しく検討することにしたい．

金融制度の類型化と銀行規制

これまで多くの経済学者が指摘しているように，資本主義国における金融制度は銀行借入型制度（bank-oriented system）と資本市場型制度（market-oriented system）の2つに大別することができる．一般に，銀行借入型制度とは，資本市場が相対的にみて未発達な段階にあり，企業への設備資金供給は主として銀行部門を通じて行われる金融制度のことをいう．また，資本市場型制度とは，高度に発達した資本市場を擁する金融制度のことを指し，企業はそうした市場において設備資金を調達することから，銀行は企業部門の短期金融ニーズを満たすに過ぎないとされる．そして，こうした類型化にしたがうと，アメリカおよびイギリスは通常，資本市場型制度に分類される一方で，日本，ドイツおよびフランスは銀行借入型制度であるとされる．もっとも，これまでの議論は，多くの場合，こうした類型化でもって終了し，それぞれの制度にはどういった特徴があるのか，といった問題に対し経済学的な観点から分析のメスが加えられることはほとんどなかったといえよう．

それゆえ，ここでは，先に紹介した不完備契約に基づく金融契約の理論に基づき，銀行借入型制度と資本市場型制度との相違について，①誰が借入企業の倒産リスクを負担するのか，あるいは②誰が残余請求権を行使するのか，といった観点から理論的に検討することにしたい．そうした検討に入る前に，これらの金融制度の間には企業の資本構成上どのような相違がみられるのかを統計的に観察しよう．実際，主要国における企業の負債比率等を比較すると，Berglof (1989) が見いだしたように，企業の資本構成にかかわる銀行借入型制度と資本市場型制度との相違についての「定型化された事実」として，次の6点が指摘しうる．すなわち，企業の資本構成からみると，銀行借入型制度は，資本市場型制度との比較において，次のような特徴を有していると考えられるのである．①負債比率が高い，②負債の所有構造はより集中的かつ同質的である，

③株式の保有構造はさほど拡散していない，④銀行が個々の借入企業の大株主となっている，⑤負債および株式の所有構造は時間に関してより安定的である，⑥企業買収は顕著にはみられない．

こうした定型化された事実からも明らかなように，銀行借入型制度においては企業の資本構成上負債比率が高いだけでなく，特定の銀行に対する借入依存度も高いほか，多くの場合，銀行も借入企業の株式をかなりの程度保有しているのである．したがって，銀行借入型制度と資本市場型制度との本質的な相違を抽出するに当たって問題とすべきは，そうした特徴が銀行借入型制度においてなぜ観察されたのかという点であろう．ここでは，銀行貸付・資本市場に対する政府規制あるいは金融取引に関するルールの相違に着目のうえ，この問題について論じることにしたい．

すなわち，銀行借入型制度と資本市場型制度とを，①銀行規模に関する規制，②銀行のポートフォリオ選択に対する規制，③金融的危機に直面した借入企業に対する銀行の経営介入についての規制，および④資本市場での発行規制という各種の異なった規制のあり方を基準として比較すると，以下で詳しく論じるように，①から③の銀行規制においては銀行借入型制度のほうがより緩やかなものとなっている一方で，④の資本市場規制では，逆に資本市場型制度のほうが緩やかな規制にとどまっていることがわかる．そして，こうした銀行規制および資本市場規制における強弱の違いが，2つの相異なった金融制度において銀行が担っている役割の相違を説明しうるのではないかと考えられるのである．

資本市場型の金融制度を採用している国々においては，銀行借入型制度とは異なり，ある特定の企業に対し投資家が資金を供給するに当たっては，例えばアメリカでは商業銀行による株式保有が禁止されるなど，政府規制によりもしくは慣行として，当該企業発行の株式あるいは負債のいずれか一方の取得しか認められていない．また，資本市場型制度においては，アメリカの州際業務規制など銀行規模規制の実施に伴い，ひとつの銀行が特定の企業に供与しうる貸出額は銀行借入型制度のそれと比較してかなり低い水準に抑えられている．その結果，ある特定の借入企業における負債権者は多数にのぼるなど，その分布構造はかなり拡散しており，銀行が借入企業に対する経営支配権の取得に際し支払わなければならないコストは銀行借入型制度と比較して割高なものとなっているのである．

実際，Gilson, John and Lang (1990) は，アメリカでの金融的危機に瀕した借入企業の救済事例とみると，債権保有者あるいは融資銀行が特定の層に偏するなど，債権者の分布構造が拡散していない企業に対する救済措置のほうが実効度合いが高いと指摘している．これに対し，銀行借入型制度においては，日本やドイツの例を持ち出すまでもなく，大規模な銀行が存在し，それがまた企業部門における銀行借入依存体制を支えていると考えられるのである．

一方，資本市場における発行規制をみると，銀行借入型制度においては，わが国の例が端的に示すように，[12] 政府により増資・起債に対し厳しい発行規制が課されている，あるいは銀行が起債額を事実上コントロールしているなど，何らかのかたちで資本市場を通じる資金調達の途が規制されており，その結果，資本市場は相対的にみて未発達な状態にとどまっている．これに対し，資本市場型制度においてはそうした規制がほとんどなく，一定の財務条件を満たした企業であればどんな企業でも自由に資本市場へアクセスすることが可能となっている．

さらに，資本市場型制度においては，債券等資金調達手段の具体的あり方は市場に委ねられるなど，発行体および投資家双方の資金調達・運用ニーズに見合った商品の開発が自由に行いうる環境にある．加えて，そうした新商品を開発した投資銀行，マーチャント・バンク等の証券会社は創業者利潤の稼得だけでなく，創造的な証券会社として市場で高く評価されることになり，それがまた，商品開発競争を媒介として資本市場の発達を促す方向で機能していると考えられるのである．

負債比率と不完備契約

以上のような銀行貸付・資本市場に対する政府規制の強弱の差が2つの異なった金融制度を醸成しているという点を踏まえつつ，銀行借入型制度の特徴について不完備金融契約の理論に基づき検討することにしたい．最初は，負債比率の高さである．銀行借入型制度は，企業の資本構成上，負債比率が高いという特徴を有しているが，それはまた，当該企業の債務超過点がかなり低く，金融的危機に陥る頻度も高くなるということを意味している．こうした資本構成上の特徴を不完備金融契約の理論に基づき解釈すると，銀行借入型制度においては借入企業に対する経営支配権はかなり早い段階で株主から負債権者に移転

するとともに，金融的危機の発生を契機として銀行主導で問題企業の再建・整理が進められると考えられるのである．

そして，こうした企業救済のあり方自体，貸付契約を締結するに際し，借入企業が金融的危機に陥った場合には銀行が企業経営権を取得のうえ各種の再構成策を講じることを関係者が事前に承認していることを意味している．一方，資本市場型制度においては，問題企業の再構成は通常，M&Aなどを通じて外部の株主グループの手に委ねられることになる．それゆえ，銀行借入型制度における負債比率の高さは，資本市場型制度においてしばしば観察される企業買収が銀行借入型制度においてはさほど顕著にはみられないという事実とも密接に関連していると考えられるのである．

このように，借入企業が金融的危機に瀕した場合，銀行借入型制度においては銀行が限界的な資金の供給者および主要なリスク負担者として積極的な役割を演じることが多いが，そうした銀行による企業救済活動は，銀行が借入企業に対し能動的に経営支配権を行使できる環境にあるなど，制度的にも認められている．すなわち，銀行借入型制度においては銀行と借入企業との関係に対する諸規制が資本市場型制度との比較において緩やかなため，事後的な企業統治メカニズムとしての負債のコストを低減させていると考えられるのである．負債比率が高いということはまた，銀行借入型制度においては負債権者が借入企業に固有のリスクをより高い割合で負担しているということを意味している．このため，銀行借入型制度諸国における負債は，「隠ぺい資本（crypto equity）」と称されることもある．

こうした指摘を不完備金融契約の理論にしたがって解釈すると，銀行は，株主と同じようにリスク・キャピタルを企業に提供しており，借入企業が経営不振に陥ったときにはリスクを負担するとともにその企業経営権を手中に納めるだけでなく，当該企業の経営状況が良好なときにおいても，株式保有を通じてリスクおよび経営権を分担していると考えられるのである．[13)]

次に，銀行による借入企業の株式保有の効果について検討しよう．不完備金融契約の理論にしたがうと，銀行による借入企業の株式保有は，次のように解釈することができる．すなわち，銀行は大株主として，借入企業が金融的危機に陥った場合には経営権を取得し，問題企業の再建・整理を行うだけでなく，当該企業の業績が良好なときには外部投資家によるテイクオーバーの可能性を

大きく減殺し，経営権の安定化を支えていると考えられるのである．こうした解釈を推し進めると，銀行借入型制度と資本市場型制度との間では，負債権者と株主との間の利害対立の緩和もしくは解消を図る方策が異なるということが導かれよう．

すなわち，銀行借入型制度においては拙劣な経営を背景とする負債権者と株主との利害の対立は，企業経営権の負債権者への早期移転というかたちで内部的に処理されるのに対し，資本市場型制度ではテイクオーバーという第三者による介入を媒介として処理される度合いが高いと考えられるのである．資本市場型制度においては経営危機に陥った企業の再建・整理に際し，そういった外部的な解決策に頼らざるをえないのは，株主，負債権者ともに広く分散しているため，関係者間の合意をうるのが困難となっていることを背景とするものと考えられる．

経済発展と金融制度

このように銀行借入型制度と資本市場型制度とが第2次大戦以降現在に至るまでの長期にわたって並存しているが，そのこと自体，こうした2つの金融制度は企業経営権とリスク配分問題に関する2つの基本的に異なった均衡解と解釈することもできよう．すなわち，政府による銀行規制および資本市場での発行規制の強弱あるいは金融取引に関するルールの違いが，産業資金の供給のあり方に関する制度的取り決めである金融制度の相違を醸成したと考えられるのである．こうした捉え方はまた，資本主義経済は，アメリカ，イギリス等市場取引を重視するアングロ・アメリカン型資本主義とドイツ，スイス，日本など関係者間の紳士協定を重視するライン型資本主義という2つのタイプに分類しうるという，ミッシェル・アルベール（1992）の主張とも符合している．

そして，銀行借入型制度と資本市場型制度との相違は，結局のところ，金融経済問題の解消が市場を通じて行われるようルール化されているか否か，あるいは特定の利害関係者間の調整による対応を重視したルールが採用されているか否か，という点に帰着し，いずれの金融制度がより発達した形態であるとはいい難いと思われる．

この間，Mayer (1988) は，高度に発達した資本市場を有するアメリカ，イギリスと日本，ドイツのように銀行が企業による設備資金調達上重要な地位を

占めている国とを比較すると，後者の国々の経済パフォーマンスのほうが良好なことから，「競争的な資本市場の形成がかえって金融システムにおける投資促進効果とリスク分担の効率性を低減させる」(堀内 (1990)) という命題を主張している．すなわち，競争的な資本市場が存在する場合，借入企業は機会主義的な行動に走りうるため，銀行においては借入企業との間で長期的取引関係を形成しようとする誘因が希薄化し，その結果として社会的にみて効率的なリスク・シェアリングが実現されえなくなる，とされるのである．そして，この命題は，メイヤーのパラドックスと呼ばれることが多い．

メイヤーのパラドックスは，資本市場型制度のほうがより発達した金融制度であるとの想定に基づく議論であり，先に指摘したように，資本市場型制度と銀行借入型制度は2つの異なった均衡解であるという点を踏まえて考えると，正確性を欠く命題であるといわざるをえない．もっとも，この命題の基礎となった資本市場の発達度合いと経済パフォーマンスとの関係についてはその通りであるため，彼とは異なった観点からそうした関係を説明することが求められる．そして，この問題については，ウィリアムソン流の市場対組織 (Williamson (1975)) という観点から回答を与えることができよう．

すなわち，例えば企業経営権の取得を狙いとしたテイクオーバーを実行するためには多大な費用が求められるなど，資本市場を円滑に機能させるためには市場参加者自らがそれなりの費用を負担する必要がある．これに対し，銀行借入等特定の関係者間で行われる継続的取引の場合には，経営権の移転がスムーズに行われ，資源の浪費がより少なくなることから，表面的にはより効率的かのような印象を与えることになると考えられる．もっとも，後者の場合には，意思決定が特定の関係者により秘密のうちに行われるなど透明性が低いほか，市場で成立している価格情報が有効に利用されていないことに伴う経済的コストを最終的には消費者が負担せざるをえず，そうした負の効果をも考慮のうえ総合的な観点から比較することが求められる．

第2章　注

1) こうした金融仲介に関する議論の詳細については，Diamond (1984)，早川 (1987)，池尾 (1989) などを参照．

2) カナダの金融制度および近年における制度改革措置については，例えば入舩(1994) を参照.
3) 例えば，わが国の場合，銀行による他業の兼業は禁止されているほか，商業による銀行の所有は認められていない..
4) ナローバンク構想の詳細については，Litan (1986) を参照.
5) 銀行の与信機能と決済機能とが不可分の関係にあると考えれらるのは，次のような事情に基づくものである．第1に，銀行は決済機能を有しているため，取引決済勘定の変動を通じて他の金融機関よりもすばやくかつ正確に顧客の資金流出入状況を把握しうる．こうした情報は借入人に対する監視を強固にする方向で作用するなど，銀行は決済・与信機能併営に伴う範囲の経済を享受しているのである．第2に，莫大な量の取引を一定の時間内に処理しなければならないという決済業務の性格を反映して，取引決済勘定の提供はシステム投資等多大な費用負担を要するが，そうした決済機能の運営費用は預・貸金利鞘でもって内部的に補助されるなど，与信業務で稼得した利益が銀行による決済機能の提供を支えているのである.
6) 金融機能の解き離しと括り直しを巡る議論については，例えば池尾 (1991) を参照.
7) 蠟山 (1987) も，ほぼ同様の捉え方をしており，金融制度（システム）を次のように定義している．すなわち，「金融システムは，人々の金融行動に関わる社会的なルール（規範）の集まりである．より具体的には，①どのような金融手段が，②誰に，③どれだけ，利用可能であり，④それぞれの金融手段の需給がどのように調和されるか，といった諸問題を，制度・慣行を通じて明らかにする体系が金融システムである．そして，この金融システムを通じて，人々が金融に期待する経営的諸機能が実現される.」
8) もっとも，日本，アメリカ両国における証券業務規制は，銀行による株式の引き受け・ディーリングが禁止されているという点では一致しているが，自己勘定による株式投資が日本では認められているのに対しアメリカでは禁止されているなど，微妙に異なっている.
9) システミック・リスクとは，ある特定の銀行の破綻が，銀行間に網の目のように張り巡らされた債権債務関係を媒介として，瞬く間にその他の銀行に波及し，銀行システムが機能麻痺の状態に陥ることをいう.
10) こうした議論の詳細については，例えば Kreps (1991) を参照.
11) このほか，企業価値があらかじめ定められた水準を下回った段階での経営権の移転をより確実なものとするためには，外部投資家に対しては「良い」時においても無視しえない金額の株式を保有しておくことが求められよう.
12) わが国における資本市場規制の詳細については，本書第4章を参照.
13) わが国のメインバンク関係に特徴的な銀行による借入企業救済は，こうした

銀行によるリスク・キャピタルの提供を反映したものと考えられるが，そうした議論の詳細については，本書第8章を参照.

第2章　参考文献

ミッシェル・アルベール，小池はるひ訳『資本主義対資本主義』，竹内書店新社，1992年.

早川英男，「金融仲介機関の経済理論について—「情報経済学」の視点から—」，日本銀行金融研究所『金融研究』第7巻第1号，1987年.

堀内昭義，「金融システムは如何に機能するか」，大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第16号，1990年.

池尾和人，「金融：金融仲介理論の新展開」，伊藤元重・西村和雄『応用ミクロ経済学』，東京大学出版会，1989年.

池尾和人，「情報通信技術と金融機能の再編成」，日本銀行金融研究所『金融研究』第10巻第3号，1991年.

入船　剛，「カナダの金融制度改革について—子会社方式による相互参入を中心に—」，日本銀行金融研究所『金融研究』第13巻第2号，1994年.

蠟山昌一，『証券・金融・ファイナンス』，東洋経済新報社，1987年

Aghion, P. and P. Bolton, "An 'Incomplete Contract' Approach to Bankruptcy and the Financial Structure of the Firm," *Review of Economic Studies*, 1992.

Berglof, E., "Capital Structure as a Mechanism of Control: A Comparison of Financial Systems," in Aoki, M. et al. (eds.) *The Firm as a Nexus of Treaties*, London, Sage Publications, 1989.

Corrigan, E. G., "Are Banks Special?" *Annual Report* 1982, Federal Reserve Bank of Minneapolis, 1983.

Diamond, D. W., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, Vol. 51, 1984.

Diamond, D. W. and P. H. Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, Vol. 91, 1983.

Gilson, S. C., K. John and L. H. P. Lang, "Troubled Debt Restructuring: An Empirical Study of Private Reorganization of Firms in Default," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.

Kreps, D., "Corporate Culture and Economic Theory," in J. Alt and K. Shepsle (eds.) *Perspectives on Positive Political Economy*, Cambridge University Press, 1990.

Litan, R., *What Should Banks Do?* The Brookings Institute, Washington DC.,

1987.

Mayer, C., "New Issues in Corporate Finance," *European Economic Review*, Vol. 32, 1988.

Stiglitz, J. E., "Credit Market and the Control of Capital," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. XVII, 1985.

Williamson, O., *Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications*, New York, Free Press, 1975.

第3章　銀行の競争力*

わが国の大手銀行は1980年代後半から90年代初頭にかけてユーロ市場等の国際金融市場でそのプレゼンスを急拡大させてきたが，ここへきてそうした海外資産の圧縮を急速な勢いで行っている．国際金融市場における日本の銀行のプレゼンスが上昇する過程においては，その競争力は大きく向上したとの見方が強まったが，それでは，最近における急速なシェアダウンは日本の銀行の競争力が低下したことを意味しているのであろうか．

この問題に答えるのは容易ではない．銀行の国際競争力をめぐっては古くから種々活発な議論が内外で展開されているが，銀行の競争力とは何か，あるいは銀行の競争力をどういった尺度で測るのが望ましいか，といった点については必ずしも明確になっていないからである．それゆえ本章では，これまでの銀行の競争力をめぐる議論を整理するとともに，その問題点を指摘した後，ありうべき方向性について，銀行の機能とその費用構造から検討することにしたい．

第1節　銀行の競争力に関する概念の整理

一般に企業の競争力とは，高度の技術を背景に良質の製品・サービスを安価かつ迅速に提供しうる能力のことをさすが，経済学とくに企業の理論からは生産技術または要素投入費用構造といった生産に関する技術的条件として規定される．銀行の競争力も，こうした生産の技術的条件として把握可能ではあるが，銀行が生産するサービスをどのように捉えるのが適切か，という点に関しては，これまでのところ，一般に承認された見方が必ずしもあるわけではない．それゆえ，本章では，①銀行の金融仲介ないし与信機能に焦点を当てた場合，銀行の競争力はどのように規定され，それはまたどういった指標でもって測定しうるかについて検討したあと，②要素投入費用構造からみると銀行の競争力はどのように捉えられるのか，という2つの観点から銀行の競争力について考える

ことにする．

情報の生産活動と銀行の競争力

金融自由化の流れの中で銀行の業務内容も多様化し，近年ではスワップ，オプション等のオフバランス取引ないし「金融ハイテク」業務が戦略的分野として注目を集めるに至っているが，銀行業務の中核は引続き預・貸金業務を通じた金融仲介サービスの生産にあるといえよう．すなわち，銀行の基本的機能は第2章で述べたように，家計等の貯蓄超過主体に将来における元利金の支払を保証した預金債務を提供し，これにより調達した資金を企業等の投資超過主体に貸し付けるところにある．この金融仲介サービスの生産ないし与信機能に焦点を当てて銀行の競争力を考えると，それは，一定量の資本，労働等の経営資源を投入した場合にどれだけ多くの金融仲介サービスを生産しうるかという，与信サービスの生産にかかわる技術的条件として捉えることができる．

近年，急速な進展をみた金融仲介機関＝銀行の理論によると，金融仲介サービス生産の本質は，信用供与の対象となる投資プロジェクトの収益性評価（事前的審査）および当該プロジェクトの遂行状況に関する事後的なモニタリングを通じた「情報の生産活動」にあるとされる．とくに，銀行から資金の提供を受けた投資超過主体が当初の約定内容に沿って行動しているか否かを常時監視し，違反の事実があった場合には適切な対抗措置をとるという事後的モニタリングは，金融仲介機関の中でも銀行に固有の情報生産機能であるとされる．というのも，銀行は，支払決済機能を通じて投資プロジェクトにかかわる資金フローを素早くトレースし，資金面からプロジェクトの遂行状況について容易にモニターしうると考えられるからである．

銀行による与信機能の本質は，Diamond (1984) が指摘しているように，個々の投資プロジェクトに対するリスク評価にあるが，それはまた，銀行が貸出ポートフォリオ全体として抱えている投資リスクの多様化・分散化によって支えられている．投資プロジェクトを取り巻くマクロ経済的な環境の変化は企業収益の変動を媒介として投資収益に予想外の変化を及ぼすが，そうした悪影響を最小限に止めるためには，ポートフォリオ理論が教えるように，運用ポートフォリオの多様化を図り，投資リスクの分散に努めることが求められるからである．このように考えると，銀行の与信サービス生産に関する技術的条件の

優劣を論じるに際しては，個々の投資プロジェクトに関するモニタリング技術だけでなく，貸出ポートフォリオ全体の収益・リスク構造の管理技術も評価基準のひとつとして取り込む必要があるといえよう．

実際，仮に個々の投資プロジェクトの収益性にだけ着目して資金供与の可否を判断した結果，銀行の与信構造が石油・エネルギーや不動産といった特定の事業ないし業種に偏れば，そうした銀行が石油・エネルギー価格や不動産価格の急落に対し脆弱な体質となるのは否めない．また，銀行の与信構造が特定の業種に偏っていると，当該業種が業況不振に陥った場合，不良債権が大量に発生するかもしれないという懸念から評判が失墜し，資金調達に困難をきたしたり，最悪の場合には破綻に追い込まれることさえもありうるのである．以上要約すると，銀行の競争力は情報の生産技術とリスク管理技術という2つの要素により規定され，両者が相まって金融仲介サービス生産の技術的条件を構成すると考えられるのである．

もっとも，このような銀行の生産技術を規定する要因を直接観察することは不可能なため，そうした立場から競争力を議論しようとする場合には，金融仲介サービスの生産技術をどういった指標でもって定量化するのが適切かが重要な問題となる．優れた情報の生産技術を有する銀行ほど，一定の費用の下で質の高い（債務不履行リスクの低い）金融仲介サービスをより多く生産しうる．また，そうした技術的優位性は当該銀行に対する市場での評価を高め，これがまた銀行の知名度向上を通じて貸出だけでなく預金取引にかかる顧客層の充実に資するとみられる．このため，銀行の競争力の代理指標としては，銀行が生産した金融仲介サービスの大きさを示す貸出残高や総資産残高等の規模指標，金融仲介サービス生産の効率性を示す収益ないし生産性指標，貸出に関するリスク管理技術を事後的に示す不稼働資産比率や貸倒引当金繰入比率および各銀行のリスク管理技術に対する市場での評価などが考えうるが，いずれの指標も完全ではないため，そうした指標を種々比較のうえ総合的に判断することが求められよう．[1)]

要素投入費用構造と銀行の競争力

以上の銀行の競争力に関する議論は，企業の理論に即していうと，ある一定の生産要素投入量の下で，より多くの生産物を産出しうる生産技術を有してい

る企業が競争的であるという立場から，ある国における個々の銀行の競争力を比較しようとするものである．銀行の競争力を論じるに際しては，このほか，要素投入費用構造の面から接近することも可能であり，ある一定量の金融仲介サービス生産高を所与として，より安価な方法で生産しうる費用構造を有している銀行が競争的であるとされる．

要素投入費用構造から銀行の競争力を論じようとする場合，金融仲介サービスの生産に際しどのような生産要素が必要とされるかを規定することが重要となる．伝統的な銀行行動の理論や銀行の費用構造に関する実証研究においては，預金を生産要素投入物，貸付を生産物として捉えるアプローチがしばしば見受けられるが，ここでは，銀行は資本（株式）と労働を生産要素として金融仲介サービスの生産関数に投入し，貸付と預金を産出物として生産すると考える．ただし，以下の議論では，預金は経験的にみても貸付と一定の関係をもって変動することから，貸付のみを金融仲介サービス技術により生産される産出物として捉えることにした．すなわち，ここでは，貸付を金融仲介サービス技術により生産される産出物であると捉える一方，銀行が投入する生産要素は株式資本と労働であるとしたうえで，その費用構造を資本コストとしての株式コストおよび労働コストに代表される「一般経費」という2つの要因から議論することにする．[2)]

株式コストは通常，一株当たりの予想最終利益を株価で割った株価益回りとして定義されるが，これは投資家が銀行株式購入決定に際し重視する事前的な収益率でもあるため，銀行が維持する必要のある長期的な収益率を示すものと考えうる．もっとも，われわれが現実に観察しうる株式コストは，事後的に計算された収益率であり，事前的に予想される将来収益率とは必ずしも一致せず，長期的に維持すべき収益率水準から乖離しているおそれがある点には留意する必要がある．したがって，株価益回りで株式コストを把握するに際しては，株価益回りの長期的な平均値でもって議論することが重要となる．

また，株式コストは，経費控除後の利益を基準として計算されるネットベース（net of all other expences）の概念である一方，貸付に適用される最低マージンないしスプレッドは一般経費をも加味したグロスベースで判断されていることを考慮すると，コスト面から銀行の競争力を論じるに当たっては株式コストに焦点を当てるだけでは不十分であり，経費の大きさについても検討する

必要があるといえよう．というのも，単位当りの経費が短期的には所与であるとすると，経営効率が高くて経費率の低い銀行ほど，株式コストで示される最低収益率水準の維持・確保が容易となるからである．

第2節　銀行の国際競争力

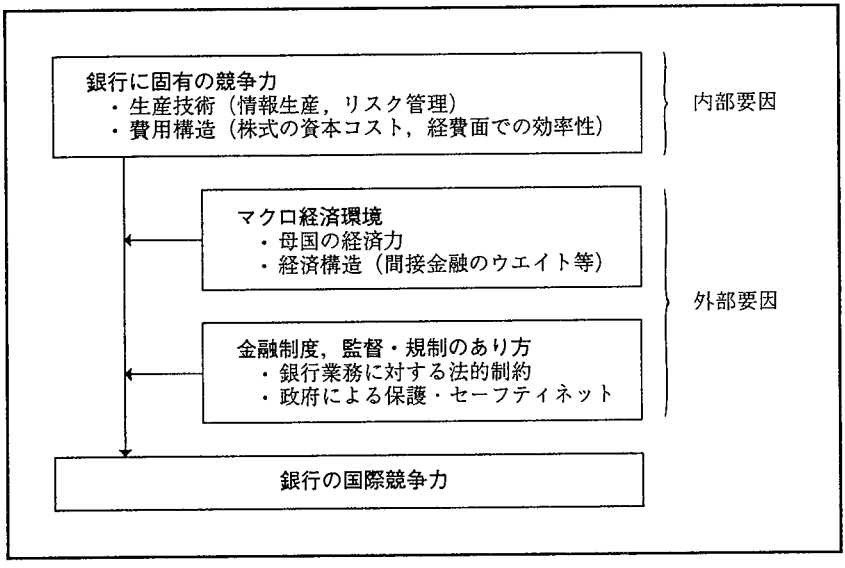
以上の銀行の競争力に関する議論は，ある同一の経済環境下における個々の銀行の競争力を対象とするものであり，銀行の国際競争力を比較するうえでの尺度として利用するに際しては，各国銀行を取り巻く環境の構造が競争力に及ぼす影響にも十分留意する必要がある．ここでは，こうした観点に立って，銀行の国際競争力を規定する要因，およびマクロ経済と銀行の国際競争力との関係について整理する．

銀行の国際競争力を規定する要因

銀行ないし産業全体としての銀行の国際競争力は，個々の銀行に固有の生産技術や費用構造に示される内部要因と，各国銀行を取り巻くマクロ経済環境および金融制度，銀行に対する監督・規制のあり方といった，個々の銀行に対し外生的に与えられる外部要因とが絡み合って形成されると考えられるが，そうした競争力を規定する種々の要因およびその相互関係は，表3-1のようにまとめることができる．すなわち，銀行の競争力の根幹は，個々の銀行が有する金融仲介サービス生産の技術的条件という内部要因により規定されるが，国際比較の尺度として利用しうる，各国の銀行が実際に生産した金融仲介サービスの大きさや費用構造等に関する指標は，母国の実体経済動向と密接に関連した金融仲介サービス需要の大小や，各国政府により課せられた，銀行業務の範囲に関する規制やセーフティネットのあり方にも依存している．その結果，先にみた銀行の金融仲介サービス生産に関する各種の指標は，母国の経済力および経済構造，母国での銀行間の競合度合い，金融制度および銀行に対する監督・規制の相違を大きく反映しているといえる．

例えば，母国の経済規模がさほど大きくなかったり，あるいは直接金融が支配的な経済構造の場合には，金融仲介サービスの生産量だけでみると，その国の銀行の競争力を過小評価するおそれがある．逆に，母国経済が間接金融中心

表 3-1　銀行の国際競争力を規定する要因



で力強い発展を遂げているときには，そうした国に所在する銀行の競争力が過大評価されることもありうる．このため，銀行の国際競争力の比較を行うに際しては，単に計数を表面的に比較するだけでは十分とはいえず，そうした外部要因にも留意のうえ判断することが求められるのである．

銀行の国際競争力を規定する外部要因についてやや詳しくみると，まず最初に，各国の銀行を取り巻くマクロ経済環境の相違があげられる．ある銀行が生産する金融仲介サービス量の大きさは，その銀行が所在する国の実体経済動向や経済構造，あるいは企業金融に占める間接金融の割合などにも依存する．このほか，金融制度，銀行に対する規制・監督，預金保険や最後の貸し手としての中央銀行のあり方といったセーフティネットおよび貸出金償却に関する税制上の取扱い等の相違も，銀行の業務内容や自由度に対する制約要因として銀行の費用構造に影響し，各国銀行の国際競争力に大きな影響を及ぼしていると考えられよう．

また，国際的な財・サービスの移動については，貿易理論が教えるように比較優位の原則に基づき論じるのが一般的であることから，銀行の国際競争力比較に対しても，この原則を適用し，労働，資本といった要素の相対的賦存量の

面から論じられることがある．例えば，Bergsten (1990) は，こうした立場から銀行の国際競争力を捉え，高貯蓄率の国に本店を有する銀行ほど競争上有利であるとするとともに，アメリカの銀行の国際競争力向上策として，「貯蓄の奨励および財政赤字の削減」を主張している．

しかしながら，銀行が貯蓄超過主体から受け入れる預金は金融仲介の過程で生産される産出物であって投入物ではないという点，さらには民間貯蓄は実物資本や労働といった生産要素とは異なり，政府による資本規制がなければ比較的自由に各国市場間を移動しうるという点を考慮すると，貯蓄率との関係で銀行の競争力を論じようとするアプローチは必ずしも当を得た議論とはいえない．また，比較優位の原則は貿易の利益を主張するものであって，産業の国際競争力比較の尺度にはなりがたいという点にも留意する必要がある．銀行の国際競争力という観点からは，母国のマクロ的な貯蓄率の高低だけでなく，どれだけ多くの貯蓄超過主体と資金取引を行いうるかという，内外市場の民間貯蓄に接近できる能力（accessibility）も重要であり，こうした要因が「各国の銀行が保有する金融仲介サービス生産に関する経営ノウハウの優位性」(Neu (1988)) や，銀行監督およびセーフティネットのあり方といったその他の外部要因と相まって，銀行の国際競争力を規定すると考えるほうが適切と思われる．

マクロ経済と銀行の競争力

日本の銀行の規模拡大が国際金融界における話題となったのは，1980年代後半のことであるが，その背景には1985年9月のプラザ合意以降の急速な円高進行に伴う円建資産の外貨換算額水膨れがあるのは否定できない．ここでは，円高に代表されるマクロ経済の動きが日本の銀行の国際競争力に対し，どのような影響を及ぼしたかについて検討することにしたい．各国銀行の競争力比較に際しては，規模指標を米ドル等特定の通貨に換算しなければならないが，実質為替レートの変化が購買力平価の変化に一致しない場合には，為替レート変動に伴う資産残高水準の名目的変化が攪乱要因として作用し，その結果，規模指標に基づき評価された各国銀行の競争力が「真の競争力」から乖離してしまうことになる．[3)]

このように，総資産残高といった銀行全体としての規模指標で銀行の競争力を捉えた場合，その競争力は当該銀行を取り巻くマクロ経済動向の影響を大き

く受けることになる．例えば，これまでの銀行の国際競争力に関する研究の多くは，総資産残高ないし貸出残高を競争力指標と観念のうえその変動要因を統計・経済学的に検討することを狙いとするものであった．そうした研究の代表的なものとしては，米国市場における外銀の規模拡大要因を分析したGoldberg and Saunders (1981)，日本および欧米主要行の資産規模拡大要因を分析・比較したDohner and Terrell (1988)，Goldberg and Hanweck (1991)や，英米市場における日本の銀行の活動を分析したTerrell, Dohner and Lowrey (1990) があげられる．因みに，Dohner and Terrellは，トレンドの影響を除去すべくすべての変数を名目GNPで割って規準化した後，銀行の資産規模を，マネーサプライ残高，輸出入数量，経常収支等により説明する回帰式を推定のうえ，推定パラメータを用いて各国銀行の資産規模拡大の背景を分析し，日本の銀行の資産規模拡大の背景として，①他国を上回る国内実体経済の成長テンポの高さ，②実質為替レート上昇に伴う円建資産ドル換算額の名目的変化，を指摘している．

もっとも，こうした分析は，各国毎のマクロ経済パフォーマンスなど銀行を取り巻く外部環境の相違や，為替レート変動の名目的効果の存在とその強さを示すだけにとどまり，各国銀行の金融仲介サービス生産に関する競争力の分析とはなっていないという点には留意する必要がある．

第3節　銀行の国際競争力を巡る伝統的議論

これまでの銀行の国際競争力をめぐる議論をみると，競争上有利な立場にあるほど市場占有度が高まるという産業組織論的アプローチに基づき各国銀行間の競争力の優劣を論じるのが一般的である．もう少し具体的にいうと，①銀行の財務諸表からえられる総資産残高や各種の経営指標，ないし②特定の市場における各国銀行のマーケットシェアの推移を尺度として各国銀行の国際競争力が論じられている．しかしながら，そうした尺度の理論的基礎は必ずしも十分ではないほか，実態的にみても近年の金融の自由化・国際化の下での銀行業務の変容を適切に反映しているとはいい難い．それゆえ，ここでは金融仲介サービス生産に関する技術的条件により銀行の競争力を捉えるという前述の立場から，伝統的アプローチの意義と限界についてやや詳しくみることにする．

総資産残高に基づく銀行の国際競争力比較

銀行の国際競争力に関するこれまでの議論において最も一般的なのは，貸出残高や総資産残高といった規模指標をその尺度とするものである．確かに，銀行が生産した金融仲介サービスの大きさを示す規模指標を競争力尺度として用いることにも，一理はある．しかしながら，そうした指標はあくまでもひとつの尺度に過ぎず，金融仲介サービス生産技術に焦点を当てて競争力を捉えるという観点は必ずしも明確には意識されていないように窺われる．すなわち，総資産残高等の規模指標が競争力の尺度として利用しうる根拠を論じたものは比較的少なく，Dohner and Terrell (1988) が，銀行業においては次のような事情から規模の経済の働く余地が大きいとして，総資産残高に基づく競争力比較を支持するにとどまるなど，規模指標を競争力の尺度として用いる理論的根拠は必ずしも明確には示されていない．

〈銀行業における規模の経済性〉

①総資産・貸出残高が大きいほど，資産運用面で，ポートフォリオ多様化を通じるリスク分散余力が高まるほか，顧客からの大口資金供与要請にも応じやすい．

②総資産残高ベースでみた世界銀行ランキングにおいて上位に位置する，あるいは毎年ランクアップしているということは，当該銀行の業容が順調に拡大していることを示唆するため，顧客や投資家の間での知名度や評価の向上を通じて，その後の業務展開に対し有利な効果を及ぼす．

③規模の大きい銀行が破綻した場合にはその影響が甚大なため，監督当局は救済策を講じざるをえなくなるとみられる（いわゆる “too big to fail”）ことから，規模の拡大は倒産リスクの低下を意味する．

資産規模に着目するアプローチのうち，最も典型的で，多く行われているのは，英国有力金融誌 *The Banker* が毎年7月に公表している総資産残高基準の世界銀行ランキング（ただし，1988年分より自己資本基準に変更のうえ総資産ランキングを付記）を利用し，上位銀行所在国の分布状況または上位300番以内に位置する銀行の所在国別シェアの比較（表3－2）により，各国銀行の

表 3-2　世界銀行ランキング上位300番以内の主要国籍別シェア

（総資産残高ベース，%）

年	アメリカ	日　本	イタリア	ドイツ	イギリス	カナダ	フランス
1969	35.84	15.96	8.04	7.70	7.10	4.57	4.17
1970	34.95	15.60	8.37	8.79	6.89	4.64	4.21
1971	31.74	17.87	8.22	10.03	7.09	4.25	5.03
1972	29.98	19.33	10.12	9.86	5.34	4.00	5.02
1973	27.18	21.29	8.15	10.51	6.47	3.76	5.50
1974	26.13	18.87	7.36	11.74	6.73	3.95	6.49
1975	23.76	18.93	7.81	11.58	5.69	3.95	8.64
1976	22.80	19.86	6.87	12.43	4.90	4.27	8.46
1977	21.19	21.17	6.52	13.13	4.80	3.74	8.54
1978	16.96	24.05	6.47	13.60	4.34	3.22	9.19
1979	16.38	20.35	7.24	13.81	5.25	3.28	10.39
1980	16.05	21.46	6.62	11.84	6.24	3.60	10.31
1981	16.37	21.79	5.89	10.37	6.43	4.27	9.58
1982	17.92	21.92	5.49	10.11	6.63	4.23	9.59
1983	18.56	25.84	5.11	9.26	6.23	3.94	8.69
1984	19.67	27.52	4.91	8.25	5.38	3.82	8.32
1985	18.08	28.24	5.35	8.85	5.35	3.25	8.48
1986	15.03	34.17	5.43	9.60	4.60	2.53	7.74

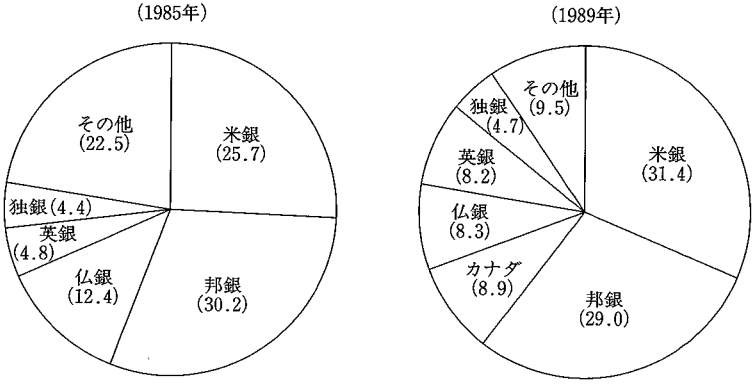
（出所）Goldberg and Hanweck (1991).

国際競争力を議論することであろう．しかしながら，「金融は実体経済の裏側にある」といわれるように，銀行の規模は母国の実体経済動向と密接に関連しているほか，銀行業務の範囲や自由度は各国政府により課せられた監督・規制の影響を色濃く受けるため，総資産残高や貸出残高といった規模指標のみでもって銀行の国際競争力を議論するのは必ずしも適切であるとはいえない．加えて，金融の証券化の流れの中でローンセール等資産残高の管理技術が急速に進展し，貸付債権の中途売却（購入）が可能となった結果，総資産残高や貸出残高といった規模指標が個々の銀行による金融仲介サービス生産量を必ずしも正確には反映しなくなりつつある点にも留意する必要がある．[4)]

こうした中にあって銀行が実際に生産した金融仲介サービス量を比較するうえでは，各国銀行が国際金融市場において主幹事ないしアレンジャーとしてどれだけ多くの協調融資（シンジケート・ローン）を組成したかを示す主幹事引受額やアレンジ金額が注目に値すると思われる．図3-1は，1985年中および1989年中における国際貸付市場（NIF を含む）での各国銀行の主幹事引受けシェア（金額ベース）について，上位50行を対象として計算したものである．

図 3-1　国際貸付市場における各国銀行の主幹事引受シェアの推移

（単位　%）



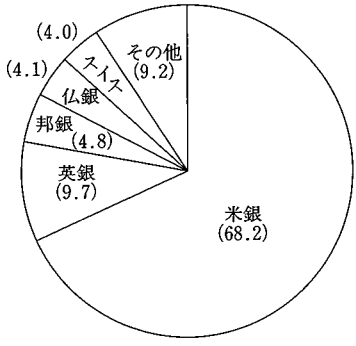
（注）　上位50行中の各国銀行シェア.
（資料）　*IFR*, 1986年1月4日号および1990年1月6日号.

同図から直ちにわかるように，アメリカの銀行と日本の銀行はそれぞれ約3割のシェアでトップを争っているが，1989年においてはアメリカの銀行が日本の銀行を僅かながらも上回り，首位の座を確保している．もっとも，国際金融市場においては，資金力に富む銀行には主幹事といった高ステイタスでのシンジケート・ローン参加が慣行として認められているため，主幹事引受額が銀行の生産技術を必ずしも正確には反映していない公算が強い．

したがって，銀行の競争力指標としては，借入人との条件交渉および協融参加銀行の募集・取りまとめといった，国際的な金融仲介サービスの生産に関連する生産技術の優劣をより直接なかたちで示す指標を採用するほうが望ましいと考えられる．すなわち，銀行の国際競争力を論じるに当たっては，国際的な金融仲介サービスの生産量を“最も川上”で捉えた指標であるとともに，企業ニーズにあったローンを最も安価に組成しうる能力を端的に反映していると考えられる，国際的シンジケート・ローンのアレンジ実績を利用するほうがより適切と判断されるのである．図3-2は，1989年中における各国銀行の国際シンジケート・ローン・アレンジ実績（金額ベース）を主幹事引受シェアと同じベースで示したものである．これによると，アメリカの銀行が他国の銀行を凌駕しているのがわかる．1989年は，欧米諸国において企業M&Aが活発化した年であり，シ・ローンもそうしたM&A案件絡みのものが多く，M&A案

図 3-2　各国銀行の国際シンジケート・ローンのアレンジ実績比較　（単位　%）

（1989年中）



（注）　上位50行中の各国銀行シェア.
（資料）　*IFR*, 1990年1月6日号.

件の組成に関し優れた技術を有するアメリカの銀行に有利に作用したという要因もあるが，そうした特殊要因を考慮したとしても，アメリカの銀行の優位性は否定しえないと思われる．このように，バランス・シートから得られるストック指標と引受・アレンジ実績といったフロー指標との間には，かなりの乖離が見られるが，こうした乖離自体，規模指標による競争力比較の妥当性に疑問を投げかけるものといえよう．

このほか，スワップ，オプション等オフバランス取引の盛行も，競争力尺度としての規模指標の意味合いを減退させる方向で作用している．因みに，アメリカの大手銀行の場合，経営上の戦略業務は1980年央以降オフバランス取引へと移行しており，これら取引は1989年12月末現在，7行平均で5,365億ドル，総資産残高の5.3倍にも至っている．これに対し，日本の銀行では，三菱銀行が米国証券取引所委員会（SEC）に提出した報告書から推測すると，オフバランス取引残高は1990年3月末現在，都銀5行平均で概ね4,300億ドル，総資産残高の1.2倍程度と，アメリカの銀行を大きく下回っている．したがって，オフバランス取引の取扱いについても別途検討する必要がある．例えば，何らかの方法に基づきウェイト付けした取引残高を総資産残高に加えたうえ比較する，

といった方策が考えられよう．

総資産残高に評判を加味した競争力比較

このほか，総資産残高に財務諸表から導かれる経営諸比率を組み合わせて，より広い観点から銀行の競争力を議論しようとするアプローチがある．これは，規模指標だけでなく，顧客による銀行の良し悪しに関する判断形成の基礎となる収益率等の経営比率をも参考にして，各国銀行の競争力を議論するところに特徴がある．この銀行に関する評判は，金融仲介サービスと同じく「輸出可能」である．また，産業としての銀行に対する評判は，母国当局による監督・規制のあり方とも密接に関連しており，Neu (1988) は，政府による銀行保護政策のあり方の相違も各国銀行間の競争力格差の背景のひとつを形成していると指摘している．

こうした観点から各国銀行の国際競争力を論じたものとしては，ニューヨーク連銀による調査報告 (Spindler, Howe and Dedyo (1990)) をあげることができる．彼らは，投資家はROA（総資産収益率），自己資本比率や経営の効率性に着目して個々の銀行の良し悪しを判断しているとの立場から，日本，アメリカ，イギリス，ドイツ，フランス，カナダおよびスイスという7カ国所在の大手銀行41行をサンプルとして1985～88年平均の規模指標やROA等の経営比率に基づき各国銀行の競争力を比較し，「アメリカの銀行の競争力は7カ国

表 3-3　経営指標に基づく各国銀行の競争力比較

		アメリカ（9行）	カナダ（4行）	フランス（5行）	ドイツ（3行）	日本（11行）	スイス（3行）	イギリス（6行）
規模	総資産残高（上位10行中）	1行	0行	2行	0行	6行	0行	1行
	総資産残高伸び率（実質%）	1.8 (6)	1.1 (7)	2.0 (5)	5.5 (2)	12.1 (1)	3.6 (3)	2.5 (4)
	総収益金（上位10行中）	3行	0行	2行	1行	1行	0行	3行
	総収益金伸び率（実質%）	7.1 (2)	7.1 (3)	4.5 (6)	4.5 (6)	20.3 (1)	3.3 (7)	5.5 (4)
収益性	ROA（実質%）	0.22(5)	0.21(6)	0.20(7)	0.24(4)	0.29(3)	0.32(2)	0.34(1)
	ROE（実質%）	3.8 (7)	4.2 (6)	9.3 (2)	6.8 (3)	12.3 (1)	5.3 (5)	6.7 (4)
生産性	総収益金／非金利支出	1.52(3)	1.74(2)	1.48(5)	1.45(6)	1.91(1)	1.37(7)	1.52(4)
自己資本	株主資本比率（%）	5.2 (3)	5.1 (4)	2.4 (7)	3.5 (5)	2.8 (6)	6.1 (1)	5.9 (2)
	PER	8 (4)	8 (5)	N.A.	19 (3)	51 (1)	22 (2)	6 (6)

（注）1.　各計数は1985～88年間における国別平均（ただし，株主資本比率は1988年末）．
　　2.　（　）内は各国別ランキング．
（資料）Spindler et al. (1990).

の中位にとどまる一方，日本，イギリス，スイス所在銀行の競争力が高い」という暫定的な結論を得ている（表3-3）．もっとも，彼らは，バランスシートに現れないスワップ，オプション等の金融ハイテク市場におけるアメリカの銀行の高い競争力，アメリカの銀行首脳陣の高度の金融取引技術や革新性に対する自負心を勘案すると，「アメリカの銀行の競争力について判断するに足る材料が完全には出揃ってってはいない」として最終的な判断を留保している．

しかし，こうしたアプローチは，銀行の財務データを基本とするものであり，先に指摘した競争力尺度としての規模指標の問題点がそのまま当てはまる．また，銀行経理に関する会計慣行および会計基準が各国毎に大きく異なっている（例えばドイツやスイスでは税引後利益からの秘密準備金積立が認められており，最終利益は銀行の業績を正確に示しているとは必ずしもいえない）ため，仮りに部門別・地域別セグメント情報が同様な形式で公表されたとしても，各銀行の公表データを単純に比較することはできないという点には留意する必要があろう．

特定市場におけるマーケット・シェア比較

このほか，ユーロ市場や米国市場等特定の市場における各国銀行間のシェア比較により競争力が論じられることも多い．とりわけ，銀行の国際銀行業務の競争力比較に当たってはBIS作成の「国籍別国際銀行統計」（以下，ユーロ統計）に基づくユーロ市場における各国銀行シェア（表3-4）が一般に利用されている．

しかしながら，同統計は各市場毎に集計した各国銀行資産を単純合計したものであり，本支店勘定を通じた国外市場と自国市場との間の資金回金や，外貨建インターバンク取引に代表される資金ディーリング取引等，銀行の金融仲介業務とは直接，関係のない取引をかなりの程度含んでいるため，各国銀行の競争力を議論するうえでの尺度としては必ずしも十分ではない．こうした問題点を回避するためには，金融仲介業務に焦点を絞って議論する必要がある．表3-4右覧の非銀行部門向け資産残高は，そうした観点から作成されたものであるが，同表においても日本の銀行の突出振りが目立つ．もっとも，既にみたように国際的なシンジケート・ローンの引受能力と組成能力とが必ずしも一致しない等規模指標比較の限界を考慮すると，こうした比較も十分とはいえない．

表 3-4　BIS ユーロ統計の総資産残高で見た各国銀行の競争力比較

（単位　億ドル，（　）内%）

	総資産			うち非銀行部門向け		
	1983年末 (a)	90年9月末 (b)	(b)/(a) 〈倍〉	83年末 (c)	90年9月末 (d)	(d)/(c) 〈倍〉
邦　銀	4,569 (21.1)	20,715 (36.0)	4.5	1,347 (19.3)	5,216 (30.8)	3.9
米　銀	6,055 (28.0)	6,879 (12.0)	1.1	1,724 (24.7)	1,812 (10.7)	1.1
独　銀	1,455 (6.6)	5,512 (9.6)	3.8	621 (8.9)	1,312 (7.7)	2.1
仏　銀	1,914 (8.8)	5,248 (9.1)	2.7	568 (8.1)	1,580 (9.3)	2.8
英　銀	1,788 (8.3)	2,672 (4.6)	1.5	207 (3.0)	1,156 (6.8)	5.6
国際銀行市場計	21,659 (100.0)	57,487 (100.0)	2.7	6,969 (100.0)	16,956 (100.0)	2.4

（資料）　日本銀行国際局（1991）.

因みに，ユーロ統計でみた日本の銀行の非銀行部門向け資産残高を，第2位の規模を誇るアメリカの銀行と比較すると，表面的には日本の銀行が5,216億ドルとアメリカの銀行（1,812億ドル）を凌駕しているが，表3-5から明らかなように，日本の銀行与信残高のうち約3,400億ドルは本来的には国内銀行業務に分類すべき日本国内の居住者を借入人とするインパクトローン取引であり，その結果，日本の銀行の国際的プレゼンスがかなりの程度誇張されている嫌いがあるのは否定しえない．

また，米国商工業貸付市場における日本の銀行プレゼンスの上昇を捉えて，日本の銀行の競争力向上を唱える議論もある．事実，日本の銀行の同市場シェアは近年急速に上昇し，1989年には約16%を占めるにまで至った．しかし，こ

表 3-5　ユーロ市場における邦・米銀の非銀行部門向け与信残高

（単位　億ドル）

		1990年9月末
邦銀計	(A)	5,216
うち外貨建インパクトローン	(B)	2,285
ユーロ円インパクトローン	(C)	1,181
ネット残高(D)＝(A)－(B)－(C)		1,751
米　銀　計		1,812

（資料）　日銀国際局（1991）.

れは，日本の銀行の在米支店貸付残高のかなりの部分を占める日系案件が借入先企業の米国市場での規模拡大に伴い増加傾向にあることに加え，オフショアセンター所在支店・現法の設立基準が厳しい日本の銀行の場合，米国居住者向け貸付を米国支店名義で実行せざるを得ないのに対し，そうした規制の緩い欧州系銀行は，在米の預金準備率制度適用回避を意図して米国向け貸付の大宗をバハマ・ケイマン等オフショアセンター所在の支店・現法名義で実行しているという，booking 店所在地の相違もかなりの程度寄与している点には留意する必要がある．因みに，やや大胆ではあるが，日本の銀行の米国向け貸出はすべて在米支店名義で行われているとみなしたうえで，FRB および IMF 統計(1990) に基づき，日本の銀行が米国貸付市場において外銀全体の中でどの程度のシェアを占めているかを改めて計算し直すと，次のとおり表面計数比約2分の1の水準にまで低下するのである．

▼外銀による米国向け貸出規模（1989年6月末）

		(億ドル)		(単位 %)
米国所在支店名義	(A)	1,789	日本の銀行の外銀貸出シェア	
うち日本の銀行支店	(B)	1,003	(B/A)	56.1
国外支店名義	(C)	1,720	(B/D)	28.6
合　計	(D)＝(A)＋(C)	3,509		

いずれにしても，特定の市場における各国銀行のマーケット・シェアを用いてその競争力を議論しようとするアプローチには，総資産残高に基づく規模比較と同様，自ずと限界があるといえよう．

第4節　銀行の競争力をどのように捉えるべきか

以上のとおり銀行の競争力を巡る伝統的議論は，銀行業における規模の経済性をその理論的根拠として総資産残高等の規模指標に基づき各国銀行の国際競争力の優劣を論じようとするものであり，またそうしたアプローチは既に指摘したような問題点を種々有しているため，必ずしも説得的ではない．それゆえ，ここでは，本章の冒頭で示した考え方にしたがって，暫定的なかたちではあるが，各国銀行間の競争力比較を試みることにしたい．

金融仲介サービス生産技術と銀行の国際競争力

既に指摘したように銀行の主たる業務は金融仲介サービスの生産にあるという立場からみると，銀行の競争力は，情報の生産技術およびリスク管理技術といった，金融仲介サービスの生産に関する技術的条件の優劣として捉えることが可能である．加えて，銀行の場合，資産変換を通じて顧客に対しリスク・シェアリング機構を提供していることもあって銀行取付けの可能性が排除出来ないため，顧客からの評判も重要となる．

表3-6は，そうした銀行仲介サービスに関する技術的条件からみて銀行の競争力を事後的に示すと思われる指標を，日本，アメリカ，イギリスおよびドイツの4カ国に所在する大手銀行について比較したものである．そして，同表からは次の3点を指摘することができよう．第1に，国際金融市場でのシンジケート・ローン組成状況に基づき各国銀行の情報生産技術を比較すると，既にみたようにアメリカの銀行が圧倒的な強さを誇っている．計測の対象となった1989年には米国大手企業による企業M＆A関連借入需要が盛行をみたことを勘案しても，その強さは変わらないと思われる．ただし，アメリカの銀行大手行においては，組成・引受けしたシンジケート・ローンを返済期日まで保有することは少なく，その大部分を直ちに他行へ売却するのが一般的となっており(Gorton and Pennacchi (1990))，その結果，総資産ないし貸出残高は，金融仲介サービス生産技術の優位性にもかかわらず，落ち着いた動きを示している．

第2に，リスク管理技術について比較する．既に述べたように銀行のリスク管理技術については，上記生産技術で示される個々の貸出案件に対するリスク

表 3-6　金融仲介サービス生産技術から見た各国銀行の国際競争力比較

（単位　%）

		日　本	アメリカ	イギリス	ドイツ
情報の生産技術	国際市場でのシンジケート・ローン組成シェア*	4.8	68.2	9.7	1.2
リスク管理技術	スワップ取引技術に対する市場での評価シェア**	—	67.0	4.1	4.7
収益力	ROA*	0.29	0.22	0.34	0.24

（注）　計数の出所は次のとおり．
* …表3-4，および表3-5．
**…『ユーロマネー』1990年9月号掲載の「スワップ取引技術総合順位，上位10行」に基づき，第1位を10点，第2位を9点等として点数化のうえ国別シェアを算出．

の事前および事後的な評価に加え，銀行保有の貸出ポートフォリオ全体としての投資リスクの管理という観点からも議論する必要がある．こうしたマクロ経済的ショックに備えたポートフォリオ・リスクの分散度合の事後的な評価指標としては，元利金支払いに延滞が生じた不稼働資産の貸出に対する比率や貸倒引当金繰入率がありうる．しかしながら，こうした尺度に基づく各国銀行のリスク管理技術の比較は，不稼働資産の認定基準や貸出金償却の制度的取扱いが各国毎に大きく異なっていることを勘案すると説得的であるとはいい難い．

このため本章では，スワップ取引技術に対する市場での評価でもって，各国銀行のリスク管理技術の優劣を検討することにした.[5] すなわち，近年急速な発展をみたスワップ取引におけるリスク管理技術をみると，アメリカの銀行が他国の銀行を凌駕しているのが一目瞭然であり，日本の銀行のそれはかなり見劣るといわざるをえない．こうしたスワップ取引に代表されるオフバランス取引のリスク管理技術面でのアメリカの銀行の圧倒的優位性は，アメリカの銀行首脳の商品開発力，技術力に対する自信を裏付けるかたちとなっており，その意味で各国銀行間の技術力格差を端的に示していると考えられる．ただし，こうしたリスク管理技術面でのアメリカの銀行の優位性がいつまで続きうるかという点に関しては，アメリカの金融界でも見方が分かれている．すなわち，アメリカの銀行が引続き優位であるとするのが大勢ではあるが，「自動車，半導体の例が示すようにいずれ日本勢に席巻されるおそれがあるため必ずしも楽観視できない」(Hale(1990)) という慎重な見方を堅持する向きも少なくない．

第3に，各国銀行に対する市場での評判については，銀行の収益力が有力な判断指標になりうると考えられる．銀行の総合的な収益力指標のひとつであるROAをみると，日本を除き連結ベースの計数であるため単純な比較は困難ではあるが，達観すると欧州所在銀行の収益力が高い一方で，アメリカの銀行および日本の銀行は若干見劣るという点は指摘できよう．

資本コストと銀行の国際競争力

次に，資本コストの面から，各国銀行の国際競争力を論じることにする．銀行の資本コストについて検討する際にとくに問題となるのは，負債コストの取扱いである．既に指摘したように，銀行の負債である預金は金融仲介サービス生産技術により生産される産出物であって貸出を生産するための投入物ではな

いという点を考慮すると，銀行の資本コストは株式コストのみで議論するのが適当と思われる．

この点，Hale (1988) 等が，負債コストをも考慮した伝統的な資本コストの議論を拠り所として，日本の銀行の強い競争力の背景には，日本国内での金利規制を映じて安価に調達した円資金をドルに転換のうえ在米支店等国外での運用原資に充当していることがあると指摘しているのは，妥当性を欠く議論といえよう．仮に負債コストを考慮に入れたとしても，国際的に活躍している銀行の場合，母国市場あるいは母国通貨での資金調達においては若干の有利性はあるものの，ユーロ市場など同一市場においてみると，預金等に適用される金利が各国銀行により大きく異なるということは，通常ありえない．実際，Zimmerman (1989) は，カリフォルニア州所在の日本の銀行支店とアメリカの在カリフォルニア州銀行との資金調達構造の比較に基づき，両者の間に大きな相違はなく，日本の銀行が本店から安価な資金の回金を受けているという事実はないとしている．

Zimmer and McCauley による資本コストの計測結果

表3-7は，こうした観点からZimmer and McCauley (1991) が計測した，国際業務に携わっている日本，アメリカ，イギリスおよびドイツという4カ国所在の大手銀行および一般産業の資本コストを示したものである．同表に基づき，日本，アメリカ，イギリスおよびドイツの4カ国に本店を置く銀行の資本コストをみると，日本の銀行の資本コストは圧倒的に低く，日本の銀行の国際金融市場におけるプレゼンス急拡大の背景には安い資本コストがあるとの議論

表 3-7　日，米，英，独4カ国の資本コスト比較

（単位　%）

	期間平均		うち 1984～88年	
	銀　行	一般産業	銀　行	一般産業
日　本	3.0	6.7	3.2	4.5
アメリカ	11.9	10.5	12.0	11.2
イギリス	9.9	10.6	10.0	6.4
ドイツ	6.9	9.8	6.9	7.8

（注）計測期間は，銀行は1984～90年，一般産業は1977～88年．
（資料）Zimmer and McCauley (1991).

を表面的には裏付けるかたちとなっている．しかしながら，次に示すような論点を考慮すると，「日本の銀行の資本コストが圧倒的に低く，これが強い競争力の背景を形成している」との主張が当をえたものであるとは必ずしもいい切れない．

すなわち，第1に，銀行の資本コストの計測対象となった期間である1984～90年は，日本において株価が上昇基調にあった時期とほぼ一致している．このため，事後的に計算された資本コストが投資家が要求する事前的な長期的収益率から乖離しているおそれが極めて強いのである．こうした点は，日本の一般産業における資本コストの期間平均（1977～88年，6.7%）と株高期（1984～88年，4.5%）との比較からも明らかであり，日本の銀行の資本コストが他国銀行比割安であることを一応示唆するとしても，そう断定しうるほど信頼ある計測結果とはなっていないと窺われる．

第2に，各国における銀行と一般産業との資本コストを比較すると，銀行の資本コストが一般産業のそれを上回っているのはアメリカだけである．したがって，こうした資本コストの逆転現象がアメリカの銀行の国際競争力を低下させているとすれば，それは銀行の規模，業務内容，地理的拡大に関する法的な制限やセーフティネットのあり方など，アメリカに固有の問題を反映したものと理解すべきであるように思われる．

経費面での効率性と銀行の国際競争力

経費面での効率性が銀行の競争力に及ぼす効果については，古くから認識されており，わが国では都銀，地銀等業態間の効率性を比較・判断する指標として①経費を総資産残高で割った経費率，②当期利益を従業員数で割った1人当りの当期利益，が利用されている．ここでは，表3-8に示した総資産残高基準の経費率を用いて，日本，アメリカ，イギリスおよびドイツの4カ国に所在する大手銀行の経営の効率性を比較する．同表からは，経費面での効率性という面において日本の銀行が圧倒的に優れており，これが国際金融市場で低スプレッドを呈示できる背景のひとつを形成しているという結論を導きうるが，そうした結論を受け入れる前に次の諸点について考慮する必要がある．

第1は，アメリカの大手マネーセンター銀行において活発化しているローンセールの経費率に対する影響をどのように評価すべきか，という点である．既

表 3-8　経費率からみた各国銀行の効率性

	1986～90年平均 (%)	〈参考〉経費関連指標	
		従業員数 (千人)	店舗数 (店)
日　本（邦銀5行）	0.98	19	403
アメリカ（大手7行）	3.55	89	608（国内支店）
うち			
リーテイル中心銀行（5行）	3.86	89	608（国内支店）
ホールセール中心銀行（2行）	2.35	14	1
イギリス（3行）	3.92	116	3,000
ドイツ（2行）	2.62	68	1,257

（注）　経費関連指標は，各国の資産規模トップの1990年報で報告された計数．

に指摘したように，アメリカのローンセール市場は近年急速に拡大し，ピーク時には約2,900億ドルとシティーコープ1社の総資産残高（2,100億ドル）を大きく上回っている．ローンセールの対象となった貸付債権に対しても，銀行は融資実行に際し収益性を評価したり，返済期日までモニタリングを実施している．こうした点を勘案すると，売却に伴い資産への計上が行われなくなっても，引続き一定のコスト負担が生じていると考えてとくに差し支えはないと思われる．因みに，ローンセールの対象となった貸付債権は全額大手銀行保有の貸付債権であると想定のうえ，改めてアメリカの大手銀行の経費率を計算すると，3.55%から2.72%へと△0.8%方低下するが，それでもなお日本の銀行が優位にある．ただ，アメリカの大手銀行の経費率をリーテイル業務中心の銀行とホールセール業務中心の銀行に分けてそれぞれのグループごとに改めて計算した場合，後者のほうがかなり低く，ローンセールやオフバランス取引残高が経費率に及ぼす影響を考慮すると，ホールセール中心の大手アメリカの銀行の経費率は日本の大手銀行と比較してさほど遜色ないように窺われる．

第2は，スワップ，オプション等オフバランス取引に係る経費をどのように評価するか，という点である．とりわけ，こうした取引は専門的な知識や技術を有するスペシャリストの手に委ねられることが多い．定量的な把握は困難であるが，そうしたスペシャリストらの給与が高水準であることを踏まえて考えると，欧米の銀行のほうが下方修正の度合いは大きいとみられよう．

このように考えると，日本の銀行とヨーロッパ・アメリカの銀行との間の経

表 3-9　米銀の業務別経費配分内訳　（単位　%）

	預　金		貸付金			合計
	要求払預金	定期性預金	不動産	商工業	割賦信用	
1980	37	10	3	11	10	71
84	37	14	4	13	12	80
88	36	12	4	14	12	78

（注）　対象は預金残高2～10億ドルの銀行.
（出所）　Berger and Humphrey (1990).

費率格差は表面計数から導かれるほど大きくはないが，それでも日本の銀行の方が効率的であるという結論は否定しえないように思われる．ただ，金融仲介サービスの生産という同じ業務を営んでいるにもかかわらず，各国の銀行間で経費面での効率性に格差が生じるひとつの背景としては，銀行が家計や企業に対し提供している支払決済制度運営のために負担しなければならないコストが，各国の支払決済制度の特徴を反映して国により大きく異なっていることが指摘しうる．各国の銀行経費について，業務部門別にみた比較・分析を可能とする計数は公表されていないが，FRB が取りまとめた銀行経費の業務部門別内訳に関する調査結果（表 3－9）は，預金業務が経費の約50%を占めていることを示している．こうした事実をアメリカの銀行の中でもホールセール業務中心の銀行ほど経費率が低いことと照らし合わせてみると，経費率格差はかなりの程度各国の支払決済制度の相違を反映したものであるという見方を裏付けていると考えられる．

第5節　ま　と　め

本章では，銀行の競争力を金融仲介サービス生産にかかわる情報生産およびリスク管理技術として規定のうえ，これまでの銀行の国際競争力を巡る議論の意義と限界について検討した後，暫定的なかたちであるが，そうした尺度に基づく競争力比較に関する試論を提示した．そこでの結論は一応次のようにまとめることができよう．これらの結論はまた，金融制度や銀行業務のあり方は政府規制，金融取引慣行といった金融取引に関するルールに大きく規定されており，その結果，経済的機能は同一であっても具体的現出形態は各国ごとに大きく異なりうるという，第2章で提示した考え方を支持すると考えられる．

①銀行の国際競争力比較の尺度としては，総資産残高等の規模指標が伝統的に利用されてきたが，理論的根拠がそもそも頑健でないほか，金融の自由化，国際化の流れの中でその意味するところも大きく後退している．

②銀行の国際競争力を規定する要因としては，金融仲介サービス生産にかかわる情報の生産技術や貸出ポートフォリオのリスクを対象としたリスク管理技術が指摘しうる．各国銀行の競争力比較に際しては，そうした金融仲介サービス技術を示す代理変数に基づき，総合的に判断する必要がある．

③こうした立場から，日本，アメリカ，イギリスおよびドイツ4カ国の銀行の国際競争力を比較すると，アメリカの銀行は情報生産技術およびリスク管理技術の両面で優れている．もっとも，貸出のリスク分散という点においては，州際業務規制といった監督・規制体系の影響から大きな制約を受けているのは否めない．これに対し，日本の銀行の場合，オンバランス資産でみたプレゼンスは大きいが，これをもって金融仲介サービスの生産技術を判断すると，かなりの過大評価になるといわざるをえない．

④また，銀行の国際競争力に格差が生じる背景をコスト面から探ると，日本の銀行の強い競争力の背景には安価な資本コストがあるとの主張を裏付けるような結果がえられる．ただ，計測の対象となった期間が株高局面に対応しているという点を考慮すると，この計測結果からそう断定するのは慎重であるべきであろう．

⑤このほか，コスト面から銀行の国際競争力を議論する場合には，経費面での効率性も重要となるが，そうした効率性の評価に当たっては，各国の支払決済制度の特徴の差異に十分留意する必要がある．

第3章　注

*　本章は，日本銀行月報1992年3月号掲載論文「銀行の競争力について」を一部加筆・修正したものである．

1)　銀行の状況を総合的に判断する指標のひとつに，格付機関が公表する格付け（rating）がある．しかし，これは銀行が発行した債務の返済可能性の評価を主眼とするものであるため，資産内容や収益力等に重点が置かれており，金融仲介サービス生産に関する銀行の技術的能力を図る競争力指標としては限界があるといわざるをえない．このため，上記のとおり各種の関連指標を種々比較

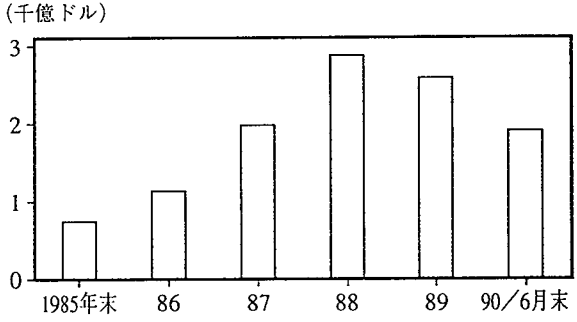
のうえ総合的に判断するというのが肝要と思われる.

2) 資本コストをめぐる最近の議論については，重原・佐藤（1990）を，また銀行の資本コストについては倉澤・瀧・岡崎（1992）を参照.

3) 因みに，都市銀行上位5行の総資産残高の平均伸び率（年率）を円高が急速に進んだ1985年3月から1989年3月までの4年間について計算すると，円建てでは13.1%増であるのに対し，ドル建てでみると31.5%増と両者の間には大きな隔たりがあり，ドル建てで評価した場合には日本の銀行の競争力が「過大評価」されているおそれがあるといえよう.

4) ローンセール市場が最も発達しているアメリカにおいては，同市場は1989年9月末のピーク時には2,909億ドルもの市場規模を誇る（Gorton and Pennacchi (1990)）までに成長している．アメリカのローンセール市場における売り手の中心は大手マネーセンターバンクであり，そうした先の商工業貸付残高は1985年以降むしろ減少傾向にある.

米国商業銀行ローンセール残高



（資料） Gorton and Pennacchi (1990).

5) もちろん，スワップ取引技術はリスク管理技術の一側面に過ぎないが，ここではリスク管理という広い意味でのＡＬＭ技術の能力とスワップ取引技術水準との間には，かなり高い相関があると考えた.

第3章　参考文献

倉澤資成・瀧 敦弘・岡崎竜子，「銀行の資本コスト」日本銀行金融研究所『金融研究』第10巻第1号，1992年3月.

重原久美春・佐藤節也，「企業の資本コストを巡る問題について—日米間経済問題の基底にある一論点—」日本銀行金融研究所『金融研究』第9巻第2号，1990年7月.

日本銀行国際局，「BIS統計を中心にみた国際金融市場の動向」『日本銀行月報』

1991年3月.

Aliber, Robert Z., "International Banking: A Survey," *Journal of Money, Credit and Banking,* November 1984 (*Part 2*).

American Bankers Association, *International Banking Competitiveness—Why It Matters*, March 1990.

Baer, Hebert L., "Foreign Competitor in U. S. Banking Markets," FRB of Chicago, *Economic Perspectives*, May/June 1990.

Benston, George J., "U. S. Banking in an Increasingly Integrated and Competitive World Economy," *Journal of Financial Services Research,* 4, December 1990.

Berger, Allen N. and David B. Humphrey, "Measurement and Efficiency Issues in Commercial Banking," *Finance and Economics Discussion Series,* 151, FRB, December 1990.

Bergsten, C. Fred, "The Competitiveness of the American Financial Services Industry," *Statement before the Task Force on the International Competitiveness of US Financial Institutions*, April 1990.

Dohner, Robert S. and Henry S. Terrell, "The Determinants of the Growth of Multinational Banking Organizations: 1972-86," *International Finance Discussion Papers*, Number 326, FRB, June 1988.

Dufey, Gunter, "The Role of Japanese Financial Institutions Abroad," in Goodhart and Sutija (eds.) *Japanese Financial Growth*, Macmillan, London, 1990.

Goldberg, Lawrence G., "The Competitive Impact of Foreign Commercial Banks in the United States," unpublished mimeo, August 1990.

Goldberg, Lawrence G. and Gerald A. Hanweck, "The Growth of the World's 300 Largest Banking Organizations by Country," *Journal of Banking and Finance*, March 1991.

Goldberg, Lawrence G. and Anthony Saunders, "The Determinants of Foreign Banking Activity in the United States," *Journal of Banking and Finance*, March 1981.

Gorton, Gary and George Pennacchi, "Banks and Loan Sales: Marketing Non-Marketable Assets," *NBER Working Paper Series* No. 3551, December 1990.

Hale, David D., "Cost of Capital, Securitization, and the Growth of Japanese Financial Power," unpublished mimeo, February 1988.

———, "Global Finance and the Retreat to Managed Trade," *Harvard Business Review*, January-February 1990.

Neu, C. R., "International Trade in Banking Services," in R. Balwin (eds.) *Issues in US-EC Trade Relations*, Chicago, The University of Chicago Press, 1988.

Spindler, J. Andrew, Jonathan T. B. Howe and David F. Dedyo, "The Performance of Internationally-active Banks and Securities Firms Based on Conventional Competitiveness Measures," Appendix III to Statement by E. Gerald Corrigan, May 1990.

Terrell, Henry S., Robert S. Dohner, and Barbara R. Lowrey, "The Activities of Japanese Banks in the United Kingdom and in the United States, 1980- 1988," *Federal Reserve Bulletin*, February 1990.

Zimmer, Steven A. and Robert N. McCauley, "Bank Cost of Capital and International Competition," FRB of New York, *Quarterly Review*, Winter 1991.

Zimmerman, Gary C., "The Growing Presence of Japanese Banks in California," FRB of San Francisco, *Economic Review*, Summer 1989.

第4章　わが国公社債市場の構造と特徴*

金融の自由化・国際化の急速な進展の中で，公社債市場の中核的存在である国債の流通市場は，1985年6月の金融機関による公共債ディーリング業務の全面解禁を契機として飛躍的な伸長を遂げた．しかしながら，その反面，指標銘柄への取引集中に加え，市場参加者の大宗は銀行や証券会社という同質的な投資家であることを反映して売買圧力が一方向に偏る結果，相場の変動度合が大きくなる傾向が強まったとの指摘も聞かれる．実際，1987年5月にみられた長期債利回りの急低下は，そうした状況の下で生じたとの見方が強い．また，1989年5月から92年7月までの金融引締め局面においては，これまで金融引締め末期に一時的にみられる現象と考えられてきた長短金利の逆転現象がほぼ恒常的に生じるなど異例の状況となっていた．

本章および次章では，わが国公社債市場の構造的特徴を明らかにしたうえで，同市場の基準金利となる国債流通利回り形成メカニズムを改めて分析することにしたい．

第1節　わが国における公社債市場の発達と構造的特徴

人為的低金利規制と発行市場

最初に，わが国公社債市場の戦後における発展を振り返りつつ，その制度的・構造的特徴について簡単に展望する．[1)]

戦後日本の社債発行市場は1949年に再開された．当時は銀行等による消化が主体であったことから，事実上日本銀行と長期信用銀行を中心とする受託銀行が毎月の起債銘柄の量と質を決定するなど，社債発行市場は強い人為的規制の下にあり，実態的には銀行管理市場という色彩が強かった．その後，1956年4月には公社債流通市場が設けられるなど，制度面での整備が漸次進められてきたが，高度成長期においては，受託銀行と引受証券会社から構成される起債会

が，長期貸付金市場における需給状況をも勘案のうえ事業債発行市場での起債額を調整していたのである．

すなわち，長期信用銀行や主要都市銀行から構成される受託銀行は，社債発行の実質的なオリジネーターであると同時にその最終的な引き受け手であったことから，事業債発行に関しては発言権が極めて強く，起債会を通じて，年度間の事業債起債見込み額，格付基準，格付別の起債額といったマクロ的な起債環境だけでなく，毎月の起債銘柄，起債額，発行条件等のミクロ的問題についても調整していたのである．このほか，1960年代半ばに至るまでは国債の発行が建設国債に限定されるというかたちで抑制されていたが，それがまた，人為的な起債調整を容易にし，公社債市場の発展を抑える方向で作用したと考えられる．

このような調整を経て発行された事業債は，個人部門での金融資産の蓄積が十分ではなかったこともあって，都市銀行，地方銀行など発行企業と融資面で利害関係にある金融機関を中心として，協調融資の一形態と観念のうえ割当的に消化されていた（鈴木（1974））．この結果，事業債発行市場は，産業資金の供給というその本来的な機能を十分果たしていたとはいい難い状態にあった．それがまた，企業による資金調達の場を銀行貸出市場に集中させる方向で働き，貸出市場における超過需要の発生や貸出条件交渉面での銀行の優位性を結果的には醸成・支援していたと考えられるのである．日向野（1993）による，わが国金融取引慣行の特徴のひとつであるメインバンク関係は社債発行規制の存在を背景とするものであるという指摘は，こうした点を捉えたものといえよう．

高度成長期の事業債発行市場において，このような量的調整が行われていた背景としては，人為的低金利政策の一環として公社債の応募者利回りも市場均衡金利と比べて低位に設定されていたことがあげられる．公社債の発行条件は，長期国債の応募者利回りをベースラインとして，政府保証債，地方債，事業債という順番で高くなるような序列関係が維持されていたほか，応募者利回り自体が流通・発行市場での需給均衡金利を下回る水準に設定されていたため，発行市場は常に需要超過の状態にあった．実際，1970年頃の金融逼迫期には市場利回りと応募者利回りとの間には２％前後にも及ぶ大幅な乖離が生じていた．事業債の応募者利回りが低位に規制されていたため，その発行市場においては恒常的に超過需要が存在しており，起債調整はそうした市場での需給状況に対

応した信用割当であったとも考えられるのである．

起債調整においては，国債・地方債等公共債の発行が優先され，事業債，とりわけ電力債を除く一般事業債の発行については厳しい起債割当が行われていた．こうした制限的な起債環境の下での公社債発行市場において大きなウェイトを占めていたのが，起債調整の対象外とされた金融債であった．金融債のうち割引債は主として個人によって消化された一方，利付金融債は，そのクーポン金利が定期預金金利を1％以上上回っていたほか，日銀適格担保として流動性が保証されるなど，金融資産としてみても魅力あるものであったことから，その多くは金融機関によって消化されていたのである．

近年における発行市場の動き

以上のように，事業債市場は，発行・流通市場とも，厳しい金利規制とそれに伴う起債調整の下にあって順調な拡大を遂げることができず，高度成長期を中心に長期間にわたって未発達な状態にとどまっていた．こうした状況を一変させたのが，国債の大量発行である．すなわち1975年以降の赤字国債の大量発行および国債残高の急増が，公社債流通市場の変容を促し，そうした中で，各種の発行・流通規制措置が緩和・撤廃されていったほか，適債基準や財務制限条項の緩和をはじめとする公社債の発行基準も漸次見直されるなど，市場の整備が図られるようになった．

こうした中で，起債会の役割も量的調整から発行銘柄や発行額等の事前的確認へと変化した．起債会は，1987年5月以降の社債発行市場改革実施に伴い廃止されるまでの間，社債発行にかかわる基本的枠組みの策定や発行銘柄の持ち寄り・確認の場として機能したが，起債会で定められた社債発行に関する基本的枠組みについては，次のような問題点が指摘されていた．

第1に，起債時期に関しては，各月に起債される全銘柄の募集から払込までを原則同時に行うという「一括起債方式」が採用されている結果，市況動向を睨んだ機動的な社債発行が妨げられている．第2に，普通社債の発行条件は，発行会社の純資産額や純資産倍率等のほか社債年限によって一律，画一的に定められるなど硬直的であり，発行会社間での信用力や市場実勢の差が条件設定に十分反映されていない．第3に，わが国社債市場においては受託銀行が引受証券会社とともに起債に幅広く関与している結果，発行手続きが煩瑣でかつ手

数料も割高となっている．

その後，プロポーザル方式の導入（1987年5月），均一販売価格方式の導入（92年12月）など，わが国公社債発行市場においては，各種規制措置の緩和・撤廃が行われているが，海外市場と比較するとなお制度・慣行面での規制や制約が多い．実際，1980年代央以降，わが国大手企業の多くは，起債条件が緩やかであるとともに市況動向に応じた機動的な起債が可能な海外市場へと発行市場をシフトさせており，国内市場での事業債発行は，「国内社債市場の空洞化」問題が端的に示すように，低調裡に推移している．わが国資本市場を，内外の発行者，投資家にとって十分魅力ある市場として機能させることが現在求められており，そのためには，これまで国内市場での社債発行を阻害していた制度や取引慣行を時代の要請に合わすかたちで見直すことが重要な課題となっている．[2] そして，こうした事態に対処することを狙いとして，無担保社債の適債基準の緩和や償還年限の多様化（1986年），社債発行登録制度の導入（1988年），引受手数料の引き下げ（1991年），社債関連法令の改正，社債発行限度額規制の撤廃（1993年）など，国内社債発行市場の活性化策が実施されている．

公社債流通市場の発展

一方，公社債流通市場の動きをみると，1975年頃までは市場での売買高はごく少なく，長い間未発達な状況が続いていた．国債を除く公社債の流通市場での価格は，市場における需給を反映して比較的自由に形成されていたのに対し，応募者利回りは市場実勢を下回る水準に決定されていたことから，発行市場で取得した債券を流通市場で売却すると，その時点でキャピタルロスを被るという事態が続いていた．こうした事由に加え，新たに発行された事業債の大半は金融機関により貸出の一形態として取得・保有されていたこともあって，ごく限られた量の債券しか市場に出回らなかったのである．

1975年以降の赤字国債の大量発行を契機として，国債の流通市場は，その後，次節で述べるように急速な勢いで拡大することになったが，その一方で，国債を除く公社債の流通市場は，引き続き未発達な状態にとどまっている．こうした中でもとくに普通社債の流通市場の不振が目立つが，その背景としては，社債は登録債として発行されているが，その受渡・決済上の事務手続きが煩瑣であるほか，名義移転に要する期間が長期にわたる例もみられるなど，登録制度

自体が迅速な取引に対応できるものとなっていないといった事情が指摘されることが多い．

流通市場と発行市場とは車の両輪の関係にあるという点を踏まえて考えると，社債の発行市場が円滑に機能するためにも，その受け皿として，厚みと拡がりをもった流通市場の整備が発行市場の整備と併せて重要な課題となっている．

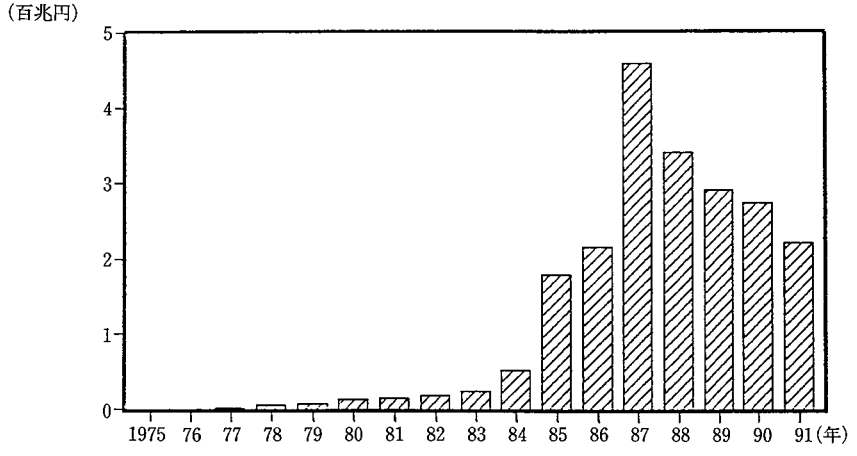
第2節　わが国国債流通市場の特徴

1．わが国国債流通市場の構造的特徴

バンク・ディーリング解禁後の国債流通市場

わが国国債流通市場は，1977年4月のいわゆる「国債流動化」を契機として，その後，急速に発展・拡大してきた．とりわけ，1984年度以降は，金融機関による公共債ディーリング（いわゆるバンク・ディーリング）の解禁を始めとする，国債の売買に関連した金融自由化措置の一段の進展を背景として国債流通市場の整備・拡充[3]が進んだこともあって，国債の売買高は飛躍的な伸長を遂げ，1987年には月間平均売買高460兆円という既往ピークを記録した．その後，金融引締めやBIS規制達成を企図した銀行による資産再構築の影響もあって国債の取引ボリュームは縮小傾向にあるが，それでもなお月間220兆円程度の

図 4-1　国債の売買高推移（月間平均売買高）



（注）　東京証券取引所と東京店頭における売買高の合計（往復ベース）．

表 4-1　国債の投資家別年間売買量の推移

（単位　億円）

	1977年(A)	構成比	1982年(B)	構成比	1987年(C)	構成比	1992年(D)	構成比	(D)/(A)	(D)/(B)
		%		%		%		%		
事法・外人個人	84,930	25.0	345,438	18.4	1,392,031	4.5	1,176,567	11.0	13.9	3.4
うち外人	14,418	4.2	125,440	6.7	752,095	2.4	512,799	4.8	35.6	4.1
金融機関等	222,057	65.4	1,059,116	56.5	5,598,813	17.9	1,731,063	16.2	7.8	1.6
ディーラー	32,650	9.6	470,629	25.1	24,289,837	77.7	7,457,405	69.8	228.4	15.8
合計	339,637	100.0	1,875,183	100.0	31,280,681	100.0	10,679,247	100.0	31.4	5.7

（出所）　日本証券業協会.

売買が行われている（図4-1）.

このように国債流通市場が急拡大する過程で，その市場構造も大きく変化している（表4-1）．すなわち，わが国国債流通市場は，もともと過大な国債引受けシェアを負った銀行による国債売却の場として発展してきたという経緯もあって，1984年6月のバンク・ディーリング開始前までは，恒常的な売り手である都市銀行を中心とした銀行が売却を希望する国債を，証券会社がディーラーとして機関投資家や一般事業法人に時間をかけて転売していくというスローテンポの対顧客売買主体の市場であった.

しかしながら，バンク・ディーリング開始後，とくに1985年6月のフルディーリング移行に伴い，国債流通市場の構造は大きく変化し，現在では，①新たに発行された10年もの国債の中で市場参加者が「指標銘柄（benchmark）」と認めた特定銘柄の国債の売買に偏した，②銀行（公共債ディーリング部門），証券会社という国債ディーラー間の，③キャピタル・ゲインの獲得を狙いとする短期回転売買が中心のハイテンポな市場を形成するに至った一方，一般投資家を対象とする顧客取引は低調裡に推移している.[4] 換言すれば，今日におけるわが国国債流通市場は，一般投資家への転売を伴わない，国債ディーラー相互間の指標銘柄を対象とした売買が中心で，指標銘柄以外の国債の大宗は，資金運用部や民間金融機関の投資有価証券勘定の中に深く沈み込み，市場で売買されることは比較的少ないという構造的特徴をもっている.

国債取引が指標銘柄に集中する制度的背景

高度に発達したアメリカの国債流通市場においても，新規に発行された国債

が指標銘柄として活発に取引され，国債を含む公社債流通市場における基準金利を形成しているが，指標銘柄とその他の銘柄との裁定取引も積極的に行われており，わが国国債市場のように指標銘柄への取引集中という事態はみられない．それゆえ，わが国においてはなぜそうした現象が観察されるのかは，国債流通市場の構造を考えるうえでの大きなヒントになると思われる．ここでは，アメリカの国債流通市場との比較を通じて，わが国での国債取引が指標銘柄に集中する背景について考えることにする．

わが国における国債の売買が指標銘柄に集中している背景としては，「他の長期国債の銘柄に比べて流動性が高い」といった事情が指摘されることが多いが，それは循環論法の域を出ていないといわざるをえない．アメリカの国債流通市場においては指標銘柄以外の国債も活発に取引されているとか，わが国においてもバンクディーリング解禁以前にはそうした現象は発生していなかったという点を踏まえて考えると，むしろ制度的要因にその背景を求める必要があるといえよう．すなわち，国債の主要ディーラーとして国債流通市場に新たに登場した銀行の国債保有・売買に関連した各種の規制や取扱いが指標銘柄の流動性を制度的に高め，わが国国債取引の指標銘柄への集中を促しているのではないか，と推察しうるのである．実際，アメリカとの比較において指標銘柄への取引集中を促している制度的背景としては，次のような会計原則上の取扱いが指摘しえよう．そして，これらの会計原則はいずれも，投資勘定保有国債の売買を通じる銘柄間の裁定取引を阻害する要因として作用し，指標銘柄への取引集中を促していると考えられるのである．

第1に，わが国の場合，有力な国債ディーラーである銀行に対しては，投資有価証券勘定から商品有価証券勘定への国債の移管が原則として禁止されている．そして，その結果，商品有価証券勘定で国債のディーリング業務を行おうとすれば，パーに近い価格で比較的まとまったロットが入手しやすい新発国債の中から関係者が指標銘柄であると合意した，特定の国債銘柄を対象とする売買に集中せざるをえないという事情をあげることができる.[5] 一方，アメリカにおいては，投資勘定と商品勘定との間での勘定区分経理に関しては，わが国ほど厳しくはなく，商品勘定名義の国債であっても，長期間にわたって保有することを決定すれば，その取得時価でもって投資勘定に組み入れることができる．また，投資勘定名義国債の商品勘定への移管についても比較的自由であり，

市場実勢価格で商品勘定へ売却したとみなしたうえで所要の経理処理を行っておけば，そうした取引は妨げられないのである．

第2に，日本，アメリカとも，投資有価証券勘定保有国債に対しては，その長期保有目的に照らして一般に原価法が適用されることが多いという点では一致しているが，アメリカの場合には，取得時価＝簿価と額面価額との差額部分を毎期一定の法則にしたがって逐次減額（アモチゼーション）あるいは増額（アキュムレーション）することが経理的に義務づけられている．すなわち，クーポン・レートの如何にかかわらず，債券取得時の市場実勢にほぼ等しい運用利回りを投資家が確保しうるよう工夫されているのである．これに対し，日本の場合には，アモチゼーション，アキュムレーション経理が広範には普及していないこともあって，時価と簿価との差が含み損益として投資家の手元に留保されており，そうした国債の売買を積極化させると，大きな実現損益が発生することになるため，投資勘定保有国債の売買を通じた裁定取引の実行が抑制されていると考えられるのである．

第3に，わが国においては同一銘柄の有価証券の取得時価算定に際しては簿価通算が義務づけられていることから，保有債券ポートフォリオと同一銘柄の国債を買った場合，意図せざるかたちで簿価が変動し，含み損益の大きさ自体も変わってしまうという問題が発生する．[6] これに対し，アメリカの場合，同一銘柄の公社債や株式を数回にわたって異なる価格で購入したときの取得価格算定に際しては一般に，各取得時点での価額を取得価格とする個別法が採用されている．その結果，日本とは異なり，同一銘柄の国債取得を妨げるような制度的要因は存在しないのである．[7]

第4に，わが国においては，既発国債の大部分が上記事由を背景として投資勘定の中に深く沈み込んでいるのに対し，アメリカの場合，レポ取引（国債の現先取引）を媒介として投資勘定で保有されている国債も実態的にみて流動化されており，これが銘柄間の金利裁定取引や実需取引に裏付けられた利回り曲線の形成を支えているのである．現先取引の経理処理に関しては，①有価証券の売買および②資金の貸借取引または金融取引という2つの方法があり，わが国においては「継続性の原則」遵守を条件として，いずれの方法を選択してもよいことになっている．わが国金融機関では現先取引を「有価証券の売買取引」として処理するのが一般的となっているが，その結果，先に指摘した事情

に加え有価証券取引税が適用されることとなり，現先取引を通じた国債債券の貸借が活発化していない．

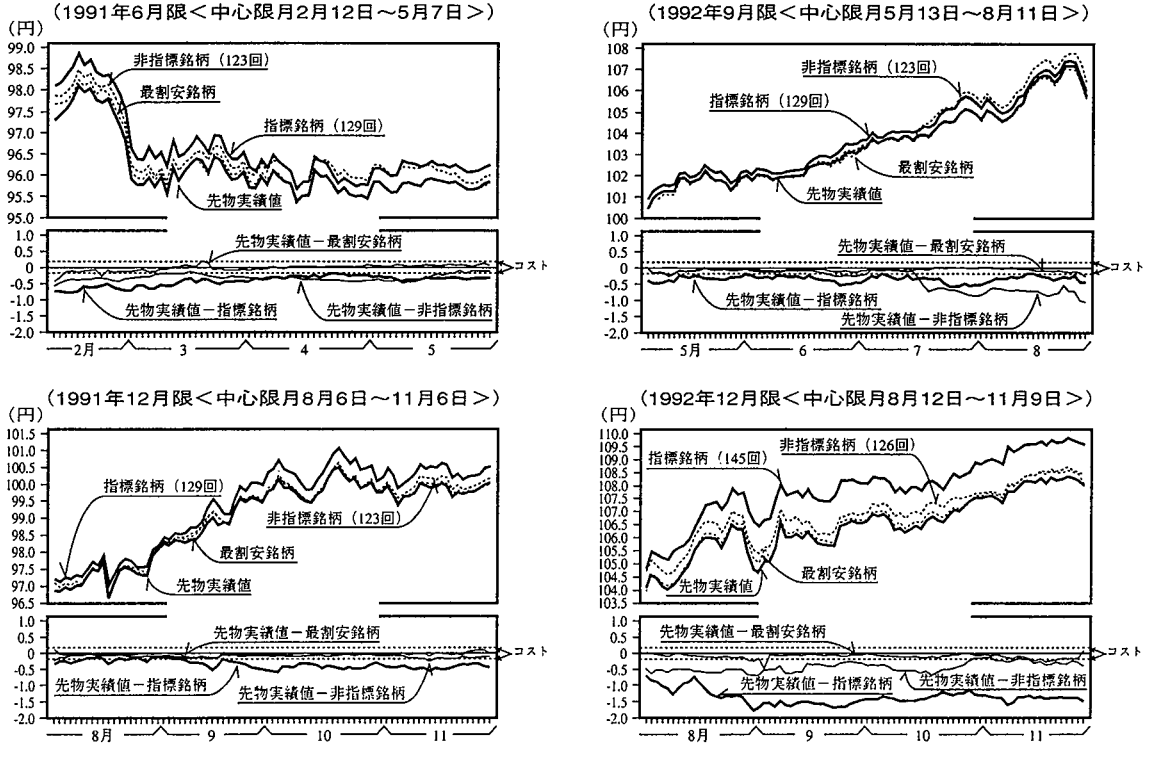
これに対し，アメリカの場合，レポ取引は「国債担保の金融取引」として処理されるのが一般的であるほか，機関投資家の多くは投資勘定保有国債の運用利回りアップを目的として国債レポ取引については積極的に応じている．国債取引においては現物の受け渡しを行う必要があるが，アメリカの場合，こうしたレポ取引を通じて在庫保有のない銘柄の現物調達が容易になっていることから，投資家としても，市場実勢比割安となっている銘柄を対象とした金利裁定取引を機動的に実行しうる環境にあり，それがまた銘柄間の活発な裁定取引を支えていると考えられるのである．

国債の現物取引と先物取引

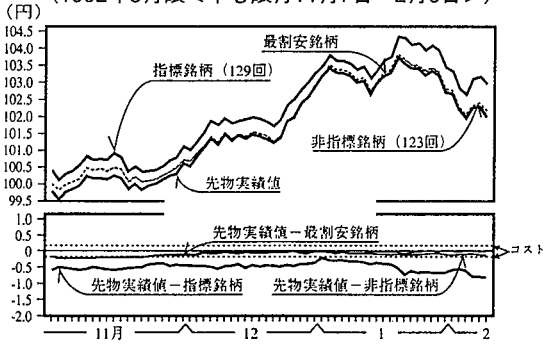
このほか，市場の流動性という観点から考えると，1985年10月に創設された国債の先物市場（債券先物取引）を無視することはできない．先物取引の場合，現物債取引に比べて低い資金負担で在庫保有銘柄に制約されることなく，投資家が自らの先行き金利観に基づき自由に取引できるという特徴があり，これを映じてわが国でも国債先物の取引高は急増し，現在では現物国債売買高合計に匹敵する月間平均210兆円の売買を誇るなど，長期債市場の中では最も流動性の高い市場となっている．国債の現物市場と先物市場とは一般に，投資家による活発な裁定取引を通じて互いに影響を及ぼすとされる．しかしながら，わが国の場合，そもそも現物国債の取引が指標銘柄に集中していることや国債の空売り（ショートセール）がコスト高なことなどを背景として，現物国債間での裁定取引が活発ではないため[8]，現物国債においては市場を通じた価格形成が進んでいるとはいい難いほか，現物・先物市場間の裁定取引も限られたものとなっている．

その結果，Singleton＝菊川（1992）が指摘しているように，次善的な対応として，最も流動性の高い先物市場と短期金融市場との裁定関係を通じて長期債券市況が形成され，これを基準に現物国債の価格が決まるという先物から現物市場への一方向的な因果関係があるとの見方が市場関係者の間では強い．日本銀行調査統計局（1993）は，現物国債価格と国債先物取引価格との間には，最割安銘柄を中心にほぼ完全な裁定関係がみられると指摘している（図4－2）

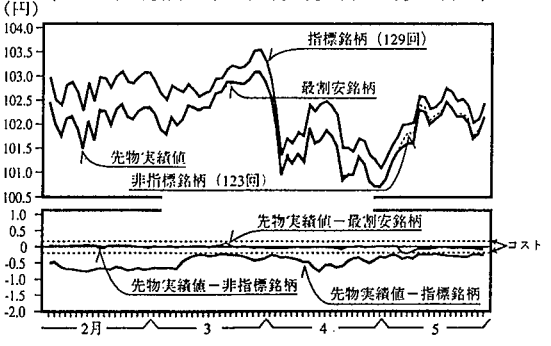
図 4-2　債券先物市場の裁定状況



（1992年3月限＜中心限月11月7日～2月6日＞）



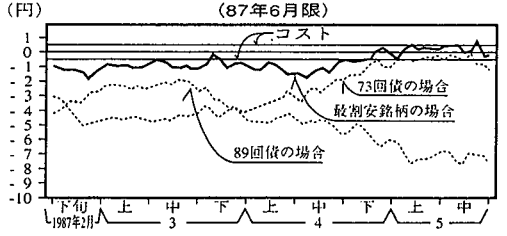
（1992年6月限＜中心限月2月7日～5月12日＞）



（出所）「わが国株式先物市場の機能と問題点」『日本銀行月報』1993年1月号.

（注）1. ここでの最割安銘柄、指標銘柄、非指標銘柄は、それぞれの銘柄の現物価格と短期金利等から算出される先物価格理論値（標準物換算ベース）。
2. 裁定取引に伴うコストは、正会員もしくは特別参加者が約定額面100億円を売買した場合として試算。

（参考）債券先物市場の裁定状況（1987年市場創設当時）



（資料）白川浩道「わが国の債券先物市場について」（『金融研究』第7巻第4号）

が，そうした事実はまた，以上のような因果関係の存在を間接的に示唆すると考えられる．こうした点を考慮すると，国債流通利回り形成を議論するに際しては，単に現物債市場に目を向けるだけでは不十分であり，国債先物取引の動きをも視野に入れる必要があるといえよう．

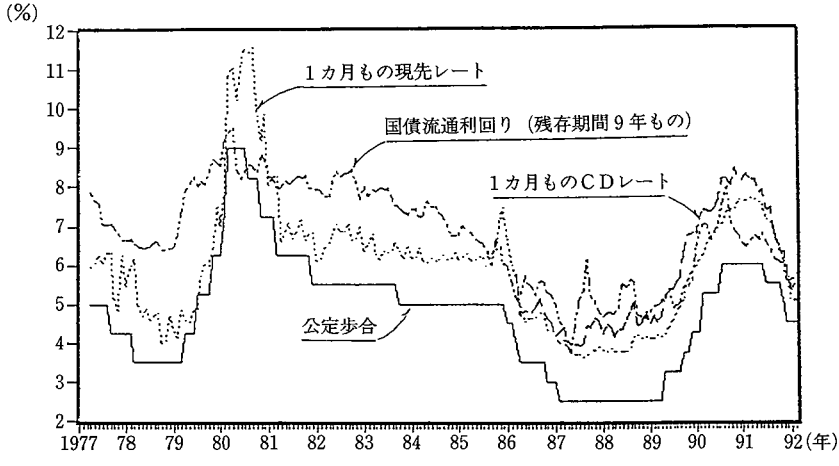
2．わが国国債市場における流通利回り形成面での特徴

近年における国債利回りの推移

次に，国債流通利回りの推移を振り返った後（図4－3），その利回り形成面での特徴について考えることにしよう．国債流通利回りは，1979年から80年にかけての第2次石油ショック時に急上昇を示した後，1987年春までは概ね低下傾向を辿り，同年5月には2％台央という既往ボトムを記録した．その後，87年秋の急騰，88年初にかけての反落および同年夏の上昇と，かなり振れの大きな動きを示したが，1989年以降は再び騰勢に転じ90年末までは概ね上昇傾向を持続したあと，91年夏以降は折からの金融緩和を背景として低下傾向にある．

こうした国債利回り変動の中でとくに留意する必要があるのは，1985年以降3度にわたって生じている「長短金利の逆転」[9] であろう．長短金利の逆転は，通常，金融引締め末期にみられる一時的現象であると考えられるのに対し，最

図 4-3　最近における長短金利の推移



近では，1985年9月のプラザ合意以降の短期金利高目放置期，87年春の債券相場乱高下期と2度にわたって金融緩和期に出現したほか，1989年5月から91年7月にかけての金融引締め局面においても，引締め開始当初からほぼ一貫して長短金利の逆転が続いており，とくに1990年12月央のピーク時には長短金利逆転幅は2％強にまで達していたのである．

このほか，国債利回りの変動という観点からみると，国債流通市場の主要参加者は銀行，証券会社という同質的な投資家からなる結果，金利の先行き見通しや売買圧力が一方向に偏る傾向が強いという点にも留意する必要がある．実際，1987年央にかけてみられた長期債利回りの急低下（国債指標銘柄利回りの既往ボトムは1987年5月の2.58％〈単利〉）は，こうした状況の下で生じたとの見方が強い．[10]

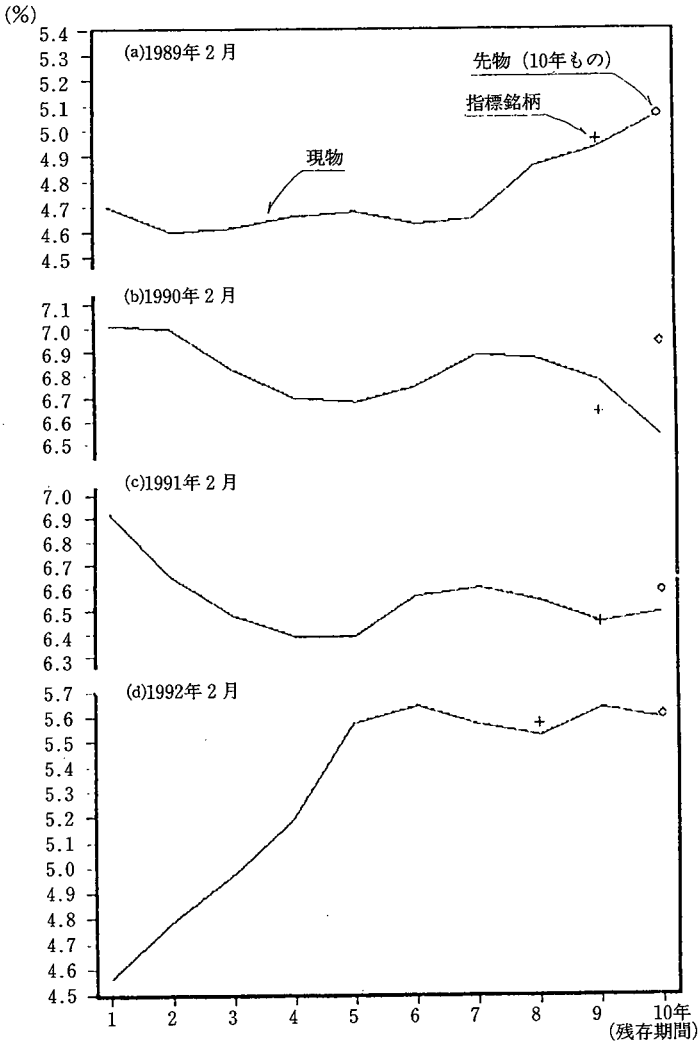
わが国国債利回り変動の特徴

このように国債利回りは，指標銘柄に偏した取引という現物債市場の構造的特徴を背景として大きく変動しているが，そうした国債流通市場での価格ないし利回り形成面での特徴としては，次の3点が指摘しえよう．

第1は，国債の利回り曲線をみると，国債先物取引での受け渡し対象となる残存期間7～10年ものの部分がほぼ水平になっているということである（図4-4，Singleton＝菊川（1992））．これは，先にみたように国債先物市場が長期債利回り形成の中核市場となっていることを反映したものであり，先物受渡適格国債の価格については国債の先物価格に変換係数を乗じて決定される結果，残存期間が短いほど利回り変動が過大になるという利回りバイアスが働くことに伴うものと考えられよう．[11] こうした価格形成は，その一方で，最割安銘柄以外の国債価格については恒常的に割安な価格付けとなっていることや，現物債市場における裁定機会の存在を示唆しているが，市場参加者の大宗がそうした価格形成を当然のことと観念しているため，市場関係者からは「裁定行動に出ようとしても市場での出合がつかず，結果的に非合理的な価格形成が続いている」との指摘も聞かれる．

第2は，指標銘柄とクーポン・レートや償還期間にほとんど差のない「周辺銘柄」との間の利回り格差の存在である．わが国の長期国債市場における売買高の約9割は指標銘柄を対象とする取引であり，そうした流動性の高さを反映

図 4-4　国債利回り曲線の推移



して，指標銘柄の利回りはその分だけ低くなる傾向がある．実際，1986～87年の金融緩和局面においては0.4～0.6%程度の利回り格差がみられたが，その後は，貸債券市場の整備に伴い国債の空売りが容易になったことなどから縮小傾向にあり，最近では0.05～0.1%とほとんど無視しうる水準にまで縮小している．

第3は，高クーポン指向あるいは直利指向を反映した利回り格差の存在である．わが国においては表面利率（クーポン・レート）の高い銘柄が選好される傾向があり，このため，表面利率の高い銘柄ほど利回りは低くなるというように，残存期間が等しいにもかかわらず表面利率の違いによって利回りが異なるという現象がみられるのである．償還差益よりもクーポン収入が好まれるのは，未実現の償還損益については原則として期中損益として認識しないという会計上の取扱いを背景とするものであり，投資家の多くがキャッシュ・フローの平準化という観点から表面利率の高い銘柄を選好していると考えれば一応は説明しうる．もっとも最近では，投資銘柄の選択基準として償還差益をクーポン収入と同等に評価する最終利回りを重視する外国人投資家が低クーポン国債に投資価値を見いだし積極的に売買を進めてきたことや，わが国機関投資家による欧米流の債券投資戦略採用の動きが広範化したこともあって，このクーポン効果も漸次後退しているように窺われる．

国債の現物および先物利回りの相互関係

このように，わが国国債流通市場での価格ないし利回り形成は，残存期間やクーポン・レートの異なった種々の銘柄間での活発な裁定取引により価格や利回りが決定されるという，経済学のテキストが想定する世界とは大きく異なっている．

それゆえ，国債流通利回り形成を探るための第1次接近として，先物取引を含む国債銘柄間の利回り変動にどのような相互関係がみられるのかについて，統計的観点から検討することにしよう．表4-2は，1986年4月から1992年2月までの期間を標本期間とし，1989年5月のショートセール解禁前後の2期間に分けて国債先物利回り（期近限月物），指標銘柄利回り，残存期間別国債利回りおよび1カ月物CDレートそれぞれの前月比増減で捉えた変動度合いの相関関係をまとめたものである．この表からは，次の3点が指摘できよう．

表 4-2　国債先物利回り，国債利回りおよび短期金利変動の相互関係

	国債先物利回り	国債利回り									CD レート（1カ月）
		指標銘柄	9年物	8年物	7年物	5年物	4年物	3年物	2年物	1年物	
国債先物利回り	1.0										
指標銘柄利回り	0.850 0.979	1.0									
9年物利回り	0.910 0.971	0.780 0.965	1.0								
8年物利回り	0.840 0.984	0.733 0.983	0.936 0.971	1.0							
7年物利回り	0.912 0.958	0.787 0.960	0.920 0.953	0.928 0.976	1.0						
6年物利回り	0.772 0.913	0.693 0.921	0.817 0.924	0.834 0.926	0.883 0.944	1.0					
5年物利回り	0.791 0.719	0.680 0.735	0.837 0.749	0.843 0.722	0.907 0.711	0.890 0.837	1.0				
4年物利回り	0.777 0.889	0.668 0.905	0.810 0.915	0.806 0.904	0.876 0.915	0.865 0.941	0.984 0.844	1.0			
3年物利回り	0.797 0.667	0.713 0.653	0.814 0.686	0.811 0.665	0.877 0.676	0.857 0.692	0.959 0.618	0.968 0.716	1.0		
2年物利回り	0.832 0.851	0.760 0.871	0.794 0.865	0.776 0.867	0.867 0.873	0.827 0.896	0.914 0.845	0.927 0.963	0.971 0.731	1.0	
1年物利回り	0.827 0.753	0.780 0.768	0.787 0.766	0.750 0.780	0.818 0.804	0.785 0.831	0.823 0.808	0.829 0.903	0.916 0.732	0.933 0.937	1.0
CD レート（1カ月）	0.411 0.388	0.315 0.440	0.321 0.452	0.316 0.438	0.280 0.511	0.280 0.522	0.274 0.582	0.280 0.575	0.392 0.394	0.414 0.624	0.517 0.681	1.0

（注）1.　本表は国債の先物・現物利回りおよび短期金利変動相互間の関係を相関係数で示したものである．
2.　相関係数の計測期間は次のとおり．
上段：1986年4月～1989年4月
下段：1989年5月～1992年2月

第1は，国債先物取引で受渡適格とされる残存期間7～10年セクターに属する国債の利回りは，ショートセール解禁以降，国債先物利回り変動との連動関係を軒並み強めているということである．例えば，国債先物と指標銘柄との間の利回り変動に関する相関係数は0.85から0.98へと上昇したほか，国債先物と受渡適格国債との間の利回り変動はいずれも0.95以上という非常に高い相関を有するに至っている．加えて，受渡適格セクター間相互の相関係数も大きく上昇し，ショートセール解禁以降，当該セクター間では先物，現物および残存期間にかかわりなく同様の利回り変動を示している，あるいは利回り曲線のうち7～10年部分は平行移動する傾向が強くなっているという事実が読み取れるのである．

第2に，残存期間6年以下の非受渡適格国債の利回り変動についてみると，6年物は7年物との裁定関係を通じて受渡適格国債とほぼ同様の変動を示しているのに対し，5年物以下では国債先物利回り変動との間の相関関係の変化の方向やその大きさが区々となっているなど，国債先物や当該セクター相互間の関係に関し確たることをいうことはできない．5年物以下の利回り変動が区々となっている背景としては，残存期間5年以下の場合，利付金融債（期間5年）の流通市場という国債に次ぐ大きな債券の流通市場が存在し，残存期間がほぼ等しい金融債との裁定が国債先物取引とのそれよりも重要になるといった点が指摘できよう．

第3に，国債利回り変動と短期金利変動との相関関係は，現物，先物を問わず，さほど高くはないが，これは，国債投資家は現下の金利変動だけでなく将来の金利動向をも考慮のうえ売買に関する意思決定を行っていることを反映したものと考えられる．もっとも，ショートセール以降の時期においては，短期金利変動との連動関係が高まっているが，この連動関係の強まりは，折からの長短金利逆転の下，短期金利変動の国債利回り変動に対する影響が相対的に高まったことに伴うものといえよう．

こうした国債先物利回り，現物国債利回りおよび短期金利変動相互間の関係は，長期債市場の中で最も高い流動性を誇る国債先物取引，指標銘柄に偏した現物国債取引という国債の取引構造と合わせてみると，Singleton＝菊川（1992）が提示した国債先物価格を基準とした価格形成仮説を支持するものといえよう．すなわち，わが国の場合，短期金融市場と国債先物市場との間の裁

定関係でコアとなる長期金利が国債先物市場でまず最初に形成され，次いで，この先物価格を基準として受け渡し適格国債である7～10年の利回りが決定されると考えられるのである．これに対し，7年未満の非受け渡し適格国債の利回りが先物価格を基準として形成されるのかという点については確たる仮説を導くことはできないが，残存6年物が同7年物との裁定を通じて受け渡し適格国債の価格や利回りに鞘寄せされる傾向が強い一方で，残存5年物以下については利付金融債との裁定が重要になっているという点は指摘しえよう．

第4章　注

* 第4章および第5章は，1992年理論・計量経済学会での報告論文「わが国国債流通市場における流通利回り形成について」（後藤康雄との共同論文）を基礎とするものである．

1) わが国公社債市場の発展については，志村（1978），浅子・倉沢（1987），首藤・高橋（1986）などを参照．

2) 近年における社債発行市場をめぐる諸問題の詳細については，例えば1986年12月の証券取引審議会報告『社債発行市場の在り方について』を参照．

3) 国債売買に関する自由化措置のうち主要なものを掲げると，次のとおり．
1984年6月　金融機関による公共債ディーリングの開始
1985年10月　債券先物市場の創設
1989年4月　債券店頭オプション開始
5月　債券貸借取引の開始，決済ベースでの債券空売りの解禁
1990年5月　債券先物オプション取引の開始

4) わが国国債流通市場の概要とその特徴については，日本銀行調査統計局（1988），松川（1990）および Singleton＝菊川（1992）を参照．

5) こうした国債の投資勘定から商品勘定への移管を禁止する規定が設けられた背景としては，次のような事情が考えられる．第1に，銀行はもともと大量の国債を投資勘定名義で保有しており，国債の投資勘定から商品勘定への自由な移管を認めれば，国債の在庫保有の少ない証券会社との間での競争上の衡平性が確保しえないおそれがあった．第2に，投資勘定保有国債の中には含み益を有する銘柄も多数みられたが，銘柄別内訳は銀行ごとに異なっていたことから，含み益のある銘柄の商品勘定への自由な移管を容認すれば，商品勘定を通じる国債ディーリング業務が銀行間の利益競争の手段として濫用されるおそれがあった．

6) 1985年前後から特定金銭信託の受託残高が急増した背景のひとつとして，金融

機関や一般事業法人が特定金銭信託を通じて資産運用を行った場合，同信託保有有価証券と本体保有有価証券との簿価分離が1980年の法人税基本通達の改正により認められたことが指摘されているが，このことはまた，簿価通算原則がわが国の有価証券売買のあり方に対し大きな影響を及ぼしている可能性を示唆していると考えられる．

7) 第2の要因と第3の要因とは密接に関連しており，アメリカにおいては有価証券の取得時価が個別法で処理されているため，アキュムレーション，アモチゼーション，さらにはヘッジ会計処理が制度的に行いうる環境にあるといえよう．これに対し，日本の場合，簿価通算が義務づけられていることから，アキュムレーション，アモチゼーションだけでなく，ヘッジ会計の採用も困難となっているという点には留意する必要がある．

8) この点に関連して，Shoenholtz (1991) は，「国債ディーラーは3カ月ものCDレートと指標銘柄利回りとの間の裁定のみを視野に入れて行動するのが一般的であるため，両者の間では裁定関係は成り立っていると考えられるが，それ以外は gray である」と指摘している．

9) 長短金利の逆転ないし逆イールドという言葉は，長期金利が短期金利を下回っている状態を指すが，長短金利差の計算に際し，いずれの利回りや金利を利用するのが適切かという点に関しては必ずしも合意がある訳ではないし，実際，長短金利の逆転という現象は，指標として利用した金利の動きに大きく左右される点には留意する必要がある．ここでは，高橋（1991）に従い，国債最長期もの利回りとCD 3カ月もの金利との比較で長短金利差を測ることにした．

10) 例えば，日銀調査統計局（1988）を参照．

11) 金利変化（ΔY）と価格変化（ΔP）との間にはモディファイド・デュレーションを D とすると一般に，$\Delta P/P=D\times\Delta Y$ という関係があることから，国債先物市場からの影響を遮断し，受渡適格セクターに属する現物国債の利回り曲線を不変に保つためにはデュレーションの長い債券ほど価格の変動度合いが大きくなる．実際，こうした価格バイアスは米国国債市場で観察されているが，わが国では先に指摘したように国債先物価格を基準に現物債価格が決まることから，逆に変換係数調整後の先物価格を一定に保つべく利回りにバイアスがかかっていると考えられるのである．

第4章　参考文献

第5章に一括掲載．

第5章　国債の流通利回り変動と期待理論

長短金利相互間の関係を議論するに当たっては，投資家の先行き金利予想を金利決定要因として重視する期待理論が採用されることが多い．本章では，期待理論の意味を確認した後，先に示したような独特のかたちで価格が形成されている，わが国の国債流通金利が期待理論によりどの程度説明しうるのか，実証的に検討する．

第1節　期待理論の意味

「金利の期間構造」ないし長短金利相互間の関係を議論する際の有力な拠り所とされる期待理論とは，長期金利の動きを市場における先行き短期金利予想によって説明しようとするものであり，あらゆる種類の運用手段の単位所有期間当たりの期待収益率は投資家による最適ポートフォリオ選択行動を通じて等しくなるという考え方に基礎を置いている．そして，この考え方では，長期金利は次式のとおり市場での短期金利予想の加重平均とリスク・プレミアムの合計して表現される．[1)]

$$R_t^n=(1/D_n)\sum_{k=0}^{n-1}\gamma^k E_t r_{t+k}^1+\phi_n \tag{1}$$

ただし，R_t^n は t 期における n 期もの債券利回り，r_{t+k}^1 は $t+k$ 期における短期金利，γ（$=1/(1+\bar{R}^n)$）は n 期もの債券の平均利回りから導かれる平均割引率，D_n（$=(1-\gamma^n)/(1-\gamma)$）は n 期もの債券のデュレーション，ϕ_n は n 期もの債券のリスク・プレミアムである．

したがって，例えば t 期における残存期間 k と $m(k<m)$ の長期金利は，t 期における $k+1$ 期から m 期までの短期金利予想だけ異なる．また，短期金利は将来上昇（下落）するという予想が支配的な場合，長期金利は短期金利を上（下）回るという，いわゆる順（逆）イールドの利回り曲線が形成される．

なお，ここでは，単純化のため，短期金利については単位期間に対応した金利に限定しているが，より一般的には $n/m=p$（整数）となる m 期間すべての短期金利を利用しうる．このため，厳密にいうと，すべての n と m の組合わせについて (1)式により示される関係が満たされるときにおいてのみ，金利の期間構造に関する期待理論が成立すると主張することができるのである．

このほか，(1)式で示される期待理論に基づき金利の期間構造を論じるに当たっては，次の2点に留意する必要がある．第1は，裁定取引における債券の空売りないしショートセールの重要性である．仮にショートセールが認められていないと，在庫保有のない債券を対象とする裁定取引を機動的，円滑に行うことが困難化するなど，投資家の裁定取引範囲が限定される結果，金利形成に歪みが生じるおそれがある．このため，(1)式の背景にはショートセールの自由かつ機動的な実行が暗黙のうちに仮定されており，それがまた，「超過利潤機会は恒常的に存在しない」という市場の効率性を保証しているといえよう．第2は，取引コストや税制といった摩擦（friction）の存在しない，完全な市場が議論の対象となっているということである．この点は，期待理論成立に関する実証分析結果を解釈するうえで重要となる．

以上述べた期待理論に関する議論は現物債市場のみを対象とするものではあるが，債券の先物市場が存在したとしても，現物債市場，短期市場および債券先物市場という3市場間の裁定関係を通じて金利が形成されていくと考えられるため，債券先物取引の受渡適格債券の価格，あるいは利回りに何がしかのバイアスがかかりうるという点を除けば本質的な結論は変わらない．

第2節　期待理論成立に関する検証方法とその解釈

期待理論が成立するか否かの統計的検証を巡っては，これまで種々の方法が考案されてきたが，その中でもとくに有力なのは，長短金利スプレッドの長期金利の先行き変化に対する予測能力の統計的検定（予測力テスト）に基づく検証方法である．予測力テストとは，(1)式で示される金利の期間構造式から導かれる，長短金利スプレッドの先行き長期金利変化についての予測能力を統計的に検定することにより，期待理論成立の可能性を探ろうとするものである．[2] 具体的には (2)式で示される方程式を推定し，デュレーションで基準化

した長短金利スプレッドに対する，翌期の長期金利変化の反応係数を示す β の推定値が期待理論から導かれる理論値（$\beta=1$，より厳格には $\alpha=0$ および $\beta=1$）に一致しているか否かを統計的に検定するというアプローチが採られる．

$$R_{t+1}^{n}-R_{t}^{n}=\alpha+\beta[(R_{t}^{n}-r_{t}^{1})/(D_{n}-1)]+\varepsilon_{t}^{n} \qquad (2)$$

この検定方法は直截的でかつわかりやすいため，期待理論が成立しているか否かの統計的検定方法として最も一般的に利用されているアプローチである．β の推定値が1よりも大きい正の値をとる場合，長期金利は長短金利スプレッドで示される先行き金利予想に対し過剰反応（overreact）を示しているとされる一方，1を下回る場合には過小な反応しか示さないことになる．逆に，β の推定値が負となった場合，長期金利は期待理論から示唆されるのとは逆の変動を示しており，期待理論は成立していないとの結論が得られる．[3)]

もっとも，この予測力テストは，①説明変数である t 期の長短金利スプレッドには，t 期のみならず n 期先の将来における長短それぞれの金利に関する情報（市場参加者の予想）が含まれるなど，t 期から $t+n$ 期までの説明変数相互間で情報が重複しているため，仮説検定に用いられる推定パラメータの標準誤差にバイアスがかかっている（いわゆるオーバーラッピング・エラーの問題），②期待理論成立の有無を統計的に確認するだけであって，長期金利の変動が期待理論から導かれる理論的変動とどの程度異なっているのかという点については何等情報を与えるものではない，という問題を有している点には留意する必要がある（Campbell and Shiller (1991)）．このうち，①の問題については，Hansen and Hodrick (1980) が提案した計測手法を利用することによりある程度は回避しうるため，そうした計測手法を用いた予測力テストを行うのが一般的となっている．

予測力テストに基づき期待理論成立の有無を統計的に検討した実証研究としては，Shiller (1979) をはじめとして，米国，英国，カナダおよび西ドイツの長短金利を対象とした検定結果が種々公表されているが，その多くは，パラメータ β の推定値が理論的に導かれる符号条件とは逆に負となっているほか，$\hat{\beta}=1$ という仮説も統計的に棄却している．もっとも，金利形成における期待の重要性は否定しえないほか，後で詳しく論じるように長期金利変動に対する期待理論の説明力はかなりの高さを有しているため，現在では，「期待理論は，統計的には棄却されるが，長期金利ないし長短金利スプレッドの動きは先行き

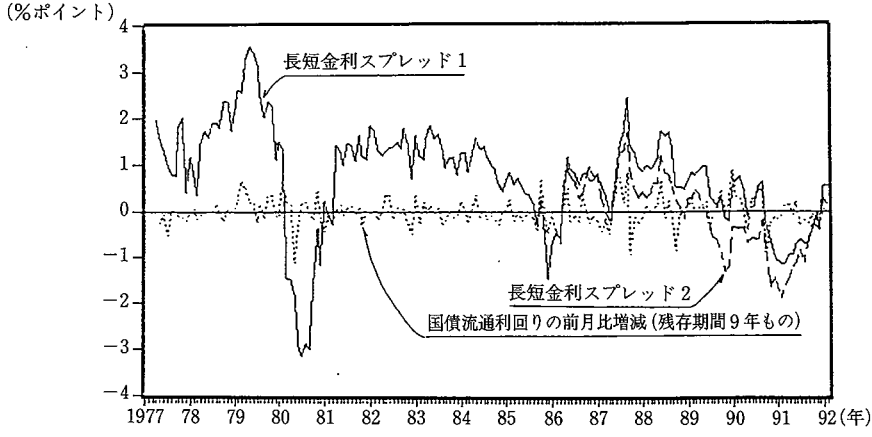
の金利動向を予想するうえで有用な情報を含んでいる」(Campbell and Shiller (1991)) との見方が一般的になりつつある.

第3節　わが国における期待理論成立に関する検証

わが国においても，国債利回りと短期金利との間に期待理論で想定されるような関係が成り立っているか否かを実証的に検討しようとする研究が種々報告されている.[4] これまでのところ，欧米諸国を対象とした実証結果と同様に，期待理論は棄却されるのが一般的となっている．もっとも，そうした研究のほとんどは，金融機関による公共債ディーリング解禁前か，解禁後であったとしても金融環境の変化が明示的に考慮されておらず，その意味で現在の国債市場における利回り形成を考えるうえで説得的であるとはいい難い.

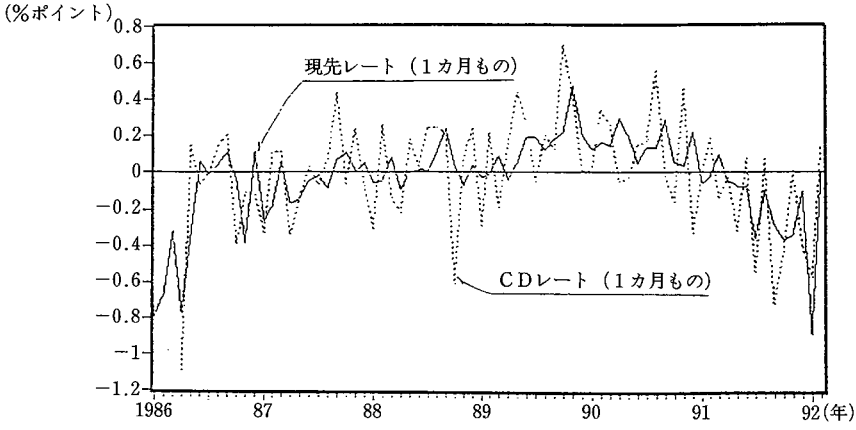
期待理論が成立するか否かを検証する場合，とくに問題となるのは「代表的」な短期金利指標として現先，CD，ユーロ円，大口定期預金のうちいずれの金利を利用するのが適切かという点である．実際，長短金利差は短期金利に現先金利，CD レートのいずれを用いるかでかなり様相を異にする（図5-1）ほか，両者の変動性も大きく異なっている（図5-2）．これまでの研究の多く

図 5-1　長短金利スプレッドおよび長期金利変化（前月比増減）の推移



(注)　長短金利スプレッド1：9年もの国債流通利回り－1カ月もの現先レート.
長短金利スプレッド2：9年もの国債流通利回り－1カ月ものCDレート.

図 5-2　現先レートと CD レートとの間の変動性比較（前月比増減）



においては現先レートが短期金利指標に用いられている．しかし，近年における金融自由化の急速な進展を背景とする短期金融市場の変容（現先からユーロ円，大口定期，CD への構造的シフト），および現先取引のみ有価証券取引税が課されるという税制面での取扱いの相違を考慮すると，現先レートの代表的短期金利としての指標性が低下しているのは否定しえない．

また，わが国国債流通市場における主要参加者は，都銀等の公共債ディーリング部門であり，インターバンク市場から調達した資金でもって国債の在庫金融に充当していると考えると，現先よりも CD レートのほうが望ましいといえるが，そうした場合には，データの利用可能性に制約があるという点に留意する必要がある．[5] このため，ここでは原則として CD レートを短期金利指標に用いることにしたが，現先金利を利用した既往実証分析結果との比較が必要となるときには現先金利を短期金利データに用いた分析結果についても言及することにした．

表5-1，表5-2は，予測力テストに基づく実証分析結果をまとめたものである．両者を比較すれば明らかなように，短期金利指標として現先金利，CD レートのいずれを用いるかによって推計結果は異なるが，達観すると，わが国においても期待理論の成立に対し疑問を投げかけるような結果がえられたといえよう．[6] すなわち，1カ月物現先レートを短期金利に用いた場合，全期間（1977年7月～92年1月）およびフルバンク・ディーリング開始前（1977年7

表 5-1　予測力テストに基づくわが国での期待理論成立可能性に関する実証分析結果

国債流通利回り		標本期間				
		1977年7月～92年1月〈全期間〉	1977年7月～85年5月〈フルバンク・ディーリング前〉	1985年6月～92年1月〈フルバンク・ディーリング後〉	1985年6月～89年4月〈ショートセールス前〉	1989年5月～92年1月〈ショートセールス後〉
残存期間	1年	−0.0715 (0.6032)	−1.2910 (0.7925)	0.6006 (0.8311)	−0.3026 (1.2359)	1.4453 (1.1608)
	2	−0.0430 (0.9072)	−1.0321 (0.7669)	1.9106 (1.6644)	1.3869 (2.5194)	2.3024 (2.4407)
	3	0.6822 (1.0316)	0.7759 (1.1635)	0.6930 (2.7075)	1.7229 (3.8819)	0.1507 (4.4902)
	4	1.1170 (1.0178)	1.0527 (1.0005)	1.4175 (3.3214)	0.4969 (3.9268)	2.8395 (4.8701)
	5	0.2646 (1.1802)	0.3417 (1.1701)	−0.1993 (4.2020)	−0.2308 (4.8305)	0.7958 (6.7343)
	6	0.5576 (1.1412)	0.8347 (0.8646)	−0.6603 (4.6550)	−1.4231 (5.5522)	2.2222 (7.6245)
	7	−0.5012 (1.4344)	−0.4198 (1.1446)	−1.9620 (5.3817)	−3.2462 (6.3480)	1.9414 (9.0158)
	8	0.6901 (1.5333)	1.3635 (1.3641)	−1.6496 (5.2720)	−2.2129 (6.5481)	0.1354 (8.9582)
	9	1.4221 (1.4543)	2.5625 (1.2427)	−1.8650 (4.7395)	−1.7236 (6.0428)	0.2807 (9.3776)
指標銘柄		n.a.	n.a.	−3.4878 (6.8498)	−6.97056 (8.1726)	1.8392 (9.9370)

（注）　本表は，予測力テストに利用される推定式$R_{t+1}^n - R_t^n = \alpha + \beta[(R_t^n - r_t^1)/(D_n - 1)] + \varepsilon_t$における推定パラメータ$\hat{\beta}$およびその標準誤差（(　)内）を報告するものである．

月～85年5月）においては，パラメータβの推定値は概ね正の値をとっているが，残存期間の違いによりバラツキがみられるほか，標準誤差も大きいことから，$\hat{\beta}=1$という仮説に関しては確たることはいえない．一方，フルバンク・ディーリング移行後の時期（1985年6月～92年1月）においては，指標銘柄および残存期間5～9年物では逆にパラメータβの推定値が負となるとともに，残存期間が長くなるほどその絶対値が大きくなるという傾向が読みとれる．

これに対し，1カ月物ないし3か月物CDレートを短期金利指標に採用した場合，[7] 残存期間1～2年の期近国債を除き，現物，先物ともパラメータβの推定値は負となっているほか，推定誤差も大きい．こうした結果からは期待理論の成立に関し否定的にならざるをえない．ただし，1989年5月のショートセール解禁後の期間においては，現先レート，CDレートのいずれを短期金利と

表 5-2　CD レートを用いた場合の予測力テストに基づく実証分析結果

国債流通利回り	標本期間			
	(CD 1カ月もの)		(CD 3カ月もの)	
	1986年3月～92年1月	1989年5月～92年1月	1986年3月～92年1月	1989年5月～92年1月
残存期間1年	0.4809 (1.3303)	0.9137 (2.1879)	−0.6411 (1.6184)	0.6203 (2.8190)
2	0.2143 (2.4400)	0.4736 (4.1676)	−0.8041 (2.8254)	0.3825 (5.0285)
3	−2.4147 (3.3349)	−4.4526 (6.0092)	−4.7148 (3.7378)	−7.5116 (6.5136)
4	−1.5179 (3.9559)	−1.0655 (6.8021)	−2.0457 (4.1946)	−0.8971 (7.5405)
5	−3.4370 (4.2480)	−4.8919 (7.3412)	−4.4896 (4.3295)	−6.1400 (7.6942)
6	−3.3426 (4.4688)	−3.6223 (7.9199)	−4.8425 (4.5144)	−4.6508 (8.3475)
7	−4.5196 (5.0848)	−5.2267 (9.2592)	−6.1257 (5.1137)	−7.2975 (9.7082)
8	−3.5891 (4.9902)	−6.5409 (9.7103)	−5.0335 (5.1319)	−8.2347 (10.2409)
9	−3.8650 (4.2739)	−6.3673 (10.0855)	−4.7520 (4.3332)	−7.1454 (10.6274)
指標銘柄	−8.6266 (7.7825)	−5.0984 (11.8788)	−12.4791 (8.5919)	−6.9342 (12.8357)
国債先物	−2.2486 (3.9525)	−4.6258 (9.4320)	n.a.	n.a.

(注)　本表の見方は，表5-1と同様.

して用いるかによって結論が異なりうるが，国債流通市場における主要参加者である都銀等は現先よりもむしろ CD で保有商品国債の在庫ファイナンスを行っているという点を勘案すると，CD を用いた実証結果のほうが信頼に足ると考えられるため，引続き期待理論の成立に対し否定的な結果がえられたといえよう.

次に，国債先物利回りと1カ月物 CD レートとの間に期待理論で想定されるような関係があるか否かについてについてやや詳しくみることにしよう．国債先物利回り変動を被説明変数とした場合，CD レートが利用可能な期間すべてを対象として得られたパラメータ β の推定値は −2.2 と期待理論から導かれる理論値である1を大きく下回るなど，期待理論成立に否定的な結果がえられたほか，標本期間を1989年5月のショートセール解禁以降に限定しても結論は変わらなかった．もっとも，ショートセール解禁以降の場合，国債先物利回りを被説明変数としたときの β の推定値は −4.6 と，指標銘柄および残存期間

7～9年物国債利回りを被説明変数としてえられたものとほぼ同様の大きさとなっている点には留意する必要があろう．というのも，このパラメータの同一性は，国債先物取引での受渡適格国債である残存期間7～9年物国債（指標銘柄を含む）の利回りは国債先物価格を基準とする価格形成を背景として均等化する傾向にあるという国債利回り形成面での特徴を反映したものであり，これまでの議論とも整合的であると考えられるからである．一方，残存期間7年未満の国債利回りについてみると，パラメータβの推定値は区々となっているが，これは受渡適格銘柄とは異なったかたちで価格が形成されていることを示しているように窺われる．

このように予測力テストに基づく実証分析結果は，これまでの研究結果と同じく期待理論の成立に疑問を投げかけてはいるが，残存期間7～9年物と国債先物のβの推定値はほぼ同じであるということは，前章で論じた国債価格形成に関する仮説を間接的に支持するものと考えられよう．

第4節　期待理論の長期金利変動予測力に関する検証

以上のとおり，わが国においても欧米主要国と同様に期待理論で想定されているような裁定メカニズムが棄却される傾向が強い．もっとも米国学界においては，Campbell and Shiller (1987) が指摘したように，「期待理論による長期金利変動に対する説明力は高い」という見方が一般的であるという点を考慮し，ここでは，彼らが提唱したVARアプローチを用いて期待理論によるわが国国債利回り変動の説明力を検討するとともに，そうした検討を通じて，先に述べた国債利回り形成に関する仮説の妥当性を検証することにしたい．

（1）　長期金利変動予測力検証手法としてのVARアプローチ

VARアプローチは，期間構造式（(1)式）からえられる長短金利スプレッド（$S_t^n = R_t^n - r_t^1$）と予想短期金利変化（Δr_t^1）との関係

$$S_t^n = (1/D_n)\sum_{k=0}^{n-1}\gamma^k D_{n-k} E_t \Delta r_{t+k}^1 \tag{3}$$

すなわち，長短金利スプレッドが先行き短期金利変化予想の加重和として示される点に着目し，現実には観測不能な市場での短期金利変化の先行き予想を

VARモデルに基づき過去のデータから統計的に推測し，そのようにしてえられた短期金利変化の先行き予測値を同式に代入することにより，「長短金利スプレッドの理論値（theoretical spread）」を推計，この理論値と現実の長短金利スプレッドとの関係を統計的に検証することにより期待理論の長期金利変動に対する予測力を探ろうとするものである．

このVARアプローチは，短期金利変化予想の推計に際し，短期金利変化を示す Δr_t^1 だけからなる1変量時系列モデルの代わりに，短期金利変化と市場参加者が先行きの金利動向を予想するうえで重視する情報変数からなるVARモデルを用いて短期金利変化予想を求めるところに特徴があり，そうした情報変数の中でもとくに長短金利スプレッドが重視されている．これは，期待理論が成立しているとすると例えば先行き短期金利が一段と低下するという予想が支配的な場合には長短金利スプレッドはマイナスとなるように，利回り曲線から導かれる長短金利スプレッドの動きが市場での先行き金利変化予想を正しく反映していると考えられるからである．こうしたVARアプローチは，また，先に指摘した予測力テストの有する2つの問題点を克服し，期待理論のフィットの良さの確認ないし検証を狙いとして考案された手法と考えることもできよう．

VARアプローチのとり進め方についてやや詳しく説明すると，以下のとおりである．まず最初に検討を要するのは，市場参加者がどのような情報に基づき長短金利の先行き動向を判断しているかということであり，そのためには各種の機関が公表する金利予想において判断指標としてどういった指標が重視されているかを分析したり，統計的な観点からみて金利動向との関連性が強い指標を探す，といったことが求められよう．

こうした手続きを経て，短期金利予想に際し市場参加者が重視する経済指標の特定化が終われば，そうした変数と短期金利変化および長短金利スプレッドからなるVARモデルを推定し，推定されたVARモデルを用いて翌期から $n-1$ 期先までの短期金利変化に関する予測値を計算，(4)式に代入のうえデュレーションをウェイトとした加重平均を行うことにより長短金利スプレッドの理論値が得られる．期待理論が現実の長短金利動向を適切に説明しうるのであれば，この理論値と実際のスプレッドとは一致する筋合いにあるため，両者の間の相関関係や変動性を統計的に検討することで，期待理論の説明力ないしフ

ィットの良さが判断されることになる.

実際, Campbell and Shiller (1991) は, このVARアプローチに基づき米国における期待理論の長期金利変動に対する説明力を分析し, 10年もの国債利回りと1カ月もの短期金利との金利スプレッドの実際の変動と期待理論から導かれる理論値の間には0.80～0.99という高い相関係数がえられたと報告するとともに, 長期金利は期待理論から導かれるのと整合的な変動を示していると結論づけている.

第5節　わが国国債利回りとVARアプローチ

VARアプローチによりわが国の国債利回り変動を分析した研究としては, 既にCampbell and Hamao (1991) があるが, 彼らの分析は, Campbell and Shiller (1991) の手法をそのまま日本経済に適用しようとするだけにとどまり, 既にみたような国債流通市場の構造変化, 国債先物市場と現物市場との関係や金融の自由化・国際化が国債の利回り形成に及ぼした影響については必ずしも明示的には分析されていない. 本稿は, そうした点にも十分留意しつつ, VARアプローチにより期待理論の説明力を改めて検証しようとするものである.

計　測　期　間

計測期間としては, 国債の流動化が始まった1977年4月から92年2月までを採用した. また, 長短金利スプレッドの理論値の推計については, その基礎となるVARモデルの推定期間の十分性にも配慮し, 1981年1月から92年2月までの期間 (全期間) で行うことにした.[8] また, フルバンク・ディーリング解禁後の市場構造の変化が, 国債利回り形成にどのような効果を及ぼしたかをみるため, フルバンク・ディーリング開始前 (1981年1月～85年5月) と同開始後 (1985年6月～92年2月) の2期間に分割のうえ, 理論値と現実の長短金利スプレッドとの関係についても分析するほか, 1989年5月のショートセール解禁後の最近の動きについても検討することにした.

変数の選択

長短金利データとしてはそれぞれ，国債先物利回り，指標銘柄利回り，残存期間1～9年物国債の流通利回りおよび1か月物CDレートの月末値を用いることにした．このほか，1カ月物現先レートや3カ月物CDレートを用いた計測についても実施した．

また，ここで採用した計測期間においては金融の自由化，国際化が急速なテンポで進展しており，そうした流れの中で市場参加者が金利の先行き予測を行ううえで有力な参考情報であるとみなして重視する指標も変化していると考えられる．とりわけ，1985年以降の経済環境の変化に伴い，為替レートや米国長期金利の動向がわが国の国債流通利回り形成に及ぼす影響が増大している（日本銀行調査統計局（1988））．こうした点を踏まえ，本稿では，1985年以降，市場参加者は，わが国の長短金利に加え，米国金利および円の対ドル相場を先行きの金利動向を予測するうえでの重要な情報変数として行動していると考え，そうした指標をVARモデルの中に含めることにした．したがって，短期金利変化のシミュレーション予測の基礎となるVARモデルはそれぞれ次のような変数からなると考えた．

VARモデルに含まれる変数

VARモデルの推定期間	変　数
1984年12月まで	長短金利スプレッド[9]，短期金利変化（前月比）
1985年1月以降	長短金利スプレッド，短期金利変化（前月比），米国長短金利スプレッド[10]および為替レートの変化（対数・前月比）

計測結果

表5-3，表5-4，表5-5は，VARアプローチに基づき導出した長短金利スプレッドの理論値と実現値との間の関係を，相関係数および分散比率（＝実現値の分散／理論値の分散）で統計的に捉えたものである．ここで期待理論の長期金利変動に対する説明力を判断するうえでの統計的基準として相関係数や分散比率を用いることにしたのは，実現値が理論値と同じ方向に変化してい

表 5-3　VAR アプローチからみた期待理論の説明力：現先レートを用いた場合

	計測期間							
	1981年1月～92年2月〈全期間〉		1981年1月～85年5月〈フルバンク・ディーリング前〉		1985年6月～92年2月〈フルバンク・ディーリング後〉		1989年5月～92年2月〈最近時〉	
	相関係数	分散比率	相関係数	分散比率	相関係数	分散比率	相関係数	分散比率
残存期間1年	0.611 (0.1779)	1.380	−0.189 (0.1879)	4.450	0.615 (0.2193)	1.370	0.878 (0.4455)	1.560
2	0.522 (0.1709)	1.033	−0.489 (0.1581)	1.253	0.612 (0.2129)	1.041	0.817 (0.4280)	2.132
3	0.771 (0.2391)	0.670	0.750 (0.2773)	0.260	0.728 (0.2206)	0.623	0.891 (0.4191)	0.839
4	0.831 (0.2580)	0.426	0.711 (0.2310)	0.188	0.698 (0.2184)	0.563	0.863 (0.4247)	0.559
5	0.812 (0.2766)	0.451	0.765 (0.2756)	0.311	0.595 (0.2085)	0.633	0.798 (0.3566)	0.674
6	0.813 (0.2786)	0.383	0.856 (0.3102)	0.253	0.499 (0.2100)	0.617	0.729 (0.3716)	0.652
7	0.781 (0.2727)	0.452	0.834 (0.3378)	0.272	0.417 (0.2099)	0.816	0.670 (0.3693)	0.881
8	0.769 (0.2546)	0.375	0.754 (0.2391)	0.192	0.579 (0.2213)	0.747	0.789 (0.3648)	0.739
9	0.780 (0.2609)	0.355	0.735 (0.2233)	0.204	0.697 (0.2236)	0.746	0.805 (0.3692)	0.712
指標銘柄	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0.645 (0.2511)	0.393	0.801 (0.3665)	0.740

（注）（　）内は標準偏差.

るか否かについては相関係数の大きさで把握しうる一方，両者間の変動度合がどの程度似通っているかについては分散の大きさを比較することにより確認しうると考えられるからである．したがって，理論値と実現値との間の相関関係が高く，かつ分散比率が1に近いとき，期待理論の国債流通利回り変動に対する説明力は高いとされる．

これらの表からは，期待理論のわが国国債流通利回り変動に対する説明力に関して次の3点が指摘出来よう．

第1に，国債先物利回りと1カ月物CDレートとの関係についてみると，1989年5月のショートセール解禁以降の最近時における理論値と実現値との相関係数は0.65，分散比率は0.67であるなど，いずれも高くはないが，この時期，短期金利は日本銀行による金融引締め強化を映じて高水準で推移していたという点を考慮すると，両者の間には期待理論で想定されるような裁定関係がないとはいい切れない．むしろ，国債先物利回りの変動は期待理論のフレームワー

表 5-4　各種短期金利指標を用いた長短金利スプレッドの理論値と実績値の相関係数

	現先レート（1カ月もの）		CDレート（1カ月もの）		CDレート（3カ月もの）	
	1988年1月～92年2月	1989年5月～92年2月〈ショートセールス後〉	1988年1月～92年2月	1989年5月～92年2月〈ショートセールス後〉	1988年1月～92年2月	1989年5月～92年2月〈ショートセールス後〉
残存期間3年	0.843	0.894	0.507	0.667	0.388	0.535
	(0.3336)	(0.4191)	(0.2488)	(0.2952)	(0.2430)	(0.2613)
5	0.644	0.792	0.264	0.506	0.116	0.348
	(0.2914)	(0.3566)	(0.2305)	(0.2484)	(0.2373)	(0.2251)
7	0.383	0.665	−0.015	0.336	−0.174	0.149
	(0.2985)	(0.3693)	(0.2437)	(0.2861)	(0.2535)	(0.2605)
9	0.745	0.802	0.522	0.613	0.428	0.473
	(0.3692)	(0.2964)	(0.1964)	(0.3082)	(0.1805)	(0.2860)
指標銘柄	0.665	0.798	0.395	0.597	0.293	0.484
	(0.3139)	(0.3665)	(0.2149)	(0.3001)	(0.2180)	(0.2831)
国債先物	n.a.	n.a.	0.524	0.646	n.a.	n.a.
			(0.1504)	(0.3096)		

（注）（　）内は標準偏差.

表 5-5　各種短期金利指標を用いた長短金利スプレッドの理論値と実績値の分散比率

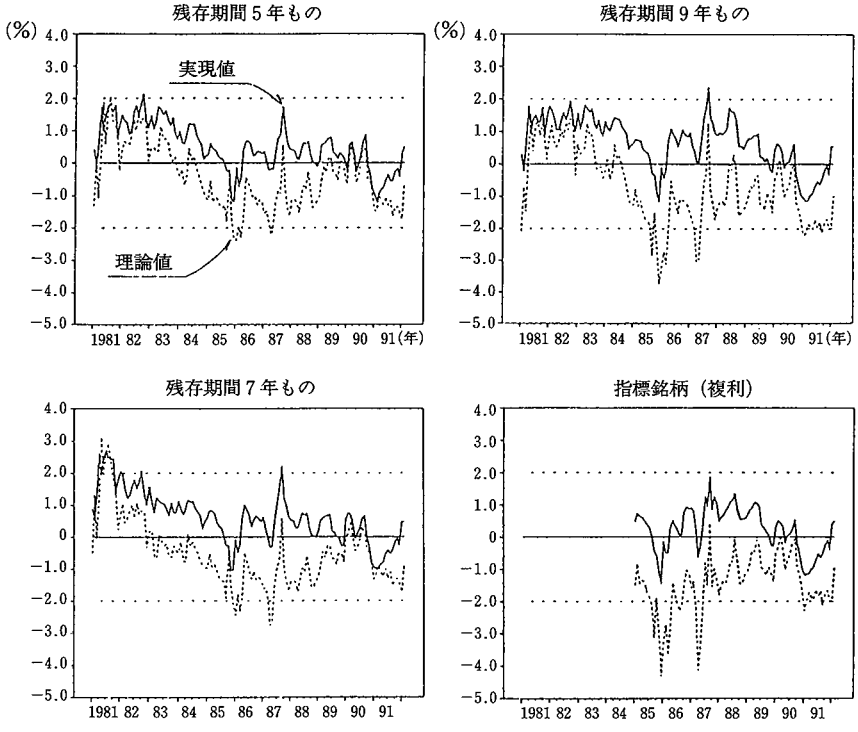
	現先レート（1カ月もの）		CDレート（1カ月もの）		CDレート（3カ月もの）	
	1988年1月～92年2月	1989年5月～92年2月〈ショートセールス後〉	1988年1月～92年2月	1989年5月～92年2月〈ショートセールス後〉	1988年1月～92年2月	1989年5月～92年2月〈ショートセールス後〉
残存期間3年	0.794	0.786	0.806	0.873	0.765	0.874
5	0.719	0.699	0.723	0.778	0.651	0.712
7	0.861	0.912	0.766	0.983	0.652	0.855
9	1.202	0.734	1.512	0.833	1.684	0.810
指標銘柄	1.185	0.764	1.476	0.910	1.607	1.015
国債先物	n.a.	n.a.	1.558	0.874	n.a.	n.a.

クの中で理解しうると考えられよう.

というのも，この時期は金融引締め局面にほぼ対応し，日本銀行が市場参加者の予想とは異なり短期金利の高め誘導およびその維持に傾くなど，標本期間自体にバイアスがかかっていると考えられるからである．例えば，1989年5月

図 5-3　長短金利スプレッドの

(a)　現先レートを用いた場合

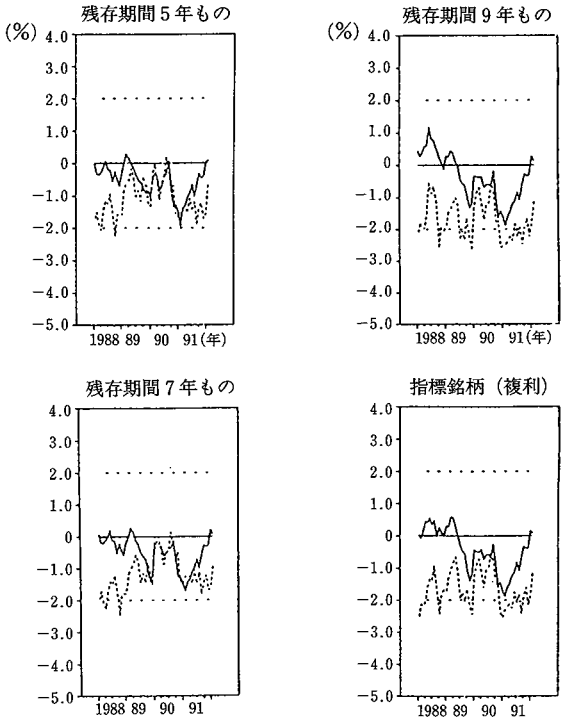


から11月末にかけてみられた長短金利の逆転は，短期金利が日本銀行による予防的金融引締め措置の強化に伴い市場での期待を上回るハイペースで上昇する一方で，国債市場では「金融引締めは比較的短期間で終了する」との予想が支配的で，国債の流通利回りは短期金利の上昇にはさほど反応しなかったことを背景とするものであるとの見方が強い（高橋（1991））．

第2に，分散比率でもって国債利回り変動を評価すると，1985年6月の金融機関によるフルディーリング解禁を境として，その変動性は大きく変化しているということである．バンクディーリング開始前までは，流通市場における取引の大宗は証券会社がディーラーとして介在する銀行から機関投資家や一般事業法人への国債の転売であり，しかも，そうした売買が実際に成立するまでには時間を要したことから利回り変動のテンポも緩く，このため分散比率も，残

理論値と実現値の推移

(b)　CD レートを用いた場合



存期間１～２年ものを除き 0.2～0.3 前後の低水準に止まっていた．これに対し，フルディーリング移行後は，金融自由化措置の進展もあって分散比率は 0.6～0.8 へと大きく向上している．

とりわけ1988年１月以降の最近の動きについてやや詳しくみると（表５-５），国債売買高の大宗を占める指標銘柄利回りの変動は，現先，CD レートのいずれでみても分散比率が１を上回るなど，期待理論から導かれる以上の乱高下を示していたことが示唆されるが，これは，国債市場の主要参加者が銀行などの同質的な投資家であることから売買圧力が一方向に偏り，相場変動が大きくなっていたことを背景とするものと考えられよう．もっとも，ショートセールが解禁された1989年５月以降においては，こうした関係を見いだすことは出来ず，むしろ国債利回りは期待理論から導かれる変動に近いパターンを描くようにな

っている．

第3は，相関係数により期待理論の国債利回り変動に対する説明力をみると，最近ではその70％程度を説明しうるといえよう．もっとも，やや長い目でみると，フルディーリング解禁を境に相関係数は幾分低下しているが，これは期待理論による説明力の低下というよりはむしろ，ディーリング解禁後に幾度となく生じた予想外の金融政策変更の影響によるものと考えられる．すなわち，金融の国際化を背景として日本銀行では1980年以降，為替レートの動きを金融政策運営上重視するようになり，その結果，例えば1985年9月の「プラザ合意」後，86年5月までの間，ドル高是正を狙いとして短期金利を高めに放置する金融調節を行うなど，市場参加者の先行き金利期待を覆すような行動をとる度合いが増大している．こうした日本銀行による市場の期待を裏切る金融調節の実施が相関係数を見かけ上，低下させる方向で作用したと考えられるのである．

実際，長短金利スプレッドの理論値および実現値の動きを示すと，図5－3のとおりであり，1985年秋から86年春にかけての短利高め放置期や87年春の債券市況過熱期および平成3年の長短金利逆転現象という，「予想外」の事態が発生した局面においては，市場での先行き金利期待から導かれた理論値が実体値と大きく乖離しており，これが相関係数の低下につながったと考えられる．

こうした分析結果から考えると，わが国国債流通利回りは，日本銀行による短期金融市場金利誘導スタンスの変化およびその先行き変化予想を織り込みつつ変動しているが，国債先物のほか受渡適格の残存期間7～9年物を含め，概ね期待理論により説明しうるとともに近年その傾向を強めているといえよう．

第6節　ま　と　め

第4，5章でのわが国公社債市場の構造的特徴と国債流通利回り形成メカニズムに関する議論は，概要次のとおり要約することができよう．

第1に，わが国公社債市場は，人為的低金利政策により応募者利回りが市場実勢比低水準に規制されていたこともあって，発行市場においては超過需要が恒常的に発生していた．このため，受託銀行および証券会社からなる起債会が起債調整という形態でもって信用割当を行っており，そうした事情を反映するかたちで発行・流通市場とも長期間にわたって未発達な状態にあった．こうし

た事態を一変させたのが，国債の大量発行であった．国債発行残高の累増とともに，その流通市場が漸次整備され，その後，大きく発展してきたが，制度的な要因を背景として，取引対象が指標銘柄という特定の国債に集中するという現象がみられる．

第2に，わが国国債流通利回り形成の特徴としては，①利回り曲線のうち国債先物取引の受渡適格国債である残存期間7～10年の部分がほぼ水平であること，②指標銘柄の利回りが，その高い流動性を背景として周辺銘柄比低いこと，③投資家の高クーポン指向に伴う利回り格差の存在，という3点が指摘しうる．もっとも最近では，外国人投資家の参入増大に加えわが国機関投資家においても国債の売買手法として欧米流の債券投資戦略を採用する動きが広範化したこともあって②および③が漸次後退する一方で，①が重要となっている．

第3に，これらの特徴のうち①は，指標銘柄以外の国債については取引高が極端に少なく，市場メカニズムを通じた価格形成が困難なことを反映したものと考えられる．すなわち，現物市場では売買が指標銘柄に偏している一方で指標銘柄とその他の銘柄国債との間の裁定取引が不活発なことから，指標銘柄を基準とした価格形成が進んでいない．このため，指標銘柄よりも広い裁定関係を有する国債先物の価格を現物国債価格の次善的な基準とみなし，先物価格に変換係数をかけることにより受渡適格国債の価格が形成される傾向が強い．その結果，受渡適格国債の中でも残存期間の短い国債ほど利回りが高くなるという利回りバイアスが働き，受渡適格国債の利回りが均等化すると考えられるのである．

第4に，このため，わが国の国債流通市場は，金利裁定取引を通じて各種の金利が相互に強い連動関係を示すという，金利の期間構造についての代表的な理論である期待理論が想定する世界とは異なっている可能性が高い．わが国の場合，多くの市場関係者が指摘するように，短期金融市場と国債先物市場との間の裁定関係でコアとなる長期金利が国債先物市場でまず最初に形成され，次いで，この先物価格を基準として受渡適格国債である7～10年物の価格や利回りが決定されるという仮説のほうが説得的であると考えられる．もっとも，国債先物価格については受渡時点での国債価格に関する先行き予想を短期金利変化予想の累計値で割り引いたものに等しいという理論的関係を考慮すると，期待理論で概ね説明しうるのではないかと推測されるため，短期金融市場と国債

先物市場との間の裁定関係においては投資家の先行き金利期待が重要な役割を果たしていると思われる．これに対し，7年未満の国債利回りについては，確たることはいえない．

第5に，国債利回りと国債先物利回りとの間の相互関係を相関係数という統計量でもってみると，1989年5月のショートセール解禁以降，国債先物取引において受渡適格とされる残存期間7～9年物国債と国債先物との相関係数は指標銘柄を含め，0.98～0.99とほぼ1に近い値がえられた．国債先物と残存期間7～9年物国債との間の取引ボリューム格差を考慮すると，この結果は上記のような国債利回り決定メカニズムが作用していることを示唆するものと考えられよう．また，Campbell and Shillerが提唱したVARアプローチという分析手法を用いて国債利回りの変動が期待理論から導かれる理論的変動にどの程度一致しているかをみると，1989年5月のショートセール解禁以降の最近時においては，①国債先物利回り変動の約65%は期待理論で説明しうる，②残存期間7～9年の受渡適格国債の利回りに対しても期待理論はほぼ同程度の説明力を有する，という結果がえられた．これらの分析結果は，ここで提示したような価格形成メカニズムにしたがうかたちで，現物国債の価格や利回りが決定される傾向を強めていることを示すものと考えられる．

もっとも，以上の議論は，わが国国債流通市場利回り形式についてひとつの仮説を間接的に検証するにとどまっている点は否めず，今後はその仮説の現実妥当性をさらに統計的に詳細に検討する必要があるのはいうまでもない．その意味で，ここでの議論や主張は暫定的な性格を有しているといえよう．

第5章　注

1) (1)式で示される金利の期間構造式導出の詳細については，例えばShiller (1979)，Campbell and Shiller (1991) ないし鹿野 (1984) を参照のこと．なお，本稿では，議論の単純化のため，リスク・プレミアムは一定であると仮定したが，より一般的には，時間とともに変化する (time-varying) リスク・プレミアムを考慮する必要があるのはいうまでもない．

2) すなわち，$t+1$期における (1)式を求め，その両辺にγを乗じた式からt期の (1)式を控除して整理すると，

$$R_{t+1}^{n}-R_{t}^{n}=(R_{t}^{n}-r_{t}^{1})/(D_{n}-1)$$

という関係式がえられ，翌期の長期金利は今期と比較して，デュレーションで調整した長短金利スプレッドだけ変化することになる．

3) この場合，期待理論が成立しない背景としては，①投資家の先行き金利動向に関する期待形成が近視眼的（myopic）で，投資家はポートフォリオ選択に際し期待理論で想定されている以上に現在の短期金利動向を重視している，②一定であると仮定していたリスクプレミアムが実際には大きく変動している，といった事情が指摘しうる．

4) わが国における期待理論の成立に関する実証研究としては，黒田（1982），鹿野（1984），白川（1988），Singleton (1990)，Campbell and Hamao (1991) がある．

5) CD レートの月末レートについては，日銀が1986年3月以降毎週公表している週間平均発行レートのうち月末を含む週の CD レートを採用することにした．また，同レートは，「期間30日未満」，「30日以上60日未満」等の範囲で公表されているが，わが国における応答日取引慣行に配慮し，「30日以上60日未満」を1か月，「90日以上120日未満」を3か月とみなしてそれぞれに該当する金利を CD レートに利用した．

6) 推定に際しては，Hansen and Hodrick (1980) が提唱した調整方法を用いた．なお，この推定プログラムについては，コロンビア大浜尾　泰氏より提供を受けたことを記して感謝したい．

7) 厳密にいうと予測力テストに基づき期待理論成立の有無を議論するに際しては，短期金利の満期期間と観測頻度とを一致させる必要があり，3か月もの CD レートを用いる場合には四半期データとする必要がある．したがって，ここで示した3か月もの CD レートを用いた推定結果は，ひとつの参考でしかない点には留意する必要がある．

8) したがって，VAR モデルのサンプル期間のうち最も短いのは，1977年7月～80年12月の42か月である．

9) 1985年5月以前の指標銘柄利回りおよび1986年2月以前の国債先物利回りについては，残存期間9年もの国債利回りで，また1988年3月以前の1か月物 CD レートについては1か月物現先金利でそれぞれ接続した．

10) 米国の長短金利スプレッドとしては，30年ものの国債利回りと1か月もの TB レートの利回り格差を採用した．

第4，5章　参考文献

有賀政美，「公社債の流通市場の現状と課題」公社債引受協会『公社債月報』，1991年9月．

浅子和美・倉沢資成，「資本市場の効率性」館・蠟山編『日本の金融［1］新しい

見方』，東京大学出版会，1987年.
日向野幹也，「社債発行規制とメインバンク制」貝塚・原田編『90年代の金融政策』，日本評論社，1993年.
黒田晁生，『日本の金利構造』，東洋経済新報社，1982年5月.
松川隆志編，『国債』大蔵財務協会，1990年7月.
日本銀行調査統計局，「最近の長期債券流通利回りの動向とその背景」日本銀行調査統計局『調査月報』1988年11月.
日本銀行調査統計局，「わが国株式先物市場の機能と問題点」『日本銀行月報』1993年1月.
Singleton, Kenneth J., 菊川　匡，「日本における金利の期間構造モデルの構築」日本証券アナリスト協会『証券アナリストジャーナル』1992年6月.
鹿野嘉昭，「期待理論と「金利の期間構造」」日本銀行金融研究所『金融研究』第3巻第4号，1984年12月.
志村嘉一，『現代日本公社債論』，東京大学出版会，1978年.
白川浩道，「債券利回りの変動要因について—日米比較の実証分析に基づく期待理論の再検討」日本銀行金融研究所『金融研究』第7巻第4号，1988年12月.
首藤　恵・高橋俊治，『現代の企業金融と金融システム』，有斐閣，1986年.
鈴木淑夫，『現代日本金融論』，東洋経済新報社，1974年.
高橋正彦，「今次金融引締め下における長短金利の動向」郵政研究所『調査月報』1991年9月.
Campbell, J. Y. and Hamao, Y., "Monetary Policy and the Term Structure of Interest Rates in Japan," Columbia University CJEB Working Paper No. 53, July 1991.
Campbell, J. Y. and Shiller, R. J., "Cointegration and Tests of Present Value Models," *Journal of Political Economy*, 95, 1987.
Campbell, J. Y. and Shiller, R. J., "Yield Spreads and Interest Rate Movements: A Bird's Eye View," *Review of Economic Studies*, 58, 1991.
Fama, E. F., "The Information in the Term Structure," *Journal of Financial Economics*, 13, 1984.
Fama, E. F., "Term Structure Forecasts of Interest Rates, Inflation, and Real Returns," *Journal of Monetary and Economics*, 25, 1990.
Fama, E. F. and Bliss, R. R., "The Information in Long-Maturity Forward Rates," *American Economic Review*, 77, 1987.
French, Kenneth R., "The Pricing of Futures and Forward Contract," Ph. D disseration, 1982.
Hansen, L. P. and Hodrick, R. J., "Forward Rates as Optimal Predictors of Future Spot Rates," *Journal of Political Economy*, 88, 1980.

Mankiw, N. G. and Summers, L. H., "Do Long-Term Interest Rates Overreact to Short-Term Interest Rates?," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1984.

Mishkin, F. S., "The Information in the Term Structure: Some Further Results," *Journal of Applied Econometrics*, 3, 1988.

Singleton, K. J., "Interpreting Changes in the Volatility of Yields on Japanese Long-term Bonds," *Bank of Japan Monetary and Economic Studies*, 8, March 1990.

Schoenholtz, K. L., "Comment on Campbell and Hamao," unpublished mimeo. April 1991.

Shiller, R. J., "The Volatility of Long-Term Interest Rates and Expectations Theories of the Term Structure," *Journal of Political Economy*, 87, 1979.

Shiller, R. J., Campbell, J. Y. and Schoenholtz, K. L., "Forward Rates and Future Policy: Interpreting the Term Structure of Interest Rates," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1983.

第6章　わが国貸出市場の構造と特徴

わが国の貸出市場の構造と機能をめぐっては，日本独特の金融メカニズムあるいは日本における金融政策の効果波及経路を解明しようとする一連の研究の中で，これまで多くの論者により種々活発な議論が展開されている．とりわけ，1970年代後半から80年代前半にかけては，わが国貸出市場の際立った特徴とされる「貸出金利の硬直性」を対象として，理論・実証分析の両面から数多くの研究成果が報告されるとともに，種々の仮説が提示されている．しかしながら，これまでのところ，わが国貸出市場に関する通説として一般に広く承認された見方が形成されるには至っていないことから判断すると，活発な議論が展開された割には，貸出市場の構造と機能に関する理解が深まったとは必ずしもいい難い状況にあると窺われる．

本章および次章は，こうしたわが国貸出市場に関する研究の現状を踏まえたうえで同市場の機能を改めて検討しようとするものである．すなわち，顧客・地域市場としての貸出市場の特性やわが国貸出市場を取り巻く制度的特徴，さらには貸出取引に関する銀行，企業間の取引慣行等を明示的に考慮のうえ，わが国貸出市場の特徴および貸出金利の決定メカニズムを理論，実証の両面から探り，貸出金利設定仮説としてフルコスト原理を主張するところに特徴がある．

第1節　これまでの議論の批判的検討

顧客市場としての貸出市場

かつてアメリカの経済学者であるアーサー・オーカンが指摘したように，財・サービス市場は，不特定多数の取引相手を対象として価格のみに基づき取引に関する意思決定が行われる「スポット市場」と，特定の企業や個人等を取引相手として継続的に取引が繰り返される「顧客市場」に大別しうる．前者のスポット市場は，価格理論で想定されるプライス・メカニズムが貫徹する世界

であり，市場参加者の間には固定的な結び付きがないほか，個々の商品に対する需給は市場で成立する価格により調整される．そして，こうした価格のみを基準とした，取引相手を選別しない匿名性の強い市場取引が成立するためには，①取引相手に関する情報の完全性，②取引の対象となる財・サービスの同質性，といった一定の条件が満たされる必要があるのはいうまでもない．これに対し，取引相手の質あるいは売買契約の履行度合いに関して不確実性がある場合，財・サービスの品質に関する情報が不完全な場合，もしくは取引開始に当たってはサンク・コストとなる投資の実行が求められるといった場合には，取引相手をその都度選択するというスポット取引よりも，互いに信頼しうる特定の取引相手との間で長期的な顧客関係を確立したうえで継続的に取引を行うほうがより効率的になりうると考えられる．顧客市場とは，真にそうした性格を有する市場のことをいう．

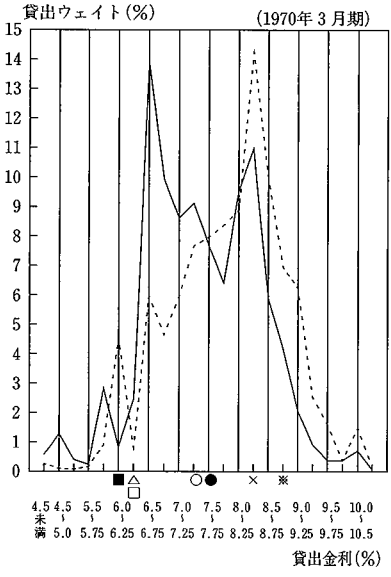
預金や貸出といった銀行取引の多くは，「相対型の継続的取引」（蠟山(1982)）と称されるように顧客市場的性格の強い取引であり，一旦取引関係が確立されると，その後も引続き同一の銀行が取引先として選択される傾向が強い．とくに銀行貸出の場合，借り手の将来所得という不確実性を伴うとともに情報が不完全な資産を返済原資とするため，貸し手サイドにおいては借り手の返済能力を事前に評価したうえで適切な貸出条件を設定するとか，全額返済されるまでの間は借り手が約定どおりの行動をとっているか否かを事後的に常時監視するという，情報生産が必要となる．しかも，そうした借り手の返済能力の審査や債務履行度合いの監視に要した情報生産費用は当該借り手との取引を停止すれば回収しえないため，同一の借り手を相手とした取引を繰り返すほうが費用負担の点からみてより効率的と考えられるのである．

言い換えれば，借り手の将来所得という不確実でかつ不完全な資産を返済原資とする銀行貸出市場においては，貸し手たる銀行が事前的な審査により融資適格と判断した借り手のみが対象となる．そして，金利，期間，担保徴求の有無といった貸出条件は，信用度等で表される借り手の特性や投資プロジェクトの採算性などを十分考慮のうえ，当事者間の個別・相対的な交渉を通じて決定されることになる.[1] 貸出市場の分析に際しては，単純化のため，貸出取引全体をひとつの市場取引とみなして議論するというアプローチが多数みられるが，貸出市場とはそうした局所的に実行された顧客取引の総体であり，不特定多数

の参加者がスポット的に資金の貸借を行いうるような公開市場として組織された市場ではないという意味で，短期金融市場や資本市場とは異なる点には留意する必要がある．そして，「市場」で成立する貸出金利は，金融市場や貸出市場全体としての資金の需要と供給というマクロ的な需給バランスに規定されつつ，制度的に設定された最優遇企業向けの貸出金利であるプライムレートをベースラインとして，銀行と借り手企業との間で個別・相対的に決定されるため，

図 6-1　貸出金利の分布構造

(1970年3月期)



(注)　1.　実線：都市銀行．
　　点線：地方銀行．
　　2.　△印：公定歩合．
　　×印：自主規制による規制内金利の上限値．(「その他の手形の割引ならびに貸付」)．
　　＊印：コール・レート（6カ月平均値）．
　　○印：貸出利率の平均値（都市銀行）（6カ月平均値）．
　　●印：貸出利率の平均値（地方銀行）（6カ月平均値）．
　　□印：銀行の平均費用（都市銀行）（6カ月平均値）．
　　■印：銀行の平均費用（地方銀行）（6カ月平均値）．

(出所)　岩田・浜田（1980）．

借り手ごとに異なる．事実，高度成長時代の貸出金利は図6－1のように，公表統計である貸出約定平均金利を中心にプライムレートと自主規制による最高限度金利という金利の上下限に規定された2山型の分布構造を有していた．

また，第2次世界大戦敗戦以降のわが国においては長きにわたって，預金・貸出金利はいうに及ばず，個々の銀行業務についても「箸の上げ下げまで規制されている」と揶揄されるように政府当局により事細かく規制されていた．こうした金利・銀行規制の結果，銀行業務のあり方や金融構造が歪められ，それがまた貸出市場の機能や構造を大きく規定してきたという点にも留意する必要があるのはいうまでもない．このように考えると，わが国貸出市場の分析に際しては，同市場の顧客市場としての特性ならびに金利規制や銀行業務規制といった制度的与件が銀行業務に及ぼす効果を十分考慮に入れたうえで，貸出市場全体としてのマクロ的な資金需給状況を踏まえつつ，貸出金利の形成メカニズムを論じるのが本来ありうべきアプローチではないかと推察されるのである．

しかしながら，これまでの貸出市場を巡る議論をみると，わが国貸出市場の特徴を巡る日本銀行金融研究会（1983）において池尾が指摘したように，銀行貸出を通常の財・サービスと同様に価格によって需給が完全にクリアされる，ワルラス的競争市場取引であるとみなして分析するというアプローチが一般的であった．すなわち，貸出市場の顧客市場としての特性についてはほとんど考慮されることなく，貸出市場もスポット的に取引される通常の財・サービス市場と同様であると想定したうえで，ひとつの統合された市場として分析されることが多かったのである．実際，これまでの議論においてしばしば問題とされてきたのは貸出金利の需給調整機能であり，①コールレート等との比較において貸出金利の伸縮性は相対的に小さいという意味での「貸出金利の硬直性」がなぜ生じるのか，②人為的低金利政策の実施に伴い「信用割当」が発生したか否か，あるいは③貸出市場は均衡か不均衡か，といった観点からわが国貸出市場のあり方が種々分析されていた．加えて，そうした個々の研究テーマも他のそれとは切り離したうえで部分的に論じられるだけであって，金利・銀行規制といった制度的与件との関連でわが国貸出市場全体としての機能やあり方を分析するということがほとんど行われていないように窺われる．[2)]

以下では，先に示した考え方に基づき，わが国貸出市場の機能と構造を論じることにするが，その前に，これまでの貸出市場を巡る議論を簡単に振り返る

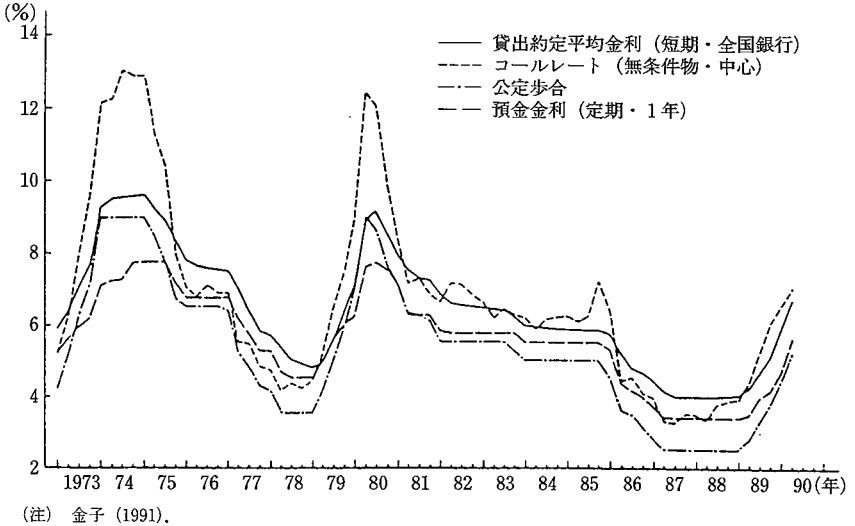
ことにしよう．

貸出金利の硬直性を巡る理論的解釈

わが国貸出市場に関する議論において解明すべき中心的問題とされてきたのは，貸出金利の需給調整機能のあり方，もしくは貸出金利の硬直性であった．すなわち，金子（1991）等が指摘するように，標準的な銀行行動の理論からは，貸出金利はその限界費用であるコールレートに依存し，制度金利とは独立に決定されるという結論が導かれるが，現実の貸出金利の推移をみると（図6-2），その変動度合いはコールレートと比べてかなり小さいほか，貸出金利はコールレートよりも公定歩合等の制度金利と連動する傾向が強い，という理論的帰結とは逆の事実が観察され，貸出金利の需給調整機能に疑問が投げかけられたのであった．

そして，わが国における貸出金利の硬直性を理論的に解釈するため，種々の仮説が提示されている．それらは達観すると，①金利規制等の制度的要因にその論拠を求める考え方（「制度的」貸出金利決定理論（例えば鈴木（1974），堀内（1980）など）），②銀行と企業との間の金利変動リスクに関するリスク・シェアリングを重視する考え方（「暗黙の契約」理論（例えば，池尾（1985），脇

図 6-2　近年における貸出金利の推移



(注)　金子（1991）．

田（1983）など)），③市場における将来のオープン市場金利予想を重視する考え方（「期待の均衡」仮説（黒田（1979)），④銀行の平均費用に基づく金利設定を重視する考え方（フルコスト原理（岩田・浜田（1980)），という4つに分類しうる．このうち，①の仮説においては貸出金利の需給調整機能は低いと観念されているのに対し，②および③の仮説では貸出金利は競争的に形成されていると主張されるところに特徴があるといえよう．しかしながら，こうした各種の理論的解釈いずれも一長一短があるなど，その膨大な研究成果の蓄積にもかかわらず，これまでのところ必ずしも説得的な説明が提示されるまでには至っていないと考えられるのである．[3)]

というのも，貸出金利の需給調整機能を議論するうえでの拠り所とされてきたのは，鈴木（1974）に代表される銀行行動の理論であったが，この理論は，本来的には銀行部門を通じる金融政策の波及効果の分析を狙いとするマクロ的な議論であって，貸出市場自体の機能を論じるための理論的枠組みではないという点が指摘しうる．[4)] 例えば，銀行行動の理論においては，銀行の預金量は家計部門の最適貯蓄行動から外生的に与えられるなど，銀行間の貸出・預金獲得競争が捨象されているが，そうした抽象化自体，この理論が貸出市場の機能を分析するための理論的基礎としては必ずしも適切なフレームワークではないこと，あるいはこれまでのわが国貸出市場の機能を巡る議論には限界があることを示唆しよう．

さらには，銀行行動の理論は暗黙のうちに，預金を貸出実行のための「資金」として取り扱っているが，Diamond (1984) に始まる「新しい金融仲介の理論」によると，第3章で指摘したように，銀行は金融仲介の過程で貸出および預金というサービスを同時に生産しているのであって，預金等の負債は貸出や有価証券投資のための「投入資金」ではないと主張される．そして，金融仲介機関としての銀行の存立意義は，分散化の利益に基礎を置いた，貸出・預金サービスの生産を通じる資産変換サービス（非流動性資産→流動性資産）の提供にあるとされる．そうした資産変換の結果，銀行貸出と預金との満期期間は大きく異なっている．銀行貸出の機会費用とは何かについては，こうした期間ミスマッチに伴う金利リスクや資金調達手段の期間構造とその構成割合をも含めて議論する必要がある．しかしながら，これまでのところ，そういった点について明示的に考慮されたことはほとんどなく，上記の銀行行動の理論にした

がうかたちで単純に代表的な市場金利であるコール金利が銀行貸出の機会費用であると想定されているのである．いずれにしても，これらのことは，わが国貸出市場の機能を分析するに際しては，貸出金利決定に関する銀行の最適化行動にまで立ち戻って考える必要があることを示唆しているといえよう．

貸出市場の不均衡分析

この間，上記の貸出金利の硬直性に関する理論的解釈とは異なるが，Fair and Jaffee (1972) が提唱した不均衡計量分析をわが国の貸出市場に適用して，貸出市場における金利の価格調整機能を統計的に検討することにより，間接的に貸出金利の硬直性を論じるという研究も活発に行われていた（例えば，伊藤・植田 (1982)，岩田・浜田 (1980)，古川 (1979) など）．このアプローチは，人為的低金利政策の実施に伴い貸出金利が需給調整機能を十分果たしていない結果，貸出市場においては信用割当が発生しているという通説を定量的に検討しうる方法を提供したという意味において評価しうる．[5] しかし，これまでの貸出金利の硬直性を巡る議論と同様に，顧客市場的要素の強い貸出市場をワルラス的フレームワークの中で捉えようとすること自体に無理があるほか，方法論的にみてもサンプル期間を超過需要期と超過供給期に2分割する基準が恣意的である，[6] といった問題を有している点にも留意する必要がある．したがって，この不均衡計量分析は，貸出市場における金利の需給調整機能自体を論じる手段というよりも，むしろ貸出市場におけるマクロ的な資金の需給状況を定量的に把握する統計的手法であると理解のうえ，利用するのが適当と考えられる．

こうした不均衡分析の抱える問題点のうち，第2のそれを解決し，新たな観点から日本の貸出市場の構造を分析しようとした研究として，浅子・内野 (1987) が挙げられる．彼らは，伊藤・植田 (1982) が提唱した不均衡計量分析を基礎としつつも，鈴木 (1974) 等が指摘した貸出金利と公定歩合等制度金利との強い連動関係に着目して，貸出金利の変動要因を需給要因と制度的要因（彼らの用語法にしたがえば政策金利要因）の2要因に分割のうえ，これまで恣意的に行われてきた超過需要期と超過供給期へのサンプル分割を連立方程式体系の中で内生的に行う統計的手法を開発するとともに，そうした手法を用いてわが国貸出市場を分析し，次のような結果をえた．すなわち，わが国貸出市

場における金利形成は需給要因よりもむしろ制度的要因からの影響を強く受けているとされたのであった．この結論は，「制度的」貸出金利決定理論を統計的に支持するものと考えられるが，肝心の制度金利については公定歩合の１次関数として取り扱われるとともにそのパラメータがモデル内で内生的に決定される仕組みになっていることから，その意味するところ，あるいは制度金利がどのような貸出金利に対応しているのかが今ひとつ判然としないという問題を抱えている点は否定しえない．

第２節　わが国貸出市場の構造とその特徴

ここでは，わが国貸出市場に対するより適切な理解の増進を狙いとして，貸出金利に関する制度的取扱いを簡単に振り返った後，政府規制が貸出市場にどのような歪曲効果をもたらし，それがまた貸出金利形成にどのような影響を及ぼしていたのかを高度成長時代の金融構造を対象として議論するとともに，それらが金融の自由化の中で近年どのような変貌を遂げているかについて簡単に論じることにしたい．

１．貸出金利についての予備的考察

貸出金利の上限と下限，制度金利との連動関係

最初に，わが国における銀行の貸出金利に対する金利規制の実際について概観しよう．銀行貸出金利規制の根拠は臨時金利調整法であり，同法は期間１年未満（かつ１件100万円以上）の短期貸出金利に対し最高限度（1980年以降，15%）を定めているが，事実上は，銀行が自主的に設定した最高限度（標準金利＋1.75%）がその上限となっている．一方，下限については最優良企業向けの貸出金利である標準金利（短期プライムレート）により画されており，銀行が個々の貸出に適用する金利は，この範囲内で借り手企業の信用度や取引関係の密度等を考慮のうえ個別・相対的に決定されることになる．加えて，1989年１月に平均調達コストを基準とする現行短期プライムレート制度へと移行するまでの間，標準金利あるいは短期プライムレートは，概ね公定歩合に一定のマージンを上乗せするかたちで決定されていた．[7] これに対し，期間１年以上の長期貸出については臨時金利調整法が適用されないほか，銀行間の自主規制的

な上限設定もなく，利付金融債等長期金融機関の資金調達金利に一定の利鞘を上乗せした長期プライムレートを基準に各銀行が個別に決定している．また，都市銀行等長期金融機関以外の銀行では近年，短期プライムレートに一定のスプレッドを上乗せして長期プライムレートを決定するという方式を採用する動きが強まっている．

このようにわが国では貸出期間に応じて異なったベースライン金利が設定されているが，短期貸出については制度的に上限と下限が設定されていることから，貸出市場における金利の需給調整機能は必ずしも十分ではないとの印象を受けるのかもしれない．しかし，「いかに金利変動に対して諸規制があろうとも，銀行の貸出担当者（loan officer）は他の条件にして等しければより高い金利の貸出を行なおうとする．一方，借り手たる企業は他の条件にして等しければより低い金利の借り入れを望む．……金融市場もすぐれて競争社会であり，金利機能は程度の差こそあれ常に作用しているのではないか」（林原（1978））という銀行実務家からの説得的な指摘を考慮すると，貸出金利はそうした金利規制の範囲内において，借り手企業の信用度などを反映しつつ競争的に決定されるとともに伸縮的に変動していると考えられるため，貸出金利の硬直性の原因を制度的要因に直接求めるのはやや短絡的な議論であるといわざるをえない．

さらに留意を要するのは，公定歩合の変更あるいは市場金利の高騰・下落を背景として長・短プライムレートが変更された場合，そうした金利水準の改定効果が実際にどのようなかたちで貸出金利に顕現・浸透していくのかという点である．貸出に適用される金利は，金利水準の改定がみられたとしても，満期期間あるいは金利更改期の中途で変更されることはなく，次回の貸出実行時あるいは金利更改期においてはじめて新しい金利が適用されることになる．したがって，金利水準に変更があった場合，貸出約定平均金利がどのような経路を辿って追随していくかは，長・短貸出それぞれの平均償還期間（あるいは金利更改頻度）や長・短貸出の構成比率に依存することになる．

現在，われわれが貸出金利に関する統計として利用している貸出約定平均金利は，以上のような仕組みの中で決定された貸出金利をその貸出残高をウェイトとして加重平均したものであり，そのため，貸出金利は適用金利の変更だけでなく，長・短貸出構成比率の変化をも反映して変動することになる．全国銀行ベースでみると，高度成長時代は短期貸出が貸出の大宗を占めており，貸出

表 6-1　全国銀行貸出の期限別内訳

（構成比，%）

年度末	3カ月以内	3カ月超～1年	1年超	その他とも合計
1960	61.8	20.4	16.9	100.0
1970	44.3	29.6	25.4	100.0
1980	31.3	26.3	41.1	100.0
1990	11.7	19.0	56.4	100.0

（資料）　日本銀行『経済統計年報』.

金利は一定のタイムラグを伴いつつも公定歩合変更にほぼ連動するかたちで変動していた．鈴木（1974）による「貸出金利の変動は，公定歩合に連動して動く自主規制金利の申し合わせという制度的要因によって，大勢が決定されてしまう」という主張は，こうした事情を指摘したものと考えられる．

実際，高度成長期においては，表6－1のとおり貸出の約6割から8割を期間1年以内の短期貸出が占めていた．もっとも，金利水準の変更があった場合，その直後の金利更改時にフルスライドした新しい貸出金利が直ちに適用されるのは大企業向けのプライムレート貸出に限られ，それ以外の貸出については新しい金利が漸次適用されていったことから，金利水準の変更効果がほぼ完全に顕現するまでには平均的にみて約半年から9カ月間を要していたのである．そして，近年では，その後今日に至るまでの間にみられた都市銀行等における長期貸出比率の趨勢的な上昇を背景として，貸出金利の公定歩合追随率は70～80％程度にとどまるなど，貸出約定平均金利と公定歩合との連動関係は相対的に希薄化してきており，そうした傾向は1989年1月の新短期プライム制度導入以降さらに強まっている．

貸出金利の価格調整機能を論じるに際しては，こうした約定平均金利統計の金利水準改定に対する追随速度や追随パターンについても十分留意のうえ取り進める必要があるのはいうまでもない．貸出金利が市場での需給を反映して伸縮的に変動していたとしても，統計の性格上，伸縮的ではないという印象を与えるおそれがあるからである．しかしながら，例えば伊藤・植田（1982）においては貸出金利の需給調整機能が「均衡貸出金利への調整速度は1である」という仮説に基づき検定されていたように，これまでの議論では，そうした貸出金利統計の変動特性あるいは貸出期間と観測頻度との間の期間対応がほとんど考慮されていない．貸出金利の変動特性といった重要な要因を捨象した検定方

法は，明らかに貸出金利の需給調整機能を棄却する方向にバイアスを有しているといえよう．事実，彼らの研究においては貸出市場は均衡であるという仮説は棄却されているのである．因みに，わが国における貸出金利の均衡金利に向けての調整速度の理論値が4半期ベースでみて0.3～0.5程度[8]であるとすると，彼らの調整速度に関する推計結果（$\theta=0.183$，標準誤差＝0.067）からは，検定すべきパラメータに関する理論値の設定如何によっては均衡仮説が棄却されることも，棄却されないこともありうるのである．いずれにしても，これらのことは，理論仮説の検定に際しては，利用した統計の変動特性にも留意のうえ検定仮説を構築することの重要性を示唆しているといえよう．[9]

また，貸出約定平均金利計算の対象となる貸出残高は，国内銀行勘定名義の円建貸出残高のうち割引手形および手形・証書貸付残高の合計であり，当座貸越，信託勘定名義および外貨建の貸出残高は集計の対象外となっている．したがって，貸出市場における需給を実証的に議論するに際しては，そうした貸出金利の適用範囲にも留意のうえ，預金・貸出統計さらには費用統計を選択する必要があるが，これまでのところ，例えば浅子・内野（1987）は信託勘定名義の貸出を貸出金の中に含めるなど，そうした点は必ずしも明確には意識されていない．金融の自由化の流れの中で近年，とくに1980年以降は外貨建貸付や当座貸越の貸出残高に占めるウェイトが大きく上昇しているため，貸出金利の需給調整機能を分析するに当たっては，そうした貸出金利統計と預金・貸出統計等との整合性にも十分留意して取り進める必要があるといえよう．

この間，貸出可能資金の大宗を占める預金の金利についても，臨時金利調整法により，その上限が規制されていた．そして，預金金利の上限は，1973年以降，公定歩合変更の都度，公定歩合にほぼ連動するかたちで改定されているが，それ以前の高度成長期においては，1961年以降1972年に至るまでの約11年もの間，公定歩合に連動して変更されていた貸出金利とは対照的に一度も改定されたことがないなど，人為的に低水準に据え置かれていた．こうした預・貸出金利規制の運営上の相違を比較考量しつつ高度成長期において貸出金利が硬直的に推移した背景は，直感的にいって，銀行の資金調達利率が相対的にみて非伸縮的に推移していたことに求められるのではないかと推察されるのである．

表面金利と実効金利，残高平均金利と新規実行金利

もっとも，かつて林原（1978）や黒田（1979）が指摘したように，貸出金利が銀行と借り手企業との間の個別・相対的な交渉を通じて競争的に決定されていたとしても，貸出金利に対する規制が貸出金利のあり方に大きな影響を及ぼしていた点は否定しえない．事実，わが国ではこれまでの間，表面ベースの貸出金利を規制の範囲内に納める一方で，市場実勢に見合った水準の金利を事実上適用するため，貸出の一部を歩積や両建と呼ばれる，借り手が自由に引き出すことのできない拘束性預金として銀行に預けることを求める「悪しき慣習」があった．そして，この拘束性預金あるいは歩留まり預金を考慮して計算された実勢ベースの貸出金利を「実効金利」と呼んでいる．いうまでもなく，こうした慣習の背景には，貸出金利が公定歩合を基準として人為的に低水準に抑制されていた結果，規制内の貸出金利を適用するだけでは預貸金採算が十分ではないといった事情があると考えられる．

論者の中には，貸出金利の硬直性あるいはそのあり方を議論するに際しては表面金利ではなく，実効金利で貸出金利を捉えるべきと主張するとともに，一定の前提条件の下で実効金利を実際に推計のうえ，そうしたアプローチの有効性を主張する向きもしばしばみられる．しかし，拘束性預金を調整してえられる実効貸出金利はほとんどの場合，表面金利を１～２％強上回るだけで，両者はほぼパラレルに動いている（金子（1991））．加えて，拘束性預金の実態に関しては借入企業を対象とした公正取引委員会実施のサンプル調査があるだけで銀行の預金，貸出との関連で捉えたデータは存在せず，実効金利はあくまでも推計上の計数であるという点を考慮すると，表面金利に代えて実効金利の利用を主張する根拠に乏しいといえよう．もっとも，貸出金利形成に際してそうした拘束性預金の重要性を主張すること自体，銀行が金利交渉上優越的な地位を占め，何らかのかたちで金利支配力を発揮しているという事実を如実に物語るものであり，[10] 標準的な銀行行動の理論とは相入れないという点にも留意すべきであろう．

このほか，貸出金利統計である貸出約定平均金利は，先に指摘したように，金利水準の変化に対しては一定のタイム・ラグを伴って反応することから，その時々の金融情勢を必ずしも正確には反映していない嫌いがあるため，貸出金

利の動向を正確に論じるに際しては当月実行分の新規貸出に適用された貸出金利（新規貸出実行金利）を利用すべきとの主張もみられる（例えば，清水(1984)）．しかしながら，日本銀行より最近公表されるに至った新規貸出実行金利の動きをみると，近年若干変動が異なりつつあるものの，1988年以前は概ね約定平均金利とほぼ同様の動きを示しており（日銀調査統計局（1991)），そうした主張もさほど当をえたものではないと思われる．以上のような事情を考慮のうえ，本章においては，これまで利用されてきた表面金利ベースの残高平均金利を貸出金利統計に採用して議論を進めることにしたい．もっとも，後で議論するように，金融の自由化が進んだ最近時における貸出金利の動向を分析するに際しては，約定平均金利よりも新規実行ベースの貸出金利を用いるほうが有用かもしれない．

2．人為的低金利政策，銀行保護行政と貸出市場

金利規制，店舗規制と預金市場

次に，戦後の日本において長期にわたり実施されてきた金利規制や銀行業務規制が貸出市場におけるマクロ的な資金供給に対しどのような影響を及ぼしてきたかについて，そうした規制の存在が銀行による預金吸収・貸出供給行動を大きく制約していた高度成長期を念頭に置きつつ検討することにしよう．高度成長期においては個人の金融資産蓄積がさほど進んでいなかったことに加え，預貯金以外の金融商品の提供についても人為的低金利政策の下で抑制的に運営されていたことから，個人貯蓄の大宗は銀行等に預貯金として預けられていた．このように銀行預金のマクロ量は家計や企業の最適な資産選択行動から決定しうるが，そうした預金量を所与として個々の銀行がどれだけの預金を獲得するかというミクロ的な問題についても別途議論する必要があると思われる．

すなわち，銀行の立場からみると，預金金利規制の実施に伴い，金利をてことした預金獲得競争が行いえないため，店舗数およびその配置状況という銀行の営業基盤そのものや集金等の渉外活動に代表される非価格要因が銀行の預金吸収力を規定することになる．実際，金利自由化が本格的に進展するまでのわが国預金市場においては，預金勧誘の積極推進，渉外人員の多投入による集金等の非金利サービスの提供といったかたちで熾烈な預金獲得競争が展開されていたのはわれわれの記憶に新しいところである．確かに預金の獲得は第一義的

には貸付可能資金あるいは支払準備資金の確保を目的とするものであるが，わが国においては銀行業務に対する各種規制の実施や預金者による取引銀行の選択に際し，預金残高という規模指標が重要な基準として採用されることが多かったという事情についても留意する必要があろう．というのも，規模指標を基準とした銀行規制が実施されれば，預金規模が大きい銀行ほど現在だけでなく将来にわたって競争上有利な地位を確保しうるほか，個人や企業も預金残高の多寡で当該銀行の名声を評価のうえ取引銀行を選択するなど，預金残高の拡大は準地代を有しており，それゆえ規制金利時代においては激しい預金競争が行われていたと考えられるからである．

銀行の営業基盤である店舗数および店舗配置については寺西（1982）が指摘したように，護送船団方式と呼ばれる銀行保護行政の中核的措置として，大蔵省により事細かく規制されていた．そして事後的にみると，この店舗規制は，地方銀行，相互銀行，信用金庫といった中小業態の経営基盤の安定化・強化を狙いとして，都市銀行等に対しては一般に厳しく運営されていた一方で，地方銀行，相互銀行，信用金庫に対しては寛大であったという点は否めない．実際，表6－2に示したとおり1965年から1980年までの業態別店舗数の推移をみると，都市銀行と相互銀行，信用金庫との間では店舗数増加率において顕著な相違がみられる．そして，このような店舗政策運営は，都市銀行による地方の預金市場への参入が厳しく制限されてきたこと，およびその結果として，地方においては地元の地方銀行，相互銀行，信用金庫等が地域独占的な預金市場を確保しえていたことなどを意味している．

このように店舗規制は，所得等により規定されたマクロ的な貯蓄量を所与として，そうした貯蓄の銀行間の分配に対し歪曲効果を有することになる．[11] その結果，取引先大企業からの旺盛な資金需要を抱える都市銀行では，慢性的な資金不足の状態に陥る一方で，地元の中堅・中小企業を主たる取引相手とする地方所在の銀行は余剰資金を擁することになったが，こうした業態間の資金調達面でのアンバランスはコール市場での資金融通を通じて解消されたのであった．換言すると，店舗規制は，預金金利競争を規制する低金利政策と相まって業態間の預金吸収力を歪め，わが国高度成長期の金融構造面での特徴のひとつである「資金偏在」を形成したと考えられるのである．

表 6-2　金融機関の店舗数推移

年末	都市銀行	地方銀行	相互銀行	信用金庫
本支店店舗数				
1953	1,821	3,595	1,663	1,996
1967	2,036	4,097	2,701	3,417
1969	2,351	4,057	2,673	3,640
1980	2,630	5,346	3,776	5,585
店舗増加率（%）				
53→67	11.2	14.0	62.5	71.2
69→80	11.9	31.8	41.3	53.4

（資料）　日本銀行『経済統計年報』.

貸出市場における需要と供給

一方，銀行貸出に対する需要の動きをみると，高度成長期においては輸出・投資主導型経済の下で大企業を中心とする旺盛な設備投資意欲を背景に法人企業部門は大幅な資金不足にあった一方で，資本市場が相対的に未発達であったことなどから，設備投資資金についてはその大宗を銀行借入に依存せざるをえない状況にあった．とりわけ，大企業からの都市銀行等に対する銀行借入需要は，1960年代前半における「都市銀行のオーバーローン問題」（呉（1973））に象徴されるように銀行の貸付可能資金を恒常的に上回る状態が続いていた．その結果，都市銀行等では貸出資金不足に悩む一方，大企業においては資金調達コストよりも所要資金の確保が重点課題とされていた．こうした状況下，大企業等の間では安定的な資金調達を狙いとして1965年頃から年間所要資金の借入を一括して銀行に依頼するという形態が一般化し，都市銀行等の大手銀行ではそうした個別企業ごとの借入需要を所与として預金吸収・貸出実行計画を策定していた．

この間，地方所在の地方銀行，相互銀行等においては，系列大企業向け貸出に特化した都市銀行等が対象としなかった地場中堅・中小企業向け融資を主体に貸出活動を展開し，地域独占的な預金市場で吸収した余剰資金をコール市場や債券市場で運用してきたという点にも留意する必要がある．すなわち，貸出市場におけるマクロ的な需給バランスあるいは均衡，不均衡を論じるに際しては，貸出市場の顧客・地域市場としての特性を勘案するとともに，都市銀行，

表 6-3　都市銀行，地方銀行の資金運用・調達構造

（単位　%）

年末	預貸率	預証率	預貸証率	コール資金／預金残高
全国銀行				
1965	83.7	17.3	101.0	
1970	85.7	15.5	101.2	
1975	84.8	17.5	102.3	
1980	78.2	23.0	101.0	
都市銀行				
1965	86.5	18.7	105.2	−7.4
1970	89.0	16.2	105.2	−8.4
1975	89.0	16.5	105.5	−11.9
1980	81.5	19.1	100.3	−10.5
地方銀行				
1965	77.8	15.1	92.9	4.8
1970	81.1	13.8	95.0	4.8
1975	80.1	17.1	97.2	3.7
1980	74.0	23.6	97.5	2.6

（注）　預金には債券，CD を含む．
（資料）　日本銀行『経済統計年報』．

地方銀行といった業態ごとの資金需給状況をも視野に入れつつ貸出市場全体としてのバランスを考えるべきといえよう．これまでのわが国貸出市場を巡る議論においては，高度成長時代の貸出市場では超過需要が恒常的にみられたとの見方が一般的となっているが，実際に超過需要に直面していたのは大企業を主たる取引相手とする都市銀行等のみであり，地方銀行以下の業態においてはむしろ余剰資金を抱えていたのではないかと考えられるのである．[12] そして，都市銀行の貸出残高は全国銀行貸出残高の過半を占めていたことから，銀行貸出市場は超過需要の状態にあるとの印象を与えていたのかもしれない．因みに，表6-3は，預貸率等からみた都市銀行，地方銀行の資金の運用・調達構造の推移を示したものである．この表からは，都市銀行が預金吸収額を上回る貸出および債券投資を行い，不足資金についてはコール市場から調達している一方，地方銀行では，預金として吸収した資金の全額を貸出や債券では運用しえず，余剰資金をコール市場に放出しているという対照的な資金の運用・調達構造の差異が読み取れよう．

こうした点を踏まえて高度成長期の銀行貸出市場におけるマクロ的な需給状

況を考えると，貸出の大宗を占める都市銀行貸出が金利・店舗規制により預金＝貸付可能資金供給額の範囲内に制約されていたことから，全体としては超過需要の状態にあった公算が高く，銀行の裁量による信用割当が何らかのかたちで行われていた可能性は否定しえない．そして，借り手企業に対し取引上優越的な地位を確保した銀行は，貸出金利に対する自主的最高限度額の設定を通じて表面的には政府による低金利要請を遵守しつつも，拘束性預金の徴求などを通じて実効金利でみた貸出金利水準を事実上自らの裁量で決定しうる立場に置かれていたのではないかと推察されるのである．

拘束性預金の意味，日銀信用による貸出可能資金の拡大

以上のように高度成長期においては，大企業を中心として法人企業部門の設備投資資金借入意欲が旺盛な一方，大企業を主たる取引先とする都市銀行等では店舗規制および預金金利規制を背景として自由に預金を吸収しえない状況に置かれていたことから，銀行貸出市場では全体としてみると超過需要がみられたと考えられよう．こうした貸出市場におけるマクロ的な資金需給バランスを資金供給面から改善する方策としては，①日本銀行による貸出，債券オペを通じるハイパワードマネーの供給という外生的な資金の追加供給，あるいは②貸出の一部を預金として拘束し，銀行部門からの現金流出を最小限の範囲にとどめるという信用創造係数の内生的引き上げ，がありうる．実際，わが国高度成長期においてはこうした方策の実施を通じて銀行部門全体としての貸出可能資金の量的拡大が図られてきており，例えば1962年末時点での都市銀行の日本銀行借入金依存度は対預金比率でみて16.4%にも達していた（呉（1973））．また，第2の方策である拘束性預金の徴求は，そうした行為自体は悪しき慣行といわざるをえないが，資金不足に悩む法人企業部門への資金供給量を拡大する効果を有しているという点では次善的に正当化されるのかもしれない．[13] なお，都市銀行等の貸出増加額については，日本銀行による窓口指導により一定の上限が時として課されていたが，これは，個々の銀行の資金不足を一定の範囲内に抑えることで，日本銀行貸出に対するマクロ的な需要の増大を経済成長やインフレとの関連でみて適切と判断される水準に納めるための措置と捉えることができよう．

このほか，個別銀行レベルでの貸出資金不足への対応措置としては，上記2

方策のほか，③コールマネー等短期金融市場からの資金調達があり，事実，都市銀行ではコールマネー等の取り入れにより資金不足の解消に努めていた．もっとも，この方策は銀行間の預金吸収力に対し店舗規制により人為的に格差が設けられているという制度的制約へのミクロ的な対応措置であって，都市銀行等資金不足に悩む銀行の資金繰り順便化には寄与するかもしれないが，銀行部門全体としてみるとキャンセルアウトされるため，貸出市場におけるマクロ的な資金需給の改善にはつながらないという点には留意する必要がある．また，コール金利については高度成長時代を通じて短資会社が設定権限を握る建値制が採用され，コールマネーの取入・放出に対しては一律にその建値金利が適用されていた．このため，コール金利自体はその時々の資金需給を反映して変動していたが，個々の銀行が市場実勢比高めの金利を提示することでより多くのコールマネー取入を図るという，本来あるべき価格機能は事実上働いておらず，その意味で，短期金融市場を媒介とする銀行間の資金融通においても，預金市場と同様に，金利の需給調整機能は十分機能しているとはいい難い状況にあったと考えられよう．[14)]

いずれにしても，預金金利の設定や店舗展開が自由に行いうる世界においては，都市銀行等特定の銀行が恒常的に資金不足の状態にあるといった事態は生じえない．しかし，わが国高度成長期においては，企業への低利の成長・発展資金の提供，中小金融機関の経営基盤の保護・強化などを狙いとして実施されてきた預金金利規制や銀行の店舗展開に対する厳しい規制が，その歪曲効果として，資金偏在と称される都市銀行の相対的な資金不足を生じさせたと考えられるのである．一方，都市銀行に対する超過需要の恒常的な存在という貸出市場におけるマクロ的な需給バランスについては，「成長通貨の供給」という名目での日本銀行によるハイパワードマネーの増発，あるいは拘束性預金の徴求というかたちでの銀行の内部的な調整により改善するという方策がとられてきたといえよう．

信用割当基準としてのメインバンク

また，貸出市場において超過需要がみられるということは，何らかのかたちで信用割当が発生していることを意味するが，それでは，信用割当はどのようなメカニズムを通じて行われていたのであろうか．わが国高度成長期の貸出市

場においては信用割当が発生していたとの主張がよく聞かれるが，筆者の知りうる限り，信用割当の具体的メカニズムあるいはその割当基準について論じたものはない．この点に関し本書では，銀行貸出に対する超過需要の下で限りある貸付可能資金あるいは窓口指導により制約された貸出増加額を個々の取引先企業に対しどのように配分すべきかという信用割当問題は，当該企業がメインバンク先であるか否かを重要な基準として対処されてきたとの考え方を提示することにしたい．[15)]

すなわち，都市銀行等では，メインバンク関係にある取引先企業からの巨額の資金供給要請を優先的に満たしつつ自行貸出ポートフォリオ・リスクの分散を図るという相反する目的の同時達成を狙いとして，その他の都市銀行などの協力を得て「事実上の協調融資団」を組成，融資を実行する一方で，他行を幹事とする非メイン先企業向けの協調融資団へ参加することにより，相互に貸出資金の取引先企業への円滑な配分・供与に努めてきたと考えられるのである．実際，銀行，企業等の実務家の間では，メインバンク関係を確立するということは資金の優先割当を確約したクーポン権を獲得することに等しいとの指摘が聞かれるが，これは，信用割当基準としてのメインバンク関係の重要性を支持するものと考えられる．換言すると，貸出市場での資金配分は本来的には貸出金利の価格調整機能を通じて達成される筋合いにあるが，高度成長時代のわが国においては，貸出金利が公定歩合を基準として人為的に低水準に設定されていたことから，そうした調整機能がほとんど作用しえず，メインバンク関係を基礎とした数量調整が重要な役割を果たしていたといえよう．

このように高度成長期のわが国貸出市場において超過需要が発生していたとしても，日本銀行による成長通貨の供給，メインバンク関係を中心とする民間銀行間の信用調整を通じて概ね企業の資金需要は満たされており，全体としてみると，金融面から実体経済活動を制約するような事態が観察されえなかったと考えられるのである．実際，顧客別にみると，都市銀行は大企業向け融資に特化する一方で地方銀行，相互銀行，信用金庫等は中小企業向け融資に専念するといった銀行間の専門化，分業化を通じて資金融通の順便化が図られており，仮に信用割当の発生に伴い銀行からの資金供給が絞り込まれた部門があったとすると，それは住宅金融，消費者金融等を求めていた個人部門ではなかろうかと思われる．

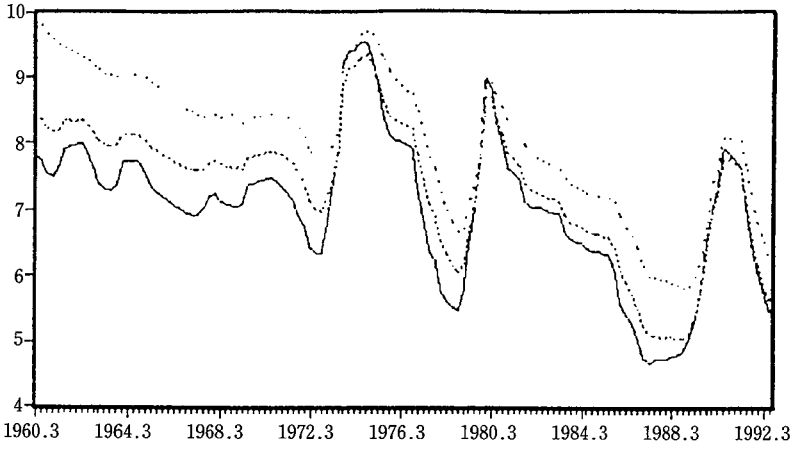
この間，大企業等が設備投資資金として銀行に借入を要請したのは，固定金利の長期資金であったが，こうした借入要請に対し都市銀行では，①長期信用銀行からの融資協力の活用，②いわゆる短期貸出の「ころがし」により対応していた．すなわち，高度成長期においては都市銀行は金融債の主たる引き受け手であり，金融債発行額の4～5割を購入し，その見返りとして長期信用銀行に対し系列企業向け長期貸出の実行を求めていたのであった（浜田(1968)）.[16] こうした迂回的な長期資金の供給は，寺西（1982）により「人為的重複金融仲介」と名付けられているが，それはまた，利付金融債が日銀適格担保として認められることで高い流動性が制度的にも保障されていたことを背景とするものであった．このような人為的重複金融仲介は，期間1年以内の定期預金という短期の資金調達手段しか認められていなかった都市銀行が長期の資金運用リスクを長期信用銀行に転嫁，リスク負担の分散化を図るうえでの一方策として評価しえよう．もっとも，こうした方策にも自ずと限界があるため，都市銀行では短期貸出のころがしで「事実上の長期資金」を供給し，取引先企業からの借入要請に応えていたが[17]，それはまた，短期の標準金利で「事実上の長期貸出」を行ったとしても実効金利ベースでみると「事実上の長期プライムレート」を適用することが可能であったことを背景とするものと考えられる．

貸出金利の分布構造と業態別格差

このほか，わが国貸出市場の性格を論じるに際しては，先にみた貸出金利の硬直性や貸出市場は均衡か不均衡かという論点だけでなく，どのような水準の金利でどれだけの貸出が実行されているのかという貸出金利の分布構造，さらには都市銀行，地方銀行，相互銀行，信用金庫といった業態間で貸出金利の水準や変動度合いに顕著な相違がみられるかという貸出金利変動の業態別特徴(仮に特徴がみられるとした場合，それはどのような事情を背景としたものか)，といった観点からも多角的に議論する必要があると窺われる．もっとも，これまでの貸出市場に関する議論において，こうした問題を詳細に論じたものはほとんどなく，わずかに岩田・浜田（1980）が金利規制との関連で触れているだけである．

第1の論点，すなわち貸出金利の分布構造については，岩田・浜田（1980）により，1962年から75年までを標本期間として検討したところ，都市銀行の場

図 6-3　業態別貸出金利の推移



— 都銀　… 地銀　‥ 地方銀行II（相銀）

〈参考〉　**業態別にみた貸出金利の変動度合い**

（計測期間：1960.Ⅰ～1992.Ⅳ）

	都市銀行	地方銀行	地方銀行II
平均値	7.018	7.361	8.071
標準偏差	1.087	1.035	1.079
変動係数	0.155	0.141	0.134

合，本来フラットであるべき分布曲線が標準金利と自主規制による金利の下・上限値を２つの山とするような形態（前掲，表６－１）に歪められていると報告されている．彼らはまた，こうした貸出金利分布の２山化，とりわけ自主規制金利を頂点とする山の存在は，規制による貸出金利の低位硬直性を意味していると主張する．これに対し，黒田（1979）は1965年以降，後者の山はむしろ長期プライムレートを反映したものであることが多く，自主規制金利といった金利規制が貸出金利の硬直性の原因になってはいないと批判している．こうした議論の中で明らかになったのは，経済理論からは貸出金利の分布に関しありうべき構造が特定化されえないという点であろう．すなわち，貸出金利の分布状況は，融資先企業の信用度の分布構造や長・短貸出比率を反映して種々の形態をとりうるのであり，岩田・浜田が貸出金利の分布構造は本来フラットであ

ると主張したように，事前的にその構造を特定化することはできないのである．

また，第2の論点，つまり業態間で貸出金利の水準および変動度合いにおいて顕著な相違がみられるか，という問題に関しては，これまでのところ，ほとんど論じられていない．しかしながら，そのこと自体，この論点が重要でないということを意味するものではない．標準的な銀行行動の理論を前提とする限り，業態間で貸出金利に格差が生じることはありえないが，現実には，貸出金利の水準および変動度合いは図6－3からも明らかなように，各業態ごとに大きく異なっているとともに，規模の小さい業態ほど貸出金利の水準が高く，かつその伸縮性が低いという特徴を有しているのである．[18] したがって，わが国貸出市場の機能を議論するに際しては，単に貸出金利の需給調整機能に着目するだけでなく，こうした貸出金利の業態別特徴点にも配慮のうえ取り進める必要があると思われる．

金融の自由化と貸出市場

以上，高度成長期を念頭において，わが国貸出市場の性格や機能について論じてきたが，次に，2度にわたる石油危機後の企業金融の構造的変化や近年における金融自由化の進展を背景として，それらがどのような変貌を遂げているかについてみることにしよう．最初は，企業金融構造の変化である．石油危機への対応措置として実施された減量経営や日本経済自体の高度成長から安定成長経済への移行等を背景として，1975年以降，法人企業部門の資金不足は大幅な改善をみた一方で，銀行借入の代替サービスである資本市場からの資金調達も各種規制の漸進的緩和を背景に容易となったことが挙げられる．その結果，銀行貸出市場におけるマクロ的な需給バランスは高度成長時代とは様変わりに大きく引き緩み，いわゆる「借り手市場化」が急速に進行するとともに，企業サイドでは多種多様な資金調達手段の中から最も安価なものを選択することで資金調達コストの極小化を図ろうとする動きが活発化している．そして，こうした動きは当初，現象的にはプライムレート適用先企業数の増加あるいは同適用貸出比率の上昇，さらには拘束性預金比率あるいは預金歩留まり率の低下という貸出条件の変化として顕現していたが，その後は大手企業を中心とした資本市場調達へのシフトを背景とする銀行借入需要自体の傾向的な落ち着きないし減退という，より直接的なかたちで生じている．

また，1985年10月の自由金利大口定期預金の導入に始まる預金金利の本格的な自由化や金融自由化の進展に伴う銀行預金以外の貯蓄手段の整備・拡充は，銀行の預金吸収活動との関連では次のような効果を有しているといえよう．第1に，企業・個人による金利選好意識の高まりや銀行預金と代替的な貯蓄手段の登場を背景として銀行による資金調達の金利感応度が高まった一方，企業からの銀行借入需要も先にみたように金利に対しより感応的になった結果，マクロ的にみると銀行預金・貸出市場においても，金利を中心とする価格機能が有効に作用することになった．このため，これまでのように公定歩合という制度金利に短期プライムレートを連動させるという貸出金利の設定方式の適用が困難となり，都市銀行等では1989年1月以降，短期プライムレートの設定基準を平均的な資金調達コストに変更のうえ市場金利に連動して変更させることとなった．加えて，新短プラの適用に際しては，拘束性預金を一切求めないなど，貸出条件の透明化が進められることになったが，これはまた銀行の貸出条件に関する交渉力の低下を反映したものともいえよう．

第2には，預金金利の自由化に伴い，預金金利の設定如何で全国各地から自由に預金を集めることが可能となるなど，個々の銀行が自らの裁量で預金金利を自由に設定することにより預金吸収額をコントロールしうるようになった．この結果，店舗ネットワークの重要性が従来に比べて相対的に薄れ，都市銀行の資金不足が改善傾向にあるほか，預金吸収に際しては預金金利に見合った安全・有利な資金運用が可能か否かという銀行の資金運用能力あるいは資産内容の健全性が重要な問題となってきている．

このように金融の自由化は，企業金融面での構造変化と相まって，個別・相対的な貸出条件交渉における銀行の相対的優位性を崩壊させることになった．そして，貸出条件は市場金利との連動関係を強めるとともに透明性を増し，貸出に適用される金利は顧客市場の性格が引続き強い中で市場における需給を敏感に反映するかたちで決定されるようになってきたと要約しえよう．

第3節　貸出市場における金利の調整機能と制度的要因の効果

——不均衡分析によるマクロ的な需給状況の統計的検証——

以上，高度成長期を中心としてわが国貸出市場のあり方や機能について概観

してきたが，そこでは，これまでの通説にしたがって貸出市場においてはマクロ的には超過需要の状態にあり，信用割当が発生していたと暗黙のうちに仮定されていた．ここでは，浅子・内野（1987）により提唱された分析手法を用いて，そうした想定が果たして妥当か否かを改めて実証的に検討する．彼らの手法は，先に指摘したように伊藤・植田（1982）が開発した不均衡計量分析のフレームワークを踏襲したうえで，①貸出金利の変動を，均衡金利水準だけでなく，制度的に定められた金利水準（彼らの用語にしたがえば政策金利）という2つのベンチマーク金利への調整過程として捉える，②貸出市場が超過需要，超過供給いずれの状態にあるかについては，金利水準の変化ではなく，モデル内の貸出需要・供給方程式に基づき内生的に決定する，というところに特徴があり，具体的には次のような連立方程式体系で示される．

〈貸出市場の不均衡モデル〉

$$L_t^d = \beta_0 r_t + X_t\beta + u_t \tag{1}$$

$$L_t^s = \gamma_0 r_t + Z_t\gamma + v_t \tag{2}$$

$$r_t - r_{t-1} = \theta_1(r_t^* - r_{t-1}) + \theta_2(\bar{r}_t - r_{t-1}) + \varepsilon_t \tag{3}$$

$$L_t = \min[L_t^d,\ L_t^s] \tag{4}$$

ただし，L_t^d＝貸出需要量，L_t^s＝貸出供給量，L_t＝貸出実現量，r_t＝貸出市場金利，r_t^*＝均衡貸出金利，$\bar{r}_t$＝制度金利，X_t＝需要関数内の外生変数ベクトル，Z_t＝供給関数内の外生変数ベクトル，u_t，v_t および ε_t は互いに独立なホワイトノイズであるとする．

すなわち（1），（2），（3）式はそれぞれ貸出の需要・供給方程式および貸出金利の調整方程式であり，貸出金利は均衡金利 r_t^* と制度金利 $\bar{r}_t$ へ向けて部分的に調整される（$0 \leqq \theta_1,\ \theta_2 \leqq 1$）と想定されているところに特色がある．ここで均衡金利とは，（1），（2）式で示される貸出の需要と供給を一致させる金利水準のことを，また制度金利とは外生的に与えられた貸出のベースライン金利のことをそれぞれいう．そして，（4）式により貸出の実現量は需要，供給いずれかの少ないほうにより規定されることになる．

なお，この方程式体系は，浅子・内野が指摘しているように，貸出市場におけるマクロ的な需給バランスとそれを反映した貸出金利の調整過程を捉えようとするものであり，その意味で貸し手，借り手の行動に関し特定の行動仮説を

想定していない．むしろ，θ_1, θ_2 という金利調整パラメータの推定を通じて，貸し手，借り手の行動をいずれの仮説に基づき解釈するのが適切かを判断しようとするものといえよう．

この連立方程式モデルを解くことにより貸出市場の需給バランスに関する誘導型方程式体系を求めると，次のような同時方程式モデルが得られる．

＜推定に利用した同時方程式モデル＞

$$r_t=(1-\theta_1-\theta_2)\,r_{t-1}+\frac{\theta_1}{\beta_0-\gamma_0}(Z_t\gamma-X_t\beta)+\theta_2\bar{r}_t+\xi_t^r \tag{5}$$

$$L_t=\beta_0 r_t+X_t\beta+(\beta_0-\gamma_0)\frac{1-\theta_1}{\theta_1}\nabla^d r_t-(\beta_0-\gamma_0)\frac{\theta_2}{\theta_1}\nabla^d\bar{r}_t+\xi_t^d \tag{6}$$

$$L_t=\gamma_0 r_t+Z_t\gamma-(\beta_0-\gamma_0)\frac{1-\theta_1}{\theta_1}\nabla^s r_t+(\beta_0-\gamma_0)\frac{\theta_2}{\theta_1}\nabla^s\bar{r}_t+\xi_t^s \tag{7}$$

$$\xi_t^r=\frac{\theta_1}{\beta_0-\gamma_0}(v_t-u_t)+\varepsilon_t \tag{8}$$

$$\xi_t^d=u_t-\frac{\beta_0-\gamma_0}{\theta_1}\nabla^d\varepsilon_t \tag{9}$$

$$\xi_t^s=v_t+\frac{\beta_0-\gamma_0}{\theta_1}\nabla^s\varepsilon_t \tag{10}$$

ただし，

$$\nabla^d r_t=\begin{cases}0 & r_t\geqq r_t^*\\ r_t-r_{t-1} & r_t<r_t^*\end{cases}\qquad \nabla^s r_t=\begin{cases}r_t-r_{t-1} & r_t\geqq r_t^*\\ 0 & r_t<r_t^*\end{cases}$$

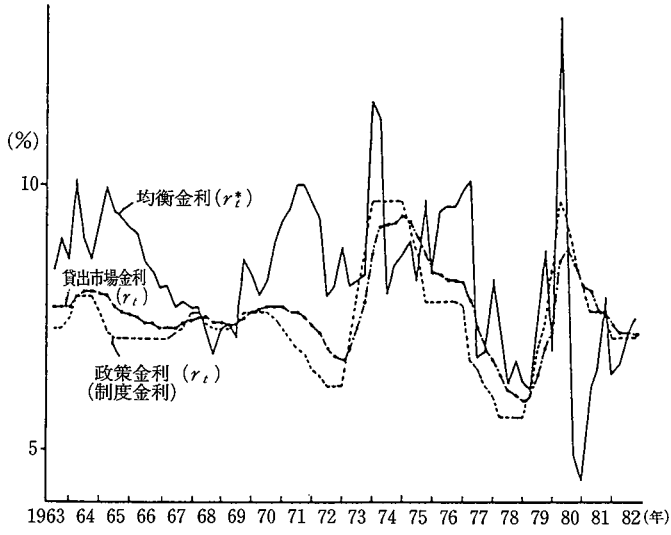
$$\nabla^d\bar{r}_t=\begin{cases}0 & r_t\geqq r_t^*\\ \bar{r}_t-r_{t-1} & r_t<r_t^*\end{cases}\qquad \nabla^s\bar{r}_t=\begin{cases}\bar{r}_t-r_{t-1} & r_t\geqq r_t^*\\ 0 & r_t<r_t^*\end{cases}$$

$$\nabla^d\varepsilon_t=\begin{cases}0 & r_t\geqq r_t^*\\ \varepsilon_t & r_t<r_t^*\end{cases}\qquad \nabla^s\varepsilon_t=\begin{cases}\varepsilon_t & r_t\geqq r_t^*\\ 0 & r_t<r_t^*\end{cases}$$

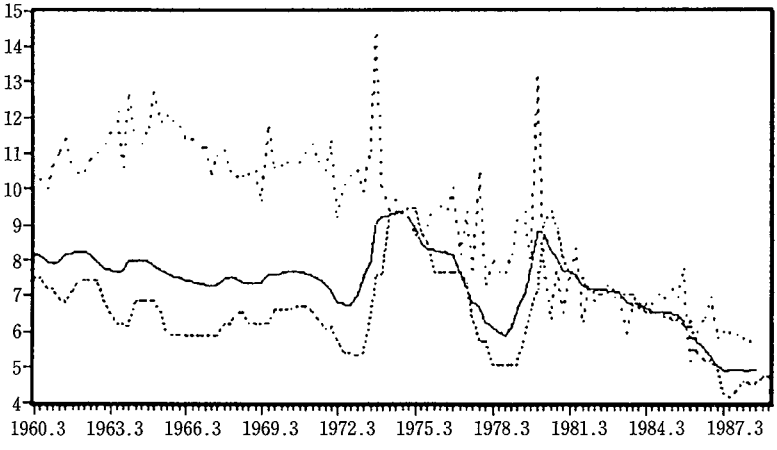
上記の連立同時方程式モデルの推定に際しては，新しく導入された制度金利である $\bar{r}_t$ をどのように特定化すべきかが問題となる．浅子・内野では，貸出金利と公定歩合との間の高い相関関係に着目し，制度金利は公定歩合の1次関数として表現しうると仮定のうえ，そのパラメータを内生的に決定するというアプローチが採用されている．しかし，制度金利という名称自体が端的に示すように，この金利は本来外生的に与えられてしかるべきものである．公定歩合との関連で内生的に決定されると仮定した場合には，長期貸出金利は1977年4

図 6-4　均衡貸出金利，制度金利と貸出約定平均金利

(a)　浅子・内野（1987）の推計結果



(b)　本章での推計結果



— 約定平均金利　… 制度金利　‥ 均衡金利

月の国債流動化以降むしろ国債利回りと高い相関をもって変動しているため，長期貸出金利の変動や長・短貸出構成比率の変化が貸出金利に及ぼす効果を十分捉えきれないとか，公定歩合が標本平均と比べて異常に高いあるいは低い時には法外な制度金利が現出し，推定結果が意図せざる方向に歪められるという問題を惹き起こす可能性が否定しえないのである．

実際，彼らによる制度金利の推計結果をみると（図6－4(a)），1973年以降は公定歩合の大幅な変更を反映するかたちで大きく乱高下するとともに制度金利が現実の貸出金利を上回るという「異常な」事態もしばしばみられるほか，後で詳しく論じるように，高度成長期をはじめとして標本期間の多くが超過供給期に分類されるなど，信頼性に欠けるといわざるをえない．それゆえ本稿ではこうした問題の改善を狙いとして，制度金利を貸出金利水準の下限すなわち優良企業向けの最優遇貸出金利であるプライムレートとして捉えるとともに，統計的には長・短プライムレートを長・短貸出残高で加重平均した計数でもって外生的に与えることにした．[19]

こうした修正を加えたうえで，連立方程式体系で示される貸出市場モデルを非線形3段階最小自乗法により推定し，わが国貸出市場におけるマクロ的な需給バランスを統計的に検討することにした．[20] まず最初に，制度金利データ外生化の効果の検討を狙いとして，先に指摘したように貸出金利統計と預金・貸出統計との整合性を保つべく利用データを国内銀行勘定の円建部門に限定するなど若干変更のうえ，浅子・内野と同じ標本期間（1963年第3四半期～1982年第4四半期）でもって同時方程式体系を改めて推定してみた．表6－4は，われわれの推定結果を示したものであるが，貸出金利の調整方程式を除き，概ね浅子・内野と同様の結果がえられた．もっとも，金利調整方程式のフィットの良さをSERで比較すると，われわれのほうが良好であり，その意味で制度金利外生化の有効性が示されたといえよう．そして，金利の調整速度を示すパラメータ θ_1, θ_2 の推定値を彼らのそれと比較すると，浅子・内野においては θ_1 の推定値自体が0.071と「非常に小さく，しかも $\theta_1=0$ に対する有意性もさほど高くない」一方，「θ_2 の推定値は0.32と有意に0と異なっていた」のに対し，われわれの推定結果においては θ_1 の値は0.121と伊藤・植田（1982）の推定結果（$\theta=0.183$）に近いほか，有意に0とも異なるなど，浅子・内野の推定結果を基本的には支持しつつも，貸出金利は制度金利に向けて部分的に調整され

表 6-4　浅子・内野（1987）による推計結果との比較

（標本期間：1963.III～1982.IV）

1.　本章での推計結果	
$L_t^d = -0.060 r_t + 0.150 y_t + 0.795 L_{t-1}$ (6.420)　(2.357)　(24.433)	SER＝0.062
$L_t^s = 0.016 r_t + 0.987 D_t + 0.003 \delta_t$ (1.934) (284.440) (.726)	SER＝0.023
$r_t - r_{t-1} = 0.121 (r_t^* - r_{t-1}) + 0.353 (\bar{r}_t - r_{t-1})$ (6.841)　(23.708)	SER＝0.105
2.　浅子・内野の推計結果	
$L_t^d = -0.005 r_t + 0.143 y_t + 0.908 L_{t-1}$ (0.31)　(3.53)　(42.2)	SER＝0.066
$L_t^s = 0.067 r_t + 1.011 D_t + 0.014 \delta_t$ (2.99) (93.4)　(1.56)	SER＝0.041
$r_t - r_{t-1} = 0.071 (r_t^* - r_{t-1}) + 0.317 (\bar{r}_t - r_{t-1})$ (2.68)　(12.2)	SER＝0.991

（注）1.　利用したデータは次のとおりである．L_t＝全国銀行貸出残高合計（期末，利率別貸出残高表による），D_t＝全国銀行預金残高合計（期末，含む債券，外貨預金・非居住者円預金を除く），y_t＝鉱工業生産指数（1990年＝100），r_t＝全国銀行貸出約定平均金利（総合，期末），δ_t＝公定歩合（期末）．また，金利以外のデータについては自然対数をとった．

2.　需要・供給関数に含まれる定数項は記載を省略．

3.　（　）内は，t-値．

るという彼らの主張に対しては疑問を投げかける結果となっている．

次いで，標本期間を1960年第3四半期から1988年第4四半期までに拡大し，この不均衡計量分析モデルを利用しつつ改めてわが国貸出市場におけるマクロ的な需給バランスについて検討することにした．さらには高度成長期と安定成長期との間で貸出金利の調整過程が異なりうるか否かの統計的検証を狙いとして，前期（1960年～1972年）および後期（1973年～1988年）に2分割のうえ，それぞれの期間についても同様に推定・検討することにした．この期間分割はまた，貸出金利に対する規制が厳しかった時期と，金融の自由化の進展に伴い貸出金利規制が弾力化されてきた時期との分割にもほぼ対応しており，貸出金利の調整過程のあり方を統計的に検討することで自由化が貸出市場に及ぼした効果を間接的ながらも読み取ることができよう．なお，標本期間を1988年までに限定したのは，1989年2月から段階的に実施された相互銀行の普銀転換に伴い，88年以前と89年以降との間で全国銀行ベースの貸出金利，預金・貸出等の統計が不連続となっているという事情を考慮した結果であり，統計の不連続を一部調整のうえ最近時までを標本期間に含めて推定した結果についても後で触れることにする．

表6-5は全期間，前期および後期の推定結果を示したものであるが，パラ

表 6-5　貸出市場に関する連立方程式モデルの推定結果

1.　全期間：1960.III～1988.IV	
$L_t^d=-0.039r_t+0.381y_t+0.710L_{t-1}$ (5.869)　(7.989)　(27.571)	SER=0.062, DW=1.38 R^2=0.997
$L_t^s=0.029r_t+0.995D_t+0.005\delta_t$ (4.108) (368.641) (1.285)	SER=0.024, DW=1.00 R^2=0.999
$r_t-r_{t-1}=0.107(r_t^*-r_{t-1})+0.303(\bar{r}_t-r_{t-1})$ (7.263)　(24.716)	SER=0.107 R^2=0.989, DW=1.45
2.　前期：1960.III～1972.IV	
$L_t^d=-0.038r_t+0.091y_t+1.060L_{t-1}$ (1.927)　(0.947)　(14.083)	SER=0.028, DW=1.58 R^2=0.972
$L_t^s=0.036r_t+1.024D_t+0.004\delta_t$ (2.813) (178.375) (0.714)	SER=0.011, DW=0.69 R^2=0.998
$r_t-r_{t-1}=0.137(r_t^*-r_{t-1})+0.208(\bar{r}_t-r_{t-1})$ (3.179)　(6.459)	SER=0.058 R^2=0.972, DW=1.38
3.　後期：1973.I～1988.IV	
$L_t^d=0.078r_t-0.112y_t+1.311L_{t-1}$ (6.638)　(0.590)　(18.987)	SER=0.066, DW=1.89 R^2=0.992
$L_t^s=0.142r_t+0.900D_t+0.001\delta_t$ (0.845) (49.391)　(0.010)	SER=0.039, DW=0.68 R^2=0.973
$r_t-r_{t-1}=0.124(r_t^*-r_{t-1})+0.369(\bar{r}_t-r_{t-1})$ (5.739)　(19.576)	SER=0.110 R^2=0.991, DW=1.79

（注）　データおよび記号については表6-4と同じ．

メータの符号条件および t-値，SER，ダービン=ワトソン（D. W.）比から判断すると，全期間については比較的良好な結果がえられたといえよう．もっとも，前期，後期においては，貸出の需要・供給関数の符号条件が一部満たされないなど，改善の余地が残っている点は否定しえないが，それぞれの時期とも比較的短い標本期間であること，また後期の中には二度にわたる石油ショックとそれに対応した急激な金融引き締め期が含まれていること，などと照らし合わせて考えると，憂慮すべき問題であるとはいえないのかもしれない．そして，この推定結果に基づき，わが国貸出市場におけるマクロ的な需給バランスの動向，およびそれを映じた貸出金利の調整過程を検討すると，次の3点が指摘しえよう．

第1に，貸出市場における需給バランスであるが，これについては表6-6に示したとおり，高度成長期はすべて超過需要期に分類された一方，安定成長期においては1980年以降を中心として超過供給期が多数みられるなど，貸出市場においては第1，2次石油危機を境として構造変化が生じている可能性が示唆される．これはまた，先にみた近年における「貸出市場の借り手市場化」現象ともほぼ一致しており，これまでの議論で想定されていたマクロ的な貸出市

表 6-6　標本期間の超過需要期，超過供給期へのサンプル分割結果

	浅子・内野	本書		浅子・内野	本書		浅子・内野	本書		浅子・内野	本書
1963			1970			1977			1984		●
							●				
							●				
1964			1971			1978			1985		
1965			1972			1979			1986		●
1966			1973			1980	●		1987		
								●			
							●	●			
1967			1974			1981	●	●	1988		
							●	●			
				●			●				
				●							
1968			1975	●	●	1982	●	●			
				●	●		●	●			
	●			●	●			●			
	●							●			
1969	●		1976	●		1983		●			
								●			
	●							●			
								●			

●印は超過供給期

場での需給バランスが統計的にも支持されていると考えることが出来よう．

第2には，貸出金利の均衡金利水準および制度金利水準に向けての調整速度をみると，浅子・内野（1987）と同様に，全期間では均衡金利への調整速度が0.107と制度金利に対する調整速度である0.303を大きく下回っており，貸出金利の変動は制度金利への調整過程として生じる傾向が強いことを示唆している．もっとも，推定されたパラメータの t-値から判断すると，両者とも有意に0と異なっている．その意味で，ここで推定された貸出金利の調整方程式は，彼らの「わが国貸出金利の変動は需給要因よりもむしろ制度要因のほうが強く作用している」との結論とは異なり，貸出金利は貸出市場における需給バランスならびに外生的に与えられた制度金利双方からの影響を受けつつ変動していることを統計的に示すものと考えられる．因みに，相互銀行の普銀転換に伴う統計の不連続を一部調整のうえ，1981年第3四半期から1993年第1四半期までの期間を標本期間に採用して再推定してみると，$\theta_1=0.360$（t-値，6.61），$\theta_2=0.242$（同，8.10）という結果が得られた．パラメータ θ_1 の推定値と0.4程度という一応の理論値との比較から貸出金利の伸縮性を統計的に判断すると，貸出金利は近年，需給要因の変動を反映するかたちで伸縮的に変動している，あるいはわが国貸出市場においては金利自由化措置の進展を背景として制度的要因よりも需給要因のほうが重要な役割を果たすようになってきていると解釈しえよう．

実際，全期間の推定結果に基づき貸出金利，制度金利および均衡貸出金利の推移をプロットした図6-4(b)からも明らかなように，第1，2次石油危機における石油価格急騰を契機に生じたインフレの高進防止を狙いとして実施された強力な金融引き締め期を除けば，概ね，制度金利＜貸出金利＜均衡貸出金利という順序関係にあることが読み取れる．このことは，わが国貸出市場においてはこれまで長年にわたって短期プライムレートが公定歩合と連動して変更されてきた結果，貸出金利が制度金利に鞘寄せされるかたちで均衡金利を下回っていたこと，そして，銀行サイドとしては貸出利息収入を均衡貸出金利から得られる水準に近づけるべく，拘束性預金を徴求するという方策に訴えてきたこととも整合的である．また，貸出金利と均衡貸出金利，制度金利との格差をみると，均衡貸出金利が金融市場の繁閑を映じてとりわけ大きく変動するため断定的なことはいえないが，1980年以降は金融の自由化の進展とともに短期

プライムレートの公定歩合に対する上乗せ幅が漸次引き上げられてきたこともあって，貸出金利と制度金利，均衡貸出金利の間にかつて存在した格差も大きく縮小し，貸出金利が均衡貸出金利とほぼ同様な変動を示していることが窺える．

第3に，標本期間を前期，後期の2期間に分けた推定結果をみると，両期間とも制度金利変更に対する貸出金利の調整速度が均衡金利に向けたそれを上回るという点では一致しているが，前期と後期とでは制度金利変更に対する貸出金利の調整速度が大きく変わっていることが読み取れる．すなわち，需給要因に対する調整速度を表す θ_1 の推定値は前期（0.137），後期（0.124）とも理論値（0.3～0.5程度）を有意に下回っており，貸出金利変動に対する需給要因からの影響は相対的にみて小幅なものにとどまっていたと考えられる．これに対し，制度金利変更に対する調整速度を示すパラメータである θ_2 の推定値をみると，前期においては0.208であったのが，後期には0.369へと大きく上昇しているのである．このように制度金利変更に対する貸出金利の調整速度が後期に急上昇した背景としては，後期は石油価格急騰を映じたインフレ高進の抑制を狙いとして実施された急激な金融引き締め期を含んでおり，その結果，急騰した長・短プライムレート水準への調整効果が強く顕現しているといった事情が指摘できよう．因みに1974年中における短期プライムレートの動きをみると，僅か1年のうちに7.25%から9.25%へと急上昇しているが，貸出金利は，こうした制度金利変更に追随するかたちで急騰をみたのであり，そのため制度金利変更に対する調整速度が相対的に上昇したと考えられるのである．

いずれにしても，以上の実証分析結果は，わが国における貸出金利は，かつて鈴木（1974）が指摘したように制度金利変更の影響を強く受けつつも，金融市場における需給バランスを反映するかたちで伸縮的に変動していることを示唆しており，貸出金利の相対的な硬直性だけに着目して貸出市場においては価格機能が働いていないとか，不均衡状態にあると主張することの不毛性を改めて想い起こさせるものといえよう．

第6章　注

1）　実際，銀行による融資適格性の判断や貸出条件の設定は，借入希望企業が取引

関係を有する銀行店舗において個別に行われており，その意味で貸出市場は顧客市場に加え地域市場としての色彩が濃いと考えられよう．

2) 蠟山（1982），清水（1980）等は，こうした観点からの分析の必要性を強く主張するとともに，独自の考え方を提示してきたが，貸出市場でのマクロ的需給，銀行による貸出金利の設定行動および金利・銀行規制との相互関連が必ずしも有機的に捉えられていないという点で不十分であるといわざるをえない．本稿は，そうした既往研究成果の長所，短所を踏まえたうえでわが国貸出市場の機能を改めて考えようとするものである．

3) 近年における貸出金利の硬直性を巡る議論の詳細については，金子（1991），武田（1985）などを参照．

4) 清水（1991）も，銀行行動の理論は本来的にインターバンク市場分析のために構築された理論であって，その単純化の仮定の意味するところを十分吟味することなく，貸出市場の分析に応用・一般化されている点は問題であると主張している．

5) わが国貸出市場における信用割当の存否に関する議論についても種々の研究蓄積があり，Rimbara and Santemero (1976) がその存在の可能性を統計的に主張しているほか，貝塚・小野寺（1974）も貸出金利の硬直性を根拠として，均衡への調整過程において超過需要を残したままで市場取引が行われるという「動学的信用割当」が発生している公算が大きいとしている．

6) サンプル期間は，理論的には均衡金利を基準として実際の貸出金利がそれよりも高いか低いかにより超過供給期，超過需要期に分割されることになるが，公定歩合の変更といった制度金利が貸出金利の変動に及ぼす効果が捨象されていることから，金利上昇期が超過需要期に，また金利の下降期が超過需要期へと，マクロ的な資金需給とは何ら関わりなく一律に分類されてしまうという問題を有しているのである．

7) 「信用度の特に高い手形の割引および貸付」に適用される金利である標準金利は，1969年の導入当初は4種に分かれていたが，1970年10月以降は1本になり，公定歩合＋0.25％の水準に設定されていた．そして，1981年12月以降，この上乗せ幅は漸次引き上げられ，新短期プライム制移行直前期においては＋0.875％にまで拡大された．

8) 例えば，短期貸出のうち3カ月以内の割合を45％，3カ月超1年以内の割合を30％，そして長期貸出については固定金利が適用されているとすると，平均的にみて1四半期内に金利更改の対象となる貸出は，3カ月以内で30％，3ヶ月超1年以内は6.7％となり，更改対象貸出残高の金利がすべて改定されたとしても，約定平均利ベースでみると，貸出金利の伸縮性は37％にとどまることになる．

9) 辻（1992）は，近年における金利の自由化政策にもかかわらず，貸出金利の調

整速度がいまだに約3割程度にとどまっていることには注意すべきであるとしているが，そうした計測結果は，むしろ貸出金利の調整速度がほぼ理論値に近い水準にまで上昇していることを示唆していると解釈すべきであろう．

10) こうした解釈に対しては「拘束性預金の存在は単に表面金利での需給調整が制限されていたことを示唆するに過ぎない」との反論もありえよう．しかし，預金として拘束された貸出金，あるいは実効金利調整のための預金は3カ月定期預金や通知預金といった低利預金の形態をとる事例が多いという点を勘案すると，むしろここでの解釈のほうが支持されよう．

11) 店舗規制がこうした歪曲効果をもちうるためには，個々の銀行の健全度あるいは体力がある一定の水準以上に維持され，預金者からみて，すべての銀行が健全でいずれの銀行に預金すべきかはとるに足らない問題となっていなければならない．昭和金融恐慌以降積極的に推進されてきた銀行合同政策の結果，資産内容の劣る銀行は整理・淘汰され，第2次世界大戦後においては都市銀行と中小金融機関との経営格差はかつてに比べると大幅に縮小した．それがまた，預金者の銀行選択意識を後退させるとともに，預金者が主として利便性により取引銀行を選択する方向に作用するなど，店舗規制の効果を側面から支えたと考えられるのである．こうした点に関する議論の詳細については，寺西(1982) を参照．

12) もっとも，これは，信用割当があったとした場合，信用割当の対象となっていたのは中小企業よりも大企業であるということを意味するものではない．高度成長時代，都市銀行は系列大企業向け融資に特化することで事実上，中小企業向け融資についてはゼロという割当を行っていたと考えられるからである．

13) この点に関連して小山五郎さくら銀行相談役は，毎日新聞『エコノミスト』誌上の対談の中で戦後復興期の金融状況を振り返りつつ，「そのとき考えたのは銀行と企業との関係は相互作用が行われており，一方通行はありえないということです．そう考えると，三井銀行とグループ企業との交流は他のグループに比べかなり薄い．……金は出るだけ出て，出した先から入るものが入らない．歩留まりがまるで違うわけです．仮に他グループの半分の歩留まりを置いてくれるならば，それをもとに信用増殖ができるわけですからたいへんなプラスです．これだけのグループをもっていながら活用してこなかったのは，いったいどういうわけか．こういうことをつくづく考えた．」(『戦後産業史への証言五』(毎日新聞社，1979年)) と述べている．

14) わが国短期金融市場における取引実態および慣行等の詳細については，短期金融市場研究会 (1990) を参照．

15) メインバンクあるいはメインバンク関係の意味するところやその日本的特徴については，第8，9章を参照．

16) 因みに，金融制度調査会の資料 (「長期信用銀行の諸問題」(1968.11.28)) に

よると，都市銀行は，1968年3月末時点で9,985億円の金融債を引き受ける一方，長期信用銀行からは系列企業向けに18,481億円の融資を受けていた．

17) 同じく金融制度調査会資料（「金融機関の長期資金供給の実態」(1968.10.24)）は，1968年3月末において都市銀行で総貸出残高の11.5%，地方銀行では18.5%と，約定ベースの長期貸出とほぼ同額の「ころがし」がみられたと報告している．

18) 貸出金利の業態別分布に関する議論の詳細ついては，第7章を参照．

19) 全国銀行貸出残高の長・短期間別内訳については，日本銀行作成の「全国銀行主要勘定」統計の証書貸付残高を長期貸出残高と，そして貸出約定平均金利の基礎統計である「全国銀行利率別貸出残高」統計の手形貸付・証書貸付および割引手形の合計額を貸出残高計と観念のうえ推計することにした．

20) 推定に際しては，TSPの非線形最小自乗法に関するコマンドであるNLLSを利用した．モデル推定の基礎となるサンプル分割は (4) 式から導かれる均衡貸出金利を基準として行った．そして，均衡金利水準を規定するパラメータ θ_1, θ_2 の想定値がモデルから得られた推定値と一致するとともに，サンプル分割が不変であった段階で収束したとみなしたが，モデルの推定は比較的早い段階で収束した．推定プログラムについては，浅子和美氏より浅子・内野で利用されたプログラムを借用したことを記して感謝することにしたい．また，データの収集およびモデルの推定に際しては，吉川義典氏の協力をえた．

第6章　参考文献

第7章に一括して掲載．

第7章　銀行の貸出金利設定行動とフルコスト原理

かつて蠟山・筒井（1982）が指摘したように，金融政策の効果といったマクロ経済的な効果を議論するに際しては貸出取引全体をひとつの市場取引として捉えるという単純化も是認しうるが，貸出市場自体の機能を論じるに当たっては，第6章で指摘したように，貸出市場の顧客・地域市場としての特性についても十分留意のうえ分析することが求められる．実際，これまでのところ，そうした側面については，蠟山・筒井（1982），池尾（1985），脇田（1983）等により強調されるとともに，顧客関係の理論（Wood (1975)）や暗黙の契約理論（Azariadis (1975)）をわが国貸出市場に適用することにより，貸出金利の硬直性の原因などが分析されている．しかしながら，そこでは，銀行と借入企業との間の相対的な貸出契約交渉にのみ焦点が当てられる一方，金融市場全体としてのマクロ的な資金需給状況とか，契約相手の選択に関する銀行間の競争といった，重要な要素が捨象されており，その結果，「孤島の中の孤立取引」（浜田宏一）という色彩が強く出てしまっている点は否定しえない．

それゆえ本章では，銀行業務の実際に即したかたちで貸出実行に関する意思決定を基礎として，金融市場におけるマクロ的な資金需給の状況や銀行間の貸出競争といった側面にも留意しつつ，銀行による貸出金利設定行動の分析を通じて，わが国貸出市場における金利決定メカニズムを分析することにしたい．

第1節　銀行行動とフルコスト原理

一般事業法人との対比でみた銀行業務の特徴点

最初に，銀行の貸出金利設定行動を考える前に，金融仲介サービスの生産を主たる業務とする銀行は，一般事業法人との比較において，どういった点が特徴的なのかについて考えることにしよう．銀行は，債務証書や証券といった本源的証券を投資超過主体から取得する一方，貯蓄超過主体に対し預金証書とい

う間接証券を発行することで金融仲介業務に従事しているが，そうした金融仲介サービス生産の過程で資産変換を行い，貯蓄超過主体に代わって資産運用に伴う各種のリスクを負担している．したがって，銀行の貸出行動を議論するに際しては，ミクロ経済学の分析対象である一般事業法人との比較において次の4点に留意して取り進める必要があろう．

第1に，一般事業法人の生産する財・サービスはフローの概念で把握されるのに対し，銀行の生産した預金・貸出サービスはストック量として認識されるとともに，期日が到来するまでの間，銀行のバランスシートに計上される．しかも預金の受入期間と貸出期間とは一般に対応していないことから，資産・負債間で期間のミスマッチが生じており，その結果，過去における金融仲介サービス生産に関する意思決定が現在のバランスシートおよび収益に対しても直接影響を及ぼす（いわゆる金利リスクの問題）という点が指摘しうる．第2に，銀行の生産する預・貸金サービスは金銭の消費貸借であるという銀行業務固有の性格を反映して資金の源泉と運用を1対1で対応づけることが難しいほか，資金の流出入は日々大量に発生するため，顧客・商品別にコストに見合った価格付けを行うことが事実上困難となっており，原価計算上，資金調達利率に対しては平均コストの概念を適用せざるをえない．[1)]

第3には，銀行の生産する金融仲介サービスの価格である預金金利や貸出金利のベースラインは，中央銀行による金融政策あるいは日々の金融調節により外生的に与えられる点があげられる．このため，銀行が経営上コントロールしうるのは，そうしたベースライン金利にどれだけのプレミアムを上乗せしうるかとか，金融仲介サービスの生産に要する労働，設備等の投入量をどの程度にするかといった点に限定されている．第4に，預金の吸収，貸出の実行といった銀行業務は，あらかじめ定められた経営計画の下で個々の銀行支店において分権的に遂行されており，本部は本支店間の資金尻の調整，さらには銀行全体としての預・貸金尻の調整をコール市場等における資金の取入・放出を通じて行っている．そしてまた，営業の最前線で借入企業との間で貸出条件交渉に臨む銀行支店において運用の基準とされる金利は，本支店レートと呼ばれる内部的な資金貸借レートであり，本支店レートは銀行の平均資金調達コストを基準にその時々の金融情勢や先行き予想を勘案のうえ総合的な観点から決定されるといわれている．

貸出金利設定方式としてのフルコスト原理

以上のような銀行実務に関する諸点を踏まえると，貸出金利はそのベースラインを金融市場における資金の需給により規定されつつ，支店管轄の地域市場毎に銀行間の顧客獲得競争の中で平均費用原理（フルコスト原理）に基づき設定されているのではないかと考えられる．例えば，取引先企業 l に対し適用した貸出金利を r_l，預金金利を r_d，本支店レートを r_i，また企業 l 向けの貸出残高を L_l，預金および内部的な資金貸借をそれぞれ D, C'，さらには営業経費を $f(D, L)$ とすると，業況審査を経て融資適格と認められた企業のみを貸出取引対象先とした A 銀行 B 支店の最適化行動は，次式のように表現することができる．[2)]

$$\text{Max } \pi=\sum r_l L_l - r_d D + r_i C' - f(D, L) \tag{1}$$

ただし，$\sum L_l + C' = D$

そして各支店毎の最適化行動を集計すると銀行全体の最適化行動となり，C' で示される内部的な資金貸借はコール資金で表現される余資の運用あるいは不足資金の調達に帰着する．この最適化問題の解は，銀行をプライステイカーあるいはプライスセッターのいずれであるかと想定することで異なりうるが，ここでは超過需要の恒常的存在という貸出市場におけるマクロ的な需給バランスや銀行は借入企業毎の資金需要を熟知している（資金需要曲線を知っている）という事情を考慮のうえ，プライスセッターとして行動すると仮定した．このとき，(1)式を集計したトータルとしての利潤最大化を図ろうとする銀行の貸出金利設定行動は，限界費用を MC とすると，次式のとおりフルコスト原理によって表現できる．

$$r_l = (1+m)\,MC \tag{2}$$

ただし，m はマークアップ率とする．

銀行の貸出金利設定行動を規定する限界費用は，限界的な資金調達利率と限界的な営業経費とからなるが，このうち営業経費（人件費，物件費等）については各店舗毎の取引ボリュームに比例するかたちで人員や設備機器が配布されているという点を踏まえて考えると，その平均値でもって代替することが可能と思われる．一方，限界的な資金調達利率については，清水（1991）が指摘したように，銀行は本源的預金として受け入れた資金でもって貸出を行い，現金

準備や準備預金保有のために必要となる不足資金をインターバンク市場から借り入れており，その意味ですべての負債が貸出資金に充当されているという点を考慮すると，預金利率とコール等市場性資金利率との加重平均利率として把握することができる．

さらに，標本期間として採用した1960年から1988年までのわが国においては，資金調達手段の大宗を占める預金の金利に対し上限規制が課されていたことから，銀行の総資金調達利率は預金金利の線形関数となり資金調達上の限界費用と平均費用とは概ね一致していたと思われる．このように考えると，銀行は貸出に対する超過需要の存在というマクロ的な資金の需給バランスを反映するかたちでえられた優越的な地位を利用して貸出金利をフルコスト原理にしたがって設定しているという，ここでの仮説は理論的にも支持されよう．

第2節　フルコスト原理に基づく貸出金利の実証分析

岩田・浜田の議論

こうしたフルコスト原理に基づく貸出金利設定仮説は，岩田・浜田（1980）においても採り上げられ，彼らは，貸出金利に影響を及ぼすと考えられる種々の変数を説明変数とする回帰方程式の推定結果から，貸出金利決定に際し「都市銀行では平均費用が重要な役割を演ずるという限りにおいて一種のフルコスト原理が働いているとみる余地がある」として暫定的にフルコスト原理を支持している．もっとも，岩田・浜田が行った分析は，銀行の損益計算書からえられた平均費用でもって約定平均ベースの名目的な貸出金利を回帰するという単純なものであり，銀行は人為的低金利政策を表面的には遵守しつつも拘束性預金の徴求により実効金利ベースで貸出採算を計算のうえ均衡金利に近い水準の貸出金利を事実上適用していたという点が考慮されていない．その意味で，彼らの推計結果は，表面的な貸出金利と平均費用との間の共変関係を抽出するだけにとどまっているといえよう．また，銀行は表面貸出金利と拘束性預金比率という2つの変数を戦略変数に採用のうえ，両者を適宜組み合わせることにより結果として均衡貸出金利で稼得しうる利鞘を確保するよう努めていたという点を考慮すると，表面貸出金利と拘束性預金比率は同時に決定されていると考えられる．したがって，フルコスト原理に基づく貸出金利決定仮説の妥当性を

統計的に検証するに際しては，両変数を含む連立方程式体系の中で議論する必要があると思われる．

連立方程式モデルによる検証

それゆえ，ここでは，簡単な連立方程式モデルを用いて，フルコスト原理による貸出金利設定仮説を統計的に検討することにした．この検討に際し利用したモデルは，次の4本の方程式で示される．

$$r_t = a_1 + (1 - a_2 \times D_t)\, r_t^{*\prime} + a_3 \bar{r}_t + \varepsilon_{1t} \tag{3}$$

$$D_t = b_1 + b_2 (r_t - FC_t) + b_3 K_t + \varepsilon_{2t} \tag{4}$$

$$r_t = c_1 + (1 + c_2)\, AC_t + \varepsilon_{3t} \tag{5}$$

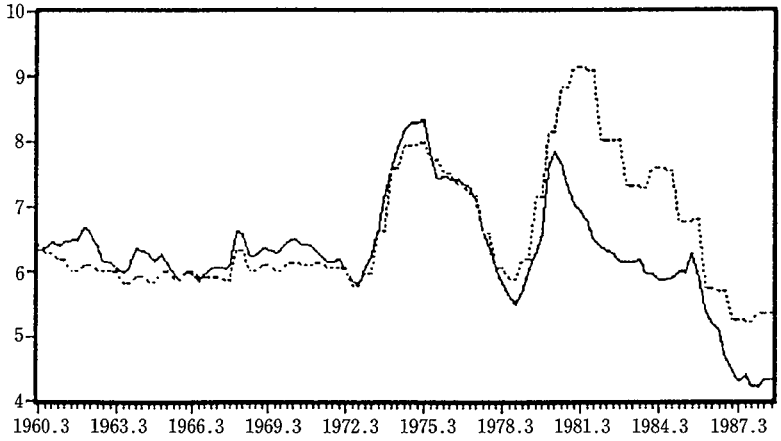
$$FC_t = d_1 + d_2 T_t + d_3 D_t H_t + \varepsilon_{4t} \tag{6}$$

ただし，r_t＝貸出金利，$r_t^{*\prime}$＝留保貸出金利，$\bar{r}_t$＝制度金利，D_t＝拘束性預金比率，FC_t＝銀行の平均資金調達利率，K_t＝銀行の平均経費率，AC_t＝銀行の平均費用，T_t＝定期預金金利，H_t＝国内円建て預金に占める法人預金比率とする．なお，ε_{1t}，ε_{2t}，ε_{3t} および ε_{4t} は，互いに独立なホワイトノイズであるとする．

このうち (3) 式は，表面貸出金利と留保貸出金利（銀行が貸出市場におけるマクロ的な需給状況を踏まえて最低限稼得したいと考えている貸出金利水準）および制度金利との関係を規定するものであり，表面貸出金利は制度金利をベースラインとして留保貸出金利に拘束性預金比率で調整された係数を掛けたものとして表現している点に特徴がある．(4)式は，表面金利が低利に規制されている状況の下にあって銀行は経費をもカバーしうるような利鞘確保を狙いとして拘束性預金比率を決定しているという点に着目し，そうした経験的事実を拘束性預金の徴求割合は留保貸出金利と平均資金調達利率との乖離度合いで測った資金利鞘と平均経費率に依存するというかたちで定式化したものである．また，(5)式は，貸出金利設定に際してのフルコスト原理を述べたものである．(6)式は平均資金調達利率が定期預金金利と拘束性預金から稼得しうる運用収益の関数として表せる点を捉えたものである．[3] 各パラメータの符号条件としては，$a_2>0$，$a_3>0$，$b_2>0$，$b_3>0$，$c_2>0$，$d_2>0$，$d_3<0$ が課される．

この(3)～(6)式からなる連立方程式体系において決定される内生変数は，(r_t，D_t，FC_t，AC_t) の4変数であり，非線形最小自乗法を適用すれば容易に

図 7-1　平均費用の推計値と実績



― 推計値　‥ 実績値

推定しうる.[4] ただし，四半期ベースで推定しようとすると，わが国においては四半期ベースでの銀行の平均費用統計が存在しないという問題に直面する．岩田・浜田（1980）が利用した損益計算書上の半期ベースの平均費用を用いることも可能ではあるが，そうした平均費用の中には外貨預金等外貨による資金調達利率も含まれているため，円建貸出残高の平均金利を示す貸出約定平均金利に対応した費用概念であるとはいい難い．とりわけ，1980年12月の改正外為法施行以降の時期を標本期間に含む場合には，銀行による外貨預金の取り入れが急増しているため，円建貸出の平均費用と銀行全体の平均費用とが大きく乖離している可能性が強いのである．

こうした問題回避のため，ここでは資金調達利率については毎四半期末現在の全国銀行主要勘定の円建負債残高を基準として勘定科目別に期中の平均適用利率を乗じることにより推計し，推計された資金調達利率に普通銀行の人件費率および物件費率を加算して平均費用を算出することにした.[5] 図7-1は本章で利用した平均費用と損益計算書からえられた普通銀行における実際の平均費用とをプロットしたものであるが，同図からも明らかなように，1978年以降の外貨建負債取入増加およびドル建金利の乱高下を背景に推計値と実際の平均費

用とが大きく乖離した時期を除けば両者は概ね一致した動きを示しており，推計値を円建平均費用として利用すること自体にはさほど問題がないと思われる．

また，拘束性預金比率については，これまでの研究においては法人定期預金のうち3カ月定期預金の比率等でもって近似されることが多い（例えば日本銀行調査統計局（1991））が，本章では，預貸金利鞘を留保貸出金利水準でえられる最適値へと調整するための流動性預金比率，すなわち「実質金利調整」のために銀行が借入企業に要求する要求払預金比率という概念でもって捉え，統計的には法人預金に占める要求払預金比率で代理させることにした．一方，留保貸出金利については前章で推計した均衡貸出金利の3期移動平均でもって捉えることとしたほか[6]，制度金利，預金金利については，先に利用した長・短プライムレートの加重平均値および1年定期預金金利をそれぞれ利用することにした．そして，標本期間については，基本的には前章と同様であるが留保貸出金利計算の都合上，1960年第4四半期から1988年第3四半期までとし，参考までに1992年第4四半期までを対象とした推定結果についても触れることにした．

推定結果の予備的考察

この連立方程式体系の推定結果を述べる前の予備的考察として，(5)式のみを抽出のうえ単回帰分析を行い，フルコスト原理が貸出金利の設定仮説としてそもそも有効か否かを検討することにした．表7-1は，この単回帰分析の推定結果をまとめたものである．フルコスト原理が統計的に支持されるためには，$c_1=0$ かつ $c_2>1$ という条件が満たされる必要があるが，これらの条件は全期間および後期においておおむね有意に満たされており，岩田・浜田（1980）の暫定的な結論を支持している．ただし，前期で示される高度成長期を対象とした推定結果をみると，マークアップ率がマイナスとなっており，フルコスト原理が成立していない可能性があることを示唆している．

もっとも，この推定結果は，高度成長期においては定期預金金利が11年間にわたって改定されたことがなく，その結果，銀行としてもコスト要因を考慮することなく，「制度的貸出金利決定理論」が主張するように公定歩合の変更に連動するかたちで表面貸出金利を変更していたという事実に照らし合わせて考えると，それなりに説得的な結果であり，フルコスト原理を必ずしも排除する

表 7-1　貸出金利の平均費用原理に関する推計結果
——単回帰方程式による分析——

1. 推計式
$r_t = c_1 + c_2' AC_t + \varepsilon_{3t}$
2. 推定結果

	全期間(1960.IV ~88.III)	前期 (1960.IV ~72.IV)	後期 (1973.I ~88.III)	後期II (1981.I ~88.III)	最近時 (1981.I ~1992.IV)
c_1	0.513	1.839	−0.041	0.319	0.818**
	(1.538)	(1.566)	(0.171)	(0.208)	(4.626)
c_2'	1.080**	0.929**	1.121**	1.051**	0.969**
	(20.612)	(4.940)	(30.324)	(29.613)	(31.956)
$\bar{R}^2$	0.792	0.328	0.937	0.939	0.956
DW	0.129	0.217	0.333	0.611	0.679

(注) 1. ( ) 内は t-値. *, **印は,「パラメータの推定値は零である」という帰無仮説がそれぞれ有意水準5%, 1%で棄却されることを示す.
2. 最近時の推定結果は, 1989年以降統計の不連続があるため, それ以前を標本期間とする推計結果と単純な比較はできない点には留意する必要がある.

ものではないといえよう. また, 統計データの不連続を承知のうえ1981年から1992年末までを標本期間に含めて再推定すると, 前期と同様にフルコスト原理が成立していない可能性を示唆する結果がえられたが, この点に関しては連立方程式体系の推定結果に対する解釈の中で触れることにしたい.

連立方程式モデルの推定結果と解釈

さて, 本論に戻って, 連立方程式体系の推定結果をみることにしよう. 推定結果は表7-2のとおりであり, ダービンワトソン比が低いほかパラメータの推定値の中には符号条件を満たさないものも散見されるが, 決定係数などから判断すると, 全体としては概ね良好な結果がえられたと考えられる. このことはまた, これまで銀行実務家等から主張されていた「銀行は表面金利を拘束性預金比率で調整した実効金利でもって採算を判断のうえ, 貸出実行の可否を決定している」という行動仮説を統計的にも裏付けている. そして, この推定結果に基づき, 銀行はフルコスト原理に従って貸出金利を設定しているという, われわれの理論仮説を検討すると, 以下の3点が指摘できる.

第1に, パラメータ c_1, c_2 の推定値をみると, 単回帰方程式に基づく分析と同様に, $c_1=0$ および $c_2>0$ という検定仮説は前期を除きほぼ棄却されておらず, フルコスト原理に基づく貸出金利決定仮説を統計的にも支持している.

表 7-2　貸出金利の平均費用原理に関する推計結果
——連立方程式モデルによる分析——

1.　全期間（1960.IV～1988.III）	
$r_t=-1.582+(1-1.108D_t)\,r_t^{*\prime}+0.748\bar{r}_t$	SER=0.251
(7.479)　(36.826)　(23.340)	$R^2=0.936$, DW=0.411
$D_t=0.255+0.147(r_t-FC_t)-0.090K_t$	SER=0.489
(12.381) (18.099)　(13.156)	$R^2=0.489$, DW=0.504
$r_t=-0.515+(1+0.244)\,AC_t$	SER=0.418
(1.563)　(4.712)	$R^2=0.741$, DW=0.222
$FC_t=1.246+0.508T_t+1.531D_tH_t$	SER=0.280
(6.249) (19.654)　(2.571)	$R^2=0.805$, DW=0.283
2.　前期（1960.IV～1972.IV）	
$r_t=6.000+(1-1.682D_t)\,r_t^{*\prime}+0.092\bar{r}_t$	SER=0.265
(10.666)　(27.673)　(2.586)	$R^2=0.391$, DW=0.173
$D_t=0.259+0.177(r_t-FC_t)-0.162K_t$	SER=0.021
(2.903) (3.155)　(3.181)	$R^2=0.162$, DW=0.266
$r_t=3.047+(1-0.264)\,AC_t$	SER=0.088
(8.270)　(4.509)	$R^2=0.830$, DW=0.442
$FC_t=5.510+0.214T_t-8.389D_tH_t$	SER=0.089
(14.999) (3.976)　(12.067)	$R^2=0.694$, DW=0.444
3.　後期（1973.I～1988.III）	
$r_t=-1.666+(1-1.324D_t)\,r_t^{*\prime}+0.885\bar{r}_t$	SER=0.260
(5.709)　(18.579)　(17.883)	$R^2=0.956$, DW=0.577
$D_t=0.277+0.128(r_t-FC_t)-0.065K_t$	SER=0.044
(11.982) (12.055)　(9.523)	$R^2=0.356$, DW=0.450
$r_t=-0.543+(1+0.200)\,AC_t$	SER=0.385
(2.265)　(5.384)	$R^2=0.873$, DW=0.392
$FC_t=1.090+0.561T_t+1.459D_tH_t$	SER=0.272
(4.251) (17.532)　(1.119)	$R^2=0.887$, DW=0.464
4.　後期II（1981.I～1988.III）	
$r_t=-1.949+(1-2.404D_t)\,r_t^{*\prime}+1.433\bar{r}_t$	SER=0.153
(4.182)　(6.417)　(8.502)	$R^2=0.974$, DW=1.022
$D_t=-1.738+3.299(r_t-FC_t)-3.293K_t$	SER=0.021
(7.023) (9.347)　(9.318)	$R^2=0.765$, DW=2.069
$r_t=0.591+(1+0.011)\,AC_t$	SER=0.241
(17.537)　(4.952)	$R^2=0.926$, DW=0.410
$FC_t=-2.355+0.340T_t+23.712D_tH_t$	SER=0.239
(3.779) (5.953)　(5.953)	$R^2=0.879$, DW=0.415
5.　最近時（1981.I～1992.IV）	
$r_{nt}=-2.961+(1-0.213D_t)\,r_t^{*\prime}+0.474\bar{r}_t$	SER=0.417
(4.351)　(0.801)　(10.871)	$R^2=0.874$, DW=0.905
$D_t=0.322-0.445(r_t-FC_t)+0.578K_t$	SER=0.077
(12.851) (15.765)　(18.283)	$R^2=-0.68$, DW=0.195
$r_{nt}=-0.101+(1+0.058)\,AC_t$	SER=0.303
(2.962)　(0.846)	$R^2=0.899$, DW=1.502
$FC_t=18.035+0.019T_t-73.611D_tH_t$	SER=0.291
(4.861) (0.175)　(3.805)	$R^2=0.875$, DW=1.553

（注）1.　最近時を対象とする推計に際しては，貸出金利として新規貸出実行金利（総合，期中平均）を採用した．

2.　各変数の全期間における平均値および標準偏差は次のとおり．

	平均値	標準偏差
r_t	7.334	0.995
$r_t^{*\prime}$	9.331	1.951
$\bar{r}_t$	6.584	1.176
D_t	0.507	0.052
H_t	0.505	0.027
K_t	1.812	0.298
AC_t	6.314	0.821
FC_t	4.502	0.634
T_t	5.638	0.966

第2に，表面金利と留保金利，制度金利との関係をみると，留保金利と制度金利はともに表面金利に有意に影響を及ぼしているが，その影響度合いは前期で示される高度成長期と後期の安定成長期とでは大きく異なっていることが読み取れる．すなわち，安定成長期においてはわれわれの想定どおり制度金利をベースラインとして留保金利との乖離部分を拘束性預金比率で調整していることが窺われるのに対し，高度成長期においては6％を基準として貸出市場における需給状況や制度金利水準を考慮のうえ貸出金利が設定されていたことを示唆している．一方，高度成長期における平均資金調達コストは6.2％であり，これまた貸出金利の基準値とも概ね一致している．

このことと前期におけるフルコスト原理に対する否定的な推定結果とを合わせて考えると，銀行は平均費用を基礎として貸出金利を設定していたが，平均費用の大宗を占める資金調達利率が定期預金金利が一度も改定されなかったことを背景として安定的に推移していたため，平均費用と貸出金利との間の連動関係を統計的に検出することが出来なかったといえよう．いずれにしても，これは前期においてもフルコスト原理が成立している可能性を示唆するものと考えられる．

第3に，拘束性預金比率決定方程式の推定結果は標本期間を通じて安定的であり，人為的低金利政策の実施を原因とする利鞘の低下に対し銀行は預金の徴求により対処し，利鞘の確保に努めていたことが窺われる．

以上のように1988年までを対象とした推定結果によれば，わが国銀行の貸出金利設定行動へのフルコスト原理の適用可能性は統計的にも支持された．もっとも，1989年1月には短期プライムレートが拘束性預金を求めない，いわゆる新短プラ制へと移行したり，実際の資金調達利率に一定の利鞘を上乗せして貸出金利を決定するスプレッド貸出が伸長する一方で，長期プライムレートも国債市況の変動に合わせて伸縮的に改定される頻度が急速に高まるなど，貸出金利の基準となる制度金利の「市場化」が急速に進み，金融自由化進展の中で貸出金利のあり方も大きく変化している点は否定しえない．

こうした貸出市場を巡る環境変化が銀行の貸出金利設定行動にどのような影響を及ぼしつつあるのかを統計的に議論することを狙いとして，1981年以降1992年までの最近時を標本期間として上記の連立方程式モデルを推定することにした．[7] このとき，先に指摘したように1989年2月以降の相互銀行の普銀転

換に伴い各種の全国銀行統計においては不連続が生じているという問題に直面するが，ここでは単純に接続のうえ推定することにした．その意味で，以下の分析結果は暫定的性格を有しているという点には留意する必要がある．

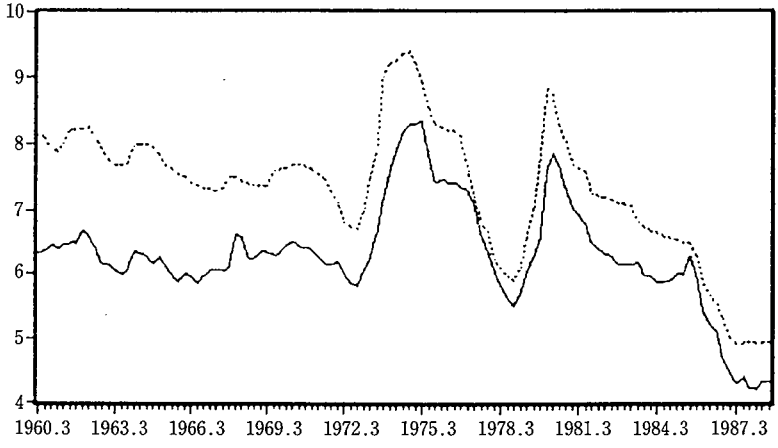
表7-2において示した後期IIおよび最近時を対象とした推定結果は，フルコスト原理自体については肯定的な結果となったが，例えば拘束性預金比率で調整した留保金利のパラメータがマイナスの値となったり，それまで安定的な推定結果がえられていた拘束性預金方程式の決定係数がマイナスに転じるなど，全期間あるいは後期の結果とは大きく異なっている．しかも，最近時の推定結果は新規貸出実行金利に基づくものであり，約定平均金利を用いた場合には，(3)式のパラメータすべてにおいて異常値がえられるなど，モデルの妥当性自体に疑問が投げかけられるかたちになっている．

このように1989年以降のデータを含めるだけで推定結果が大きく不安定化した背景としては，次の3点が考えられる．第1には，金融の自由化の流れの中で貸出金利の設定方法が変化したのではないかと思われる．すなわち，先にみたように，新短プラ制度への移行，スプレッド貸出の伸長，長期プライムレートの市場化および長期貸出比率の上昇を背景として，制度金利自体が市場化するとともに留保金利に一致するようになり，その結果，貸出金利は貸出市場における需給を敏感に反映して変動するようになったのではないかと考えられるのである．第2は，比較的短い標本期間であることに加え，1989年から91年にかけては資産価格急騰に対処して急激な金融引締措置が実施された時期を含んでいることから，推定結果に小標本バイアスが生じている可能性がある．第3は，データの不連続が推定結果に歪みを与えているというものである．こうした3要因のうちいずれが支配的かということに関しては現在のところ，確定的なことはいえないが，貸出市場におけるマクロ的な需給バランスについての不均衡分析の結果（近年，貸出金利は市場での需給をより敏感に反映するかたちで伸縮的に変動している）を踏まえて判断すると，第1の要因を基礎として第2，第3の要因という統計・推定上の問題が寄与していると思われる．仮にこのような見方が正しいとすると，近年，銀行は金融の自由化の流れの中で拘束性預金による実効金利の調整ということを行わずに，単純に平均費用を基準として貸出金利を決定していると結論づけられよう．

貸出金利の硬直性の原因

また，以上のような推定結果に基づき貸出金利の硬直性の原因を探ると，それは銀行自体の平均費用が相対的にみて硬直的であったことを反映したものにほかならないといえる．実際，図7－2に示したとおり，全期間を通じて銀行の表面的な貸出金利は平均費用にほぼ一致した変動を示しているのである．こうした傾向は高度成長時代にとりわけ顕著にみられるが，それはまた，同時期においては資金調達の大宗を占める預金金利がほとんど改定されなかったという事実を如実に反映したものであり，フルコスト原理に基づく貸出金利設定行動の存在を端的に示すと考えられる．さらに，同図からも明らかなように，平均費用に対するマークアップ率は傾向的に低下していることが窺えるが，これも，前章で指摘した近年における貸出市場の借り手市場化という構造変化の動きとも整合的である．

図 7-2　貸出金利と平均費用



— 平均費用　… 貸出金利

第3節　貸出金利の業態間格差はなぜ生じるのか

次に，わが国貸出金利構造のもうひとつの特徴である，貸出金利の業態間格差について考えることにする．すなわち，各業態ごとの貸出金利水準を比較すると，前章の図6－3で指摘したように，都市銀行＜地方銀行＜地方銀行II（旧相互銀行）というように大規模な銀行ほど貸出金利が低いという事実が読み取れるが，こうした貸出金利格差はなぜ生じるのであろうか．また，業態毎に貸出金利の変動度合いを計算すると同図〈参考〉のとおりであり，中小機関の貸出金利ほど相対的にみて硬直的である．これらの点を合わせて考えると，中小機関の貸出金利ほど高水準かつ硬直的であることがわかる．この問題に関しては，業態間で平均費用が異なる結果を反映したものであると考えられるが，そういったこと自体，前節で主張したフルコスト原理に基づく貸出金利設定行動を側面から支持するといえよう．仮に限界費用原理で説明しようとすれば，例えばコール金利といった限界的な資金調達コストが業態間で異なると想定する必要があるが，そうした想定は，わが国においては1988年11月の短期金融市場改革措置の実施以前はコールマネーの取り入れに対しては各銀行一律に同一の金利が適用されていたという点を踏まえると，現実的ではない．

表7－3は，銀行の決算報告書から計算した資金調達原価（資金調達利率＋経費率）を業態別に示したものである．都市銀行の場合，1992年3月期を除き外貨部門が含まれているとか，債券発行銀行を含んでいるため預金債券利率が他の業態と比べて高目にでる傾向があるといった点を考慮すると単純には比較しえないが，同表からも明らかなように，業態間で貸出金利に格差があるのは，資金調達原価の格差を反映したものと考えられるのである．例えば1965年9月期の資金調達原価をみると，都市銀行は6.64%，地方銀行7.00%，地方銀行IIは7.16%と大規模な銀行ほど低くなっており，これが貸出金利格差を醸成しているといえよう．このように業態間で資金調達原価が異なっている背景としては，①中小機関ほど金利割高な個人定期預金のウェイトが高い，②中小機関ほど集金等渉外活動に対する依存度が高いことを反映して経費率が高い，③都市銀行は大企業向け融資の割合が高く規模の経済性を享受している，といった事情があげられる．いずれにしても，このような事実は本章で提示したフル

表 7-3　平均費用の業態間比較

(単位　%)

	資金調達原価	預金債券利率	経費率	〈参考〉利鞘
都市銀行				
1965年9月期	6.64	4.02	2.34	0.81
1970　〃	6.47	4.18	2.08	1.07
1975　〃	8.59	5.88	2.31	0.48
1992年3月期	6.68	5.36	1.27	0.22
地方銀行				
1965年9月期	7.00	4.09	2.91	0.92
1970　〃	6.16	4.13	2.02	1.07
1975　〃	8.20	5.47	2.72	0.86
1992年3月期	6.75	5.14	1.60	0.21
地方銀行II				
1965年9月期	7.16	4.12	3.05	1.49
1970　〃	7.01	4.25	2.74	1.31
1975　〃	8.89	5.70	3.20	0.65
1992年3月期	7.19	5.31	1.88	0.12

(注)　1.　1975年9月期までの計数は全店ベース，1992年3月期のみ国内部門の計数.
　　2.　地方銀行IIの1975年以前の計数は相互銀行の決算計数.
(資料)　日本銀行『経済統計年報』.

コスト原理に基づく貸出金利の設定仮説を支持しているといえよう.

第4節　ま　と　め

本章では，貸出市場の顧客・地域市場としての特性や金利・銀行業務規制といった制度的与件が銀行業務に及ぼす効果をも視野に入れたうえで，わが国貸出市場においてはフルコスト原理にしたがうかたちで貸出金利が形成されてきたとの仮説を提示するとともに，実証的にその仮説の妥当性を検証したが，概ね良好な結果がえられた．このことは，高度成長時代を中心にみられた貸出市場における超過需要の恒常的存在というマクロ的な需給バランスを背景として，銀行が貸出金利に対して価格支配力を有していたとの指摘とも整合的である．そして，これまで長年にわたって議論されてきた貸出金利の硬直性の原因については，銀行自体の平均費用が相対的にみて硬直的であったことを反映したものにほかならないといえよう.

こうした分析視角および分析結果は，わが国貸出市場のあり方と機能に関する研究に対し新たな視点を提供するものと思われるが，残された課題も少なくない．こうした課題のうちとりわけ重要なものをいくつか指摘することで本章を締めくくることにしたい．第1は，1989年以降における銀行による貸出金利設定行動の変化である．本章でも指摘したように，同年前後を境として貸出金利の設定方法に構造変化が生じている可能性が示唆されたが，この点に関しさらに精緻な分析を進める必要がある．第2には，銀行の平均費用の推定方法の精緻化である．ここでは，とりあえず利用可能な簡便法を採用したが，基礎データの利用可能性や勘定科目の細分化等を含め，より実態に近い計数がえられるよう，推定方法を工夫する必要があろう．そして，こうした2つの方向での精緻化が本章で主張した議論をより頑健なものにすることを期待したい．第3は，金融の自由化が貸出市場に及ぼす影響を明示的に取り入れることの必要性である．本章では，基準貸出金利となる制度金利の「市場化」の効果について触れたが，このほか，金利スワップ取引等の盛行に伴い，表面貸出金利の意味するところ自体が変貌している可能性についても留意する必要がある．借入企業からみると，重要なのは表面あるいは契約ベースの借入コストではなく，仕上がりベースのそれであり，約定金利自体が取引実態を正確に反映していないおそれが高まりつつあるのである．こうした点に関する理解を深めるとともに貸出市場の変化を適切に捉えて行くためには，普段から貸出市場での新しい動きに留意しつつ分析を進めることが求められよう．

第7章　注

1) いうまでもなく，預金と貸出との間の期間ミスマッチを捨象するとともに，資金調達がすべて市場性資金によると仮定すると，この平均費用は限界費用に一致する．

2) ここでは単純化のため，預金の満期期間の相違を明示的に考慮していないが，そうした効果を考慮に入れるには $r_d D_t = \sum_{i=0}^{m-1} \sum_{j=1}^{m} r_{d,i,j} D_{t-i,j}$ と置き換えるだけで十分であり，議論の本質には影響がない．なお，こうした定式化においては，信用割当は融資対象企業は銀行による事前的な業況審査により絞り込まれるというかたちで，また金融自由化の進展に伴う貸出機会の減少は，銀行借入申込

自体の減少として取り扱われるという点にも留意する必要がある．

3) 銀行による市場性資金調達を踏まえると，(6) 式の説明変数にコール金利やCD金利といった代表的な市場金利を加えるほうがより実態に近いという主張もありえよう．こうした点にも配慮し，本章では，CD金利を説明変数に加えたモデルについても推計を試みたが，計測結果は定期預金金利のみの場合の推計結果と概ね一致していた．このため，ここでは銀行による資金調達金利としては定期預金金利のみを考慮することにした．

4) 実際の推定に際しては，(3)～(6)式からなる連立方程式体系を（r_t, D_t, FC_t, AC_t）という4変数を被説明変数とする誘導型モデルに変換のうえ，計量分析用パッケージプログラムであるRATSの非線形3段階最小自乗法コマンドのNLSYSTEM(INST) を適用した．操作変数としては，体系内の外生変数である $r_t^{*\prime}$, $\bar{r}_t$, K_t, T_t および H_t を用いた．

5) 全国銀行主要勘定は円・外貨合算の残高からなるとともに通貨別内訳が報告されていない．しかしながら，外貨建負債科目の大宗を占める外貨預金・非居住者円預金については別建てで計上されているため，それら以外の科目はすべて円建てであると観念のうえ各科目毎に四半期末残高に対し期中平均の適用利率を乗じることにより，平均的な資金調達利率を推計した．

6) もう少し具体的にいうと，均衡貸出金利を現在を中心とした単純な3期移動平均により留保均衡貸出金利を統計的に捉えることにした．こうした捉え方は，銀行は現在だけでなく過去や将来の先行きの金利動向をも勘案のうえ「望ましい」貸出金利を算出しているとの指摘とも整合的である．

7) 最近時の標本期間の始期を1981年としたのは，1980年12月の改正外為法の施行を基準としたものである．

第6，7章　参考文献

浅子和美・内野裕子，「日本の銀行貸出市場――不均衡分析の新しい視点」，日本銀行金融研究所『金融研究』第6巻第1号，1987年．

浜田博男，「高度成長期の証券・金融」，中村孝俊編『日本経済と証券・金融』証券経済講座第1巻，東洋経済新報社，1968年．

堀内昭義，『日本の金融政策』，東洋経済新報社，1980年．

伊藤隆敏，『不均衡の経済分析――理論と実証』，東洋経済新報社，1985年．

伊藤隆敏・植田和男，「貸出金利の価格機能について――資金貸出市場における均衡仮説の検証――」，理論・計量経済学会『季刊理論経済学』第33巻1号，1982年．

古川　顕，「不均衡分析と日本の貸出市場」，理論・計量経済学会『季刊理論経済学』第30巻2号，1979年．

池尾和人,『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, 1985年.
岩田一政・浜田宏一,『金融政策と銀行行動』, 東洋経済新報社, 1980年.
貝塚啓明・小野寺弘夫,「信用割当について」, 一橋大学経済研究所『経済研究』第25巻, 1974年.
金子　隆,「貸出金利の硬直性：理論的解釈を中心に」, 田村　茂編『日本の金融システムと金融市場』, 有斐閣, 1991年.
黒田　巌,「わが国における貸出金利の決定について——従来の議論の再検討と新たな観点」, 日本銀行金融研究所『金融研究資料』第2号, 1979年.
呉　文二,『金融政策——日本銀行の政策運営』, 東洋経済新報社, 1973年.
日本銀行金融研究所,「わが国貸出市場の特徴」, 日本銀行金融研究所『金融研究』第2巻第1号, 1983年.
日本銀行調査統計局,「近年における貸出金利の変動について——金利自由化の下での銀行行動の一側面」,『日本銀行月報』1991年9月号.
林原行雄,「金利の伸縮性について」, 経済企画庁『ESP』1978年3月号.
蠟山昌一,『日本の金融システム』, 東洋経済新報社, 1982年.
蠟山昌一・筒井義郎,「貸出市場の理論と実証」, 日本銀行金融研究会提出論文, 1982年.
清水啓典,「銀行貸出市場の価格メカニズム」, 一橋大学産業研究所『ビジネス・レビュー』第27巻第4号, 1980年.
————,「銀行貸出市場の構造と貸出金利の硬直性」, 一橋大学『一橋論叢』第86巻第4号, 1981年.
————,「貸出市場の均衡と純新規貸出金利」, 一橋大学『一橋論叢』第94巻第4号, 1985年.
————,「貸出市場の均衡と貸出金利——貸出金利「硬直性」の再検討」, 理論・計量経済学会1992年度大会報告論文, 1991年12月.
鈴木淑夫,『現代日本金融論』, 東洋経済新報社, 1974年.
武田真彦,「貸出金利の決定に関する理論的考察」, 日本銀行金融研究所『金融研究』第4巻第1号, 1985年.
短期金融市場研究会,『わが国短期金融市場の現状と課題』, 金融財政事情研究会, 1990年.
寺西重郎,『日本の経済発展と金融』, 岩波書店, 1982年.
辻　賢二,「貸出市場における構造変化の検証」, 理論・計量経済学会『季刊理論経済学』第43巻3号, 1992年.
筒井義郎,「わが国銀行貸出市場の不均衡分析」, 理論・計量経済学会『季刊理論経済学』第33巻2号, 1982年.
脇田安大,「わが国の貸出市場と契約取引——貸出金利の硬直性に関する一解釈」,

日本銀行金融研究所『金融研究』第2巻第1号，1983年.

Azariadis, C., "Implicit Contracts and Underemployment Equilibria," *Journal of Political Economy*, Vol. 83, 1975.

Bulow, J. I. and Summers, L. H., "A Theory of Dual labor Markets with Application to Industrial Policy, and Keynesian Unemployment," *Journal of Labor Economics*, 4, 1986.

Diamond, D.W., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, Vol. 51, 1984.

Fair, R. C. and Jaffee, D. M., "Methods of Estimation for Markets in Disequilibrium," *Econometrica*, 40, May 1972.

Rimbara, Y. and Santamero, A. M., "A Study of Credit Rationing in Japan," *International Economic Review*, 17, October 1976.

Wood, J. H., *Commercial Bank Loan and Investment Behavior*, New York: John Wiley and Sons, 1975.

第8章　メインバンク関係の日本的特徴

一国の経済が発展・成長を遂げるうえで金融的要因が重要な役割を演じるのは論をまたないが，わが国の場合，第2次大戦後における設備投資・輸出主導型の経済成長を金融面から支えた要因のひとつとして，メインバンク関係と呼ばれる銀行と企業との間の取引慣行の存在がしばしば指摘されている．とくに最近では，戦後日本の金融システムの特徴とその機能を理論的・実証的に解明することを狙いとして，メインバンクに関する研究が数多く公表されているほか，海外でも発展途上国や旧ソ連・東欧諸国に対する経済支援のあり方と絡めてメインバンク関係についての関心が高まっている．

しかし，これまでの研究においては，メインバンクは数多くの融資銀行の中で最大の融資比率を有する銀行として捉えられるだけであって，「その内容について正確かつ詳細に検討されたことはほとんどない」（三輪（1985））ほか，「そうした取引慣行のどういった点が日本に固有の特徴なのかが明らかになっておらず」（蠟山（1992）），説得的な理論が提示されるには至っていない．

本章は，メインバンク関係の役割と機能に関する事実関係を整理するとともに，戦後の日本経済の発展・成長過程でメインバンク関係が果たした役割の評価を通じて，その意義や効果などを改めて検討しようとするものである．従来の研究との対比では，メインバンク関係を資金の安定供給および借入企業の経営支配権に関する2重のインプリシットな長期契約として捉えるほか，メインバンクは資金の安定供給契約に際しては，他の銀行からの協力をえて事実上の協調融資団を組成するとみなすところに特徴がある．さらには，経営危機に瀕した借入企業に対する銀行救済のあり方とその背景を中心として銀行と企業との関係について国際比較を行い，メインバンク関係の日本的特徴と，それらがまた，どのような要因に基づくのかを検討する．

第1節　これまでの議論の批判的検討

メインバンクに関する定型化された事実

最初に，メインバンクに関する議論を簡単に振り返ることにしよう．これまでの研究においてはメインバンクに関する定型化された事実として，①数ある銀行のうち最大の融資シェアを誇る銀行，②借入企業の株式保有に関しても銀行の中では最大の持株シェアを誇る，③借入企業に対し役員を派遣している，④長期，固定的な総合取引である，⑤借入企業が経営危機に陥ったときには救済策を積極的に講じる，といった点を指摘したうえで，なぜ日本の有力企業は多数の銀行から借入を行うのか，あるいは，なぜメインバンクは経営危機に陥った企業に救済の手を差し伸べるのかを理論的に検討したり，メインバンクの固定性や「最後の拠り所」としての機能を現実のデータや事実でもって検証しようとするのが一般的であるといえよう．

こうしたメインバンク関係に関する定型化された事実のうち，①，②および③は，有価証券報告書の中で企業の経営・財務状態に関する重要事項として開示されており，統計的にも容易に観察しうるものである．表8-1は，東京電力の有価証券報告書に基づき，その銀行別借入残高シェアおよび持株シェアを要約したものであるが，同表からも明らかなように，個々の銀行の融資・持株シェアは安定的であり，銀行取引において重要な役割を果たしていると考えられる銀行を，多くの場合，メインバンクと呼ぶのである（東京電力の場合は，さくら〈旧三井〉銀行および日本興業銀行の2行）．ここで「多くの場合」という留保条件を付けたのは，銀行取引は貸出にとどまらず，預金，内外為替，社債の受託等種々のもの（ただし，貸出とは異なり，銀行別取引シェアは公表されていない）があり，貸出取引にのみ着目してメインバンクを捉えようとすると，その実態を十分把握しえなくなるおそれがあるからである．

例えば，借入残高がゼロという企業の場合，メインバンクを持っていないと言い切れるのであろうか．また，メインバンクは1行しか存在しえないのであろうか．この問題については，漸次答えていくこととし，ここでは，取りあえず深く立ち入らない．また，④および⑤の事実は，銀行，企業の実務家からの指摘等に基づく経験的事実であり，新聞情報等によっても比較的多く観察され

表 8-1　東京電力の銀行別融資・持株比率一覧（主要銀行分）

（単位　%）

	融資比率		持株比率	
	1990年3月末	1993年3月末	1990年3月末	1993年3月末
さくら銀行	4.38	5.17	2.29	2.45
第一勧業銀行	2.29	2.29	1.53	1.53
三菱銀行	2.29	2.29	1.22	1.22
富士銀行	2.29	2.29	1.16	1.16
住友銀行	1.03	1.00	*	*
三和銀行	1.03	1.00	*	*
日本興業銀行	10.02	9.87	2.37	2.36
日本長期信用銀行	8.87	8.69	1.25	1.25
三井信託銀行	5.39	5.21	1.05	1.04
三菱信託銀行	5.14	4.97	1.25	2.05
安田信託銀行	4.59	4.45	*	*
住友信託銀行	4.12	3.99	0.88	1.16
その他とも計	100.00	100.00	100.00	100.00

（注）1.　総借入金（除く開銀融資）に対する融資比率.
　　2.　*印は，持株比率上位20位以内に入っていないため，持株比率が不明であることを示す.
（資料）東洋経済新報社『企業系列総覧』.

る．なお，銀行別借入残高一覧が開示されているのは主要国の中では日本のみであり，アメリカ，イギリスやドイツにおいては公表されておらず，銀行と企業との間にわが国に類似した取引関係があるか否かを計数的に確認することはできない．

そして，これらの定型化された事実がなぜ日本で観察されうるのかという検討作業を通じて，メインバンク関係に関する種々の興味深い議論が展開されている．しかしながら，そうした議論の多くは定型化された事実の一部分に焦点を当てて論じるという局所的あるいは部分的な性格が強いほか，そういった取引慣行のうちいずれが日本に固有の特徴なのかが必ずしも明らかにされていないという意味において，メインバンクの機能や役割に関する説得的な議論を提示するまでには至っていないように窺われるのである．

メインバンク関係に関する理論の展望

メインバンクの機能をはじめて分析したものとしては，Nakatani (1984) があげられる.[1] Nakatani は，企業集団に属する企業と独立系企業の業績を収益性，成長性，負債・自己資本比率といった観点から比較し，企業集団に属

する企業のほうが収益性，成長性等において独立系企業よりも安定的である一方で，負債・自己資本比率は高いとの分析結果を報告するとともに，その背景には，都市銀行等が長期的かつ安定的な資金提供を通じて同一企業集団に属する系列企業の業績安定化に寄与していることがあると主張した．この考え方は，メインバンクによる取引先企業の直面するリスクの分担機能を重視することに因んで「リスク・シェアリング仮説」と呼ばれる．Nakatani は，企業集団における銀行の役割を考えるうえでの貴重な論点を提供しているが，銀行が企業に対し提供する保険機能のあり方やその範囲が必ずしも明確に論じられていないとか，銀行と銀行以外の系列企業が提供するリスク分担メカニズムが峻別されていないといった問題を有している点にも留意する必要がある．

これに対し，堀内・福田（1987）は，「借手企業から銀行への危険負担の転嫁度合いを金融費用で捉えた場合，それは営業利益の変動を相殺すべく変動しているか」や「営業収益の増加がメインバンクからの借入増加をもたらしているか」といった仮説を系列企業を対象として統計的に検討のうえ，メインバンクが企業のリスクを分担したり，安定的な資金の供給者になるということはないと結論づけた．堀内・福田は，その分析結果が明らかになって以来，リスク・シェアリング仮説を主張する論者がみられなくなったという意味で説得的であったといえる．しかし，彼らの議論を子細に検討すると，メインバンクとは何かが明確に定義されておらず，そのため，検定の対象となった仮説が棄却されたとは必ずしも断言しえないとか，金利の減免などを通じて金融費用が営業利益の変動を相殺すべく変動するのは借入企業が資金面での困難に直面するという，稀にしか起こりえない「危機的状況」に限られるため，リスク・シェアリング仮説の妥当性を統計的に検定しえなかったおそれがある，といった点には留意する必要があろう．

最近では，メインバンクの情報生産機能を重視する考え方が有力となりつつある．これは，Diamond (1984) が主張した「銀行は預金者に代わって借入企業を審査・監視している」という考え方を銀行と企業との関係に準用するものであり，メインバンクは借り手の行動を監視し，他の銀行にその情報を伝達する役割を担っているとされる．こうした議論の代表的なものとしては，シェーンホルツ・武田（1985），堀内（1990），藪下（1992）などがあげられる．この考え方は確かに興味深く，メインバンク関係に銀行間の審査・監視費用負担を

節約するメカニズムとしての存立根拠を与えうるものである．しかしながら，他の銀行がなぜ当該銀行をメインバンクとして認め，収益の源泉である借入企業の審査・管理を委ねるのか，メインバンクの機能のうちいずれが銀行としての機能と異なり，またどういった点が日本的なのか，が明確に論じられていないため，説得的であるとはいい難い．

このほか，Sheard (1989) や Aoki (1990) は，企業経営権の支配という観点からメインバンク関係を捉え，日本においてはメインバンクがテイクオーバー市場を代替する役割を担っていたと主張する．すなわち，メインバンクは安定株主として企業経営権の安定化に協力しているが，現経営陣による経営が非効率的と判断された場合には経営者の刷新や企業の再編成を求めるなど，経営に介入するという側面が強調されるのである．これは重要な論点であり，メインバンク関係の意義を論じるに当たっては，銀行による企業経営への介入についても十分考慮する必要があると思われる．

以上の議論は，メインバンクに関する定型化された事実を前提として，その機能を経済学的に分析しようとするものであるが，通常想定されるメインバンクの機能そのものに対し疑問を投げかける見方もある．三輪（1985）が，その代表的なものであり，メインバンクの交代比率や融資シェア比率の変動性の測定結果に基づき，「メインバンクは一般に考えられているほど固定的ではない」，「『いざという時』にはメインバンクは資金のパイプ，最後の拠り所として機能するとされるが，そうした事実は観察しえない」と主張される．三輪の議論に対してはこれまでのところまったく反論が聞かれないが，そのこと自体，メインバンクとは何かが明確に捉えられていないことを示唆している．[2)]

第2節　メインバンクをどのように捉えるか

メインバンクの意味するもの

それゆえ本書では，銀行と企業との顧客関係に立ち戻って，メインバンク関係の意味するところについて改めて考えることから始める．企業からみた場合，銀行が提供する種々のサービスのうち貸出がとくに重視されるのは否定しえないが，日々の営業活動を行うに当たっては預金取引，内国為替の取扱い，外国為替の売買といった銀行取引も，貸出と同様に重要であるという点には留意す

る必要がある．銀行，企業の実務家がメインバンクと呼ぶのは，貸出だけでなく，こうした銀行取引のいずれにおいても最大の取引シェアを誇る銀行のことであり，預金，為替等の取引も概ね融資シェアに準じて融資銀行に割り当てられている点にも留意する必要がある．換言すれば，すべての銀行取引において最大のシェアを誇る銀行がメインバンクであり，貸出順位1位はそのひとつの側面にしか過ぎないのである．

メインバンクを借入企業の有価証券報告書に基づき特定化する場合，貸出シェア第1位銀行という機能的定義を採用することは第1次接近として許容しうる．しかしながら，メインバンク関係の経済的意義や機能を論じるに際しては，メインバンクを貸出順位1位行としてのみ捉えるのはいささか問題であり，概念的には，上記のようにメインバンクをすべての銀行取引において最大のシェアを誇る銀行として捉えたうえで議論する必要がある．すなわち，メインバンク関係を議論するに際しては，そうした特定の銀行への取引集中および融資シェアを基準とする各種銀行取引の分配がなぜ長期的かつ固定的に生じるのかという観点から検討することが求められるのである．すべての銀行取引が特定の銀行に長期的かつ固定的に集中すること自体，そうした取引の集中が銀行および企業の双方からみて互いに最適な方策であることを示唆しているからである．

すなわち，メインバンク関係とは，ある一定の条件の下で成立する銀行と企業との間の相互に最適な契約を化体した制度的慣行ないし仕組みであり，貸出順位1位などメインバンク関係に関する定型化された事実は，そうした最適契約に基づく取引の結果として観察される事象と考えられるのである．ただし，この契約はとくに明文化されておらず，互いに相手方の利益最大化につながるよう行動する，あるいは内部的な協調関係を維持するという両者間の暗黙の合意のうえに成り立っているものであり，その意味でインプリシットな契約である．加えて，その契約自体，起こりうるすべての事象に対し銀行，借入企業の双方がどのような行動をとるべきかを事細かく定めていないという意味で不完備（incomplete）である．[3)]

そしてまた，「メインバンク契約」が銀行，借入企業のいずれかから一方的に破棄されることも，時としてありうる．借入企業がより有利な条件を提示した銀行にメインバンクを変更するとか，銀行が利益最大化や借入企業による契約履行度合いとの関連でメインバンク関係にある企業が経営危機に瀕しても救

済策を講じない，といった現実に観察しうる出来事はメインバンク契約の一方的破棄として捉えることができる．その意味で，メインバンク契約は動学的不整合性（time-inconsistency）を伴うものであるといえよう．

資金の安定供給契約としてのメインバンク契約

このようにメインバンク関係を銀行と企業との間の最適契約として捉えると，メインバンク契約を締結することにより，そうでない場合に比べてどのような効用あるいは利益の増加が見込まれるのか，もしくは相手方の利益増大につながる銀行，企業間の内部的協調行動とは何か，が問題となる．後で詳しく論じるように，メインバンク関係が戦後の経済復興期から高度成長期にかけてみられた企業の大幅な投資資金不足を背景に成立・発展したという事情を勘案すると，それは第1に，企業の設備資金借入要請に対する銀行からの安定資金供給に関する契約であるといえよう．

すなわち，メインバンク契約は，経営危機に陥った場合を含め，銀行がメインバンクとして企業の発展・成長に不可欠な設備投資資金等の安定供給をコミットする一方，借入企業では各種の銀行取引をメインバンクに集中させ，当該銀行が銀行間の利益および規模競争上より有利な位置を確保できるよう協力することをうたった契約と考えられるのである．いうまでもなく，ここでの考え方は，メインバンクの借入企業の経営状況に関する情報生産の重要性を否定するものではない．[4] そうした機能は銀行に固有の機能として捉えたうえで，多くの論者による，メインバンク関係が通常の貸借関係を超えた取引関係であるという指摘を考慮し，メインバンクには銀行としての機能のほかにどういった機能が付加されているのかを探ろうとするものである．

戦後復興期から高度成長期にかけての旧財閥系大手企業の銀行借入に対する需要は，個別にみても巨額の水準に達していた．とりわけ復興期においてはそうした傾向が顕著にみられたが，それは，資本蓄積が少なく，資本市場が十分に機能しえない局面で，大手企業が経済復興のための大型設備投資を実行しようとしていたからである．このため，旧財閥系企業においては，設備投資実行を資金面から支える銀行借入を計画通りに調達しうるかというアベイラビリティ・リスクが資金不足経済の中で強く意識されていた．

一方，資金供給依頼を受けた旧財閥系の都市銀行等においては，旧軍需産業

向けを中心とする不良資産の累増に伴う預金吸収力の大幅な低下を背景として貸出原資が不足していた．加えて，貸出ポートフォリオ全体としてのリスク管理という観点から判断して，借入依頼企業がたとえ同一企業集団に属する親密先であったとしても，借入希望額全額を一行単独で引き受けることは事実上不可能な状況にあった．このため，復興金融公庫を利用するとともに，同一企業集団内の都市銀行等がメインバンクとして要請額の2ないし3割という銀行団の中でも最も高い比率で引き受け，残りについては当該借入の安全性に対する事実上の責任を負うことにより，他の銀行に貸出を実行してもらうというかたちで系列企業に対する資金の安定供給を図ってきたのである．

このようにメインバンクは，借入企業に対し安定的な資金供給（経営危機に際しての救済融資の実行を含む）を確約しているがゆえに，企業からは，メインバンクは資金面での「精神的支柱」と称されることが多い．一方，借入企業としては，安定的な資金供給の見返りとして，すべての銀行取引においてメインバンクとの取引シェアを他の銀行よりも高く維持することなどを通じて，銀行間の預金，貸出を巡るボリューム競争上メインバンクがより有利な地位を確保できるよう協力するとともに，支払決済口座のメインバンクへの集中による運用差益稼得機会の供与や各種の手数料支払を通じてメインバンクに対しインプリシットなかたちで「保証料」を支払っていたといえよう．

Diamond (1984) らが提唱した金融仲介理論の言葉でいうと，メインバンク関係とは，ある特定の銀行が取引先企業の経営状況や信用度を常時監視し，そこでえられた当該企業の信用度に関する情報を貸出の実行を通じてその他の銀行に伝達する，あるいは情報生産に対する「ただ乗り」を容認することにより，メインバンク以外の銀行による貸出を誘い出そうとする制度的仕組みと考えられるのである．[5] そして，取引先企業が資金的な面での困難に直面したときにはメインバンクが率先して救済の手を差し伸べるのは，後で詳しく論じるように，その他の銀行に対してコミットした貸出の安全性を事後的に保証するためといえよう．

企業経営権の安定化契約としてのメインバンク契約

次に，銀行による取引先企業の株式保有という観点から，銀行と企業との関係を考える．わが国の場合，銀行は制度的に株式の保有が認められている．実

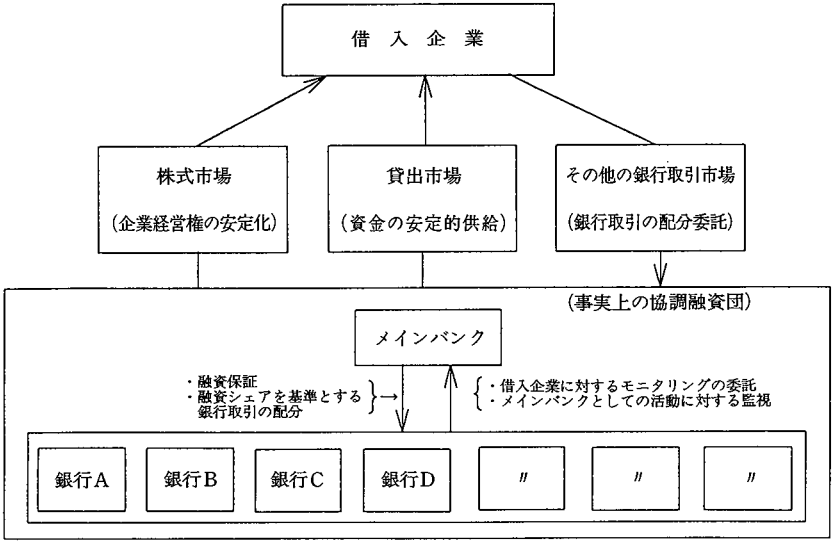
際，銀行が取引先企業の株式を「声なき安定株主」として，独占禁止法に基づく株式取得規制[6]の範囲内で大量に保有し，現経営陣の策定した経営方針や長期的な投融資計画を支持する一方で，乗っ取り，企業買収のリスクから守るなど企業経営権の安定化に努めてきたのは多くの論者が指摘するところである．こうした銀行による株式保有は，銀行と経営者との間の企業経営権の安定化に関する最適契約として捉えることが可能であり，それはまた，平時は企業経営権の安定化に協力しているが，「いざという時」には銀行が企業経営権へ介入しうる権限を留保していることを意味している．

こうしたメインバンクによる借入企業の経営権への関与は，平時，有事を問わず，銀行資産の健全性をより確実なものとする方向で作用しうるとみられるため，銀行による株式保有は銀行，借入企業の双方にとって最適であったと考えられるのである．[7] そして，このようなメインバンクによる企業経営権支配を，Aoki (1990) は，日本の企業経営に関する "Second Duality Theorem" と呼んでいる．

メインバンクは，大株主としての立場に基づき借入企業に派遣した役員等を通じて，通常では入手困難な内部情報を閲覧・利用することを認められている．実際，メインバンクはそうした内部情報を借入企業に対する監視機能の有効性を高めるために活用しているとされる．そして，当該企業が経営危機に陥るなど「いざという時」には，それまで留保していた経営介入権を実際に行使し，経営陣の交代や刷新を求めるとか，あるいは銀行自らが役員を派遣し，企業再建に努力することがしばしば見られる．というのも，借入企業を経営危機から救い，貸付債権の安全性を確保することが，後で詳しく論じるように，借入企業に対してコミットした資金の安定供給契約を遂行するうえでの必要十分条件であり，それはまたメインバンクとしての名声 (reputation) を高めるとともに，メインバンク取引先企業数の増加を通じて銀行経営の安定化に寄与すると考えられるからである．そして，Aoki (1990)，Sheard (1989) は，企業統治の観点からみて，こうしたメインバンクによる企業経営権への介入が企業経営の効率化を促すうえで重要な役割を果たし，日本経済の発展に寄与してきたと指摘している．

以上要約すると，わが国のメインバンク関係は，銀行と借入企業との間の資金の安定供給および借入企業の経営支配権の安定化に関する，2重のインプリ

表 8-2　メインバンク関係の概念図



シットな長期契約を化体した銀行取引についての制度的枠組みとして把握することができ，概念的には表8-2のように表現しうる．それはまた，旺盛な設備投資の下で資金のアベイラビリティ・リスクを強く意識していた企業と，同一企業集団に属する取引先企業からの借入要請を貸出リスクを分散しつつ充足しようとする銀行と企業との間の最適な契約であったといえよう．

第3節　メインバンク関係の生成・発展と高度成長

メインバンク関係の生成と発展

次に，戦後の日本経済の発展・成長過程の中でメインバンク関係がどのようにして生成・確立してきたかを簡単に振り返るとともに，そうした中でメインバンク関係を支えた経済的条件についても検討する．メインバンク関係の原型については，寺西（1991）が指摘するように，第2次世界大戦中に軍需産業の資金調達を目的として政府が実施した軍需融資指定金融機関制度に基づく協調融資に求めることができよう．そして敗戦後，占領軍による経済民主化措置の一環として実施された財閥解体に伴い，戦後復興期（1949～54年）に旧財閥系

企業が軍需企業を中心に直面した資金調達面での危機，および旧財閥系の名門企業も敵対的買収の対象にされるという企業経営支配権上の危機という2重の危機への対応過程で「企業集団」の組織的特徴として形成された，系列融資，株式の相互持合の中で生成・発展してきたと考えられる.[8)]

財閥解体に伴い資本・資金面での独立を余儀なくされた旧財閥系企業の多くは，1949年初頭に実施されたドッジラインと称される超緊縮政策の実施や戦時補償の打ち切りに伴い，同年から50年代初にかけては旧軍需企業を中心に資金繰りの面で極めて深刻な事態にあった．また当時は，財閥解体および農地解放といった民主化政策の実施やインフレの高進を背景として，民間部門における金融資産蓄積残高が低水準で平等化し，証券投資の引き受け手が事実上消滅したことに加え，折りからの株式不況に伴い戦前においては一般的な資金調達手段であった増資の実行も困難化していた．こうした状況の下で銀行借入への依存度が高まり，その中で企業集団内の金融機関から資金の提供を受けるという系列融資の傾向が強まっていった（宮島（1991, 1992)).

とりわけ，この時期における系列融資の実行は，系列の銀行が借入企業の安全性を他の銀行に伝達する効果を有しており，他の銀行も安心して旧財閥系企業向け融資を実行するところとなった．これはまた，戦時補償の打ち切りにより深刻な経営危機に瀕していた旧軍需企業を，倒産の危機から救ったという点でも重要な意味を持っていた．というのも，ここに経営危機に瀕した企業の救済役としてのメインバンク機能の原型を求めうるからである．

一方，財閥解体の中核的措置であった「本社」の解体およびその持ち株の処分は，傘下にあった企業からみると，株式の過半を所有していた安定株主が突如として消滅し，買い占め，乗っ取りのリスクに晒されることを意味していた．実際，1949～53年の株式不況局面においては，旧財閥系の名門企業である大正海上，三菱地所，三井不動産などが経営権の獲得を狙いとした敵対的買収の危機に直面した．これに対し，旧財閥系企業では，系列銀行の協力を得て安定株主工作を積極化させ，その過程で株式の持合が形成されることになった（宮島(1992)).こうした一般事業会社の安定株主工作（そして，いうまでもなく企業の資金調達）において銀行が重要な役割を演じえた背景としては，戦後の企業再建整備の過程で銀行の再建が最優先されたという事情が指摘できよう．

すなわち，銀行の場合，占領軍による優先的取扱いを受け，戦時中に企業が

借り入れた資金は可能な限り銀行へ返済することが求められたほか，返済不能分は銀行預金の切捨てにより整理された．加えて，銀行は唯一，集中排除法の適用除外となったこともあって，いち早く再建整備を完了し，その後の経済復興過程において中心的な役割を担うことになったのである（浜田（1968））．とくに企業の再建整備のための減資後の増資が銀行に割り当てられることになったが，これがまた銀行と企業との関係を強める方向で作用し，そうした中でメインバンク関係の基礎が構築されていったと考えられるのである．

高度成長とメインバンク関係

このようにメインバンク関係は，戦後の復興期における旧財閥系企業集団の組織的特徴として形成され，その後の高度成長の過程で旧財閥系企業集団内の銀行と企業との関係にとどまらず，系列外の中堅・中小企業との取引にも適用されるなど，銀行と企業との間の一般的な取引慣行として漸次普及していったと考えられる．いうまでもなく，こうした銀行による安定的資金供給に関するコミットメントは，企業を資金制約から解放することを意味するため，旧財閥系の大手企業では資金のアベイラビリティ・リスクをさほど意識することなく設備投資を実行することができ，それがまた1960年以降の日本経済の高度成長を支えてきたといえよう．[9)]

高度成長時代においては重化学工業部門を中心として旺盛な設備投資需要がみられたが，銀行では物的担保の徴求により債権の保全を図ろうとする意識が強かったことから，担保能力に富む重化学工業部門を主体に貸付資金が供給されていったのである．また，高度成長期には旺盛な資金需要や人為的低金利政策の採用を背景として，銀行貸出市場で恒常的に超過需要がみられたが，そうした中にあって，銀行では，第6章で述べたように，借入企業がメインバンク関係にある企業か否かを基準として信用割当を行っていたと考えられるのである．したがって，企業サイドからみると，メインバンク関係を有するということは資金の安定供給を銀行から確約されたことを意味していたことから，メインバンク契約締結に対し強いインセンティブが働いていたと考えられる．

もっとも，銀行としても，オーバーローンというかたちで支払準備を日銀借入に依存している状況の下で，借入企業のすべてとメインバンク契約を締結するわけにはいかなかった．このため，中堅・中小企業を中心としてメインバン

クを持たない企業が多数存在したのも事実である．それはまた，利潤最大化のための顧客ミックス戦略として，銀行自身が一定の基準に基づき借入企業を選別のうえメインバンク契約を締結するか否かを内部的に決定していたことを反映したものとも考えられよう．

リスク・キャピタルの提供者としての銀行

以上のようなかたちで，メインバンク関係はわが国独特の金融慣行として発展するとともに，日本経済の高度成長に資金面から寄与してきたといえよう．こうしたメインバンク関係を考えるうえで見落としてならないのは，戦後から今日に至るまでのわが国企業金融上の特徴である負債・自己資本比率の高さあるいは銀行借入比率の高さである（表8-3）．これは，企業価値の変動リスクあるいは企業が倒産した場合の損失リスクを負担するというリスク・キャピタルとしての役割を株式資本が十分には果たしておらず，その結果，万が一借入企業が破綻した際には本来安全であるはずの銀行借入に対しても悪影響が及び，銀行もかなりの損失を分担しなければならないということを意味している．こうした事実はまた，企業がどういう財務状況に陥ったときに倒産するかは内生的な問題であり，資本調達に際し株式，負債のいずれが多く利用されるかに依存しているが，実際には，負債権者が企業の解散価値を上回る多額の貸付を実施する事例が多いという，第2章で述べた議論とも整合的である．

わが国の高度成長期におけるオーバーローン，オーバーボロイングおよび間接金融の優位という金融構造の下で銀行は，貸付という形態を通じて実質的なリスク・キャピタルを供給していたと考えられるのである．それはまた，後で詳しく論じるように，銀行と企業とが結託のうえ，資本・資金面での協力，経営・財務に関する内部情報のメインバンクへの提供に代表されるような緊密な

表 8-3　負債比率の国際比較（全産業）

（単位　%）

	1960年末	70年末	80年末	90年末
日　本	71.1	81.3	83.8	80.0
アメリカ	34.5	46.2	34.6	44.0
イギリス	39.9	53.1	53.4	51.6
ドイツ	53.5	65.1	65.7	61.8
フランス	n.a.	66.6	67.3	60.4

（資料）　日本銀行『国際比較統計』．

関係あるいは運命共同体的な関係を構築・維持し，互いに相手方の利潤最大化につながるような協調行動を採ることに対して制度面での制約がなかったからこそ可能であったといえよう．

この間，銀行による借入企業に対する監視・介入権限は，債務返済契約の履行請求権者に加え株式の大口保有者であるという2重の資金提供者という立場からより強固なものとなっており，そのこと自体，メインバンクが借入企業の信用リスクを管理したり，救済措置を講じたりすることを容易にする方向で作用したしたといえる．加えて，銀行による借入企業へのリスク・キャピタルの提供は，護送船団方式と称される，当局による銀行保護政策により手厚く支援されるなど，公的当局もそうした行動を側面から支えていたと考えられるのである．

第4節　企業の経営支配権とメインバンク

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

次に，メインバンク関係の特徴のひとつとしてしばしば指摘される経営危機に陥った企業に対するメインバンクの救済活動について考えることにしよう．一般に，銀行と企業との間の貸出（借入）契約に関しては，個別貸出契約方式と協調融資契約方式の2つがある．前者は，借入企業に貸出を供与する銀行が当該企業との間で個々に借入契約を締結するという方式であり，この方式に基づき複数の銀行が信用を供与する場合，借入企業と銀行との法的関係は，その貸出金額の多寡にかかわらず，同等であるほか，借入人に対する監視責任も等しく負担することになる．これに対し，協調融資契約方式とは，ある特定の銀行が借入人から幹事銀行に指名されるとともに融資組成に関する権限を委任され，当該銀行がそうした立場に立って融資銀行団を形成し，借入人の資金調達ニーズを満たそうとするものである．融資銀行団を組成するためには一定の費用がかかるため，借入人は引受け料，約定料といったかたちで幹事銀行に対し一定料率の手数料を支払うことになる．そして，幹事銀行は融資銀行団を代表して借入人が契約で定められた条件を遵守しているか否かを監視する義務を負っている．

わが国の場合，借入企業に対する銀行融資は，加藤・パッカー・堀内

(1992) や Aoki, Patrick and Sheard (1993) が指摘するように，メインバンクを中心とする「事実上の協調融資」方式で実行されることが多い．しかしながら，銀行貸出契約は個別貸出契約を基本としており，メインバンクと他の銀行とは，メインバンクが担保面で優遇されることがあるかもしれないが，法律的には同等の地位にある．したがって，メインバンクによる経営危機先の救済活動の意義や機能を議論するに際しては，単にメインバンクが率先して救済策を講じる根拠を分析するにとどまらず，そうした法律構成の中で，なぜメインバンクが法的責任の範囲以上に自らの負担で経営危機に瀕した借入企業を救済するのか，あるいは他の銀行はメインバンクと同等の法的責任を負っているにもかかわらずなぜ救済措置を講じないのか，という点についても吟味する必要があるといえよう．

メインバンクといえども利潤最大化を目指す私的企業であり，経営危機先企業を救済するに際しては，当然のこととして，救済の費用と便益を比較衡量して最終的には便益の方が費用を上回ると判断したがゆえに救済措置を講じると考えられる．救済に要する費用としては，金利の減免に伴う逸失利息，救済融資実行に伴う損失負担リスクの増大，救済活動に要する事務的費用などがありうる．一方，経営危機先を救済することにより，メインバンクはどういった便益を享受することができるのであろうか．

経営危機先企業の救済に際してはメインバンクの役割が強調されることが多いが，実は他の銀行による，現在の貸出残高を維持するというかたちでの消極的な協力も重要であるという点には留意する必要がある．[10] 経営危機先の救済に際しては，既存融資残高を維持したうえで，当面の事業資金および企業再建に向けてのリストラ融資をメインバンクが供与することになるが，他の銀行からの残高維持協力がえられなければ，危機先はたちまち資金繰りに窮し，倒産してしまうからである．経営危機先の救済は，融資銀行全行からの協力があってはじめて円滑に進めることができるのである．そのため，仮に救済に成功したとしても，メインバンクが救済費用を回収すべく当該企業との取引シェアを引き上げることは事実上不可能であるといわざるをえない．換言すると，メインバンクは経営危機先救済に要した費用を短期的には回収することができないのである．

このように考えると，メインバンクが企業救済からえられる便益は，貸出金

償却負担の回避という直接的効果を除けば，①メインバンクとしての名声の維持，②預金・貸出残高でみた営業基盤の維持・拡大，[11] ③銀行に課された社会的・公共的使命の達成，といった中長期的観点に立った便益であるといえよう．こうした便益の中でもとりわけ，①と②が重要である．すなわち，メインバンクによる経営危機先の救済は，銀行がメインバンクとして取引先企業に対してコミットした資金の安定供給契約を遂行するうえでの前提条件となる融資の安全性およびメインバンクとしての「名声」を維持・確保するための行動として理解することができるのである．先に指摘したように，メインバンクによる資金の安定供給契約は，単に設備投資資金調達に関するアベイラビリティ・リスクを減じることだけにとどまらず，借入企業の「精神的支柱」として経営困難時には資金繰りの安定化に協力することを含むと考えられるからである．

また，メインバンクが経営危機に陥った借入企業の資金繰り安定化に協力するためには，融資銀行全行の協力が不可欠となる．したがって，メインバンクによる救済措置の実施は，借入企業に対する追加的な損失リスクを負担するにとどまらず，追加融資の実行により事前に確約した当該企業向け貸出の安全性を改めて「保証」し，他の銀行に貸出残高維持を求めるための措置と考えられるのである．そして，こうしたメインバンクによる救済活動は，先にみた大株主としての立場に基づく企業経営権への介入権限により担保されているという点についても留意する必要がある．

もっとも，メインバンクといえどもすべての取引先企業を救済するわけではない．借入企業がある特定の銀行をメインバンクとして取り扱うとともに「最後の拠り所」であると考えていたとしても，メインバンクが救済策を講じないこともありうる．メインバンクも私的企業であり，株主の利益を考えると，中長期的にみて救済の便益が費用を上回ると判断されない限り，やみくもに経営危機先を救済することは出来ないからである．こうした選別的対応は，先に指摘したようにメインバンク契約自体，銀行が最終的な決定権限を有する不完備契約であり，銀行による契約の遂行も動学的不整合性を伴うことを反映したものといえよう．実際，銀行の実務関係者からは，経営危機先を救済するか否かは，借入企業およびその業界の将来予測，借入企業保有資産価値の多寡といった観点に加え，これまでの銀行取引において当該企業がどれだけメインバンクを尊重し，またメインバンクからの協力要請に応じてきたかという「メインバ

ンクに対する協力度合い」をも考慮のうえ総合的に判断されると指摘されることが多い．このため，第三者からみると，メインバンクの救済に関する意思決定は曖昧なものに映るかもしれないが，そこでは冷徹な収益判断が働いているといえよう．

誰がメインバンクの行動を監視しているのか

それでは，借入企業の救済に際し，なぜメインバンクとしての名声が問題になるのであろうか．第1には，ある銀行がメインバンクとしての名声を維持すればするほど，取引先企業への他の銀行からの資金提供が容易となる結果，取引先企業からの借入要請に対してはより少ない資金・リスク負担での対応が可能となる一方，流動性預金のメインバンクへの集中を通じて預金通貨発行に伴う資金運用益をより多く獲得することができるという点があげられよう．このほか，メインバンクとしての名声が高まれば，名声の高い銀行との取引を希望して従来取引関係が希薄であった企業からのメインバンク契約締結に関する依頼が増加するという，中長期的な営業基盤拡大効果も見込まれる．換言すると，メインバンクとしての名声維持はメインバンク獲得競争を通じて銀行の規模および収益とも密接に関連しており，その意味で，メインバンクとしての名声の維持・確保は銀行間の規模および収益に関する順位競争の一形態と考えられるのである．

第2には，メインバンクの行動，とりわけ経営危機に陥った取引先企業への対応は，メインバンク以外の融資銀行および当該銀行をメインバンクとする他の企業から監視されているため，メインバンクとしての名声維持が重要となるといえよう．例えば，経営危機先救済に際してのメインバンクの行動が他の銀行から利己的あるいは信頼するに値しないと判断された場合には，他の銀行による融資の引揚げという救済活動に水を刺す動きもありうる．このため，経営危機先の救済に際しメインバンクは，短期的な犠牲を覚悟のうえ，融資銀行団全体としての利益の確保あるいは損失の最小化を狙いとして行動するよう監視されているといえよう．

また，当該銀行をメインバンクとする他の取引先企業も，そのメインバンクとしての救済活動を，万が一自らが危機に瀕した場合のことを想定して慎重に見守っているという点にも留意する必要がある．仮に企業からみてメインバン

クによる救済活動が満足のいくものでないと判断されるときには，他の銀行にメインバンク交代の機会を与えるという意味において，その活動振りは他の銀行や企業からも監視されていると考えられる．すなわち，メインバンクとしての銀行の行動は，借入企業および他の銀行により監視されているのである．そして，このような相互監視的な仕組みが，銀行による取引先企業の経営に対する介入権の留保とともに，借入企業および銀行の自己規律を高める方向に働き，結果として借入企業の経営の安定性を金融面から支え，日本経済の成長に寄与してきたと考えられる．

第5節　メインバンク関係を支える制度的要因

銀行は借入企業からみて近い存在か

以上のように，わが国のメインバンク関係は，間接金融の優位という金融構造の下で銀行借入が株式資本に代わってリスク・キャピタルとしての役割を果たしてきたことを基礎的条件として生成・発展してきたと考えられる．それはまた，メインバンクが，借入企業の経営支配権に対する介入権限を，大株主としての立場に基づき留保していたこととも密接に関連している．メインバンクに関する定型化された事実の多くは銀行に固有の機能とも深く関わっているため，メインバンク関係の意義とその効果を検討するに際しては，メインバンクの機能と称されるもののうちどこまでが銀行に固有の機能なのか，また，その機能のうちどういった点が日本的で，どのような事情に由来しているのかについて議論する必要がある．しかし，蠟山（1992）が指摘するように，これまでのところ，そうした問題についてはほとんど検討されていない．

ここでは，わが国のメインバンク関係のように，銀行と企業とが資金の安定供給，企業経営権の安定化および銀行の規模拡大という面で，互いに結託して協調行動を採ることが海外主要国においても法律的，制度的に保障されているか否か，さらには銀行による借入企業の救済が制度的に実行可能か否かの検討を通じてメインバンク関係の日本的特徴を探ることにする．[12)]

最初に，銀行が借入企業との間で内部的協調行動を採りうるための基礎的条件としての，銀行による株式取得に対する制限から比較・検討することにしよう．わが国の場合，金融機関の株式取得はその企業の発行株式総数の5％以内

という独占禁止法による上限規制を除けば，とくに制限はない．多くの場合，メインバンクは借入企業の株式をこの限度枠一杯まで保有し，大株主として借入企業の経営支配権に対する介入権を潜在的に有しており，当該企業が経営危機に陥ったときには救済措置を講じるとともに，その介入権限を行使して経営陣の刷新を求めることがしばしば見られる．また，メインバンクは大株主としての立場に基づき，自らが他の銀行に対して確約した貸出の安全性確保のため，借入企業を監視する「お目付け役」として自行の行員を役員に派遣したり，銀行取引約定書に基づき定例的に企業の経営・財務に関する内部情報を入手することなどにより，借入企業の経営動向の早期かつ的確な把握や監視に役立てている．その意味で，銀行と企業との関係を隔てるものは制度的には存在しないといえよう．

ドイツの場合は，わが国と同様に銀行による株式取得が認められているが，その保有に関しては事実上制限がないため，銀行は取引先企業の経営のあり方に対し，わが国以上に大きな影響を及ぼすことができる．こうした銀行の企業経営への影響力は，「銀行の企業支配」として問題にされることが多いのも事実である．また，ドイツの零細株主の多くは慣行として，自己保有の無記名株式を銀行に寄託するとともに，その議決権の代理行使についても銀行に委任している．その結果，銀行は株主総会での議決を通じて取引先企業の投融資計画や経営・財務状況に対し強大な影響を与えることが制度的に可能となっている．銀行はこのような強大な議決権保有を背景として，銀行役員を企業の最高意思決定機関である監査役会へ派遣しているほか，銀行が監査役会等で得た企業の内部情報を自家利用することに対してもとくに制限がないなど，銀行と企業との関係はわが国と比べても極めて密接であるといえよう．

これに対し，アメリカの場合，ウォールストリートの金融資本による産業支配への根強い反感や銀行業と証券業との間の利益相反防止などを背景として，大恐慌以降，銀行による株式取得が禁止されている．このため銀行は，日本およびドイツとは異なり，借入企業の経営に関与したり，内部的協調行動を採ることが原則としてできない．[13] 原則禁止というのも，銀行持株会社による非金融法人株式の取得については禁止されていないからである．銀行の親会社である銀行持株会社を経由して間接的に借入企業の経営に関与することは理論的には可能となってはいるものの，後で詳しく論じるように，その途も「衡平的劣

後化（equitable subordination）学説」により事実上閉ざされている．なお，アメリカにおいてもラインバンクあるいはリードバンクと呼ばれる，企業取引上優越的な地位を確保している銀行がみられるほか，そうした特定の銀行は，relationship-banking と称されるように取引先企業の銀行取引全般を取り扱っている．もっとも，銀行取引全般を取り扱っているのは少数（通常は1ないし2行）のラインバンクのみであるという点で，融資銀行のほぼ全行が一定の比率で各種の銀行取引に参加する，わが国のメインバンク関係とは異なる．

また，アメリカにおいては大手銀行の役員は社外重役として借入企業の経営に関与することが多く，取締役会への出席などを通じて当該企業の経営・財務状況に関する内部情報を入手しうる立場にある．しかしながら，銀行役員が社外重役としてえた機密性の高い顧客情報を銀行の監視活動に利用することについては，会社の内部情報を用いて第三者の利益増進を図ってはならないという「取締役としての会社に対する忠実義務」（並木・並木（1989））により禁止されている．さらに，インサイダー取引規制により銀行による企業内部情報への接近とその利用が厳しく規制されており，借入企業の経営動向の把握・監視が日本やドイツの銀行と比べてみて十分であるとはいい難い状況にある．その結果，銀行としては，貸付契約書において借入企業に対する財務制限条項（covenants）を事細かく設定することでしか貸付債権の安全性を確保する途がないといえよう．いずれにしてもアメリカの場合，銀行と企業とは制度的に大きく隔離されており，両者が内部的な協調行動を採ることは制度的に認められていないのである．[14)]

経営危機先企業への介入が制度的に可能か

次に，銀行による経営危機先の救済が制度的に実施可能か否かについて検討しよう．わが国の場合，銀行貸出の償却は税法の基準により，借入企業が形式的あるいは実質的にみて倒産状態にあってはじめて実施できる扱いになっている．借入企業が事実上債務超過の状態にあるなど実質的に破綻していたとしても，金利の減免や緊急融資の実行により銀行が流動性を供給し，手形等の決済が期日通りに行われている限り，倒産と認定されないため，当該企業向け貸出を償却する義務は生じないのである．したがって，銀行が借入企業の業況が先行き好転すると見込んで支援策を採る限り，貸付債権は安全であるとみなされ，

償却負担は発生しない．また，仮に企業が倒産したとしても，当該企業を資金面から支援している銀行が実行した貸出の弁済順位がアメリカのように劣後することもない．このようにわが国においては，借入企業が経営危機に瀕した場合，銀行にとっては緊急融資等の経営支援措置を講じることが一方的に得策となるような体制にあり，そうした仕組みがメインバンクを中心とした銀行による企業救済活動の実施を制度面から支えているといえよう．換言すると，銀行と企業とが緊密な関係を構築・維持することに対し制度面での制約がなかったことが，メインバンク関係という，わが国独特の金融取引慣行の形成・発展を支えてきたと考えられるのである．

ドイツにおいても，先にみたように銀行が取引先企業との間で内部的協調行動を採ることが制度的に認められている．そして，大手銀行はハウスバンク（hausbank）と呼ばれるように，取引企業における各種の銀行取引をほぼ独占的に取り扱っているほか，取引先企業が経営危機に陥った場合には率先して救済措置を講じるなど，日本のメインバンクに類似した機能を有していると指摘されることが多い．もっとも，ハウスバンクによる取引企業向け融資は通常，単独もしくは少数の銀行と共同して実行されるのが一般的形態であり，わが国のように事実上の協調融資団を組成することはないという点で異なる．さらには，経営危機に陥った取引先企業を救済するに際しても，ドイツでは企業の倒産リスクは株主が負担すべきとの考え方が支配的なことから，ハウスバンクによる経営危機に陥った企業の再建支援措置としては，既往貸付金を株式に振り替えることにより利息支払負担を減じたり，増資の引き受けや劣後融資の実行という形態でもって当面の所要資金を供給するといった方策が採られるという点で，わが国とは異なる．

一方，アメリカの場合には，銀行主導による企業救済は，企業の再建が失敗に帰したときには再建に関与した者の債権は全額他の債権に劣後するという「衡平的劣後化学説」により事実上その途が閉ざされている．銀行が自らの判断で経営危機に瀕した企業の救済に乗り出した場合，この学説に基づき本来弁済順位の高い貸付金の返済が劣後したり，銀行は自行の貸付債権の安全性を確保すべく当該企業に働きかけたとして他の債権者から訴えられ，貸付金額を大幅に上回る損害賠償を請求されるおそれがあるからである．そうした銀行の関与を立証するうえで株式の保有は有力な証拠とみなされる可能性が高いため，

銀行としても銀行持株会社による借入企業の株式取得については消極的にならざるを得ない立場にあるといえよう．このほか，救済融資に対する企業からの元利金の支払が滞ると当該融資に対する償却負担が生じるという貸出金償却制度のあり方も，銀行による経営危機先への機動的な支援を妨げる要因として作用している．

第8章　注

1) メインバンク制あるいはメインバンク関係に関する議論の詳細な展望については，堀内・随（1992）を，また取引企業の財務状況との関連でみたメインバンクの役割，機能等に関する議論の詳細については Aoki, Patrick and Sheard (1993) をそれぞれ参照．
2) もっとも，このこと自体，三輪の議論が正しいということを意味するものではない．本書では，第9章において，メインバンク関係の実態を踏まえつつ，三輪の議論に対する反論を展開することにしたい．
3) わが国において銀行と企業との貸出契約書として一般に利用されている「銀行取引約定書」（全銀協統一雛型，昭和37年制定）は，借入人の債務履行義務を詳細に規定することを主眼としており，借入企業の財産，経営状況等において重大な変化が生じたときの対応方法は一切規定されていない．このような銀行取引約定書の性格は，メインバンク関係は不完備契約として把握可能との見方を支持しているといえよう．
4) もっとも，実務家の間からは，メインバンクが他行への情報伝達の役割を常に担っているとは必ずしもいい難いとの指摘が聞かれる．例えば都市銀行等が旧財閥系企業グループ以外の企業のメインバンクとなっている場合，メインバンクのみが知りうる情報をもとに自行だけ与信圧縮に動くこともありうる．したがって，旧財閥系の大手企業取引を除けば，メインバンクが代表的監視者であるとは必ずしもいえず，準メイン以下の銀行はメインバンクの動向を監視することで情報の信頼性を確認しているといえよう．メインバンク関係の機能と役割を議論するに際しては，こうした点にも配慮する必要があるが，本章では，紙幅の関係上深く立ち入らないことにする．
5) 加藤・パッカー・堀内（1992）は，メインバンク関係を一種の協調的融資として捉え，メインバンクが他の銀行に融資参加を求めるのは，それによってメインバンク自身がリスク負担を削減できるからであり，リスク負担の融資銀行への転嫁というかたちで借入企業に対する監視費用を回収しているため，「ただ乗り問題」は発生しないと主張している．この考え方は，メインバンクが融資

の組成責任を負っていることを強調する点において，本章でのそれに近いが，①そうした融資の安全性を他の参加銀行に対しメインバンクが事実上保証することで「ただ乗り」を容認している，②メインバンクは借入企業に対する監視費用や保証料を預金・為替取引を含む銀行取引全体の中で受け取っている，と主張する点で彼らとは異なる．

6) 銀行に対しては，1977（昭和52）年の独占禁止法改正までは10％以内の，そして1987（昭和62）年末までの経過期間を経て現在は，5％以内の株式保有が認められている．

7) また，高度成長時代においては株主への額面発行という形態での増資（事実上は内部留保による資金調達）しか認められていなかったため，運用利回りからみても株式保有は有利な投資資産であったと考えてもあながち間違いではなかろう．

8) メインバンク制の生成と発展に関する議論の詳細については，浜田（1967），宮島（1991, 1992），寺西（1991）などを参照．

9) ここでの議論は企業金融との関係に基づくものであるが，メインバンク関係の意義と効果を論じるに際しては，メインバンクの存在が企業の経営戦略に対しどのような影響を及ぼしたかという点にも考慮する必要があろう．例えば，新しい設備投資に対する銀行の理解・判断力が不十分な場合には，それが企業による設備投資を消極化させる方向で作用する可能性が否定しえないからである．

10) この点に関しては，住友銀行によるイトマン救済活動が参考になろう．日本経済新聞等の報道によると，大阪の中堅繊維商社であるイトマンは，投機的な不動産・株式投資の失敗から資金繰りが急速に悪化し，1990年初に経営危機が表面化した．メインバンクの住友銀行は融資銀行に対し同社の救済を確約したが，債権保全面での不安から中小銀行を中心として貸出の回収を図る動きが相次ぎ，イトマンの資金繰りは繁忙化していった．もっとも，中小銀行の貸出回収に伴う不足資金については，住友銀行が全額肩代わりしたため，イトマンは流動性不足に陥る自体には至らなかった．そして，住友銀行による融資比率は，8％から34％にまで上昇したのであった．

11) とりわけ高度成長時代においては，旺盛な資金需要を前にして都市銀行等は貸出資金不足に悩んでおり，預金の確保が最重要課題であった．大蔵省の店舗政策により銀行の預金吸収に制約が課されている状況の下では，貸出資金の歩留まりによる預金創出が最も簡便な方策であり，そのため，メインバンク先を多数確保するということは，貸出資金の創出をも意味するなど，銀行間の規模競争とも密接に関連していたと考えられるのである．

12) アメリカおよびドイツにおける銀行と企業との関係については，松下（1990），島野（1991），Franks and Mayer (1990)，Grundfest (1990)，Roe (1990) などを参照．

13) 確かにアメリカの場合，銀行が株主として企業経営に直接関与する途は閉ざされているが，融資の実行を通じて取引先企業の経営に関与することはできる．実際，Mintz and Schwartz (1985) は，アメリカでのそうした事例を多数指摘するとともに，銀行は融資配分権の行使を通じて企業経営に大きな影響を及ぼしていると主張している．こうした銀行借入の供与を媒介とする企業経営への関与は，かつて Stiglitz (1985) が指摘したように，通常の銀行機能のひとつであり，本稿の議論とはとくに矛盾しない．わが国やドイツにおいても，こうした経路を通じて銀行は企業経営に関与しうるが，経営支配権を媒介とする経路のほうがより強力かつ直接的であることから，後者に依存する度合いが高いといえよう．

14) こうした議論の詳細については，例えば Jacobs (1991) を参照．

第 8 章　参考文献

浜田博男，「高度成長期の証券・金融」中村孝俊編『日本経済と証券・金融』証券経済講座第 1 巻，東洋経済新報社，1968年．

堀内昭義，「金融システムは如何に機能するか」大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』第16号，1990年．

堀内昭義・福田慎一，「日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？」日本銀行金融研究所『金融研究』第 6 巻第 3 号，1987年．

堀内昭義・随　清遠，「メインバンク関係の経済分析；展望」金融学会『金融経済研究』第 3 号，4 92年 7 月．

加藤正昭・フランク，パッカー・堀内昭義，「メインバンクと協調融資」東京大学『経済学論集』，1992年 4 月．

松下淳一，「結合企業の倒産法的規律（一）」『法学協会雑誌』第107巻第11号，1990年．

宮島英昭，「企業集団の歴史的形成」東洋経済新報社『企業系列総覧』，1990年．

宮島英昭，「財閥解体」橋本・武田編『日本経済の発展と企業集団』東京大学出版会，1992年

三輪芳朗，「メインバンクとその機能」中村・西川・香西編『現代日本の経済システム』東京大学出版会，1985年．

三輪芳朗，「メインバンクと日本の資本市場」全銀協『金融』，1991年 8 月号．

並木俊守・並木和夫，『現代アメリカ会社法』中央経済社，1989年．

シェーンホルツ，K．・武田真彦，「情報活動とメインバンク制」日本銀行金融研究所『金融研究』第 4 巻第 4 号，1985年．

島野卓爾，「銀行の企業支配と銀行権力の制限―ドイツの例―」『90年代の金融・証券市場』（証券市場研究委員会報告書）統計研究会，1991年．

寺西重郎,「終戦直後における金融制度改革」一橋大学『ビジネスレビュー』第39巻第2号, 1991年.

蠟山昌一,「総括コメント」堀内・吉野編『現代日本の金融分析』東京大学出版会, 1992年.

藪下史郎,「メインバンクと情報の理論」堀内・吉野編『現代日本の金融分析』東京大学出版会, 1992年.

Aoki, M., "Towards an Economic Model of the Japanese Firm," *Journal of Economic Literature*, Vol. 28, No. 1, 1990.

Aoki, M., Patrick, H. and Sheard, P., "The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview," April 1993.

Diamond, D. W., "Financial Intermediation and Delegated Monitoring," *Review of Economic Studies*, Vol. 51, 1984.

Franks, J. and Mayer C., "Capital Market and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK," *Economic Policy*, April 1990.

Grundfest, J. A., "Subordination of American Capital," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.

Jacobs, M., *Short-term America*, Havard Business School Press, 1991.

Mintz, B. and Schwartz, M., *The Power Structure of American Business*, The University of Chicago Press, 1985.

Nakatani, I., "The Economic Role of Financial Corporate Grouping," in M. Aoki, *The Economic Analysis of the Japanese Firm*, North-Holland, Amsterdam, 1984.

Roe, M. J., "Political and Legal Restraints on Ownership and Control of Public Companies," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.

Sheard, P., "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan," *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 11, No. 3, 1989.

Stiglitz, J., "Credit markets and the Control of Capital," *Journal of Money*, Credit and Banking, 1985.

Tachibanaki, T. and Taki, A., "Shareholding and Lending Activity of Financial Institutions in Japan," *Bank of Japan Monetary and Economic studies*, Vol. 9, No. 1, 1991.

第9章　メインバンク関係の実証分析

本章は，融資シェアの固定性，安定的な資金調達パイプ，最後の拠り所という資金供給面でのメインバンク関係の特徴について，統計的な観点から改めて検討しようとするものであり，概ね通説を確認することができた．もっとも，役員派遣に関しては，定例的な役員の派遣・受入事例のほうが多く観察された．

また，メインバンクが支援・救済策を講じた危機先企業の経営・財務状況を子細に検討すると，収益力が弱く，かつ財務内容も悪いという傾向が読み取れる．このような事実から判断すると，メインバンクとしても銀行経営戦略上極めて重要な「名声」維持のため，中長期的な観点から支援・救済措置を講じるインセンティブがあり，それはまた，わが国銀行監督・規制政策により制度的に支えられていると考えられる．このほか，メインバンク融資シェア決定要因を電器・化学産業を対象として統計的に検討したところ，銀行の自己資本で規準化した借入残高という一種のリスク指標が有意な影響を及ぼしていることが判明した．このリスク指標はまた，メインバンク・シェアの趨勢的低下についても説得的な根拠を提示しうるため，メインバンクの融資シェア決定上重要な役割を果たしているといえよう．

第1節　メインバンク関係に関する実証分析の展望

メインバンク関係の実証分析については，達観すると，次の3つに分類することができる．第1は，特定の企業あるいは産業を採りあげ，そうしたサンプル群においてメインバンクの機能であるとされる「安定的な資金調達パイプ」，「最後の拠り所」といった活動が本当に観察しうるか否かをケース・スタディ的に検討するという逸話的アプローチである．第2は，メインバンクの「資金供給の安定化」機能を企業の設備投資行動との関連で捉え，金融変数を説明変数に含む設備投資関数の推定を通じてその効果を統計的に検討しようとするエ

ージェンシー・コスト・アプローチがある．第3は，メインバンクの「最後の拠り所」としての機能を，借入企業の倒産や銀行からの役員派遣受入といった事象の発生の有無を被説明変数としたプロビット・モデルの推定を通じて検証しようとするプロビット・モデル・アプローチである．以下，それぞれのアプローチ毎に既往研究成果を批判的に展望する．

1．逸話的アプローチによるメインバンク関係の検証

最初は，逸話的アプローチである．このアプローチにおいては，メインバンク関係の固定性の程度が最も多く論じられている．というのも，そもそもメインバンク関係に固定性がみられなければ，長期的顧客取引であることを前提としたメインバンク関係に関するすべての議論が崩壊してしまうからである．メインバンクの固定性に関する研究においては一般に，長・短貸付金合計でみて最大シェアを誇る銀行をメインバンクと定義したうえで，ある特定の2時点間においてメインバンクに異同があったか否かを計測することにより固定性を捉えようとする手法が採用されている．そして，堀内・福田（1987）に代表されるように，「メインバンク関係は固定的である」という見方が概ね支持されている．

三輪の議論に対する批判

これに対し，三輪（1985）は同様の手法を用いてメインバンクの固定性を計測したところ，対象企業743社中247社（33.2%）においてメインバンクの交代がみられたことを根拠として，メインバンク関係に関する「イメージの妥当性に重大な疑問がある」と結論づけている．もっとも，この計測結果自体，次に掲げるような下方バイアスを有している点を考慮すると，通説のようにメインバンク関係は固定的であるとしても問題は生じないと思われる．すなわち，三輪の計測結果は，対象期間（1973～83年）の関係上，石油ショック後の減量経営を背景とする長期借入金の返済進捗に伴う長期金融機関と都市銀行との間の融資シェアの変化（いわゆる長期メインと短期メインとの間での順位交代）も「メインバンクが交代した」と観念して計測しているため，メインバンクの固定性比率に下方バイアスがかかっている可能性が高いのである．[1] 因みに，そうした融資シェアの変化は技術的なものであってメインバンクの交代を意味し

ないとして計算し直すと，メインバンクの固定性は66.8%から最大限87.4%にまで高まり，これまでの肯定的な計測結果にほぼ一致するのである．

一方，メインバンクの機能であるとされる「安定的な資金調達パイプ」，「最後の拠り所」としての役割を本当にメインバンクが果たしているか否かという問題に関しては，どういうわけか，これまでのところ，三輪（1985）を除きほとんど検証されていない．三輪は，銀行貸付の大口需要者である，電力，総合商社および不動産という3業種に属する主要企業を対象として，金融引き締め等により大量の資金が追加的に必要とされるときにはメインバンクは貸出増分の大きな部分を引き受けるはずであるという仮説を検討することにより，メインバンクの「安定的な資金調達パイプ」機能が本当に発揮されているか否かについて検証した．そうした検証の結果，①主要企業に対する都市銀行等大手銀行の融資シェアはほとんど変動していない，②仮に大口融資規制の適用[2]といった外生的な要因を契機としてシェア変動が余儀なくされた場合でも，大手銀行の融資シェアは上位銀行間でシェアの変動がないよう調整されている，という事実が確認されたとしている．そして，これを「各銀行が融資先獲得面で激しく競争している」状況に照らし合わせて考えると「特別に重要な役割を果たした銀行はなかったことを示唆している」と解釈のうえ，メインバンクの安定的資金パイプ機能に疑問を投げかけている．

三輪はさらに，メインバンクの最後の貸し手機能の検証を狙いとして，「危ない会社」に対するメインバンクの支援度合いをその固定性や融資シェアの面から検討し，融資等の面で深い関わりをもつ銀行は都市銀行を中心として借入企業が危なくなる前から徐々に手を引く傾向が強い（メインバンクの交代頻度が平均比高い，メインバンクの融資シェアが低下している）という事実を確認されたことを根拠として，最後の貸し手機能は観察されえないと結論づけている．

こうした三輪の主張は，通説に疑問を投げかけるとともに，興味深い論点を含んではいるが，①そもそもメインバンク関係に関する概念規定が曖昧なまま議論が進められている，②したがって，検討の対象となった標本からメインバンク関係に関する特定の結論が導かれたとしても，そうした結論の現実妥当性については別途検討する必要がある，③また，銀行間の貸出競争がひとつの判断基準として採用されるなど，推論に当たってはメインバンクとは直接関係の

ない基準が適用されている，といった点を踏まえると，その議論に対しては必ずしも首肯しえない．

メインバンクの安定的資金供給機能

実際，電力の場合，発電および送電施設建設のため多額の長期資金を必要とすることから，長期信用銀行，信託銀行という長期金融機関への借入依存度が高く，融資順位で判断すると長期金融機関がメインバンクであるとの結論が導かれるが，借入企業の決済口座をもち，同口座の入出金状況を通じてその資金繰りを監視するという意味でのメインバンクは都市銀行の中での融資順位1位銀行である（例えば東京電力はさくら〈旧三井〉銀行）という点には留意する必要がある．加えて，他の都市銀行の融資シェアはメインバンクのシェアを超えない範囲で調整されているという点を考慮すると，むしろ「銀行が協調し，相対的な地位を決定，固定した結果」（三輪（1985））と解釈するほうがより実態に近いと考えられるのである．

因みに，関西電力（メインバンクは住友，三和銀行の2行）を対象として計算された，1990年4月の三井銀行と太陽神戸銀行との合併に伴う都市銀行間の融資シェアの変動（表9-1）は極めて興味深く，われわれの解釈を支持しているように窺われる．すなわち，両行の合併以前は，三井，太陽神戸，大和，富士および三菱銀行の5行が同一シェアで第3位グループを形成しており，合併銀行であるさくら銀行（当時は太陽神戸三井銀行）が旧銀行の融資シェアをそのまま継承すれば，1990年3月末基準で2.71×2=5.42％とメインバンクである住友，三和銀行の融資シェア（同，4.97％）を上回ることになるため，1991年3月末においてはさくら銀行のシェアがメインバンクのそれを下回るように調整され，その後安定的に推移していると考えられるのである．

また，三輪は1970年代前半の「列島改造ブーム」とその後の石油ショックに続く「厳しい金融引き締め期」を対象として大手商社6社におけるメインバンクの融資シェアを計算したところ，大量の追加融資を必要とした，いずれの時期においても，メインバンクの融資シェアは通説とは逆に低下傾向にあり，メインバンクが「積極的役割を果たしたとはいえない」と結論づけているが，この議論もデータを詳細に検討すると，甚だ怪しいといわざるをえない．表9-2は，1971年3月から79年3月にかけての大手商社5社におけるメインバンク

表 9-1　電力産業におけるメインバンクの安定的資金供給機能
——関西電力の場合——

(構成比，%)

	会計年度末				
	88.3	90.3	91.3	92.3	93.3
住友 三和	} 4.66	4.97	5.48	5.50	6.08
第一勧業	3.01	2.89	3.03	2.90	3.13
三井			さくら3.39	3.25	3.5
太陽神戸	} 2.82	2.71			
大和			3.03	2.90	3.13
富士 三菱			} 2.86	2.73	2.94
日本興業	12.20	12.46	12.93	12.88	14.67
日本長期信用	3.83	3.74	3.69	3.68	4.07
住友信託	6.03	6.17	6.11	6.03	6.74
安田信託	3.88	3.77	3.73	3.65	4.04
三菱信託	3.86	3.75	3.71	3.63	4.02
その他計	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00

(注)　借入金合計（輸・開銀分を除く）に対する各銀行の貸付金シェア．
(資料)　東洋経済新報社『企業系列総覧』．

融資シェアの推移等を示したものである．同表（1）に掲げた融資シェアの推移をみると，確かに「列島改造ブーム」（1971年3月末→73年3月末）および「金融引き締め期」（1973年3月末→75年3月末）の双方においてメインバンク・シェアは低下している．しかしながら，融資シェアの変動でもってメインバンクの安定的資金供給機能が果たして議論できるのであろうか．

メインバンクによる安定的な資金供給機能を議論するに際し最初に問われなければならないのは，それはどういった尺度で測るのが適切かという点である．こういった基準を明示的に議論した研究はこれまでのところ，三輪（1985）をはじめとしてみられないが，本来的には，取引先企業からの借入要請に対するメインバンクおよび融資銀行団全体としての充足率でもって計測しうる．しかし，そうした借入計画に関する事前的データは利用不可能であるため，有価証券報告書に記載された銀行別借入残高一覧や全国銀行の預・貸出金統計等の事後的データを利用せざるをえない．そして，三輪がメインバンクの安定的資金供給機能を検証しようとした高度成長期においては，大蔵省の店舗規制を映じた預金吸収に対する量的制約や日本銀行による窓口指導を背景として銀行貸付の増加額には一定の上限が課されていたことを踏まえて考えると，メインバン

表 9-2　大手商社におけるメインバンクの安定的資金供給機能

(1)　メインバンクによる融資シェアの推移　　(貸付金シェア，%)

	71.3月末	73.3	75.3	77.3	79.3
三菱商事　(三菱)	20.51	17.78	17.89	14.25	10.22
三井物産　(三井)	15.59	14.41	14.90	11.93	8.53
丸紅　(富士)	20.38	16.57	14.63	12.10	11.14
伊藤忠商事　(第一勧銀)	12.09	11.99	10.16	9.4	10.31
日商岩井　(三和)	18.52	20.54	22.09	16.13	16.16

(注)　1.　借入金合計（輸銀，海外経済協力基金分を除く）に占めるメインバンクの融資シェア．
　　2.　(　) 内はメインバンク銀行．

(2)　メインバンクによる融資増加率の推移　　(増加率，%)

	71.3→73.3月末		73.3→75.3		75.3→77.3	
	借入金計	うちメインバンク	借入金計	うちメインバンク	借入金計	うちメインバンク
三菱商事	58.58	37.44	36.48	37.31	31.26	4.54
三井物産	108.67	92.89	30.6	35.03	23.82	−0.88
丸紅	71.30	39.27	32.4	16.87	32.83	9.83
伊藤忠商事	100.82	99.08	27.30	7.84	27.32	17.83
日商岩井	30.76	45.1	41.46	52.4	59.77	16.65
〈参考〉都銀の融資増加率	72.9		27.4		23.8	

(資料)　東洋経済新報社『企業系列総覧』，日本銀行『経済統計年報』．

クの安定的資金供給機能は，少なくとも銀行の平均的な貸出増加率と同率あるいはそれを上回るかたちで優先的に資金が供与されているか否かを基準として議論することが出来よう．表 9 - 2 (2) は，こうした観点に立って，大手商社 5 社を対象に1971年 3 月から77年 3 月にかけての借入金残高の増加率とメインバンクによる貸付残高の増加率をそれぞれ隔年毎に計算したものであり，参考として各期間における都市銀行貸付残高の増加率を掲載してある．

同表をみると明らかなように，「列島改造ブーム」期（1971年 3 月末→73年 3 月末）においては折りからの円高対策として実施された金融緩和を背景として各社とも大量の所要資金を問題なく調達しえたことから，大手商社 5 社に対するメインバンクからの融資増加率は概ね借入金合計の増加率を下回っている．しかしながら，石油ショックを契機とした「厳しい金融引締」期（1973年 3 月末→75年 3 月末）においては，各商社とも取引先中小企業の資金繰り順便化を狙いとして大量の資金を追加的に調達した（いわゆる「商社金融」のため原資

調達）が，これに対しメインバンクは5行のうち3行までが都銀の平均的な貸付増加率を大幅に上回るかたちで積極的に貸し応じており，事後的にみると，大手商社5社とも都市銀行融資残高の伸びないしそれを上回る規模での追加資金の調達に成功している．例えば，三菱銀行の場合，都市銀行の期中平均増加率である27.4%を10%方上回る37.31%という高率でもって三菱商事からの借入要請に対し優先的に応えていたとみられるのである．そして，これらのことを総合して判断すると，メインバンクの安定的資金調達機能に関しては，通説のとおり「ありうる」とするほうが適切ではないかと考えられるのである．

メインバンクの最後の貸し手機能

このほか，先に指摘したようにメインバンクの最後の貸し手機能についても三輪は，「危ない会社」に対するメインバンクの融資シェアの推移でもって捉え，メインバンクの経営危機先救済機能は観察しえないとしている．そこでは，「危ない会社」の支援・救済はメインバンクのみの機能であると暗黙のうちに想定されているが，経営危機先に対しては銀行だけでなく，生産・販売・資本面で緊密な関係にあるメーカーや商社が金融面から支援策を講じるケースもみられるという点にも留意する必要があろう．そうした場合には，メインバンク・シェアが表面的には低下することもありうるため，融資シェアの増減だけでもってその救済機能を論じることはできない．メインバンクの危機先救済機能を分析するに際しては，金利減免，元本返済猶予といった損失負担を伴う支援措置実施の有無をも含めて論じる必要があると思われるのである．

加えて，三輪の分析においては「危ない会社」におけるメインバンク・シェアが10年前のそれと比較されているが，そうした場合には，融資シェア変動自体がメインバンクによる危機先救済態度だけでなく，10年間のマクロ経済的，産業構造的な環境変化や当該企業の経営内容変化に伴う融資シェアの変化をも反映しているため，シェア変動だけでもって議論すると誤った結論を導く可能性がある点は否定できない．仮にメインバンクの融資シェアの変化でもってその救済機能を議論するのであれば，「危ない会社」が健全な状況から危なくなる過程においてメインバンク・シェアがどのように変化したかをその判断基準として採用すべきであろう．

こうした観点に立って本章では，Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990)

表 9-3　融資シェア変化からみたメインバンクの経営危機先救済機能

（貸付金シェア，%）

	メインバンクの融資シェア	うち融資シェア上昇先		融資シェア低下先	
		企業数	平均値	企業数	平均値
－3期	23.27(10.93)	43	19.43(7.05)	38	27.62(12.75)
－2	23.90(11.21)	49	19.25(6.52)	45	29.02(13.18)
－1	23.36(9.32)	49	20.86(6.51)	45	26.08(10.75)
0	23.01(7.83)	49	22.30(6.80)	45	23.74(8.91)
1	24.47(10.49)	49	24.10(8.65)	45	24.87(10.78)
2	24.17(10.30)	49	23.13(9.94)	45	25.29(10.15)
3	24.57(10.66)	48	24.85(10.43)	45	24.28(10.15)

（注）1.　融資シェアは，メインバンクからの借入比率の単純平均．
2.　対象企業は Hoshi et al.（1990）において「経営危機先」（インタレスト・カバレッジが2期連続して1を下回った企業）と認定された125社のうち94社．0期が経営危機発生時期を示す．
3.　（　）内は標準偏差．なお，融資シェアが不変の企業については上昇先に含めることとした．

（資料）　東洋経済新報社『企業系列総覧』．

が1978年度から1984年度の7年間を標本期間として特定した経営危機先（2期連続して営業利益が利息支払額を下回った先）125社のうち94社[3]を対象として，2期前の健全なときに比べて経営危機に陥った企業に対するメインバンクの融資シェアが上昇しているか否かについて1977年度から89年度を標本期間として検証したところ，表9－3のとおり，メインバンク融資比率が上昇しているのは94社中49社（52.1%），標本企業の概ね半数に過ぎないとの計測結果がえられた．この数字だけから判断すると，三輪と同様にメインバンクの経営危機先救済機能に対しては疑問の念を抱かざるをえない．

しかしながら，メインバンクが他の銀行よりもいち早く入手した内部情報に基づき借入企業の経営危機発覚前に貸付債権の回収を図るといった行動に出れば，当該銀行のメインバンクとしての名声が失墜し，今後他の銀行からの融資協力がえられにくくなる，取引先企業が他の銀行にメインバンクを乗り換える，といった事態に直面するため，受動的であるにせよ，何らかのかたちで経営の再建に協力しているのではないかと考えられる．実際，メインバンク・シェアの低下した45社の再建状況についてみると，表9－4のとおり企業集団内の親密先，資本・生産・販売系列上の「上位会社」あるいは親会社といった主体のいずれかが単独あるいは共同で救済の手を差し伸べている事例が45社中33社とかなりの部分を占めており，自力で再建に努めているのは12社に過ぎないこと

表 9-4　メインバンク・シェアが低下した経営危機先に対する経営支援企業の内訳　(社数，(　) 内は構成比，%)

被経営支援先企業の内訳	企業数
旧財閥系企業	7 (15.6)
独立系企業	38 (84.4)
うち自力で再建に努めている先	12 (26.6)
生産，資本面等での上位企業から支援をえている先	20 (44.4)
取引先の大手商社から支援をえている先	3 (6.7)
海外の親会社から支援をえている先	3 (6.7)

(注)　旧財閥系企業とは，6大企業集団の社長会構成企業のことをいう．
(資料)　ダイヤモンド社『会社要覧』，東洋経済新報社『企業系列総覧』．

がわかる．[4] これは，わが国においては経営危機先の救済に際しては融資銀行団だけでなく，資本・販売面で系列関係にある大企業も重要な役割を果たしているという事実を反映したものと思われる．後者のタイプの企業救済において問題となるのは，メインバンクあるいは融資銀行団がどのような役割を果たしているのかという点であろう．

危機先の救済に乗り出した大手の非金融法人も，当然のこととして生産，販売面だけでなく金融面からも支援措置を講じることになる．そして，大手の非金融法人が資金援助を行ったとしても，大口債権者たる融資銀行団からの協力が得られなければ企業再建自体が水泡に帰すおそれがある点には留意する必要がある．したがって，経営危機先に対するメインバンクの融資シェアが低下していたとしても，メインバンクは貸出金の回収を急がない，あるいは既往融資残高を維持するという消極的な対応でもって経営危機先を支援しているとも解釈しうるのである．そして，経営危機先94社のほとんどの企業再建に対しメインバンクは，直接あるいは間接的にせよ，何らかのかたちで関与していると考えると，通説のようにメインバンクは「最後の拠り所」であるとしてもあながち間違いはないと思われる．

2．エージェンシー・コスト・アプローチによるメインバンクの資金安定供給機能に関する分析

第2の分析手法であるエージェンシー・コスト・アプローチは，メインバンク関係を維持している企業の外部資金調達は安定化し，その分だけ投資実行に対する内部資金制約が弱まるという点に着目のうえ，設備投資関数の推定を通

じてメインバンクの「資金供給の安定化機能」を統計的に検討しようとするところに特徴がある．実際，Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1991) や岡崎・堀内 (1992) は，こうした観点から，内部資金やメインバンク関連変数を説明変数に含む設備投資関数の推定結果からメインバンクの資金供給安定化機能を評価している．

Hoshi et al. (1991) は，東証1部上場企業（製造業）145社を系列企業と独立企業に分類のうえ，標本企業全体およびそれぞれの企業グループ毎に内部資金を説明変数に含む投資関数を推定し，①投資支出がその内部資金の多寡に依存すること，②系列企業においてはそうした内部資金制約が独立企業と比較して有意に低下すること，を見いだした．そして彼らは，こうした分析結果に基づき，有力銀行との間でメインバンク関係を確立している企業においては，負債資金調達上のエージェンシー・コストが削減されるため，内部資金が投資支出の制約とはなり難いと結論づけている．もっとも，Hoshi et al.の議論においては系列企業のみがメインバンク関係を有することができると暗黙のうちに仮定されているなど，メインバンク関係と企業系列とが同一視されているという点を考慮すると，その実証結果がメインバンクの役割を適切に抽出のうえ測定しているとは必ずしもいい難い．メインバンク関係とは銀行と借入企業との間の金融取引に関する慣行であり，企業系列とは次元の異なった概念のため，銀行は系列以外の企業との間でもそうした取引関係を確立していると考えられるからである．

また，岡崎・堀内 (1992) は，大手電気機器企業38社を対象として，メインバンク関係を貸出比率，保有株式比率および派遣役員数という3変数でもって明示的に捉えるとともに，これらの変数を説明変数に加えた設備投資関数を推定し，Hoshi et al.と同様に内部資金が企業による投資支出を制約しているという結果をえている．そして，彼らはメインバンクの機能はその融資比率により有意に示しうると主張している．岡崎・堀内の実証分析は Hoshi et al.では企業系列と同一視されていたメインバンク関係を明示的に捉えるところに特色があるが，①メインバンク関係自体が明確に規定されていない，②貸出比率等メインバンク変数の変動方向とエージェンシー・コスト削減効果との関係が一意的であるとは必ずしもいえない，③貸出比率等のメインバンク3変数は互いに密接な関係にある，という点を考慮すると，そうした変数の選択については

もう少し検討の余地があったのではないかと考えられる．

Hoshi, Kashyap and Scharfstein (1990) も，メインバンクの経済的重要性をその融資比率および持株比率により捉えるとともに，金融危機にある企業125社の設備支出をそうした変数等で回帰し，①系列企業は独立企業に比べて高水準の設備投資を金融危機にあっても行っている，②独立系企業の設備投資はメインバンク関係の強さからプラスの影響を受けている，③系列企業の設備投資は，系列自体が密接なメインバンク関係を包含するものであるため，メインバンク関係の強さからは有意な影響を受けていない，との結論をえている．もっとも彼らの場合も，企業系列とメインバンク関係との効果がどこまで峻別されているかについては判然としていないほか，融資比率や持株比率の大きさでもってそもそもメインバンク関係の強弱が測定しうるのかという疑問が残る．

3．役員派遣とメインバンクの監視機能

第3のアプローチは，借入企業の倒産あるいは銀行からの役員派遣受入といった事象発生の有無を被説明変数とするプロビット・モデルの推定を通じて，メインバンク関係の「最後の拠り所」としての機能を統計的に検証しようとするものであり，藤原 (1993)，Morck and Nakamura (1992)，Kaplan and Minton (1992) などがあげられる．藤原 (1993) は，過去10年間の大口倒産企業上位100社を対象として，倒産形態（再建型か清算型か）と融資シェアや取引金融機関数でみたメインバンクの倒産企業に対するコミットメントとの間の関係をプロビット・モデルにより分析し，倒産企業に対するメインバンクのコミットメントが強いほど，和議，会社更正といった再建型の整理となる可能性が高いという結論をえている．このように借入企業が倒産という事態に陥った場合にメインバンクがどのような行動を採るのかという問題を分析することの重要性は否定しえない．しかし，メインバンクの「最後の拠り所」としての役割を統計的に検討したいのであれば，むしろ経営危機に瀕した企業に対しメインバンクがどのような要因を重視しつつ救済策を講じるのかという事前的問題を対象として論じるのが本来のあり方ではないかと考えられるのである．

Morck and Nakamura (1992) は，メインバンク関係を経営者に対するインセンティブ・メカニズムの一形態として捉えたうえで，役員派遣を銀行による借入企業経営への介入を示す事実として重視し，そうした事実発生の有無を

当該企業の株価収益率（産業平均とのポイント差）や銀行借入依存度との関係で説明しようとするプロビット・モデルの推定結果に基づき，①銀行借入比率の高い企業ほど役員派遣を受け入れる確率が高い，②銀行からの役員派遣は株価収益率でみた借入企業の業績悪化後，遅滞なく行われている，③その意味で，日本においてはメインバンク関係がアメリカでは資本市場に期待される企業監視という役割を果たしている，と結論づけている．

こうした議論は，これまでのメインバンクの機能に関する主張を統計的に支持するものであり，確かに興味深い．しかし，彼ら自身が認めているように，サンプルの中には「健全な企業」と「経営が悪化した企業」とが混在しているほか，「定例的な役員派遣」と「経営再建のための派遣」とが峻別されないままに銀行からの役員の新規派遣でもって企業経営への介入があったとみなされるなど，そもそもデータ自体に何らかのバイアスがかかっている可能性が排除できない点には留意する必要があろう．

因みに，われわれの検討結果によると，後で詳しく論じるように，銀行からの役員派遣のほとんどは定例的なものであり，しかも銀行の人事政策の一環として実施されている高年齢層の再就職先確保策といった側面が強いと考えられるのである．したがって，役員派遣の有無を基準としたプロビット・モデルに関し良好な推計結果がえられたとしても，それが単なる見かけ上の相関関係を摘出したものか否かを counter sample に基づく検討等を通じて，その妥当性を吟味のうえ慎重に論じる必要があろう．彼らはまた，銀行による企業経営への介入「前」と「後」で企業経営パフォーマンスに何がしかの変化が見られうるか否かをイベント・スタディ的に検討し，①銀行による経営への介入は主として不良資産の売却を通じる負債の返済，余剰人員の整理といったかたちで進められるなど，「縮小均衡（ダウンサイジング）」型が一般的となっている，②その結果，銀行介入後は，金融収支の改善が顕著にみられる，という観察結果を報告している．

Kaplan and Minton (1992) は，方法論的には Morck and Nakamura と同一の統計的分析手法を用いて，銀行と一般事業法人の経営危機に陥った企業に対する支援・救済措置の経済効果を比較のうえ，次のように結論づけている．すなわち，役員派遣後の経営危機先企業の業績推移を銀行支援先と一般事法支援先という 2 つのグループに分けて比較すると，後者のほうが回復力が高く，

その意味で銀行よりも一般事法による企業支援・救済のほうがより実効的であるとしている．彼らの議論は，これまで余り意識されて来なかったメーカーや商社による危機先支援行動を明示的に捉えようとしている点で評価しうるが，その反面，銀行とメーカー・商社が救済しようとする企業の経営・財務状況の間にもともと有意な差があったか否かが報告されていない結果，そうした回復力の相違が支援対象企業の体力差を単に反映したものか，あるいは支援措置のあり方の違いを反映したものかを峻別しえないほか，銀行とメーカー・商社は互いに緊密な連絡を採りつつ危機先企業の支援・救済措置を講じるなど，両者の救済機能は補完的であるという点が軽視されている点には留意する必要がある．

第2節　メインバンク関係の実証分析

以上のような実証分析は，それまで当然視されていたメインバンクの機能を実証的に検討しようとするものであり，メインバンク関係の経済的意義や役割を考えるうえで重要な役割を果たしている．しかしながら，理論・制度面からのメインバンク関係に関する分析と比較すると，両者の間には「無視し得ない懸隔」(堀内・随 (1992)) があるように思われる．それゆえ，ここでは，メインバンク関係の実態に関する理解の向上を狙いとして，①メインバンク融資比率の決定要因を実証的に分析のうえ，Hoshi et al. (1990) や岡崎・堀内 (1992) 等が主張するように，メインバンク関係の強弱と融資比率との間には何らかの相関関係があるか否かについて検討を加えた後，②メインバンクによる役員派遣の意味するところを再検討するとともに，③メインバンクの「最後の拠り所」としての機能についてもう少し詳しく検討することにしたい．

1．メインバンク融資比率の決定要因

エージェンシー・コスト理論とメインバンクの融資比率

メインバンクの融資比率がどのような要因に基づき決定されるのかという点に関しては近年，池尾・広田 (1992) や広田・福田 (1992) のように，エージェンシー・コスト理論に基づく企業の最適資本構成問題の中で論じられることが多い．そうした議論においては通常，メインバンクは借入企業の財務状況を

適切に監視していることから，当該企業の経営者が貸し手銀行の利益に一致しないような投資行動を採ることが少なくなると想定されるとともに，メインバンクからの融資比率と負債発行額との間には次のような関係があると主張される．すなわち，第1に，メインバンクの存在は借入企業による融資銀行団の利益を損なうような行動を抑制し，投資が失敗した際に銀行が負担しなければならない損失（負債のエージェンシー・コスト）の引き下げを通じて負債発行を促進する効果を有しているため，負債残高の大きい企業ほどメインバンク・シェアが高い．第2に，投資プロジェクトのリスクが大きいほど，企業は負債発行を抑制するとともにメインバンクからの借入比率を高めようとする．第3に，メインバンクの融資比率はメインバンク自体のリスク負担能力や当該企業の将来性に関する判断に依存し，そうした能力や判断が高いほど融資シェアは高まる．

このようなエージェンシー・コストに基づく議論は，メインバンクの融資シェア決定に関する理論的基礎を提供してはくれるが，そうした議論を根拠としてメインバンクの融資シェアを実証的に検討しようとする場合には解決すべき問題が少なくない．というのも，エージェンシー・コストという理論的概念をどういった指標でもって統計的に捉えるのが適切かという点に関しては明確な基準がないからである．これまでの研究においては研究開発・広告費比率がその代理指標に採用されることが多いが，そのうちどの部分までがエージェンシー・コストなのかを判断するのは極めて困難な作業であるといわざるをえない．仮にそうした指標でもってエージェンシー・コストを定量的に測定し，良好な実証結果がえられたとしても，その結果の解釈に関しては慎重に取り進める必要があると考えられるのである．

また，これまでのメインバンク融資シェア決定に関する実証研究においては，銀行による融資比率決定に関する最適化行動が捨象されている，あるいは銀行は企業が最適資本構成問題の解として導き出した借入金額を受動的かつ無制限に供与すると想定されている点にも留意する必要がある．例えば，ある特定の企業が最適な負債額を算出のうえ当該金額の借入要請を行ったとしても，それが信用度やマクロ経済動向等から導かれる個別企業向け与信限度額を上回ったり，あるいは当該与信を実行すれば産業全体としての与信限度額を超過する事態に至るのであれば，銀行としては貸出金の最適ポートフォリオ構成維持のた

め，限度超過額については融資を断るという行動に出ると考えられるのに対し，そうした行動が暗黙のうちに排除されているのである．

融資シェア決定に関するありうべきアプローチ

したがって，メインバンクの融資シェアに関しては，企業の最適資本構成問題と銀行による最適貸出ポートフォリオ選択問題との同時決定モデルの中で議論するのが，本来ありうべきアプローチではないかといえよう．もっとも，そうしたアプローチを実際に遂行するに際してはかなりの困難を伴うとみられるほか，広田・池尾（1993）が指摘するように，いわゆるバブル期を除けば，わが国企業金融におけるエージェンシー・コストは相対的にみて僅少であったと考えられるため，ここでは取りあえず，メインバンクの融資比率決定要因を，借入企業の最適資本構成問題とは切り離して，銀行の最適貸出ポートフォリオ選択問題として実証的に検討することにした．

そして，先にみたようにメインバンクの融資シェアに関しては一般に，①メインバンク自体のリスク負担能力や当該企業の将来性に関する判断に依存し，そうした能力や判断が高いほど融資シェアは高まる，②メインバンクの存在は負債のエージェンシー・コストを引き下げ，負債発行を促進する効果を有しているため，負債残高が大きい企業ほどメインバンク・シェアが高い，という理論仮説が導かれるため，こうした仮説の検討を通じてメインバンク融資シェアの決定要因を統計的に探ることにした．メインバンク融資シェア決定要因の分析に際し想定した回帰方程式は，次式のような極めて単純なものではあるが，これまでの実証研究との対比では企業の借入残高をメインバンクの自己資本で規準化した変数でもって銀行のリスク負担度合いを明示的に考慮しているところに特徴がある．

$$MBS_t = a_0 + a_1 ND_t + a_2 PRO_t + a_3 LAST_t + u_t \qquad (1)$$

ただし，MBS_t＝メインバンクの融資シェア，ND_t＝メインバンクの自己資本で規準化した企業の借入残高，PRO_t＝企業の収益性指標，$LAST_t$＝企業の総資産残高，u_t＝ホワイトノイズとする．

すなわち，銀行は預金者からの厚い信頼に基づく資産運用委託に応えるべく，万が一借入企業が倒産するに及んだとしても経営の健全性を維持しうるよう貸出ポートフォリオのリスク分散に努めており，個々の企業に対する融資量の決

定に際しては当該企業が倒産した場合の損失を自己資本でカバーしうるか否かが重要視されている．ND_t は，こうした銀行による借入企業倒産に伴う絶対的なリスク負担度合いを明示的に捉えるべく導入された変数であり，絶対的リスク負担が大きければ融資シェアは低下すると見込まれることから $a_1<0$ が符号条件として課される．PRO_t は収益率で示される借入企業の将来性に関する代理指標であり，借入企業の将来性が高いほどメインバンク以外の銀行からの融資協力がえられやすくなる結果，メインバンクによる融資シェアは低下すると考えられるため，パラメータ a_2 に対しては $a_2<0$ が符号条件として課される．そして，$LAST_t$ はエージェンシー・コストの理論から導かれるメインバンク融資比率と負債残高との間の正の相関関係を検討するために追加的に挿入された規模指標であり，そのパラメータは $a_3>0$ という符号条件を満たす必要がある．

推計結果の解釈

表9－5は，電気機器および化学というわが国を代表する2産業に属する主要企業を対象として，各産業毎に(1)式を推定した結果を要約したものである．推定の対象企業を電気機器および化学という2つの産業に絞ったのは，仮に製造業全体を対象とした場合に直面する，企業金融構造に関する産業間の相違をどう調整すべきかという問題の発生回避を狙いとするものである．推計の対象企業としては，三菱総合研究所発行の『企業経営の分析』（平成4年度版）の電気機器産業および無機・有機化学工業欄に掲載された企業のうち，融資順位第1位という意味で都市銀行がメインバンク先となっている主要企業を選択した（電気機器産業：28社，化学産業：29社）．[5] そして，1992年度の標本企業の財務データに基づき，上記の方程式(1)を推計することにしたが，ND_t については企業の借入残高を銀行の自己資本（BIS自己資本比率規制上の基本的項目（tier 1 capital））で除したもの，PRO_t は過去3年間の売上高経常利益率（単純平均）の業種平均からの乖離でもって統計的に捉える一方，$LAST_t$ には総資産残高の自然対数値を用いた．

回帰方程式(1)の推定は，表9－5に示したとおり，電気機器，化学の各産業毎に実施された．同表の(1)および(3)欄は $LAST_t$ を除外した場合の，そして(2)および(4)欄は $LAST_t$ を含むときの推定結果を要約したものである．

表 9-5　メインバンク融資シェア方程式の推定結果

推定式：$MBS_t = a_0 + a_1 ND_t + a_2 PRO_t + a_3 LAST_t + u_t$

	電気機器		化　学	
	(1)	(2)	(3)	(4)
a_0	0.2366*	0.4648*	0.2239*	0.8906*
	(14.7530)	(2.7335)	(14.5506)	(7.4938)
a_1	−0.0066*	−0.0035	−0.0080*	0.0034
	(3.6098)	(1.1732)	(2.7783)	(1.2202)
a_2	−0.5440	−0.2628	−0.4501	0.1720
	(1.1474)	(0.5141)	(0.9250)	(0.4948)
a_3		−0.0120		−0.0592*
		(1.3477)		(5.6314)
$\bar{R}^2$	0.3011	0.3232	0.1713	0.6201
DW	1.1472	1.3318	1.8345	2.0569

(注)　*，**はそれぞれ有意水準5％，10％で「パラメータの推定値は零である」という帰無仮説が棄却されることを示す．

〈参考〉利用データの分布状況

	電気機器		化　学	
	平均	標準偏差	平均	標準偏差
MBS	0.2032	0.8290	0.1992	0.0743
ND	5.0457	7.3020	3.0821	4.5751
PRO	0.0274	0.0283	0.0410	0.0271
LAST	12.448	1.5037	11.858	1.1918

(資料)　三菱総合研究所『企業経営の分析』，東洋経済新報社『企業系列総覧』．

$LAST_t$ を含まない場合（(1) および (3) 欄）の推定結果は決定係数等から判断すると概ね良好であり，パラメータ a_1, a_2 の推定値は両業種とも概ね一致した値となっているほか，両パラメータともに符号条件を満たす一方で，a_1 は有意にゼロと異なる，a_2 については有意にゼロではないとはいえないという点でも一致している．これらの結果は，メインバンクの融資シェア決定に際しては，借入企業の倒産リスク負担がかなりの程度意識されていることを示唆していると考えられるが，それはまた，「融資金額の決定に際しては，たとえ借入企業が超優良先であったとしても，リスク負担の観点から総借入金の3分の1を上回ることのないように配慮している」という都市銀行の貸出担当者からの指摘とも整合的である．

次に $LAST_t$ を含んだ推定結果（(2) および (4) 欄）をみると，含まない

場合に比べ決定係数等が上昇する一方で，パラメータ a_1 の有意性が大きく低下している（電気機器産業においては符号条件も満たさなくなる）が，これは多重共線性の問題が発生していることによるものと思われる．すなわち，メインバンクのリスク負担度を示す変数である ND_t も，実は借入金残高に関するひとつの規模変数であり，$LAST_t$ とは強い相関関係にあることから，$LAST_t$ を説明変数に加えたことで説明変数間の直交条件が満たされなくなったと考えられるのである．したがって，メインバンク融資シェア決定要因の規模指標としてはそのリスク負担度合いを測定する ND_t だけで十分であり，メインバンクは自己資本で規準化した借入企業のリスク度とその将来性を重要な基準として融資シェアを決定していると結論づけられよう．この結論はメインバンク・シェアと借入残高との間には明確な相関関係がみられないことを意味しているが，それはまた，広田・池尾（1993）が指摘しているように，わが国においてはエージェンシー・コストが問題となるような事態には頻繁に至っていないことをも示唆していると考えられる．

融資シェアの時系列変動をどのように理解するか

この間，メインバンク融資比率の推移を時系列的にみると，堀内・福田（1987）が指摘したように，趨勢的な低下傾向にある（表9－6）．例えば，第一勧業銀行の系列企業（東証1部上場企業）の借入金総額に占めるメインバンク・シェアをみると，1967年度の末の44.7%をピークとしてその後は低下傾向にあり，1983年度末には26.1%にまで低下しているのである．こうした現象がなぜみられるのかについては，これまでのところ，ほとんど議論されていないが，この問題に関しても上記実証分析結果のフレームワークの中で理解しうると考えられるのである．すなわち，銀行が与信リスクの管理あるいは経営の健全性維持のため，自己資本を基準として一企業に対する内部的な融資限度額を設定しているとすると，増資実行がない場合には，銀行の自己資本の伸びは税引後利益から社外流出を差し引いたものであり，それはまた企業からの借入増加要請を往々にして下回ることから，結果的にはメインバンク・シェアの傾向的低下が事実として観察されるのである．そして，メインバンクのシェア低下に伴う不足部分については，その他の銀行が借入企業の財務内容の好転などを眺めつつ積極的に貸し応じていったと推察されるのである．

表 9-6　メインバンク融資シェアの時系列的推移

(融資シェア，%)

	1962年度	1967	1972	1977	1983
第一勧業	36.5	44.7	29.9	27.1	26.1
三　井	28.4	25.6	24.2	21.9	19.7
三　菱	41.4	32.0	31.0	29.4	28.0
三　和	40.0	31.7	32.0	31.9	28.1
住　友	40.8	35.1	30.3	28.3	26.5
富　士	36.8	34.8	32.9	27.4	24.5

(注)　各系列企業（東証1部上場企業）の借入総額に占めるメインバンクからの借入比率.
(出所)　堀内・福田 (1987).

このようにメインバンクの融資シェアはリスク負担度合いおよび借入企業の将来性の減少関数であり，企業の借入残高増加を背景として低下しうる．したがって，Hoshi et al. (1990) や岡崎・堀内 (1992) が主張するようにその大小でもってメインバンク関係の強弱を議論したり，把握しようとするのは適切なアプローチであるとは必ずしもいえない．

2．役員派遣の経済分析

プロビット・モデルによる分析とその限界

次に，メインバンクの機能の特徴のひとつとされる役員派遣について考えることにする．役員派遣については，先にみた Morck and Nakamura (1992) のほか，瀧 (1992) や Sheard (1994) などの研究がある．これまでのところ役員派遣をメインバンクによる監視機能の強化措置，あるいは経営危機先の企業経営に対する介入のシグナルとして捉え，役員派遣の決定要因をプロビット・モデル等を用いて統計的に分析することにより，メインバンクの最後の貸し手としての役割を検討するというアプローチが一般的となっている．そして，多くの場合，負債比率や銀行持株比率あるいは借入企業の収益率の大きさがメインバンクによる役員派遣決定の重要な要因であると結論づけられている．しかしながら，銀行借入および株式持合においてメインバンクに対する依存度が高い企業の中には，メインバンクから役員を受け入れていない企業も多数存在しているという事実を踏まえると，そうした指標が役員派遣の重要な決定要因であるとは必ずしもいい難い．実際，Morck and Nakamura (1992) は，東証1部上場製造業企業383社の1981年から87年にわたる5年間（1986年を除く）

表 9-7　経営危機先企業のメインバンクからの役員受入状況

（社，（　）内は構成比，%）

対象企業	役員受入実績のある企業数	うち定例受入先
経営危機先94社合計	59 (62.8)	50 (53.2)
うちメインバンク融資シェア上昇先（49社）	32 (34.1)	26 (27.7)
メインバンク融資シェア低下先（45社）	27 (28.7)	24 (25.5)

（注）1．役員受入実績のある企業とは，1977年度から89年度までの間にメインバンクから役員派遣を受け入れた実績のある先のことをいう．
2．定例受入先とは，対象期間中，3年間以上にわたり中断なく継続的に役員を受け入れている先のことをいう．

の財務データを「役員派遣があった時」と「そうでない時」という2つのグループに分け，各グループ毎に負債比率や収益率等の平均値および標準偏差を計算した結果を報告しているが，その計測結果をみても，役員派遣のあった時となかった時との間には有意な差が統計的にみて観察されえないのである．

役員派遣事例の統計的分析

また，本章でメインバンクによる経営危機先救済機能を論じる際に採用した企業94社を対象として，1977年度から1989年度までの期間におけるメインバンクによる役員派遣状況を検討すると，表9－7のとおり，むしろメインバンクは企業業績に関わりなく定例的に役員を派遣しているという行動が読み取れる．一方，例えば業績が悪化した借入企業に対しては，経営の立て直しを狙いとして新規に役員を派遣する，あるいは銀行内においてより上席の地位にあった役職員を社長，副社長として派遣し，企業経営に対する介入度合いを高めるといった，借入企業の業績と高い相関関係を有している役員派遣事例はさほど多くはないといわざるをえない．

すなわち，経営危機先企業94社のうちメインバンクからの役員受入実績のある先は合計59社（62.8%）にのぼるが，そのうち50社が過去3年間にわたって銀行出身役員の受け入れを中断したことがないという意味での「定例受入先」となっている．加えて，そうした傾向は，経営危機発生時におけるメインバンクの企業救済態度の如何に関わらず，共通してみられるという点にも留意する必要がある．このことはまた，メインバンクによる経営危機先への介入の有無を判断するうえで，役員の新規派遣実績は有効な基準とはなりえないことを意味していると思われる．

こうした銀行による役員の定例的派遣という事実認識は，有価証券報告書に記載された役員の経歴にまで遡って銀行による役員派遣の実態を調査・分析した瀧（1992）の研究結果とも一致している．すなわち，瀧は三菱銀行および日本興業銀行2行の役員派遣状況を子細に検討したところ，次のような特徴がみられると報告している．第1に，銀行から借入企業に派遣された役員の派遣時点での年齢は過去20年間，平均55歳程度で変わっていない．第2に，派遣先の企業は株式保有や融資面で非常に関係の深い企業に集中している．第3に，銀行は多数の役職員を借入企業に役員として派遣しているが，派遣された銀行出身の役員は当該企業において昇進していくというのが一般的なパターンであり，被派遣者が役員として銀行に復帰するという事例は極めて稀である．

これらのことからは，メインバンクあるいはより一般にいうと銀行は，定年前に退職した役職員の再就職先確保といった自行の人事政策上の要請に基づき，資本・融資関係において緊密度が高い企業を対象として役員派遣に関する意思決定を行っていると結論づけられよう．借入企業がメインバンクから役員派遣を受け入れるのは，そうした人的交流を媒介に緊密な関係を維持することで，安定的な資金調達先，最後の拠り所さらには安定株主として成長・発展を支える機能をメインバンクに期待しているからと考えられる．

そして，メインバンクあるいは銀行による役員派遣において特徴的なのは，銀行出身役員の任・罷免に関しては派遣元の銀行が相当程度の介入権限を有しているということであり，その結果，銀行出身役員の目はいきおい親元銀行のほうを向くようになる．これを借入企業サイドからみると，銀行出身役員は資金調達・経営権安定化のための「人質（hostage）」として受け入れてはいるものの，企業の経営・財務状況を監視するために派遣されてきた「お目付け役」として機能しているように映ることになり，メインバンクによる企業監視メカニズムとして役員派遣が強調されることになるのである．

3．メインバンクの企業救済は能動的に実施されるのか

最後に，再びメインバンクの最後の貸し手機能について若干角度を変えて論じることにする．通説ではメインバンクは経営危機に陥った借入企業に対しては率先して救済の手を差し伸べるとされるなど，その前向きあるいは能動的な側面が強調されているが，そうした捉え方は本当に正しいのであろうか．これ

までの研究は，Morck and Nakamura (1992), Sheard (1994) や藤原 (1993) に代表されるように，そのような能動的な企業救済を前提としたものであり，果たしてそういった仮説が現実的にみて妥当するのかを吟味した研究は，筆者の知りうる限り Kaplan and Minton (1992) 以外にはみられない．彼らの実証分析結果は先にみたとおりであり，メインバンクの企業救済機能に対してはやや否定的な結果をえているが，その分析自体，メインバンクの企業支援・救済活動のあり方が具体的に検討されないまま行われているという問題を有している点には留意する必要がある．それゆえ，ここでは，経営危機に直面したときのメインバンク融資シェアが2期前の健全時と比べて上昇あるいは低下したかを基準として，先に利用した経営危機に瀕した東証1，2部上場製造業企業94社を「メインバンクによる支援があった先」と「支援がみられなかった先」に分割のうえ，それぞれのグループ毎に経営危機先の売上・財務状況等を子細に分析することにより，メインバンクの企業救済のあり方を検討することにしたい．

メインバンクによる経営危機先企業への対応

一般に，金融面での問題に直面した借入企業に対しメインバンクが経営支援策を講じるに至るケースとしては，次の2つが考えられる．第1は，財務状態が良好であることから，当該産業に加わったマクロ経済ショックあるいは不適切な経営に関する意思決定により一時的に経営の悪化を余儀なくされたものの，卓越した技術・収益力を背景として直ちに安定成長経路に復帰しうると考えられる企業に対する支援である．これは経営悪化先に対する「前向きの経営支援」とでも称されるものであり，そうした場合，銀行は企業に対し不良資産・在庫の整理を勧奨する一方で，赤字補塡・在庫資金として長期運転資金を供与し，金融面および取引先企業ネットワークを通じて当該企業のリストラクチャリングを支援することになる．また，この種類の経営支援は銀行が能動的に実施するものといえる．

第2は，産業平均からみて経営・財務基盤がもともと脆弱な企業で，マクロ経済ショックや不適切な経営判断により経営状況が一段と悪化し，企業倒産の危機に瀕した先に対する，名実ともに「後ろ向きの企業救済」である．こうした倒産の危機に直面した企業のうち将来の業況回復が見込まれない先は，会社

更正法適用の申請，和議あるいは破産といったかたちで再建・整理の途が探られる．一方，過剰設備・不良資産の整理や事業分野の転換等を行うことで先行き業況回復の可能性が見込まれる企業や，倒産した場合の社会的影響が大きいとみられる企業については，メインバンクが中心となって金利支払の減免や元利金支払の支払猶予といった金融面からの支援措置が講じられることになる．

このようにメインバンクによる企業救済といっても，上記のようにその意味するところが大きく異なっている．加えて，メインバンク自体の対応も経営危機先の業況等を反映するかたちで能動的なものとなる場合がある一方で，止むをえず受動的に支援策を講じるといった事例も無視しえない．このため，その機能の分析に当たっては，こうした点にも十分配慮のうえ取り進める必要があるといえよう．

経営危機先企業とメインバンクによる救済との関係

表9-8は，インタレスト・カバレッジ・レシオが2期連続して1を下回ったという意味での金融的危機が生じた会計年度を基準として，経営危機に陥った東証1，2部上場製造業企業94社の前後3年間における売上・財務状況を「メインバンクによる金融支援があった先」と「金融支援がなかった先」に分けて整理・報告したものである．[6] なお，メインバンクによる金融支援の有無については，これまでの議論と同じく，危機発生前と比較してメインバンクの融資シェアが上昇したか否かで判断した．同表に示された各指標の平均値と標準偏差を比較すれば明らかなように，「金融支援があった先」と「支援がなかった先」との間には統計的にみて有意な相違を見いだすことが出来なかった．これは，危機先企業の売上・財務状況だけではメインバンクによる経営支援企業の選択基準を議論しえないこと，したがって，Morck and Nakamura (1992)，Kaplan and Minton (1992) に代表される実証分析のように，プロビット・モデルを用いてメインバンクによる金融支援の決定要因を分析しても，「非支援先」も「支援先」に認定される度合いが高いという意味で支援決定要因を統計的には抽出しえないことを示唆していると考えられる．それゆえ，本稿では，やや単純な方法という謗りは免れえないが，「支援先」と「非支援先」の状況を各指標毎にその平均値のみを比較のうえ，メインバンクが金融支援を行う企業の経営・財務上の特徴点を浮かび上がらせることにしたい．

表 9-8　経営危機に陥った借入企業の経営・財務状況の推移

(1)　借入企業の財務データでみた経営・財務状況

	経営危機企業 合　計	メインバンクによる支援先		メインバンク支援がない先	
		企業数	平均値	企業数	平均値
インタレスト・カバレッジ・レシオ（倍）					
−3期	2.012 (1.396)	43	2.095 (1.607)	38	1.918 (1.190)
−2	1.713 (1.153)	49	1.816 (1.483)	45	1.600 (0.770)
−1	0.497 (0.544)	49	0.442 (1.296)	45	0.556 (0.374)
0	−0.261 (2.260)	49	−0.710 (2.258)	45	0.228 (0.550)
1	0.307 (1.957)	49	0.098 (2.801)	45	0.533 (1.037)
2	0.756 (1.793)	49	0.771 (2.393)	45	0.739 (1.172)
3	0.900 (1.823)	48	0.800 (2.255)	45	1.006 (1.147)
負債比率（%）					
−3期	81.93 (9.33)	43	83.63 (11.20)	38	80.01 (9.67)
−2	80.96 (9.18)	49	81.99 (8.59)	45	79.84 (9.80)
−1	82.26 (8.84)	49	83.29 (8.30)	45	81.13 (9.44)
0	84.42 (8.96)	49	85.44 (8.33)	45	83.30 (9.39)
1	85.38 (8.47)	49	86.26 (8.09)	45	84.42 (9.11)
2	85.15 (10.21)	49	87.08 (8.38)	45	83.08 (11.03)
3	84.96 (13.37)	48	86.85 (12.59)	45	82.94 (10.45)
総資産営業利益率（%）					
−3期	5.53 (3.63)	43	5.09 (3.70)	38	6.04 (3.68)
−2	4.97 (3.41)	49	4.93 (3.90)	45	5.02 (2.25)
−1	0.76 (2.31)	49	0.33 (4.10)	45	1.22 (2.19)
0	−1.18 (3.57)	49	−2.06 (3.62)	45	−0.23 (2.33)
1	0.64 (5.41)	49	−0.07 (5.26)	45	1.41 (4.61)
2	2.03 (6.11)	49	2.10 (6.60)	45	1.96 (4.94)
3	2.02 (6.37)	48	1.41 (7.33)	45	2.67 (4.62)

(注)　対象企業は，2期連続してインタレスト・カバレッジが1を下回ったという意味での経営危機に瀕した企業（東証上場製造業企業）．（　）内は標準偏差．

表9-8の(1)は，経営危機先に直面した企業のインタレスト・カバレッジ・レシオ，負債比率および総資産営業利益率という企業の財務状況を示す諸計数の平均と標準偏差を，また(2)は，その負債比率，総資産残高および売上高の増加率それぞれの産業平均からの乖離度合いの平均と標準偏差をそれぞれ示したものである．[7] これらの経営・財務状況に関する諸計数を子細に検討すると，経営危機先企業は，(1)で示される絶対的基準，あるいは(2)の相対的基準のいずれでみても，おしなべて収益力が弱く，かつ財務内容も悪いという傾向が

(2)　産業平均との乖離でみた借入企業の経営・財務状況

	経営危機企業 合　計	メインバンクによる支援先		メインバンク支援がない先	
		企業数	平均値	企業数	平均値
負債比率（%）					
−3期	2.86 (10.07)	41	4.56 (8.51)	36	0.92 (11.80)
−2	2.30 (9.78)	47	3.58 (7.91)	43	0.90 (11.29)
−1	4.15 (9.55)	47	5.34 (7.87)	43	2.85 (11.07)
0	7.43 (10.73)	47	8.56 (8.82)	43	6.20 (11.78)
1	9.29 (10.60)	47	10.26 (9.33)	43	8.24 (12.00)
2	8.35 (13.14)	46	8.97 (11.66)	43	7.68 (12.36)
3	8.38 (12.95)	45	8.44 (13.87)	43	8.32 (11.82)
総資産増加率（前年度比，%）					
−3期	− 4.73 (12.49)	38	− 5.61 (17.24)	33	− 3.72 (23.48)
−2	− 3.77 (21.74)	45	− 3.97 (15.60)	43	− 3.56 (22.83)
−1	− 4.21 (17.64)	47	− 5.50 (10.51)	43	− 2.79 (20.62)
0	− 4.42 (16.13)	47	− 5.04 (9.88)	43	− 3.74 (12.09)
1	− 6.09 (10.66)	47	− 5.67 (9.63)	43	− 6.56 (13.09)
2	− 1.58 (11.64)	47	− 2.63 (11.11)	43	− 0.48 (16.04)
3	− 1.63 (14.10)	44	− 2.58 (11.25)	43	− 0.65 (12.03)
売上高増加率（前年度比，%）					
−3期	− 3.65 (11.49)	39	− 4.34 (11.50)	32	− 2.80 (11.06)
−2	− 1.48 (8.51)	46	− 1.12 (9.89)	42	− 1.89 (9.38)
−1	− 2.67 (10.72)	47	− 3.86 (8.16)	43	− 1.36 (12.63)
0	− 5.76 (10.64)	47	− 6.17 (9.05)	43	− 5.31 (11.74)
1	−11.18 (14.04)	47	−13.62 (13.50)	43	− 8.51 (11.39)
2	− 4.90 (8.98)	45	− 4.99 (13.24)	43	− 4.80 (9.95)
3	− 2.07 (10.61)	44	− 0.50 (10.70)	43	− 3.67 (9.94)

(注)　対象企業は(1)に同じ（ただし，その他製造業企業3社および総資産残高が急変動を示した企業1社を除く）．

読み取れる．例えば，経営危機先企業の売上高増加率は一貫して産業平均を下回っている一方で負債比率は産業平均を上回っているほか，インタレスト・カバレッジ・レシオで測定した経営の健全性の回復度合いもスローなものにとどまっているのである．

また，メインバンクによる経営支援先と非支援先とを比較すると，経営支援先のほうが財務状況，業況双方においてより劣悪な状況にあることがわかる．すなわち，支援先の負債比率は非支援先のそれを平均すると2～3%ポイント方上回るなど財務状況が悪いほか，インタレスト・カバレッジ・レシオおよび

総資産営業利益率でみた収益性もほぼ一貫して支援先のほうが低いといえる．さらに，両者の経営危機上の深刻度合いを比較すると，売上高や収益性指標から判断して，メインバンクによる支援先のほうが業況の落ち込みテンポが急激であるとともに回復テンポは鈍いという意味でより深刻であると考えられる．このため，負債比率の推移についてみると，非支援先では危機発生後翌期という比較的速い段階でピークに達した後，低下に転じているのに対し，支援先においては3期後でも顕著な改善が観察されえないという相違が指摘しうるのである．

メインバンクによる企業救済のあり方

こうした経営支援先と非支援先との間の経営・財務状況の相違を踏まえたうえでメインバンクによる企業支援・救済について考えると，それは自らが他の銀行に対しコミットした融資の安全性確保といった短期的な視点に加え，メインバンクとしての「名声」の維持という中長期的な観点からも実施されているといえよう．そうしたメインバンクによる金融支援はまた，前章で述べたように，借入企業が債務超過の状態に陥ったとしても流動性にそごが生じないよう銀行等が資金面から支援している限り，当該企業向け債権は不良債権に認定されないといった，わが国不良債権償却制度のあり方により制度的に認められ，実行可能となっている点には留意する必要がある．[8)]

また，メインバンクによる企業救済活動の中には，企業倒産を回避することで雇用ならびに地域経済の安定化に寄与するという社会的・公共的要請に基づく経営支援も散見されるが，そうした金融支援は「むしろ当局からの勧奨を受けて実施されるケースが多い」という銀行関係者からの指摘を考慮すると，銀行としては名声維持のため，やむをえず支援策を講じているという事例が多いのではないかと考えられる．Kaplan and Minton (1992) においては，銀行が支援・救済措置を講じた危機先企業の業況回復ははかばかしくないと結論づけられているが，そうした事実は，先にみたメインバンクによる支援先と非支援先との経営・財務状況比較を踏まえて考えると，メインバンクが「最後の拠り所」として経営支援策を講じるのは業況がかなりの程度悪化していたり，他に支援を実施する企業が見当たらない場合であるというように，経営・財務内容が持ち直すまでにはかなりの時間を要するという点を抽出したものであって，

メインバンクによる企業救済機能自体を否定してはいないと思われる．

以上要約すると，メインバンクとしては，短期的な損失を容認しつつも銀行経営上極めて重要な「名声」を維持・確保するという中長期的な観点に立って，わが国独特の銀行監督・規制制度に支えられるかたちで危機に瀕した借入企業に対してはむしろ受動的に金融面から支援・救済の手を差し伸べているのではないかと考えられるのである．そしてまた，これを外部から観察すると，メインバンクは金利の減免，元本返済の猶予さらにはリストラクチャリング遂行に際し必要となる新規貸出の供与を率先して行うなど，融資銀行団の前面に立って能動的に企業救済措置を講じているように映ると思われるのである．

第3節　ま　と　め

以上，前章および本章においては，わが国企業金融上の独特な取引慣行であるとされるメインバンク関係の意味するところ，国際比較からみた日本的特徴点とその背景，さらにはそうした事実関係に関する統計的検討を行い，メインバンク関係についての包括的な議論を展開してきた．当然のこととして，内容が多岐にわたるため，改めて論点を要約すると，次のようにまとめることができよう．

第1に，これまでの研究においては融資順位1位の銀行がメインバンクであると観念されるのが一般的となっているが，そうした捉え方はメインバンク特定化のための機能的定義としては容認しうるものの，メインバンクの概念自体を議論するに当たっては正確さを欠く定義であるといわざるをえない．銀行，企業の実務家がメインバンクと呼ぶのは，貸出だけでなく，預金や為替を含むすべての銀行取引において最大のシェアを誇る銀行のことであり，さらには各種の銀行取引も概ね融資シェアに準じて融資銀行に割り当てられている点にも留意する必要がある．メインバンク関係を論じるに当たっては，そうした特定の銀行への取引集中および融資シェアを基準とする各種銀行取引の割当がなぜ長期的かつ固定的に生じるのかという観点から検討する必要がある．

第2に，こうした観点に加え，メインバンク関係は貸し手と借り手との間の単なる貸借関係を超えたものであるとの指摘を考慮すると，メインバンク関係については，取引先企業による安定的な資金調達を保証するために考案された

制度的仕組みとして捉え，理解するほうが実態に近い．すなわち，メインバンク関係とは，多数の銀行の中から企業によりメインバンクに指名された銀行が当該企業の経営状況を常時監視するほか，その企業の信用度を融資の実行というかたちでその他の銀行に伝達するとともに情報生産に対する「ただ乗り」を容認することにより，他の銀行からの融資実行を誘い出し，ある一定の範囲内のリスク負担で取引先企業からの旺盛な資金需要を満たそうとするところに特徴があると考えられるのである．そうした中で，メインバンクは融資の安全性を他の銀行に対し事実上「保証」しているため，借入企業が経営危機に瀕した際には率先して救済措置を講じることが求められるのである．

第3に，メインバンクは取引先企業株式の大量保有を通じて平時においては，乗っ取り，敵対的買収の危険から当該企業を守るとともに，「声なき安定株主」として企業経営権の安定化に協力しているが，「いざという場合」にはそうした借入企業の経営に対し介入しうる権限を留保しているという点も忘れてはならない．実際，借入企業が経営危機に瀕した場合には，企業経営権への介入権限を行使して当該企業に対し経営陣の交代や刷新を求める，役員を派遣する，といったことを通じて企業再建を推し進めるなど，メインバンクは企業経営の効率化を促すうえで重要な役割を果たしている．これらはまた，取引先企業に対し事前に確約した資金の安定供給を確保するうえでの前提条件である融資の安全性およびメインバンクとしての「名声」を維持・確保するための行動として理解しうる．

第4に，メインバンク関係が以上のような資金の安定供給および借入企業の経営支配権安定化に関する2重の長期契約であり，これらの契約に基づき，銀行，企業が互いに相手の利益向上につながるような協調行動を採っているとすると，そうした契約の締結が法律的，制度的に保障されている必要がある．わが国の場合，銀行による借入企業の株式保有が認められるなど，両者間の協調行動に対する法的制約がなく，これがまた銀行保護的色彩の強い監督政策と相まってメインバンク関係の成立・発展を支えてきたと考えられる．実際，メインバンクは貸し手および株主としての2重の立場から借入企業の経営権に関与することが認められており，経営危機先への各種の支援措置を裁量的に実施しえるほか，企業の内部情報へのアクセスおよびそうした情報の自家利用も可能となっており，これらがメインバンクの監視・介入機能をより強固なものにす

る方向で作用している．

第5に，海外主要国においても，ハウスバンク（ドイツ），ラインバンク（アメリカ）と呼ばれる特定の銀行が，特定企業との銀行取引上独占的な地位を確保するとともに当該企業を相手としてrelationship bankingを展開している．これに対し，わが国のメインバンク関係は，決済預金を例外としてすべての銀行取引が概ね融資シェアに準じて融資銀行に割り当てられており，メインバンクが銀行取引を独占することはないという点でハウスバンク等と異なる．

また，銀行と企業との関係をみるとドイツにおいては，わが国と同様に銀行による株式保有が認められるなど両者が協調行動を採ることが可能となっており，ハウスバンクはメインバンクに類似した機能を有しているとされることが多い．実際，「銀行による企業支配」が時として問題になるなど，ドイツの大手銀行は，監査役派遣を通じて取引先企業の経営に強く関与しているほか，経営危機先に対する救済活動も実施している．もっとも，ハウスバンクによる経営危機先への資金供与は，倒産リスクは株主が負担すべきとの考えから，増資新株の引き受けや劣後融資の実行を通じて行われており，この点，銀行融資でもって救済資金を提供するわが国のメインバンクとは異なる．

一方，アメリカの場合，大恐慌以降，銀行による株式取得が禁止されるなど，銀行と企業とが協調的行動を採ることが制度的に認められていないほか，銀行主導による企業救済は，企業再建が失敗に帰したときには再建に関与した者の債権は全額他の債権に劣後するという「衡平的劣後化学説」により事実上その途が閉ざされているという点で，日本およびドイツと異なる．

第6に，現実経済での動きとの対比を強く意識しつつ，一般に想定されているメインバンクの機能を逸話的あるいは統計的観点から再検討したところ，結果的には，メインバンク関係はかなり固定的であるとともに，メインバンクは企業にとって安定的資金調達パイプおよび最後の拠り所として重要な役割を果たしていることが確認された．こうした結論は，わが国独特の金融慣行としてのメインバンク関係の重要性を改めて確認するものではあるが，メインバンクによる役員派遣の意義や企業救済のあり方に関しては，見方を変えなければならないのかもしれない．

役員派遣は借入企業の業況にかかわりなく，どちらかというと銀行サイドの都合により定例的に行われている公算が強いほか，経営危機先に対する救済・

支援策も，わが国の銀行監督行政のあり方に支えられるかたちでむしろ受動的に実施されている側面があることを否定できないように思われるのである．とりわけ，メインバンクによる企業救済機能を経営危機に陥った企業救済の実態との比較で吟味すると，通説のように銀行主導で積極的に企業の再構成を実施するという事例はむしろ稀であり，銀行以外に主導権を採る企業が見当たらなかったため，やむをえず危機先企業を資金面から支援し，景気の回復を待つというパターンのほうが一般的なのである．

第9章　注

1) 大手企業のうち鉄鋼，化学等大規模な生産設備を必要とする産業においては，運転資金あるいは日々の資金繰りは都市銀行が，また設備資金は長期金融機関がそれぞれ担当するという一種の「棲み分け」が慣行として存在し，前者を短期メイン，後者を長期メインと呼ぶことが多い．したがって，大手企業については長・短融資毎に計2行のメインバンクがありうることとなるが，金融界においては短期メインをメインバンクとして取り扱うのが一般的となっている．
2) 大口融資規制は1974年12月に導入され，5年間の経過期間を経た後，80年3月から適用されるに至った．
3) ここでは営業収益に配当金・受取利息を加えた「経常収益」が利息支払額を下回っているか否か（いわゆるインタレスト・カバレッジ）を基準として経営危機先を定義のうえ，標本期間を1989年度にまで延長して再計測したところ，7社が健全と認定された一方で，75年度以前からインタレスト・カバレッジ・レシオが1を下回っている企業が9社あり，この16社については計測対象から除外することにした．さらに，残りの109社の中には2度にわたって危機に陥ったと認定された重複先が3社，資本構成が大きく変化した企業が1社それぞれ含まれているほか，借入金がゼロであったり（5社），メインバンクの融資シェアが不安定であったり（6社）して計測結果に歪みを及ぼすおそれのある企業を除外したところ，結局94社にまで標本企業数が縮小することになったのである．
4) いうまでもなく，販売・生産や資本面で緊密な先が経営支援を行うという事例はメインバンク・シェアが上昇した先においても観察しうるが，そうしたメインバンク・シェアが上昇した経営危機企業の場合，自力で再建に努めている企業は49社中21社（42.9%）とほぼ過半を占めているという点を指摘しておきたい．
5) 標本企業の中には長期金融機関が融資順位1位という意味でのメインバンクと

なっている先が化学産業を中心として多数みられたが，こうした長期金融機関がメインバンクとなっている企業については以下のような事情を考慮した結果，分析対象から除外することにした．すなわち，長期金融機関の場合，①大口融資規制上の規制基準が緩やかである（都市銀行が自己資本の20％であるのに対し，長期信用銀行および信託銀行は30％），②融資残高の大半は設備資金であり，日々の資金繰りについてはさほど関与していない，といった点で都市銀行のメインバンクとは融資面での行動原理が異なっているため，両者を同じ標本に含めて分析すると，バイアスのかかった結果が導かれる可能性が否定しえないからである．

6) いうまでもなく，メインバンクによる金融支援があったか否かの判断は，メインバンク融資シェア変動（シェア上昇先に対しては支援があったとみなす）に基づく便宜的なものであり，先に指摘したように，融資シェアが低下したとしても既往融資残高を維持するという意味での消極的な支援を行っている可能性を否定するものではない．

7) 表9-8における諸計数の平均と標準偏差は，本来的には総資産残高等をウェイトとして求める必要があるが，ここでは計算の都合上，各企業毎に計算された経営・財務指標を単純平均したものを用いることにした．その結果，標準偏差の大きさが示すように，企業規模が小さく，かつ業況の変動の激しい先が相対的に大きな効果を及ぼしている点には留意する必要がある．

8) メインバンクによる企業救済とわが国における銀行監督規制政策との関連については，第8章を参照．

第9章　参考文献

広田真一・福田充男，「自己資本，負債，メイン・バンク借入――日本企業の最適資本構成――」摂南大学経営情報学部ディスカッション・ペーパー No. 19，1992年5月．

広田真一・池尾和人，「企業の資本構成と経営効率」，未定稿，1993年11月．

池尾和人・広田真一，「企業の資本構成とメイン・バンク」，堀内・吉野編『現代日本の金融分析』東京大学出版会，1992年．

藤原賢哉，「企業倒産とメインバンク制」金融学会『金融経済研究』第4号，1993年1月．

堀内昭義・福田慎一，「日本のメインバンクはどのような役割をはたしたか？」日本銀行金融研究所『金融研究』第6巻第3号，1987年．

堀内昭義・随清遠，「メインバンク関係の経済分析；展望」金融学会『金融経済研究』第3号，1992年7月．

三輪芳朗，「メインバンクとその機能」，中村・西川・香西編『現代日本の経済シス

テム』東京大学出版会，1985年.

岡崎竜子・堀内昭義，「企業の設備投資とメインバンク関係」日本銀行金融研究所『金融研究』第11巻第1号，1992年.

瀧　敦弘，「銀行による役員派遣の経済分析」，理論・計量経済学会報告論文，1992年.

Aoki, M., "Towards an Economic Model of the Japanese Firm," *Journal of Economic Literature*, Vol. 28, No. 1, 1990.

Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, "The Role of Banks in Reducing the Costs of Financial Distress In Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 27, 1990.

Hoshi, T., A. Kashyap and D. Scharfstein, "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, 1991.

Kaplan, S. N. and B. A. Minton, "'Outside' Intervention in Japanese Companies: Its Determinants and Implications for Managers," mimeo., University of Chicago, 1992.

Morck, R. and M. Nakamura, "Banks and Corporate Control in Japan," mimeo., University of Alberta, 1992.

Sheard, P., "The Main Bank System and Corporate Monitoring and Control in Japan," *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 11, No. 3, 1989.

Sheard, P., "Bank Executives on the Japanese Corporate Boards," mimeo., Osaka University, 1994.

第10章　今後の課題

第2次大戦後，わが国の金融組織は，日本経済の復興・発展を金融面から支えることを狙いとして再編成された．そして，それは，各種の規制を基礎として形成された間接金融方式という金融構造の下で，個人部門から企業部門へと円滑に産業資金を供給し，日本経済の発展・成長に寄与するという当初の目的を十分達成した．本書で分析の主たる対象としたのは，そうした中で形成された高度成長時代の日本的金融メカニズムであり，金利が規制されていたがゆえに，社債市場においては起債会を，また銀行貸出市場においてはメインバンク関係を中心とする数量調整が支配的であったと結論づけられよう．

もっとも，日本経済の成熟化，1980年以降の金融自由化＝規制緩和の進展とともに，そうした金融取引慣行を支えてきた制度的諸条件が大きく変わり，公社債市場，銀行貸出市場はいうに及ばず，メインバンク関係自体も現在，変容を余儀なくされている．本来的には，こうした問題についても，本書で論じるべきと考えられる．しかしながら，金融の自由化自体が漸進的に実施された結果，例えばCPで調達資金を大口定期預金に預けるという裁定取引が過渡的な現象として盛行したことが示唆するように，企業や家計の金融行動も紆余曲折を伴いながらも徐々に自由化時代に対応しているため，金融の自由化時代に即応した，新しい銀行，企業の金融行動が現出するまでにはもう少し時間が必要であり，これらの問題については，そうした段階で改めて統計データを睨みつつ考えるほうがよいのではないかと思われる．

それゆえ，ここでは，こうした問題のほか，金融自由化時代における日本の金融メカニズムを検討するうえでの留意点を，今後の研究上の課題として指摘しておきたい．

第1は，メインバンク関係に代表される銀行と企業との取引関係が今後，どのように変わりうるかという点である．この問題に関しても現時点で確定的なことはいえないが，少なくとも従来のウェットな性格からドライなものへと変

わり，両者間の結託契約もよりルースな内容へと変更を余儀なくされると考えられよう．実際，わが国の大手企業は現在，銀行取引の効率化を狙いとして，取引銀行数の縮小や資金決済・内外為替の特定銀行への集中を図っており，そうした中で銀行間の競争も，シェア競争から特定銀行グループ（いわゆるコア・バンク・グループ）への参入競争に移行している．貸出シェアに準じてその他の銀行取引を融資銀行間で分配するという，高度成長時代における利益保証メカニズムが，金融自由化の中で崩壊を余儀なくされており，そうした面からも，メインバンク関係は見直しを求められているのである．

また，メインバンク関係を論じるに際しては，その安定株主および借入企業に対する監視機能についても考慮する必要があるのはいうまでもない．メインバンクが安定株主の立場を放棄し，借入企業に対し企業価値の最大化を求めるということは，銀行自らが能動的に結託契約の解消を申し出ること，すなわち経営基盤の不安定化を自ら図ることに等しいため，新しい環境の下にあっても，安定株主としての銀行の立場は変わらないであろう．もっとも，借入企業の態度がドライなものへと変容する結果，メインバンクによる内部情報へのアクセスは限定的なものにならざるをえないと思われる．これはまた，銀行による監視機能の低下を意味すると考えられるが，その場合，銀行に代わって誰が新たに企業を監視していくのかという問題が残る．金融の自由化時代にあっては市場を通じるチェック機能をいかに活用していくかが重要となり，そのためにも，会計制度の整備や経営・財務内容のディスクロージャーの充実が求められるといえよう．

第2は，銀行による監視機能と借入企業相互間の財・サービス市場での競争との関連をどのように考えるかという点である．本書を含め，日本の金融メカニズムに関する議論の多くにおいては，借入企業の経営・財務状況に対する銀行の監視機能が重視され，銀行が株式市場に代わって企業経営者の行動を規律づけると主張されるが，その一方で，借入企業はまた財・サービス市場での熾烈な競争を通じて投資行動をチェックされているという事実が考慮されることが少ないのである．すなわち，日本の産業組織に関する研究成果が示すように，わが国の大手の企業は個々の商品市場毎に激しいシェア競争を展開しており，これが第一義的に企業の行動を規律づけ，銀行による監視機能は追加的，あるいは商品市場でのチェックメカニズムを補強するだけにとどまっているかもし

れないのである．

実際，第9章での分析結果が示すように，経営危機に陥った企業に対する銀行救済の業績回復効果は，これまで「定説」と考えられていたほど強硬なものではないように窺われる．資本・原材料提供面での親会社や生産物の販売を担当する商社といった，当該企業と密接な関連のある企業からの経営支援活動がみられない場合には，銀行は，赤字資金の供与，元利金の返済猶予や既往借入金返済スケジュールの再構成などを通じて経営危機先企業の資金繰りを安定化させ，マクロ的な経済環境が好転するのを待つという行動にでる傾向が強いのではないかと判断されるのである．このように考えると，従来の議論においては，銀行による借入企業に対する監視機能や経営危機に陥った企業に対する救済活動がやや誇張されている可能性が否定しえない．銀行の監視機能等については，商品市場での競争を通じる規律づけにも十分配慮のうえ，もう少し現実経済との関連を意識しつつ議論し，両者の相互関係を明らかにする必要があると思われるのである．

第3は，いわゆる「金融ハイテク」商品の盛行に伴う取引手法の高度化，多様化が全体として，市場取引のあり方，銀行，企業の収益構造や財務状況に対し，どのような影響を及ぼすのかという点である．わが国においても1990年以降，金利スワップ，先物，オプション取引などが急速な勢いで拡大する中で，取引主体も大手の金融機関や企業から中小企業へと裾野を広げており，その結果，各種金融取引の実質的な価格条件が表面的なものから大きく乖離している可能性が一段と高まっている．こうした傾向がとくに顕著にみられるのは公社債の発行市場であり，例えば固定利付普通社債のほとんどは実質的な資金調達コストの引き下げを狙いとして金利・通貨スワップやオプションが仕組まれていると伝えられている．

また，公社債流通市場での取引も，現物，先物間の裁定だけでなく，リスク・ヘッジや採算確定を目的として金利スワップ，オプション取引が複雑に組み合わされているようである．とりわけ，わが国公社債市場における長期金利の形成に関しては，従来は国債先物市場でコアとなる金利が決定されるとの見方が支配的であったが，円金利スワップ市場の急拡大を背景として，最近ではむしろ同市場において長期金利が形成され，それが国債の先物市場，現物市場へと波及していく度合いが高まっているとの指摘を耳にすることが多くなって

いる．

このことは，長短金利の相互関係を議論をするに際しては，国債の先物取引だけでなく，円金利スワップ取引についても明示的に考慮する必要があることや，銀行貸出市場における金利形成の分析に当たっても，表面貸出金利に基づく議論をするだけでは不十分であることを示唆していると考えられる．このような中で，現実に行われている金融取引に適用される金利・価格の水準や金融市場動向を的確に判断するためには，金融ハイテク取引の実態を十分踏まえたうえで分析を取り進める必要があり，これについては今後の検討課題とすることにしたい．

以上のように，本書では，わが国独特の金融規制，とりわけ銀行に対する各種の規制が結果として，日本的な金融構造や資金配分経路を醸成してきたとの立場に立って，公社債市場，銀行貸出市場，さらにはメインバンク関係と呼ばれる銀行と企業との取引関係の意義と効果を検討したが，残された課題も少なくない．新しい時代における金融のあり方を考えるに当たっては，これまで支配的であった金融メカニズムを整理しておくことにも，それなりの意義があると考え，執筆に至った次第である．本書が，今後における日本の金融を考えるうえでの何がしかの参考になれば，望外の幸せである．

索　　引

ア　行

相対型の継続取引　122
アキュムレーション　86
アモチゼーション　86
インサイダー規制　194
後ろ向きの企業救済　222
オーバーラッピング・エラー　101

カ　行

貸出金利の業態間格差　142
貸出金利の硬直性　125,132
貸出金利の需給調整機能　125,130
貸出金利の分布構造　140
貸出市場の不均衡分析　127
貸出約定平均金利　129,132
株式コスト　56
株式の持合　25
監査役　193
企業経営権の安定化契約としてのメインバンク　182
起債会　80
期待理論　99
救済融資　189
競争制限的規制　9
協調融資契約方式　188
緊急融資　194
金融革新　40
金融制度　35
金融制度の類型化　44
金融仲介サービスの生産技術　55
金利更改　130
金利調整パラメーター　144
金利の期間構造　99
金利の減免　194
銀行借入型制度　44
銀行業における規模の経済性　61
銀行行動の理論　126
銀行・証券の分離　11
銀行・信託の分離　11
銀行と商業の分離　12
銀行による株式取得の禁止　193
クーポン効果　93
経営支配権の移転　46
決済機能　31
兼営銀行主義　38
限界費用原理　169
現先取引　86
コア・バンク・グループ　234
顧客市場　122
拘束性預金　23,132
拘束性預金比率　163
衡平的劣後仮説　194
国債の空売り　93
国債の現物市場と先物市場　87
護送船団方式　134

個別貸出契約方式　188
個別法　86

サ　行

債券先物取引　87
裁定関係　87
財務制限条項　194
先物受渡適格国債　91
残余請求権　42
資金の安定供給契約としてのメインバンク　181
資金偏在　134
事後的貸出金利調整　23
事後的モニタリング　54
資産変換機能　30
事実上の協調融資　189
自主規制貸出金利　128
実効貸出金利　132
指標銘柄　84
資本コスト　56
資本市場型制度　44
社債発行市場　79
周辺銘柄　91
主幹事引受けシェア　62
準地代　40
商業銀行主義　38
商品有価証券勘定　85
情報の生産技術　55
ショート・セール　100
人為的低金利政策　80,133
新規貸出実行金利　133
シンジケート・ローン・アレンジ実績　63
新短期プライムレート制度　130
信用割当　138
信用割当基準としてのメインバンク　186
信用割当とメインバンク　139
スプレッド貸出　166
スポット市場　122
制度金利　125
相互監視　192
組織の理論　41

タ　行

短期貸出のころがし　140
短期プライムレート　128
長期プライムレート　129
長短金融の分離　10
長短金利スプレッド　101
長短金利の逆転　90
直利指向　93
デュレーション　99
店舗規制　133
投資有価証券勘定　85

ナ　行

内部的協調行動　192
ナローバンク　33

ハ　行

ハウスバンク　195
バンク・ディーリング　83
人質　221
標準金利　128
表面貸出金利　132
VAR アプローチ　106
不完備契約　42,43
不均衡計量分析モデル　143
歩積・両建　23

プライムレート　123
フルコスト原理　159
平均費用　162
簿価通算　86
本支店レート　158

マ　行

前向きの企業救済　222
メインバンク　22,24,25
メインバンク契約　180
メインバンクとしての名声　190
メインバンクによる経営危機先への対応　222
メインバンクの監視機能　212
メインバンクの最後の貸し手機能　208
メインバンクの融資比率　213
メインバンク融資シェアの時系列的変動　218
問題企業の再建・整理　47

ヤ　行

役員派遣　212
有価証券取引税　87
融資銀行団　188
ユニバーサル・バンキング　38
預金取扱機関　30
与信機能　30
予測力テスト　100

ラ　行

ラインバンク　194
リードバンク　194
リスク管理技術　55
リスク・キャピタル　187
リスク・プレミアム　99
留保貸出金利　161
臨時金利調整法　128

著者紹介

1954年　京都府に生まれる.
1977年　同志社大学経済学部卒業.
同　年　日本銀行入行.
1990年　日本銀行金融研究所調査役.
1992年　筑波大学助教授（社会工学系）.
1994年　日本銀行金融研究所調査役，現在に至る.
主要著訳書
『ゼミナール　現代の銀行』(共著，東洋経済新報社，1993年).『合理的期待とインフレーション』(T. J. サージェント著，共訳，東洋経済新報社，1988年).

日本の銀行と金融組織

1994年9月30日　第1刷発行
1995年4月17日　第2刷発行

著　者　鹿野嘉昭（しかの よしあき）
発行者　神尾昭男
発行所　〒103 東京都中央区日本橋本石町1-2-1　東洋経済新報社
電話 編集03(3246)5661・販売03(3246)5467　振替 東京3-6518
印刷・製本　東洋経済印刷

本書の全部または一部の複写・複製・転訳載および磁気または光記録媒体への入力等を禁じます．これらの許諾については小社までご照会ください．
©1994〈検印省略〉落丁・乱丁本はお取替えいたします．
Printed in Japan　ISBN 4-492-68079-9