

金融機構の変革と金融理論

花 輪 俊 哉

はじめに

現在どの国でも、金融の自由化、金融の機械化、金融の国際化の進展によって、金融機構の変革がせまられている。わが国の金融機構もその例外ではない。すなわち、わが国の金融機構は、従来専門化・分業化による効率性と安全性がはかられていた。長短金融の分離、銀行と証券の分離等はその例である。そして、そうした金融機構は、わが国の高度成長をもたらす原動力として高く評価されてきたといえよう。しかし、現在こうした金融機構になんらかの変更が必要と考えられるようになった。

ヒックスが「貨幣理論はたいていの経済理論に比べて抽象度が低い。貨幣理論は現実とのある程度の関連を避けることができないが、他の経済理論にはこのような関係は時には存在しないことがある。貨幣理論はある意味では金融史の部類に入るが、同じような意味では経済理論が経済史の部類に入るとは限らない」¹⁾と主張するように、たしかに金融論は金融機構と深く結びついていると考えられる。優れた金融学者であったケインズは、まさにその典型であった。一方において、古き打倒すべき制度としての金本位制度があり、他方において、新しい制度として今後より充実させていくべき投資制度がある。金本位制度は、ケインズにより過去の遺物として排撃され、管理通貨制度へと転換させられることになったのであり、投資制度は、ケインズにより金融理論に導入され、流動性選好説として新しい利子理論を生むことになったと考えられる。

ケインズの金融理論は、いまや標準的金融理論となっているけれども、それ

は、こうした金融制度の変容を反映しているものであり、どこの国にでも妥当するような抽象的理論では決っていないのである。このことから、わが国の金融理論を考えると、金融理論が、そうした金融機構の相異を意識せずに受け入れられたきらいがある。実は、金融の証券化、金融の自由化および金融の国際化が完全に実施されて、はじめてわが国の金融理論は、先進国の金融理論と一致しうるといえるのではなかろうか。もしそうであるとするならば、いままでの金融機構に対応した金融理論が考えられねばならないことになる。

わが国の金融機構は、現在変化しつつある。この変化の行きつく先を考える場合にも、まず、高度成長を支えた金融機構を説明できる理論を明確にしておかなければならないであろう。本稿は、こうした問題意識によって書いたものである。

§1 Real Bill Doctrine と銀行

日本の金融機構の特徴の一つとして、長短金融の分離があげられる。すなわち、短期金融と長期金融の分離である。短期と長期は必ずしも期間の長さを基準とするよりは、むしろ資金の性質によるものと考えられる。すなわち、短期金融とは企業の運転資金金融を、また長期金融とは企業の設備資金金融を意味する。これは銀行の健全経営原則との関連で意味あるものと考えられた。そしてこのことは銀行が資本主義経済と密接であることを示している。

現代資本主義経済は、貨幣として、国家貨幣である本来の貨幣のほかに、債務の承認である銀行貨幣を持っており、その利用形態としては銀行貨幣のウェイトが支配的であると考えられる。ここにいう債務の承認とは、取引の決済において、本来の貨幣の便利な代替物であるという事実に基づいているのである²⁾。銀行が銀行貨幣を供給していることからして、銀行の行動に関する原則が求められた。すなわち、通貨主義の人々が、適正貨幣量の供給を金保有量に求めたのに対し、銀行主義の人々は、銀行の行動に規範を求めたのである³⁾。Real Bill Doctrine はまさにそうした原則を示したものである。それによれば、銀行は商業手形の割引により運転資金を供給する限りにおいて、銀行の健全経

営が維持されるのであり、固定的な工場・設備等の設備資金は、経常的な経済活動の結果として生まれた貯蓄資金によって行われるべきで、銀行の信用創造で供給されるべきではないというものであったり。もちろん銀行は、商業手形が適切なものであることを審査しなければならない。つまり融通手形の割引などは、決してしてはならないのである。そうした注意さえすれば、個別銀行の健全経営原則がマクロ的な貨幣供給の適正さを保証するものと考えられたのである。この意味で、Real Bill Doctrine は、銀行の適正貨幣供給の自動的な自己調整メカニズムと考えられるものであった。そしてまたここにおける銀行は運転資金供給者として、設備資金供給メカニズムと区別されなければならない存在であり、まさに長短金融の分離原則を支えた考え方であったと考えられる。

こうして Real Bill Doctrine が商業銀行の行動原理であるとすれば、設備資金の調達・運用に関しては投資銀行が対応しなければならないであろう。しかし、この米国のインベストメント・バンク（投資銀行）や英国のマーチャント・バンクは、銀行というよりも証券会社と考えられるべきものであって、有価証券の引受け、募集、売買を行なうものである⁵⁾。日本の長期信用銀行という長期金融機関は、日本の存在なのである。欧州大陸でのユニバーサル・バンキングは、銀行が銀行業務のみならず証券業務を営なめるというものであり、それらが分離され、兼営が認められていない英・米型でないというにすぎず、長期信用銀行のようなものが存在するのではない。欧米いずれにしろ、設備資金の調達・運用に関しては、証券市場を通じて行われると考えられていたのであり、日本のような長期信用銀行による仲介活動は従来考えられていなかった。しかし、これは歴史的にそうであったというだけで、効率的に長期信用銀行が欠点をもっているというのではないだろう。この点はまた後述するとして、ここでは Real Bill Doctrine に基づく長短金融の分離原則について、もう少し考察しよう。

長短金融の分離原則は、ケインズの批判した古典派の考えに基づいていると考えられる。すなわち、短期金融は、取引貨幣の供給として、金保有量に基づ

く貨幣供給であろうと、商業手形の割引による信用創造に基づく貨幣供給であろうと、銀行がこれに関係して行われると考えられる。これに対して、長期金融は、貯蓄を設備投資資金として供給するのであり、それが直接金融の形態をとるか、間接金融の形態をとるかは本質的のことではないと考えられた。肝腎のことは、貯蓄が投資資金として使用されるという意味で、貯蓄先行説といえよう。それが長短金融分離原則であるというのは、この設備投資資金が銀行の信用創造貨幣で賄われるならば、国民経済にインフレをもたらすことになるという考えからも理解できるであろう。経済の安定と成長を維持していくためには、設備投資資金が信用創造貨幣でなく、貯蓄から獲得されたものでなければならないというのである。

こうした古典派の考え方に対して批判したのがケインズであり、それは有効需要論として示されたが、端的には投資先行説といえることができるであろう。それによれば、投資は経済発展の起動力と考えられるものであるが、投資が決意される段階では貯蓄は未だ形成されてはいない。したがって、貯蓄で投資資金を賄うわけにはいかないのである。貯蓄は、投資が実施され国民所得が形成されるにつれて、その中から生みだされるものと考えられるからである。それ故、投資を実行しようとする時の投資資金は、貯蓄によるのではなく、銀行の信用創造に依拠しなければならなくなる⁶⁾。このことはまさに上述のような長短金融分離原則に対する批判となるのである。なぜなら、銀行は長期の設備投資資金の供給についても責任があると考えられるからである。もちろん、ここでの主張は、個別企業の資金調達についての可能性を否定するものではない。個別企業としては、他企業から借入れたり、社債を発行したり、自己の利潤留保を利用したりすることはできる。しかし、マクロ的にみれば、これらの可能性は意味をもたず、ただ銀行の信用創造資金の借入れしかないというのが、ケインズの主張だからである。

さて、企業は、はじめ銀行の信用創造資金により設備投資を実施するが、それに伴い形成された国民所得からの貯蓄が生まれてくるに及んで、社債を発行するなどして長期の貯蓄資金を吸収し、はじめの銀行借入れの短期資金を返

済しなければならない。これが円滑に行われるかどうかは、投資・貯蓄関係にとって重要な課題なのである。銀行の貨幣供給行動と投資家の貨幣保蔵性向（もしくは反対に債券保有性向）との対応こそが金融の中心的課題と考えられたのである。そして、こうした見解は、まさに投資制度の発達という金融機構の変化と無関係ではなかった。第2節でこの点をさらに考察しよう。

§2 投資制度の発達と利子率決定の理論

投資制度は、「所有と経営の分離」を広く組織づけてきたのであるが、これは一方で投資を促進するとともに、他方で経済体系の不安定性を著しく高めることになった⁷⁾。すなわち、投資制度の確立は、社会全体として「固定している」投資を、証券の売買が円滑に行われることにより、個々人にとって「流動的」なものにすることを可能にさせた。これにより個々の投資家の安全はかなりはかられるようになったと考えられる。しかし、こうした「流動性」を重視した投資制度は、同時に投機家を発生させることになり、長期にわたる投資の予想収益を予測するという健全な投資目的をくるわせることになるから、経済体系を不安定にさせると主張された。

ケインズは、投機を「市場の心理を予想する活動」、また企業を「資産の全存続期間にわたる予想収益を予測する活動」と考えた上で、投機が企業以上に優位を占めるということは必ずしも常に事実ではないが、投資市場の組織が改善されるにつれて、投機が優位を占める危険が増大すると主張している⁸⁾。そしてイギリスよりもアメリカにおいて、その危険性が大であるといっている。このことはアメリカの方が投資制度がより発達していることを意味するものであろう。

さらにケインズは、「投機家は、企業の着実な流れに浮かぶ泡沫としてならば、なんの害も与えないであろうが、企業が投機の渦巻のなかの泡沫となると、事態は重大であり、一国の資本発展が賭博場の活動の副産物となった場合には、仕事はうまくいきそうにない⁹⁾。と、経済体系の不安定性を心配している。『一般理論』では、利子率の決定が重要視されたので、投資制度といっても主とし

て公社債市場が念頭にあったものと考えられる。それも永久国債を中心にその信用度の差に応じた利子率体系が考慮されたといえるであろう。

現在、進行中の金融の自由化・国際化は、こうした投資市場の発達に大きな影響を与えているのであり、投機の影響は国際的規模で生じているのである。

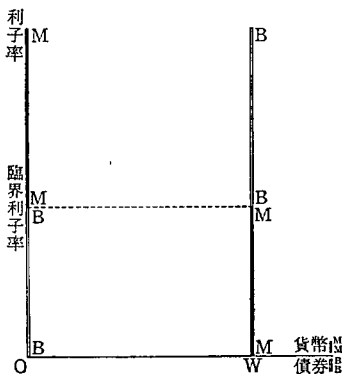
さて、ケインズは投資家を慣行的投資家と投機的投資家に区別して考える。投資制度の発達の中で、投機的投資家すなわち投機家は花形的存在であるが、慣行的投資家の役割も重要である。つまり、投資制度の発達によって、投資家は投資物件を毎時再評価することが可能となったのであるが、それらについて必ずしも絶えず心をわずらわせることなく、むしろ慣行に頼っている場合が多い。このことは「われわれが変化を期待する特別の理由をもたないかぎり、現在の事態が無限に持続すると想定する」¹⁰⁾ことを意味するが、このことはわれわれが本当に現在の事態が無限に持続すると信じているわけではない。しかし、このことが妥当するならば、「投資家は自分の冒す唯一の危険は近い将来における情報の真正の変化の危険だけであって、その変化の可能性については、自分で判断を下すことができるし、しかもその変化はあまり大きなものではなさそうだという考えによって、正当に自分を元気づけることができるからである。」¹¹⁾といっている。こうしてみると、この頼りない慣行が、今日のかんりの証券投資を説明していると考えられる。そして、この慣行的投資家は、ポートフォリオを組んでいると考えてよいのであり、状況の変化に対して、ポートフォリオを変えることも考慮しうる。

こうした慣行的情性に頼っている投資家に対して、投機家が存在しているのであり、投機家はそのすぐれた判断と知識をもって、慣行的投資家を誘導すると期待されるかもしれない。しかし、投機家の関心は、投資物件からの所得収益についての長期予測にあるのではなく、大衆より一歩先んじて評価の慣行的な基礎の変化を予測することにあると考えられている。すなわち、「今日の最も熟練した投資の現実的な、個人的目的は、アメリカ人がうまく表現したように、『仲間を出し抜き』、群衆の裏をかき、質の悪い、価値の下がった半クラウン銀貨を他人につかませること」¹²⁾にあるのである。そして大事なことは、投

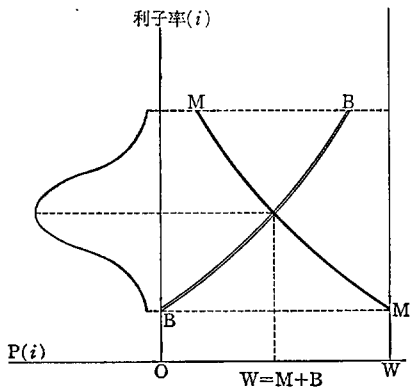
機家は必ずしも一般的投資家を鳴にする必要はないのであり、むしろ投機家同士の戦であると考えられるのである。

さて、投機家は、ある臨界利率に対して、強気になるか弱気になるかのどちらかである。強気の投機家は、貨幣を手離して債券を選好しようとするであろう。反対に弱気の投機家は、債券を手離して貨幣を選好しようとするであろう。各投機家の強気、弱気の状態はかなり異なると予想されるけれども、全投機家の強気、弱気の分布は、正規分布をなすと仮定されるから、全体としての投機家を考えると、利率が高い時の資産貨幣需要は少なく、利率が低くなると資産貨幣需要は増大すると考えられる。そして、ある利率水準において、資産がすべて貨幣の形態で保有されることになる。この点が「流動性のわな」の状態である。この場合、全資産 (W) は、貨幣 (M) と債券 (B) からなる。また図では W を垂直線と考えたが、 W/i で考えると、利率 (i) の上昇につれて W/i 線は右下り曲線となる。

第1図：強気の投資家と弱気の投資家



第2図：貨幣需要曲線 (MM) と債券保有曲線 (BB) W ：投資家の資産総額



ところで利子率の決定は、このような資産貨幣の需要と供給で決定されるのであるが、この利子率にはキャピタル・ゲインやロスが考慮されているという点が重要である。投資家によっては、インカム・ゲインよりも、このキャピタル・ゲインを目指して購入するものも多いのである。ここに利子率決定における証券市場発達の意義があると考えられる。アメリカ・イギリスにおいては、すでに1930年代から、公社債市場が発達していたけれども、わが国においては、ようやく近年になり国債の大量発行とともに発達してきたものである。したがって、投機家による利子率の攪乱も近年になり生じてきたもので、従来はむしろ金利体系は秩序づけられていたと考えられる。

上述のような利子率決定を直接金融型の方式と呼べば、わが国の高度成長期を特徴づける方式は、間接金融型の方式と呼べるであろう。次節でこれを考察する。

§3 間接金融型の利子率決定方式

わが国では、欧米と異なり証券市場、とくに公社債市場が未成熟であった。したがって、債券を利用しての投資資金調達および運用は重視されなかった。その代替物として、銀行群があったと考えられる。問題はその際の利子率決定の考え方である。

ケインズ的な直接金融の場においては、投資家の資産選択と銀行の貨幣供給が重要要件であった。とくに投資家の流動性選好もしくは債券選好が重要であった。間接金融の場における投資家は、投資対象として銀行の貨幣である預金貨幣と一応貨幣ではない定期預金（これは金融債のようなものであっても差しつかえない）の二種類の金融資産を考えることができる。つまり、直接金融における債券に対応するものが、間接金融における銀行の定期預金ということになる。したがって、投資家としてみれば、直接金融においては、債券保有によるキャピタル・ゲインやロスを受けるけれども、間接金融においては、そうした危険は生じないと考えられる。では、直接金融における危険を引受ける者は、間接金融では誰かということになるのである。

間接金融では、一方に究極的借手である企業があり、他方に究極的貸手である家計があり、中間に銀行（もしくは広く金融機関といってもよい）がある。銀行は、投資・貯蓄関連における資金調達・運用において、資金の融通を行うのであるが、これは銀行が企業の発行する社債等の本源的証券を銀行の間接証券（預金貨幣や定期預金）に転換するという銀行の資産転換能力によって可能となるのである。これはいまや常識であるが、ここで重要であり、従来あまり強調されなかったことは間接金融方式における銀行は、新しい存在として、直接金融方式における投資家の危険を負担する代替物として出現すると考えられることである。このことは、直接金融における利子率がキャピタル・ゲインやロスを含めた流通利回りで考えられるように、間接金融においても、表面の貸出利子率ではなく、期待貸出利子率で考えられなければならないことを意味している。

期待貸出利子率は次のように考えられる。いま企業が投資を決意したものの、直接金融のルートが閉ざされているために、銀行借入れによらざるを得ないとしよう。企業が必要な銀行借入資金量は L_1 であるが、それは当座預金 (D) の形態で保有され、支出される。銀行はその一部 (α) を危険保証として定期預金化することを要求する。いわゆる抱束預金である。したがって、定期預金額は αD となり、これに対しても貸出 (L_2) がなされなければならないので、銀行の全貸出 (L) は $D + \alpha D$ に等しい額となる。定期預金に対しては、定期預金利率 i_D が支払われるが、当座預金 D に対しては、利子は支払われないとする。また貸出利子率に対しては、 i_L の利率が要求されると仮定しよう。また銀行は、企業貸出に対するデフォルト・リスクを覚悟しなければならない。いま簡単化のためにデフォルトが γ 率で生ずるとすれば、その分だけ銀行の貸出収益は減少することになると考えられる。すなわち、銀行の期待貸倒れ損失は γL_1 である。以上より、銀行にとっての期待貸出利子率 (i^*) は次のようになる。

$$i^* = \frac{i_L L - i_D \alpha D - \gamma L_1}{L - \alpha D}$$

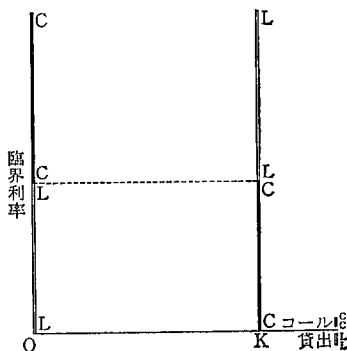
$$=i_L + \alpha(i_L - i_D) - \gamma$$

また、借り手の実効金利は $i_L + \alpha(i_L - i_D)$ となる。

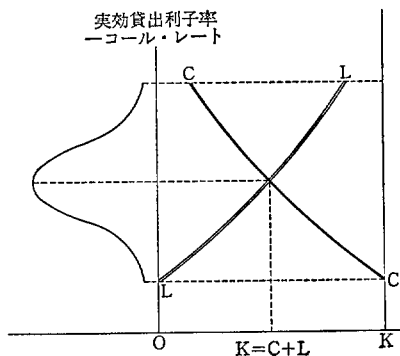
銀行は経済状況や対象企業の信用度によって、 α を変化させると考えられるのである。こうして間接金融においては、投資家ではなく銀行によって危険負担が行われていると考えらる。

さて、いままでは代表的銀行を念頭においてきた。しかし、現実の銀行は危険に対して様々な対応がありうる。すなわち、慣行的銀行もあれば、投機的銀行もある。前者は、従来の慣行に従って融資を行うのであり、ウェイトとしては大勢をしめる融資態度かもしれない。後者はなんらか積極的に行動しようとしているのである。強気の銀行もあり弱気の銀行もあろう。ある臨界期待貸出利率—コール・レート)において、銀行は企業貸出しとコール放出とが無差別となると考える¹³⁾。強気の銀行は、利率がその臨界点を越えると予想する故に、コール保有よりも貸出することを望むであろう。反対に弱気の銀行は、利率がその臨界点を下廻ると予想する故に、貸出しよりもコール保有をより望むであろう。しかし臨界点は、銀行によって異なるのであり、正規分布をなすと仮定しよう。したがって、社会全体として考えると、銀行のコール保有

第3図：強気の銀行と弱気の銀行



第4図：銀行のコール保有曲線(CC)と銀行の貸出曲線(LL) K：銀行の利用可能資金



(放出) 曲線は、(期待貸出利率－コール・レート) に関し右下がりの曲線として画かれると考えられる。従来、銀行のこうしたミクロ的性格は必ずしも明確に意識されたことはなかったが、銀行行動を考える時、重要な視点であると考ええる。

§4 企業の投資と投機

投資は所得利得に関連するものであり、投機は資本利得に関連するものと考えられる。前者は、「資産のその全存続期間にわたる予想収益を予測する活動」である故に、実物資産だけに限定されるのではなく、金融資産にも妥当するのである。(これは通常証券投資と呼ばれている。)これに対して、後者は、「市場の心理を予測する活動」であるが、前述のように必然的に強気、弱気の行動となってあらわれる。

ところで、ケインズは「投資と投機」ではなく、「企業と投資」を対立させている。これは一方において投資を企業の設備投資行動と関連させ、投機をもっぱら証券界の現象と結びつけたかったためであろう。たしかに、このことは典型的現象であるが、それだけに限定してしまうことは誤りである。

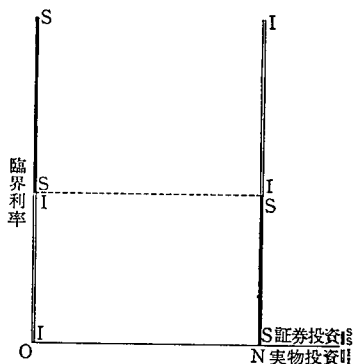
たとえば、いま企業について考えてみると、企業者も投機活動とも関連すると考えられるのである。すなわち、企業者は生産活動を始めるに当って、ある額の貨幣を獲得し、それを投下することによって利潤をあげるのであるが、長い生産過程の間、投機せざるをえないのである。それ故、企業者は、物価下落の事実だけでなく、その恐れがあるだけで、手持貨幣を支出することを好まず、生産活動を縮小しようとする傾向があり、失業の原因となると考えられる¹⁴⁾。

さて、企業行動にも慣行的企業行動と投機的企業行動を区別して理解することができる。前者は慣行的に生産、投資を行う企業行動である。全く同一と仮定する必要はなく、変化に対して適応することも考慮してよいだろう。これに対して投機的企業は積極的に行動することを意味している。その中には強気の企業もあるし、弱気の企業もある。すなわち、企業が投資を実施する場合に目安となる期待収益率を考え、ある期待収益率で実物投資と証券投資が無差別と

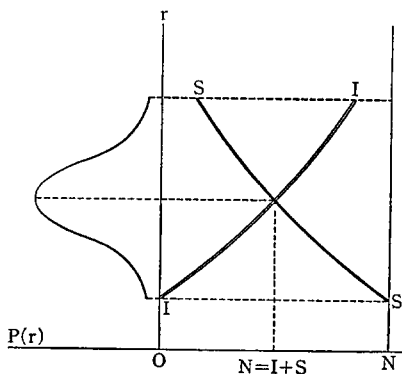
なるとしよう。その臨界収益率以上の収益率が得られると予想すれば、企業は保有証券を売って実物投資を行うであろう。このような企業を強気の企業と呼べる。反対に、その臨界収益率以下の収益率しか得られないと予想すれば、企業は実物投資を実施せず、証券投資をしてしまうであろう。このような企業は弱気の企業である。もちろん企業によって、この臨界収益率の水準は異なると考えられるが、一応正規分布をなすと仮定しよう。したがって、企業の証券保有曲線は、(期待収益率－証券利回り)を軸にして右下りの曲線を得ることができる。

現在、わが国は2.5%の公定歩合に示されるように、歴史的な低金利時代であるといわれている。しかし、期待される程実物投資が伸長しないのは、証券利回りが金融の自由化・国際化の中で比較的高いからである。その意味で、現在のわが国もケインズの時代と同じ問題を悩んでいると考えられるのである。証券のキャピタル・ゲインやロスよりも、実物資産のキャピタル・ゲインやロスの方がはるかに大きいと考えられるのである。現在のように国際化の進展が著しい時代には、小国は証券利回り水準を決定できる力を持たない。したがって、力あるアメリカがその水準を引下げる責務があるといえよう。しかし、金利の

第5図：強気の企業と弱気の企業



第6図：企業の投資曲線 (II) と企業の証券保有曲線 (SS) N：企業の利用可能資産



自由化が激しく、インフレ懸念が生ずるので、アメリカの利子率はなかなか下落しそうにない。Fed にとっても、マネー・サプライを増加してインフレ懸念を起したのではかえってマイナスなので、利子率が下がりにくいのである。故に現在は財政政策による投資減税政策が有効なのではなからうか。これにより証券利回りよりも高い期待収益率を実現できると考えられるからである。

§5 高度成長期におけるわが国経済の特質

わが国の高度成長期を例にとり、わが国の金融機構の特色を考察しよう。

まず第1に、民間企業と民間銀行との連合の仮説があげられる。これはすでに述べたように、投資制度が十分に発展した状態を前提に直接金融型の金融機構がマクロ経済学の典型的なものであったのに対し、わが国の金融機構は間接金融型のものであるということをこえて、民間企業と民間銀行が癒着していることを意味している。ただここで癒着という言葉を使用しないのは、それが悪現象というニュアンスで言われているからである。それ故、われわれは、癒着に代えて連合という語を使用する。具体的には、企業と銀行の間で資金量と金利が安定的に確保される方式と考えられる。資金不足期においては企業からみれば、資金量を安定的に確保するだけでなく、利子率についても妥当な水準で確保できることが、投資の決意を容易にできる途である。たとえば、企業が（期待収益率－借入利率）で投資を行うと考えれば、借入利率が安定していれば、期待収益率の変化を予測するだけで済むからである。他方、銀行の場合には、資金余剰期において銀行収益の安定化のために、妥当な利子率と貸出量の確保が必要だったのである。これはメイン・バンク制と呼んでもよい。

ところで、金融の自由化・国際化は、こうした連合を解体させはじめている。すなわち、企業が銀行離れを始めると同時に、銀行も自由金利預金の比重が増大することにより、そのリスクを企業に転嫁したいと考え始めたからである。わが国の金融が直接金融化すればする程、この傾向は強化されるであろう。新短プラの導入は、まさにその第一歩と考えられるのである。

第2の仮説は、民間銀行と金融当局との連合である。民間銀行の中には貸手

銀行になるところと借手銀行になるところがある。そして資金の貸借はコール市場で調節される。諸外国でも銀行間の資金調節は通常のことである。ここでの日本の特色は、第一に銀行が全体としてオーバー・ローンの状態であり、日銀から恒常的に借入れ依存の状態であったことと、第二にコール市場がインター・バンク市場に限られていたことである。

第一の特色である日銀からの恒常的借入れ依存は、銀行が全体として貸出超過となっても、日銀が肩代りしてくれることを意味するものであり、民間銀行のリスクを軽減させることになる。もっともそれも過度になれば、高率適用制度による高利率が課されることになるのである。先進国でも中央銀行の最後の貸手としての任務は重要視されているものの、恒常的に依存させるようなことはなかった。わが国でも資金余剰状態となるに及んで、こうした現象も次第に解消しつつある。

第二の特色であるインター・バンク・マネー・マーケットは、間接金融中心の金融機構が前提であるから当然のことであった。現在金融の自由化に伴う金融の証券化により、オープン・マネー・マーケットが進展しつつあり、いずれは欧米のように TB 市場が中心となるであろう。

第3の仮説として民間銀行間の連合があげられる。ここではとくにわが国の特色と考えられる長短金融の分離を考察したい。普通銀行は短期金融機関であるから、長期貸出は流動性危機を招くおそれがあるということで経営の健全性維持のため差しひかえなければならぬと考えられた。しかし企業は設備投資のために長期資金を必要とするが、証券市場が未発達であった為に、長期資金の供給が可能な長期信用銀行が必要とされたのである。原理的には長期信用銀行の発行する金融債を普通銀行が保有し、長期信用銀行が設備資金を企業に貸出すという構図が考えられる。こうして証券市場が発達していなくとも、銀行群が連合することにより、設備資金の円滑な供給が可能だったのである。

ところで、金融の自由化、国際化の進展に伴って、民間銀行間の連合が崩れてきた。一方で銀行の同質化が生じてきた。つまり普通銀行は短期預金貸出業務のほかに中期預金・貸出業務を増加しはじめ、他方長期信用銀行も金融債発

行による長期貸出業務のほかに短期預金貸出業務を拡大しはじめたことである。他方で、海外での金融制度の影響がある。ヨーロッパ大陸では、銀行・証券業務を一語に営めるユニバーサル・バンキングがあり、アメリカでは両業務が分離されているものの、両大陸とも長期信用銀行という制度は存在せず、相互主義の中で、わが国の金融制度に圧力がかかると予想されるのである。さて、長短分離が英米のように銀行と証券の分離を意味するものであれば利益相反の事実より理解されやすかったかもしれないが、わが国の場合、普通銀行と長期信用銀行の分離であったために国際的にみて理解し難いかもしれない。ただこのことから直ちに長期信用銀行の使命が終ったと考えるのは近視眼的であろう。証券市場の発達の中で各種の金融仲介の機能が発達してくるからである。むしろ証券会社が言葉通りインベストメント・バンクとなってくるのであり、わが国の長期信用銀行は世界的にみて最も発達した形態のインベストメント・バンクになると考えられるからである。

第4の仮説として、民間企業と政府の連合があげられる。高度成長期において、わが国の企業者が極めて血気盛んであったということがいわれている。これは一面においてたしかに国民性によるところが大きいかもしれない。しかし、これですべてを片付けてしまうことは危険であろう。国民性は最後の説明要因でなければならない。ではどのような説明が可能であろうか。

わが国では企業間の競争が激しい。このことはそれぞれの企業の投資は、ヒックスのいわゆる防禦的性格であることを意味している。A企業が生産力を高めるために実施した設備投資に対して、B企業も対抗的に設備投資をせざるをえない。もしB企業が逡巡するならば、B企業は競争力を失ってしまうからである。したがって、A、B、C等の企業は競争的に設備投資を実施し、その結果、供給過剰を惹き起す傾向がある。外国でもこうしたことは生ずるかもしれない。わが国の特色はむしろこれからである。こうした供給過剰現象が生じた時、政府は業界の足並みがそろえば、それを構造不況業種として指定し、過剰資本の廃棄など不況対策を強力に組むことが行われてきた。こうしてわが国の企業は、共同歩調をとることによって、企業のリスクを減少できるのであり、その結果

が諸外国からみて、異常の血気となってあらわれるものと考えられる。もしわが国の企業が政府の指導から離れて完全に独自の判断で投資を実施せざるをえなくなり、その結果に対して、誰も助けたくないという事態になれば、投資のリスクも増大し、企業の血気も衰えてくると考えられる。現に低成長期に入り、金融の自由化、国際化が進展してくるにつれて、そうした意味での自己責任原則が強化されてきたと考えられる。とくに国際化の影響が強まると、政府の助成が自由化に対する妨害と考えられ、発展途上国でなければ認められない状況が次第に強くなってきたと考えられる。したがって、わが国の企業は、もはや民間企業と政府の連合を維持していくことはできなくなりつつあるといえよう。

結語にかえて

現在わが国は、金融の自由化、国際化により、金融機構の変革期にある。その代表は、長短金融の分離原則である。

§1では、長短金融の分離の理論的背景として、Real Bill Doctrine を取り上げ、考察した。そして、それが古典派の貯蓄先行説を引きついでいる点で、ケインズの批判を受けることになった点を明らかにした。ケインズは、銀行の貨幣供給機能と投資—貯蓄関連の緊張を、投資制度とくに公社債市場の発達の中で、新しい利子論として流動性選好論を生んだ。この意義を考察したのが§2である。慣行的投資家が静態的とすれば投機的投資家は動態的である。こうして直接金融方式を背景にしてはじめて流動性選好論は理解できたのである。

ところで、わが国の高度成長期は、証券市場とくに公社債市場は未発達だった。それ故ケインズの直接金融方式でなく、間接金融方式を前提とした金融理論でなければならない。とくに流動性選好説に対応した利子率決定が考えられなければならない。これが§3での課題であった。銀行にも慣行的銀行と投機的銀行があり、動態的要素として投機的銀行の行動が重視されなければならないことがわかった。

§4では、同様の考えを企業にもあてはめた。静態的な慣行的企業と動態的

な投機的企業が存在する。そして、アニマル・スピリッツはまさにこの投機行動に求められるのである。

そして、§5では、わが国の高度成長期における企業、銀行等が、いかにそのスピリッツを維持し続けたのかを「連合」という概念によってとらえてみたのである。

現在金融の自由化・国際化によって、かつての特質は消失しつつある。そして欧米的な直接金融型の金融構造に移行しつつある。それに対応した考え方はやく身につけなければならないであろう。

- 1) Hicks, J. R., *Critical Essays in Monetary Theory*, Oxford, 1967. (江沢太一・鬼木甫訳『貨幣理論』オックスフォード大学出版局, 1969, 東洋経済新報社, 1972), p. 156. 邦訳 212 頁.
- 2) Keynes, J. M., *A Treatise on Money*. 2 vols., London, 1930; *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vols. V, VI, London 1971. Chap. 1 (小泉明・長沢惟恭訳『貨幣論』〔ケインズ全集 5 巻〕東洋経済新報社 1979 第 1 章.)
- 3) 拙著『貨幣と金融経済』東洋経済新報社. 昭和 55 年, 第 5 章第 3 節.
- 4) 樋口午郎著『銀行理論』東洋経済新報社, 昭和 38 年, 第 13 章, 1, 「兼営銀行主義と銀行鉄則の展開」ここでは Real Bill Doctrine を銀行鉄則と呼んでいる.
- 5) 立脇和夫「間違いだらけのアメリカの金融に関する訳語・解釈」金融ジャーナル, 1989, 1 月号.
- 6) 拙著『貨幣と金融経済』第 2 章.
- 7) Keynes, J. M., *The General Theory of Employment, Interest and Money*. 1936. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. Vol. VII. 1971, pp. 150~151. 塩野谷祐一訳『雇用・利子および貨幣の一般理論』昭和 58 年, 148 頁.
- 8) Keynes, J. M. *ibid.*, pp. 158~159. 邦訳 156~157 頁.
- 9) Keynes, J. M. *ibid.*, p. 159. 邦訳 157 頁.
- 10) Keynes, J. M., *ibid.*, p. 152, 邦訳 150 頁.
- 11) Keynes, J. M., *ibid.*, pp. 152~153.
- 12) Keynes, J. M., *ibid.*, p. 155, 邦訳 153 頁.
- 13) 銀行は、資産を企業貸出するかコールに向けるかのいずれかと考えられた。これはわが国の高度成長期においては、コール市場が短期金融市場の代表だったからである。しかし、直接金融が支配的となれば、コール市場のようなインター・バン

ク・マネー・マーケットからオープン・マネー・マーケットへ転換することになるだろう。そうなれば、コール保有よりもむしろ金融資産保有と考えた方がよいかもしれない。

- 14) Keynes, J. M., A Tract on Monetary Reform, 1923, The Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. IV 1971, (中内恒夫, 『貨幣改革論』〔ケインズ全集第4巻〕東洋経済新報社, 1978) pp. 33~34 邦訳 35 頁。

(一橋大学教授)