
日本の貸出市場と貸出金利の決定

菅原晴之

1. はじめに

日本の貸出市場の機能や金利の決定について、日本に特有の金融システムや金融政策の波及経路を解明する研究が活発に行われてきた。就中、1970年代後半から日本の貸出市場の特色として貸出金利の硬直性が注目され、実効金利と表面金利との識別を可能にする仮説が提示されて、理論的実証的分析が数多く試みられた。しかし、貸出金利の内生的決定メカニズムや金利の制度的決定要因などについて多くの仮説が提起されながら、金利の決定や貸出構造に関する理解が収束したとはいえない。さらに1980年代後半からマネーサプライの伸び率や貸出対象分野などの構造面も大きく変化する過程で、同時に制度面でも金融の自由化が進展するなどの事実も無視できない。特に銀行の運用対象としての国債の割合が増加しつつ、この分野の自由化が貸出市場や預金市場の自由化を促進している点も無視できない。

このような実情を念頭に置きながら、以下では日本の貸出市場に関する研究を展望しつつ近年におけるこの市場ならびに公社債流通市場に関する実証分析を試みたい。そのための理論分析の仮説として日本の貸出市場の制度的特色や、銀行と企業あるいはインターバンク取引に関する取引慣行を明確にした上で、金利の決定メカニズムを解明したい。

2. 貸出市場に関する論争

日本の貸出市場の特色

ガーシェンクロンの仮説によれば、後発工業国の発展段階では間接金融が優位になる。しかし第一次世界大戦後にテイク・オフを完了した日本経済は、内部資金に依存する資金調達だけでは旺盛な国内需要に応じられるだけの十分な民間投資が行われなため、次第に従来と異なった資金供給ルートを確保する必要に迫られた。そこで外部資金調達的手段として資本市場が注目され、公社債市場を育成することにより、資本市場は自由な市場として成長した。実際、1931年におけるフローベースの産業資金供給の87%が直接金融であった。その後間接金融である銀行等の貸出が次第に増加したが、産業資金供給に占める割合が50%を越えたのは1939年以降であり、しかも1941年と42年は50%を割ることもあり、終戦の年を除けば第二次世界大戦中でさえ間接金融の割合は概ね50%程度で頭打ちになったと考えられる。¹⁾

このように戦前期に戦後期と比較して、直接金融による資金調達の割合が高かったのは、金融市場に対する行政サイドの介入が強くなかったことが第一の要因と考えられる。第二に税制度が当時は酒税をはじめとする間接税中心主義であり、直接税の税率の累進度も戦後のように急カーブではなかったことも重要である。なぜなら、このことは所得・資産格差が戦後より大きかったことを示し、富裕層や多額の証券を保有する財閥企業が競争的なスポット市場に資金を十分に供給することが可能であったからである。しかし、財閥の存在自体が重要な要因とはならない。なぜなら戦後の企業集団においても、間接金融システム中心の制度においておのおののグループに所属する銀行と総合商社が中心となって戦略的に大企業への銀行融資を優先したためである。しかも輸出商品ほど優先度が高く、外貨の確保は緊急的な課題であった。この戦後の企業集団のメンバーの多くは戦後の新興企業を除けば、同じ

旧財閥系企業である。

しかしこの間接金融中心の経済は戦後日本の長期的展望にたって構築されたようには思われぬ。民間部門も政府部門も圧倒的に資金不足の状態にあり、しかも外資をいっさい導入しない方針のもとでインフレを発生させずに国内復興による旺盛な資金需要に応えるためには、第一に消費を控えて貯蓄を奨励する必要がある。第二に、当面輸出主導力があると考えられる産業とそのインフラへの優先的な資金供給を実施する。なぜなら国内を豊かにするためには、多くの天然資源を海外に依存しなければならないので外貨を確保しなければならず、そのためにはスポット市場の直接金融中心の金融システムでは緊急的な外貨の確保という課題をクリアできないと考えられたのである。日本銀行が民間銀行を指導して護送船団方式による政策運営が可能になったのは1942年の日本銀行法の制定によるところが大きい。しかし貸出市場のスポットではなく相対型の市場として、戦略的な輸出優先の資金供給を可能にするためには金利体系の序列化が必要となった。そこで1952年に臨時金利調整法が制定された。その後1970年代半ばまで金利水準は低く抑えられて、景気の動向は貸出市場における需給ギャップがバロメータとなった。日本の経常収支の恒常的赤字を解消することは経済政策の長期的課題であり、大戦終了直後の政府にとって半永久的な課題と思われたのであろう。しかし経常収支の赤字基調は1960年代後半に解消し、むしろその後黒字基調に転換したのであった。いわゆる1940年体制はこの時期に終了したといえるのであり、終戦後から現在までの50年間の内半分にも満たない20年あまりしか続かなかったといえよう。ところが貸出市場をはじめ、資金供給の仕組みや税制度、財政投融资制度など、融資重点分野は時代とともに変化したものの、マクロ並びにミクロの両面で歴史的に大きく転換している環境に政策の制度が適応したとは言い難い。

戦後の産業資金の供給は圧倒的に民間間接金融に依存しており、直接金融による資金供給の割合は大幅に低下した。むしろ財政投融资による政府の金

融仲介の割合が無視できないほど大きいばかりではなく、民間金融機関では融資するのが困難な分野に多額の資金が供給された。財政投融资資金は産業インフラや住宅など民間金融機関の対象分野とはならない分野、すなわち日の当たらない分野に融資して民間金融機関の資金を補完しつつ、一方民間金融機関は輸銀や開銀などの審査を踏襲するなど、政府の間接的な指導を受けていたと言えよう。このような間接金融中心の貸出市場において、資金の流れは政策当局の規制を強く受けた。規制の具体的な内容として、まず第一に人為的低金利政策が信用割り当てを形成し²⁾、特に基幹産業と輸出産業に資金を重点的に配分した。外資の導入を完全に遮断することによって、安定的かつ戦略的資金配分の国家的目標を容易に達成することができた。

人為的低金利政策は次の規制によって可能になった。第一に、臨時金利調整法は金利の上限を規制すると同時に、歩積み・両建て等が黙認されて実質的に金利の引き上げを困難にした。第二は大蔵省の行政指導による銀行の参入規制と店舗規制である。特に戦後国内民間金融機関の新規参入は一件も認められていない。また低金利によって店舗の拡張競争が経営効率を低下させることをおそれて競争を制限し、特に競争力が劣る中小金融機関ほど店舗の拡大を優遇した。一方財政面では大都市並びに主要な工業地帯から離れた地域に優先的に補助金でバックアップしたので所得の地域間格差が縮小した上、上記のように地方の中小の金融機関の店舗の拡大が顕著であったため、資金の偏在が生じた³⁾。すなわち相対的に大都市に集中する都市銀行は基幹産業や主力輸出産業を担う大企業に対して優先的に資金を供給するので資金不足が発生するが、地方に店舗を配置する傾向が強い中小金融機関の地元では資金需要の割には補助金などの手厚い配分が行われたために、資金の余剰が生じる傾向にある。この資金がコール市場などを通じて都市銀行等に流れたのである。さらに長期信用銀行はもっぱら金融債を発行して、地方銀行、当時の相互銀行、信用金庫等がこれを供給することで長期資金の供給ルートが確保されていた。また都市銀行が集める資金は比較的預入期間の短い預金等であ

り、本来貸出期間も短いはずであるが、「転がし」によって実質的には長期信用を可能にしたことになる。このようにして、国内の金融機関は戦前期に形成された銀行等の序列体系のもとで「護送船団方式」によって金融市場が構築されたのである。

一方、「外国為替管理法」によって日本の金融市場は海外資金から遮断された。円転換規制が国内円の海外への流出を完璧に阻止するようにコントロールするとともに、国内企業が海外から資金を調達することを事実上不可能にした。

戦後日本の金融市場の特色は四点が指摘されている。そのうち間接金融の優位と人為的低金利政策については述べたとおりである。さらに銀行と日銀との関係で、諸外国と比較しても特色が際だつ点としてオーバーローンをあげることができる。インターバンク市場はミクロ的に資金が不足する金融機関が存在して、その不足する資金を借り入れても、マクロ的には絶対的に不足する資金をすべて供給する事はできない。このことを解消するのが日銀借り入れであり、それが長い間恒常化する現象をオーバーローンと呼ぶ。一方、オーバーボロイングは企業の資金調達の割合が銀行借り入れに大きく依存しつつそれが恒常化していることを示す。高度成長期まではオーバーローンとオーバーボロイングとは表裏一体の関係にあったが、戦後の後半において都市銀行の運用先が国債や不動産部門などにも拡大したため、両者が平行な関係にあるとは限らない。

以上で述べた四点のうち、間接金融の優位性については大きな争点はないといってよい。次の人為的低金利政策については、長い間金利が低い水準に固定されており、特に貸出金利が競争的に形成されたか否かについては大きな争点となった。以下ではこれを展望する。

貸出市場における金利の決定

日本の貸出市場に関する争点は、貸出金利の決定方式および貸出金利がな

ぜ硬直的かをめぐりものである。競争原理が作用する標準的理論によれば、貸出の限界費用は競争的なインターバンク金利に接近するはずであり、相対的に低く規制されている公定歩合に等しくなる必要はない。しかし現実には貸出金利はインターバンク・レートや現先レートより公定歩合のような規制金利に連動する傾向が強い。このことは公定歩合が変更されると、まず長期プライム・レートが連動して変化した上で、これに一定の上乗せ幅を加えて預貯金金利が設定される。貸出金利もこれにある程度連動して変化するが、金利の上昇期にも貸出需要が旺盛であったことから見ても当該金利が超過需要を解消するほど十分高かったとは言えない。一方、公定歩合が低い時期にも貸出金利についてはその下落率が低いものの水準自体も低下しており、金利の序列体系は維持されていた。もし金利の一部について競争原理が働いていけば、金融政策の緩和期と引締期において長短金利に関して順イールドと逆イールドの両方の現象が観察されるはずであるが、特に高度成長期には実際には恒常的に順イールドしか観察されない。

さて、日本の貸出金利の硬直性を説明するために様々な解釈が行われてきた。その論点を分類すれば次の通りになる。①制度的に金利が規制されていることによる制度論⁴⁾、②自由金利市場における期待形成仮説⁵⁾、③貸出市場における貸し手と借り手のリスク・シェアリングを重視する暗黙の契約理論⁶⁾、④独占・寡占の状態でフルコスト原理の仮説に基づいて金利の設定が行われると説明する仮説⁷⁾、⑤不均衡計量分析の方法を日本の貸出市場に適用することにより金利の価格調整機能を統計的に検証して、間接的に貸出金利の硬直性の可能性を説明する方法等⁸⁾に分類できる。このうち②および③の仮説は、金利の決定メカニズムに競争的圧力が作用するということになり、大なり小なり需給調整機能が貸出金利を決定すると主張しているのである。また③および④の仮説のもとでは、資金の貸し手が少数であり、相対型の取引形態を分析対象としていることになる。

貸出市場の需給調整機能の出発点は、少なくとも一般均衡論のフレームワ

ークに基づいた議論としては鈴木 [1974] の銀行行動の理論である。しかしこの銀行行動の理論はインターバンク・マーケットを含む金融市場全体のメカニズムと金融政策の波及効果に視点をおいたものにすぎない。従来の一般均衡論のフレームワークでは、金融仲介業務としての預金商品の供給と貸出というサービスを同時に提供する現実を表現できない。特に金融機関が提供するサービスのセットとしての非流動資産の流動化、リスクの軽減あるいは期間構造の変換やそれに伴う金融資産・負債の構造の変換というたぐいの情報の生産に焦点をあてた仮説が完成されていない。

さらに、⑤の不均衡計量分析では人為的低金利政策を長い間実施してきた過程で、貸出金利は需給調整機能を果たさなかったということが統計的に検証された結果、信用割り当てが発生しているという通説が定量的に支持されたのである。しかもモデルのフレームワークは、貸し手と借り手という経済主体が自らの目的関数を制約条件付きの極大化行動をとるという仮説から出発しており、金融機関が預金商品の提供と貸出等の運用を利潤最大化という仮説によって合理的に行動するという仮説から出発しているので、運用と調達から何らかの情報を生産して金融仲介を実現するという仕組みに一步近づいたといえる。しかしこの仮説でも家計の複数の金融資産によるポートフォリオの決定、金融機関による資産のリスクや期間構造の変換という問題の解決には十分応えていない。

人為的低金利政策と護送船団方式

戦後の日本において、長い間慣行的に行われてきた金利規制や金融機関への業務規制が、マクロ的にいかなる影響を資金供給に与えたかという問題を解明することはもとより、ミクロ的にこのような政策が金融機関の預金の確保や貸出供給行動にいかなる制約を引き起こしたかについても解明する必要がある。戦後1960年代まで、日本の家計の金融資産が十分蓄積していない上、銀行預金以外の金融商品についても預金と同様に人為的低金利政策のもとで

低い利回りに押さえられており、しかも店舗行政についても政策当局が元来中小金融機関の店舗数を優先的に拡大したこともあって、家計は居住地に近い限られた銀行等に預金するのが通常であった。

当時マイクロベースの銀行の立場では、預金金利が恒常的に低位に規制されていることから通常の価格メカニズムによって説明できる競争条件に依存せず、店舗数やその配置条件あるいは渉外活動のような非価格競争要因が預金の確保を説明することになる。また近年に至るまで金融機関の競争条件として、景品や懸賞金なども厳しい行政指導のもとで規制されていた。その結果、日本の預金市場では渉外担当者を多数動員することによって預金の勧誘を積極的に進め、時には官民とも激しい非価格競争が展開されたのである。預金者が取引先金融機関を選択する指標として、その預金残高が最も重要な基準となっていたはずである。また金融機関は業態別に業務内容がきめ細かく規制されているので、同じ業態業界の金融機関同士が特に預金のシェアを拡大することに専念したのである。同じ業態の金融機関は貸出先も同じ程度のリスクを有する企業等に貸し付け、コストとしての預金利子率は完全な横並びであり、従業員の給与等もほぼ同じ水準に規制されている上、出店コストも格差が生じないように配慮されていた。このように各金融機関は同じ業態あるいは同じ地域に店舗が競合する場合にのみ、相互に激しい非価格競争を行っていたが、長期間にわたって資金規模や利益の逆転現象が生じないように整然と行政指導が行われていたのである。

銀行の店舗行政は護送船団方式と呼ばれる保護行政の中心的コントロール手段として、大蔵省がきめ細かく規制してきた。この店舗行政が業態別にみると、中小業態の経営基盤の強化と安定に重点が置かれていたといえる。すなわち、地方銀行、相互銀行、信用金庫のように業態規模が小さく弱小であるほど店舗数の拡大がより多く認められており、長期信用銀行、都市銀行のように業態規模が大きいほど出店規制が厳しかった。このような店舗行政の結果、旺盛な資金需要を示す大企業に都市銀行が融資して、中小企業や地域

の地元中小企業を対象に地方銀行や信用金庫等が融資するため、業態間ならびに地域間での資金の偏在が拡大した。すでに述べたようにコール市場がこのバイアスを是正する重要な役割を担ったのである。しかし自由金利のコール市場の存在自体は、マクロ的に資金の超過需要も超過供給の可能性についてはなにも語らない。また、ミクロ的にも各銀行が日銀等から借り入れなければ完全競争的なコール市場が機能することによって、資金の過不足を自発的に解消していることになる。

しかし1960年代前半の日本経済において、都市銀行は恒常的なオーバーローンすなわち大企業の資金需要が旺盛であるため、コール市場からの資金調達だけではなお資金が不足していた。このようなマクロ的な資金の超過需要を解消する方法として、①日本銀行の貸出、債券売買オペを通じたハイパワーマネーの供給がオーソドックスな手段として考えられる。さらに、②預金準備率の引き下げも標準的教科書に記載されている手段である。最後に、③銀行が貸出先に貸出の一部を預金として拘束し、銀行部門から流出した資金の一部を回収して貨幣乗数を引き上げてマネーサプライを増加させる方法がある。戦後日本の金融行政では、銀行の経営リスクは極力小さく抑制されていると信じられていたので預金準備率を必要以上に高い水準におくことはなく、むしろ旺盛な資金需要に応えるべく準備率は極力低い水準に固定されていたので、政策手段としては利用できなかった。①の方法については、日銀はマネーサプライはコントロールの対象とみなしておらず、むしろ景気の間接的なシグナルと考えていた。日銀は景気の各局面において、インフレと経常収支赤字のシグナルをにらみながら日銀貸出を実施していた。さらに、実際には日本の高度成長期には③の方法が黙認されていた。ただしこの方法は貨幣乗数にバイアスを与えるので、景気のシグナル自体をゆがめ、政策当局は景気の実態を見誤ることになりかねない。

3. メインバンク制度

情報生産とエイジェンシー理論

戦後日本の都市銀行は、メインバンクの関係にある取引先企業からの借入要請に優先的に応じることによって、その貸出等の資産運用のリスクを軽減させつつ同時に分散を図るのに成功した。メインバンク制度とは、①当該企業の中で融資の割合が高く、②従業員の給与振り込みや社内預金の独占的権利を有し、③役員のパ遣、④経営危機の場合の企業の再建、⑤安定株主、⑥投資、経営、税務等の分野全般にわたる相談に応じることなどが特色としてあげられる。そのため、メインバンクは企業経営全般に深く関わるのである。ただし、銀行が一般企業の株主として購入できるのは、各企業の発行済み株式数の5%以下に規制されている。企業の安定株主として一行のみが保有するケースは稀であり、その他の都市銀行等の協力を得て協調融資団を結成した上で融資を実施し、一方他行をメインバンクとする非幹事融資先企業向けの協調融資団に参加することにより、貸出の相互乗り入れを長期継続的に参加する仕組みになっていた。しかも財閥本社がメインバンクと異なる点は、①企業の資金調達割合として貸出は事業債の発行等と比較して低く、②メインバンクに相当するのは財閥本社に相当するが、協調融資は行わず、財閥本社が融資や経営の相談を一手に引き受けていた。また③財閥本社は財閥内の企業のみならず、経営に関わったにすぎないが、戦後のメインバンクは融資先企業の子会社・孫会社まで経営面のチェックを実施する。

このようなメインバンク制度は銀行にとっていかなるメリットが存在したのであろうか。資本市場ならびに貸出市場が競争的であれば、MM定理によって債券を発行しても銀行借入を行っても企業が受け取る利潤は不変であることになる。⁹⁾その後MM定理に負債発行の節税上のメリットと倒産処理費用の確率分布に関して一定の条件をおくことにより、企業の負債調達額は、節

税の限界的厚生と倒産確率の上昇に伴う限界的なコストが等しくなるような水準で決定されることを主張することができるようになった。¹⁰⁾しかし、その後 Miller 均衡において実証分析の結果、倒産コストは無視できるとの結果を踏まえて、法人税は比例税率であるが所得税は通常累進税制度であるのが一般的であるという現実的な枠組みに換えた。その結果、当初の MM 定理と同じ結論に達した。¹¹⁾さらにその後企業の内部には様々な利害対立があり、そのコストの決定が資本構成と関連があるという仮説が登場した。負債発行に伴うレバレッジ・コストの概念を加えることで、再び資本構成の無関連性命題が復活したのである。レバレッジの例としてエイジェンシー・コストなどが挙げられる。¹²⁾

現代の企業は、利害関心が異なる数多くの経済主体から構成されている。このような利害対立は分配の視点ばかりではなく、最適な投資計画の実行にも影響を及ぼしかねず、このような企業内部または企業と周辺との利害対立に関わる生産・投資活動の非効率化が原因となって発生する損失をエイジェンシー・コストという。企業が資金調達するに当たってエイジェンシー・コストは企業価値の低下を引き起こす。このようなエイジェンシー・コストが発生することがあらかじめ予測できるのであれば、これを考慮して資金調達の手段や最適調達額を決定することになる。特に銀行はスケール・メリットなどを活用して、事前に企業の経営状態を調査する。銀行が本来の事前審査能力を十分発揮していれば、そのような審査能力を持たない株主に対する配当と比較して前者の貸出のほうが資本調達コストが低くなるはずである。また銀行が貸し出した先の企業が倒産するおそれのあるような経営危機に陥っても、銀行は長期的な視点から判断して利払いの繰り延べや債務返済義務の一部免除等の様々な手段を活用して、企業の倒産を回避しようと努力する。仮にそのような企業が倒産するケースでも、コストを極力抑えるように手を尽くすことになる。いずれのケースでも銀行の審査機構や貸出先の企業の経営危機に対するノウハウは、エイジェンシー・コストを引き下げることがで

13)
きる。

このようなコストの低下が銀行の情報生産のコストを上回る限り、資金調達的手段として負債の拡大はエイジェンシー・コストを引き下げることになる。この場合株主にとって自らまたは第三者機関が銀行の審査やコンサルタントのノウハウを下回るコストでそれに匹敵する情報生産ができない限り、配当水準がたとえ低くても銀行の監視を受ける方が有利になる。さらにエイジェンシー・コストは限界費用において低下すれば、企業は外部資金を調達する割合を高めることが有利になる。このことは同時に株主にも当てはまり、最適な資本構成は企業と株主にとって双方とも最も有利な割合を同時に決定することになる。

銀行が貸出先をモニタリングしないことにより受ける損失の期待値はモニタリングするコストを上回っている限り、銀行は債権者の代理人としてモニタリングを行う。実際メインバンクは経営の様々な実体について幅広く監視するが、特に相手先企業の資産負債から決済勘定を管理する立場上、日々の資金繰りの状況まで把握できる立場にある。

企業の資本構成の決定に関する実証分析の分野では、米国の場合 Long and Maritz [1985], Titman and Wessels [1988] などの数多くの研究成果が公表されているが、日本の実証分析の成果は未だ数少なく始まったばかりである。米国の研究成果はおおむねクロス・セクションデータを用いて負債のエイジェンシー・コストが負債比率と負の相関にあるかを立証するものである。最近の日本の資本構成に関する研究はメインバンク制を中心として企業系列を制度的制約としつつ、従来のように外部資金の調達に伴うエイジェンシー・コストと資本構成との相関のみならず、内部資金の調達によるエイジェンシー・コストや自己資金が資本構成に与える影響を実証的に考察しつつ、企業とメインバンクとの関係が資本構成にいかなる効果を及ぼすかについても盛んに議論されるようになった。すなわち、すでに述べたように銀行は審査や経営のノウハウを活用することによって企業の負債のエイジェンシ

ー・コストを引き下げるのであり、このことが企業の負債比率を引き下げるといふ仮説を提示した。最近、この仮説を統計的に検証する試みがようやく行われるようになった。第一の成果は、日本のメインバンクは負債のエージェンシー・コストを引き下げるといふ仮説は統計的にも有意であることが確かめられている。同時に株式の集中度が統計的に有意でないことが確かめられており、株主総会が企業経営のチェックに有効ではないことを示唆するものである。

しかしこのように最近に至るまで日本のメインバンクの存在が企業の負債のエージェンシー・コストを低下させていたことを、銀行の審査能力や経営のノウハウが情報生産した結果であると積極的に評価してよいのであろうか。Leland and Pyle [1977] 以降において、最近の金融仲介理論は金融機関の情報生産に関する生産要素が重要であるとの認識を欠いている。しかし戦後日本の金融機関の情報生産が企業経営のみならず、産業の育成や金融システムの安定性に大きな影響を及ぼすことを考慮すれば、この生産要素の役割はきわめて重要な役割を果たすのではないだろうか。すなわち審査能力という生産要素の蓄積は一朝一夕では形成不可能であり、経済構造が大きく変化する時期にはその変化に素早く適応するばかりではなく、変化の方向を予測しながら生産要素の質的变化を図らなければならない。しかし現実にはそのような理想的適応を実現するどころか、むしろ金融機関は審査能力の形成という本来の責務を放棄した可能性もある。

日本の銀行の審査能力

高度成長期には民間部門の設備投資意欲が旺盛であるため、景気の変動にも関わらず一貫して資金需要が供給を上回る状態であった。したがってミクロ的には大蔵省の店舗行政の制約条件の下で、各銀行が非価格競争の預金獲得の最大化を目標としていた。なぜなら、短期的にみてマクロ的には、一定の国内貯蓄のシェアの拡大は貸出等の運用額の拡大につながるからである。

しかも都市銀行の貸出先はおおむね体力のある大企業であり、また地方銀行、信用金庫等の貸出先である地元の中小企業、零細企業あるいは個人商店等は税制や大型店舗の出店規制等各種規制によって手厚く保護を受けていた業界であるため、金融機関が多額の審査費用を要することもなくこのような企業等に融資しても金融機関が経営危機に陥ることは稀であった。特に大企業については日本開発銀行が審査してお墨付きとなった企業は、都市銀行が審査するための限界費用はゼロであるといっても差し支えない。中小企業等の貸出については、政府系の中小企業金融公庫や国民金融公庫あるいは商工中金等が審査すれば、同様に地方銀行等がこれら企業を審査する限界費用もゼロとなる。しかも銀行が企業の株式を保有するに当たって、すでに述べたように一行が一企業の全発行済み株式の5%をこえてはならないので、このことは銀行にとって企業倒産による貸し倒れリスクを分散させることになる。したがって高度成長期には日本の金融機関は審査能力を十分蓄積したとはいえない可能性もある。

その後1970年代半ばから、日本経済は貸出資金が恒常的に超過需要を解消できないという高度成長期の神話は成立しなくなった。当時からマクロ的にも企業の資金需要全般が低迷するという循環的要因と、大企業が外国で自ら起債する歴史的転換の要因によって、都市銀行はメインバンクとしての大企業への影響力を失った。その後円転規制の撤廃をはじめとする資本の自由化が進み、企業の銀行離れの流れは加速化した。

この流れに対して、金融機関はまず第一に従来シンジケート団方式で割り当てられていた国債の引き受けを、競争入札方式で各金融機関の必要に応じて購入するルールに換えて、国債の運用の割合を増加させた。その結果国債の応募者利回りは市場の実勢をある程度配慮したものであるため、従来の低利回りで強制的に割り当てられるデメリットを解消した。第二に、特に都市銀行は従来貸出対象としなかった中小企業を重視するようになった。その結果、都市銀行とその他の業態の銀行等との貸出先の構成比における格差が縮

小した。しかし金融の国際化が進むにつれて、銀行の業務内容が多様化したにも関わらず従業員にすべての業務を経験させるという従来型の人事システムではかえって一つの業務に専念する期間が短くなるのである。もとより金融機関の審査は、元来専門家集団の質的情報に関する高度な情報生産・処理の組織でなければならない。いわゆるライツシュのシンボリック・アナリストの集団である。このような専門家の能力は競争的な市場で正当に評価されなければならない。報酬も市場で算定されなければならない。これに対して、従来の日本の組織では、金融機関も他の民間企業と同様に、閉じた組織の中で量的拡大にとって無難な人物が高く評価されるが、その組織内における評価の個人間格差が小さい。しかし二度にわたる石油危機と円高ショックが金融機関をはじめとする企業の新しい環境への適応を遅らせた。

しかも1980年代後半には、銀行による中小企業への貸出の内容が大きく変化した。すなわちまずはじめに、すでに国内に滞留していた国内貯蓄のはけ口として金利の低下を受け、金融機関の預金が株式に向かい続いて新たに貯蓄した資金や蓄積していた資金、あるいは株式投資で含み益を抱えてそれを担保に貸し出された資金が土地に向かった。かくして株・土地の含み益が資産インフレを引き起こすことになり、金融機関の含み融資が審査能力の思考停止を引き起こしたのである。このような融資は土地に対する融資であって、中小企業への融資の能力が形成されたことにはならない。

このよう審査の思考停止は、その能力の回復を遅らせることになり、今後の貸出業務に何らかの支障を来している可能性がある。特に近年、不況期のため資金需要が低迷しており、かつ大企業の銀行離れが停止したのでもないのに金融機関の貸し渋りが目立つようになった。その理由として第一に、本来の銀行の審査能力が回復した結果担保を無視した非常識な貸出が行われなくなったので、審査が厳しくなったかのような印象を受けるという説明である。しかしむしろ1980年代の方が土地に対する融資を除けば、審査が厳しかったのではないか。第二に、BIS規制の影響がしばしば取り上げられる。し

かし大手の銀行はおおむね BIS 基準はクリアしており、この点は重要ではない。むしろいわゆる「貸し渋り」は貸し渋りではなく、貸出供給側にとってどの企業に貸し出すべきかを審査する能力の形成ができない一方で、豊富な貯蓄の資金が滞留しているにも関わらず貸し手の資金供給態度が80年代後半には危険愛好的であったのが、90年代には一転して危険回避的に転換したのではないか。その結果、与信と受信のミスマッチが生じている現象ではないだろうか。

またいわゆる不良債権の存在自体もある程度体力のある銀行であれば、不良債権の割合が一定水準以下で新規の預金が伸び続け、かつリスクが大きい貸出を避ければ倒産の危険はない。しかし金融機関は今後とも金融仲介機関としての役割を内外の証券市場と差別しなければならず、その意味で審査能力の回復と蓄積は最大の課題であろう。ただし、中小企業に対する審査やモニタリングは従来型の組織で実現できるわけではない。日本の金融機関にとって、このような中小企業への貸出にウエイトをおくのに伴う体質転換の機会は少なくとも三回あった。第一は第一次石油危機直後である。当時すでに日本経済は恒常的な対外赤字体質を克服しており、その直後に石油危機が生じたので従来型の体質への執着ではなく、金融システムも自由化への準備を始めるべきであった。第二回目は第二次石油危機当時であったが、当時の金融政策の成功がかえって自由化への転換を遅らせたのではないか。第三回目は1985年の円高ショックである。しかし、その後マクロ的には総合経済対策や緊急経済対策を打ち出したが、ミクロ的にはむしろ各業界の規制件数は増加し続けるなど、金融システムをはじめとしてある意味では多くの業界で規制が強化されたのである。当時マクロ的には日本には膨大な規模の国内貯蓄の累積と急増した対外資産が存在しながら、その投機資金が専ら株式と土地にしか向かわなかったのは、その他の資産形成に制度的な障害があるため運用先が限られていたからに他ならない。このような仕切られた投機的現象は金融機関が環境の変化に適応できる審査能力の形成を阻害し、同時に直接金

融の育成が要請されているというシグナルでもあるにも関わらず、政策当局はその重要性を認識していなかった。むしろ政策当局が、日本経済の収益率が低下しているにも関わらず、その認識を欠いて様々な手段を用いて規制を強めたことは金融機関にとって制度的障害と認識するどころか、ハイリスク・ハイリターンの保険を政府が実質的に負担していると受け止めており、金融機関のモラル・ハザードが発生したのである。すなわち護送船団方式は、金融機関が自ら払うべきその保険料を政府に肩代わりしてもらうことによってフリー・ライダーを創り出したのである。

4. 金融システムに対する公的規制

銀行危機

金融システムのあり方を考えるに当たって、銀行危機の発生の要因を次の二通りに分類する必要がある。まず第一は、サンスポット均衡型の銀行危機であり、健全経営の銀行にも関わらず偶然破綻するという根拠のない噂が信じられて、多くの預金者が実際に預金を引き出すことによって、当該の銀行が預金者の払い戻しの請求に応じられなくなるケースである。第二は、銀行の経営状態に関する情報公開が実施されていない上、銀行の首脳や大蔵省などもその実体を十分把握していない場合に破綻を来すケースである。

第一のサンスポット型の危機は政策当局などが正確な情報を人々にわかりやすく提供することによって收拾可能であるため、当座の対応のみで金融システム全体に悪影響を及ぼすおそれはない。銀行の経営内容が公開されている上、その情報を預金者が完全に把握していればこのような危機はそもそも発生しない。情報が公開されていれば、預金者がそれを十分知らなくても事後的な情報の提供だけで事態は直ちに收拾可能であり、その社会的費用も少なくてすむ。

問題は第二のケースである。この場合、仮に預金者が銀行の経営内容に関

する情報を完全に把握していれば、預金者が預けている銀行の経営状態が破綻していても取り付けはその問題の銀行だけですむ。しかし情報が公開されていなければ、経営状態が思わしくないと人々が確信した銀行から取り付け騒ぎが連鎖的に波及し、最悪の場合には優良銀行まで危機に巻き込みかねないことになり、その可能性が常にあることが他の業界と大きく異なる。ただし、情報が公開されていても誰が個別の銀行に特有のリスクを評価できるのかは未解決である。

このような金融機関全般にわたるリスクを正確に評価するのは預金者、経営者、株主、政策当局、第三者機関、リスクを評価する市場のいずれなのか。預金者、経営者あるいは株主が何らかの方法で金融機関あるいは企業の内部のリスクをチェックするという仕組みについては、従来の通俗的な考え方に多い。公正取引委員会や非政府組織の第三者機関のメンバーがチェックするという方法についても、しばしば考えられてきた。しかし、そのメンバーの中に政策当局関係者が含まれれば、実際には政策当局にチェックを依頼するのと同じことになりかねない。戦後日本の金融行政は危機が発生すれば政策当局が場当たりの対応を施すのみで、そのことが新たな規制を生み出すという弊害に多くの人々が気づいていない。

以上のリスク評価に関する選択肢は、リスクを評価する主体の違いではない。政策当局が評価主体であれば、リスクを正確に評価できなかった金融機関にペナルティを与えるのであり、それを正しく評価できても報奨は与えられない。仮に政策当局がリスクの評価を誤ったり、それに伴う事後の対応が遅れれば、それに伴う負担はイクスプリシットにあるいはインプリシットに納税者や預金者に賦課されるのである。一方、リスクを評価する独立した市場が存在すれば、金融機関のリスクを正しく評価できた参加主体には市場から報奨を受け取ることができ、評価できた主体の数が少なければさらに独占的な報奨を獲得できる。ただし、この市場は競争的であれば長期間にわたって独占的報奨を確保し続けることはできない。この市場の参加者のうちリス

クを正しく評価できなかつた主体は、報奨が少なくなるだけであり、最悪の場合でも自主的に市場から撤退するだけである。この場合、最大の課題は金融機関のリスクを評価するために公開された情報を解析するシステムをいくつかの民間企業がある程度設計できることである。すなわち、重要なポイントは、このようなシステムを設計できる技術者とこれを活用できる専門的コンサルタントが育成できるかである。

公的規制と金融システムに対する介入

上記のサンスポットタイプの銀行破綻に対しては、通貨当局の介入が直接的間接的に必要である。ただし、この介入方式のうち全面的に日銀信用供給で対応すればモラル・ハザードが発生するおそれがある。しかしながら民間金融機関のモラル・ハザードの可能性に対して店舗行政や業務規制等の行政指導などを武器に金融秩序を維持しようとしても、自由化が進行すれば行政指導の効果は薄れるであろう。まず預金保険機構を十分活用できるようにした上で、なおこの制度を利用して金融機関の決済が最終的に不履行となる分についてのみ、中央銀行が最後の貸し手として預金の払い戻しを保証すべきである。

第二の銀行危機に対しては、まず個別の金融機関のリスク内容を公開すべきである。仮に政策当局がこのような情報の分析に優れた能力を発揮するのであれば、その結果を広く公開すべきである。旧来の金融機関に対する規制は金融システムの安定化に効力を発揮したが、金融システムを取り巻く諸情勢が大きく変化している状態にあつてこのような規制はむしろ弊害となりつつある。さらに金融情勢が加速化して変化するのであれば、金融機関の個別運用事項ごとに債権化するセキュリタイゼーションのような市場によるリスクの客観的評価を促進すべきであろう。したがって、中央銀行が市場に介入するのは、①預金保険機構を活用してもなお金融システムが破綻するおそれがあるケースや、②金融機関をチェックした内容について、個別のリスク

の一部が極端に高いケースである。仮に、このチェックが不完全であったために金融機関が破綻するおそれが顕在化するようなことがあれば、その対応を先送りしないことである。

5. おわりに

最初に人為的低金利政策を可能にする制度的背景として、金融政策の波及経路の視点から護送船団方式の金融行政の存在をアプリアリに受け入れた。しかし戦後日本の貸出市場において、なぜ間接金融が優位であったのかについて、その制度を前提にした説や不均衡分析のショートサイドの原理だけでは十分説明できない。換言すればなぜ戦後日本の金融システムにおいて直接金融の役割が小さかったのかを説明できない。そこで戦後日本の金融制度で特有のメインバンク制度に着目し、この制度が各金融機関のエージェンシー・コストを引き下げ一方、資金を調達する企業にとっても銀行のモニターを受けることが資金調達コストを引き下げることになる学説をフォローした。最近の実証分析の結果、銀行の審査や経営のノウ・ハウが企業のエージェンシー・コストを引き下げるので、このことが企業の負債比率を引き下げるといふ仮説を支持するのである。

しかしこのような審査能力が戦後日本の銀行が自らの経験だけで形成できたと積極的に評価できない。高度成長期においては、特に都市銀行は貸出市場において常に資金の超過需要に遭遇しており、不足する資金をインターバンク市場で手当した。この資金を供給するのは店舗政策で優遇された地方銀行以下の中小金融機関である。石油危機以降から1980年代前半に至るまで、貸出の超過需要の圧力は弱まる一方、国債の運用が増加した。特に国債の流通市場は金融自由化の環境において自然発生的に発達してから、貸出金利と国債利回りとの間で裁定が行われる傾向が強まったと考えられる。しかし1990年代においてもインターバンク・レートの水準が貸出金利に影響を与え

ることが今回の実証分析でも確かめられた。この結果は従来の店舗行政の地域間のバイアスを是正できないことから現在でも貸出市場の地域間の需給バイアスを生み出したことにすぎない。すなわち金融行政面では従来型のシステムが維持されながら、金融機関の資金の運用面では自由化の波をかぶり、また資金の調達面でも自由化は着実に浸透している。今後日本の民間金融機関がエイジェンシー・コストを引き下げるためには貸出の審査能力を蓄積する一方、国債流通市場で収益力を向上させるため相当の情報化投資を実行する必要がある。そのこと自体がリスクを高めるのであるが、これをカバーするのは収益力の向上であってもはや参加者全員によるリスクの分散ではない。

付 論

……シラー ラグ推計……

(1993：1—1995：7)

Kの値 = 4

$$\text{INTLTNB} = +34.4276 + 1.46410 \text{ INTGSK}$$

(3.52) (5.68)

シラーラグ対象変数：WPI

0 +0.19858 (0.92)

1 - 0.05982 (-0.39)

2 - 0.04739 (-0.56)

3 - 0.04593 (-0.67)

4 - 0.06155 (-0.87)

5 - 0.08261 (-1.22)

6 - 0.09250 (-1.55)

7 - 0.08667 (-1.52)

8 - 0.07510 (-0.69)

SUM - 0.35300

決定係数=0.59782 標準誤差=0.36 ダービンワトソン比=0.808

……シラー ラグ推計……

(1993 : 1—1995 : 7)

Kの値 = 1

$$\text{INTLTNB} = +34.1588 + 1.47780 \text{ INTGSK}$$

(3.55) (5.85)

シラーラグ対象変数 : WPI

0 +0.29502 (1.17)

1 - 0.20223 (-0.79)

2 - 0.03887 (-0.30)

3 +0.03401 (0.25)

4 - 0.03216 (-0.25)

5 - 0.13029 (-1.06)

6 - 0.14936 (-1.13)

7 - 0.08695 (-0.71)

8 - 0.03946 (-0.24)

SUM - 0.35029

決定係数 = 0.61561 標準誤差 = 0.35 ダービンワトソン比 = 0.808

……シラー ラグ推計……

(1993 : 1—1995 : 7)

Kの値 = 1

$$\text{INTLTNB} = - 22.9172 + 0.29903 \text{ WPI}$$

(-2.51) (2.90)

シラーラグ対象変数 : INTGSK

0 +1.25423 (4.84)

1 - 0.17256 (-0.81)

2 - 0.16345 (-1.51)

3 - 0.15370 (-1.48)

4 - 0.11053 (-1.08)

5 - 0.11206 (-1.11)

6 - 0.18852 (-1.78)

7 - 0.27199 (-3.00)

8 - 0.33238 (-2.27)
 SUM - 0.25096
 決定係数=0.85620 標準誤差=0.21 ダービンワトソン比=1.647

……シラー ラグ推計……

(1993:1-1995:7)

Kの値= 1

INTLTNB= +34.1454+0.0000000 LTNDB+1.47745 INTGSK
 (3.41) (0.01) (5.62)

シラーラグ対象変数：WPI

0 +0.29494 (1.14)
 1 - 0.20203 (-0.76)
 2 - 0.03893 (-0.29)
 3 +0.03392 (0.24)
 4 - 0.03209 (-0.24)
 5 - 0.13024 (-1.04)
 6 - 0.14935 (-1.10)
 7 - 0.08689 (-0.69)
 8 - 0.03946 (-0.24)

SUM - 0.35015

決定係数=0.59537 標準誤差=0.36 ダービンワトソン比=0.808

……シラー ラグ推計……

(1993:1-1995:7)

Kの値= 1

INTLTNB= - 23.2132+0.0000002LTNDB+0.30209 WPI
 (-2.49) (0.58) (2.87)

シラーラグ対象変数：INTGSK

0 +1.24764 (4.73)
 1 - 0.17743 (-0.82)
 2 - 0.16493 (-1.50)
 3 - 0.15294 (-1.45)

4 - 0.10967 (-1.06)
 5 - 0.11227 (-1.10)
 6 - 0.18870 (-1.75)
 7 - 0.27069 (-2.94)
 8 - 0.32760 (-2.20)

SUM - 0.25658

決定係数=0.85127 標準誤差=0.22 ダービンワトソン比=1.682

……シラー ラグ推計……

(1993 : 1-1995 : 7)

Kの値 = 1

INTLTNB = - 23.8967 + 0.0000016 LTNDBOB + 0.30589 WPI
 (-2.18) (0.17) (2.70)

シラーラグ対象変数 : INTGSK

0 +1.26053 (4.70)
 1 - 0.17553 (-0.80)
 2 - 0.16534 (-1.49)
 3 - 0.15457 (-1.45)
 4 - 0.11053 (-1.06)
 5 - 0.11150 (-1.08)
 6 - 0.18783 (-1.73)
 7 - 0.26992 (-2.88)
 8 - 0.32699 (-2.14)

SUM - 0.24168

決定係数=0.84889 標準誤差=0.22 ダービンワトソン比=1.660

……シラー ラグ推計……

(1993 : 1-1995 : 7)

Kの値 = 1

INTLTNB = +62.3104 - 0.0000422 LTNDBOB + 1.41935 INTGSK
 (3.05) (-1.55) (5.76)

シラーラグ対象変数 : WPI

0	+0.11611	(0.43)
1	- 0.18439	(-0.75)
2	+0.03321	(0.25)
3	+0.13138	(0.90)
4	+0.06217	(0.45)
5	- 0.08061	(-0.66)
6	- 0.17492	(-1.36)
7	- 0.20713	(-1.46)
8	- 0.25595	(-1.22)

SUM - 0.56011

決定係数=0.64239 標準誤差=0.34 ダービンワトソン比=0.982

……シラー ラグ推計……

(1993:1-1995:7)

Kの値=1

INT = +2.42378 + 0.30812 INTCR
 (51.18) (5.51)

シラーラグ対象変数: INTOR

0	+0.07830	(1.17)
1	+0.07417	(1.49)
2	+0.05250	(1.80)
3	+0.03896	(1.30)
4	+0.03125	(1.09)
5	+0.02357	(0.83)
6	+0.01325	(0.46)
7	+0.02359	(0.81)
8	+0.05168	(1.76)
9	+0.07920	(3.01)
10	+0.08808	(2.23)

SUM +0.55454

決定係数=0.98613 標準誤差=0.06 ダービンワトソン比=1.204

(注) 1.()内の数値は t 値。

2. 測定に利用した月次データと変数。

INTLTNB	: 国債利回り (10年物), 東証上場国債流通利回り (10年物指標銘柄)
INTGSK	: 公社債現先参考利回り, 3ヶ月物・月中平均 (日証調べ)
INT	: 全国銀行約定平均金利 (全銀協)
WPI	: 卸売物価指数, 1990年を100とする。(日本銀行)
LTNDBOB	: 普通国債残高 (日本銀行『経済統計月報』)
INTCR	: コールレート, 有担保翌日物・平均
INTOR	: 公定歩合 (月初め)
BDID	: 利付き金融債売買高 (5年物ワイド)
INTBD	: 利付き金融債利回り (同上)
LTNDB	: 国債新規発行額 (10年物長期)

注

- 1) 江見康一 (他) 『貯蓄と通貨』 (長期経済統計第5巻), 野口 [1995] 第2章等を参照せよ。
- 2) 日本の信用割り当てについては寺西 [1982] を参照せよ。
- 3) 人為的低金利政策を前提とした資金偏在のフレームワークで, 金融システムの一般均衡理論を展開したのは鈴木 [1974] である。また堀内 [1980] も参照せよ。
- 4) 鈴木 [1974] および堀内 [1980] が代表的である。
- 5) 黒田 [1979] を参照せよ。
- 6) 池尾 [1985] が代表的な文献である。
- 7) 岩田・浜田 [1980], 鹿野 [1994] などが挙げられる。
- 8) 伊藤・植田 [1982], 浅子・内野 [1987] などの間で論争が行われている。
- 9) Modigliani and Miller [1958] が問題を提起した最初の論文。
- 10) Modigliani and Miller [1963] は, 一部の前提を変更することによって最初のMM定理を修正した。
- 11) Miller [1977] は本文中のような前提によって, 再びMM定理が成立することを証明した。すでに述べたように, 法人税のみを考慮したMMモデルでは, 企業は可能な限り負債を発行することが有利である。しかし累進的所得税制度において多くの負債を発行し, 消化するためには負債収益率を上昇させる必要がある。このことが負債の自己資本に対する有利性を低下させ, 負債発行と自

己資本が無差別になって均衡する。

- 12) 代表的な文献として Kim [1982] などが挙げられる。青木 [1989] 第 6 章も参照せよ。
- 13) 銀行はエイジェンシー・コストを引き下げる専門機関とみなすことができる。すなわち、銀行は数多くの企業内部の利害対立に伴うコストと資金融資との関連性について経験的に最もよく知っているのであり、このことが銀行の存在意義を正当化させることになる。特にメインバンク制はエイジェンシー・コストを引き下げるべく、銀行に多くの企業のコンサルタントの機会を提供するシステムといえよう。

【参考文献】

1. Diamond, D. W. [1984], "Financial Intermediation and Delegated Monitoring", *Review of Economic Studies*, Vol. 51.
2. Fair, R. C. and Jaffee, D. M. [1972], "Methods of Estimation for Markets in Disequilibrium", *Econometrica*, Vol. 40.
3. Kim, E. H. [1982], "Miller's Equilibrium, Share Holder Leverage Clienteles and Optimal Capital Structure", *Journal of Finance*, Vol. 37.
4. Leland, H. E. and D. H. Pyle [1977], "Information Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermedation", *Journal of Finance*, Vol. 32.
5. Long, M. and I. Maritz [1985], "Investment Patterns and Financial Leverage", in B. Friedman, ed., *Corporate Capital Structure in the United States*, University of Chicago Press.
6. Miller, M. H. and F. Modigliani [1961], "Divided Policy, Growth and the Valuation of Shares", *Journal of Business*, Vol. 34.
7. Modigliani, F. and M. H. Miller [1958], "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", *American Economic Review*, Vol. 48.
8. Modigliani, F. and M. H. Miller [1963], "Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction", *American Economic Review*, Vol. 53.
9. Titman, S. and R. Wessels [1988], "The Determinants of Capital Structure Choice", *Journal of Finance*, Vol. 43.
10. Miller, M. H. [1977], "Debt and Taxes", *Journal of Finance*, Vol. XXXII.

11. 青木昌彦 [1989]『日本企業の組織と情報』東洋経済新報社。
12. 池尾和人 [1989]「金融：金融仲介理論の新展開」, 伊藤元重(他編)『応用ミクロ経済学』東京大学出版会, 所収。
13. _____ [1990]『銀行リスクと規制の経済学』東洋経済新報社。
14. _____・広田真一[1992]「企業の資本構成とメインバンク」, 堀内昭義(他編)『現代日本の金融分析』東京大学出版会, 所収。
15. 伊藤隆敏 [1985]『不均衡の経済分析』東洋経済新報社。
16. _____・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」『季刊理論経済学』第33巻。
17. 岩田規久男・浜田宏一 [1980]『金融政策と銀行行動』東洋経済新報社。
18. 江見康一(他)『貯蓄と通貨』(長期経済統計第5巻)東洋経済新報社。
19. 倉沢資成 [1989]「証券：企業金融理論とエイジェンシー・アプローチ」, 伊藤元重(他編), 前掲書所収。
20. 黒田巖 [1979]「我が国における貸出金利の決定について」, 日本銀行金融研究所『金融研究資料』第2号。
21. 黒田晁生 [1988]『日本の金融市場——金融政策の効果波及メカニズム』東洋経済新報社。
22. 鹿野嘉昭 [1994]『日本の銀行と金融組織』東洋経済新報社。
23. 鈴木淑夫 [1974]『現代日本金融論』東洋経済新報社。
24. 寺西重郎 [1982]『日本の経済発展と金融』岩波書店。
25. 野口悠紀雄 [1995]『1940年体制——さらば「戦時経済」』東洋経済新報社。
26. 日向野幹也 [1993]「社債発行規制とメインバンク制」, 貝塚啓明(他編)『90年代の金融政策』日本評論社, 所収。
27. 堀内昭義 [1980]『日本の金融政策』東洋経済新報社。
28. _____ [1986]「金融機関の機能」, 館龍一郎(他編)『日本の金融 [I] 新しい見方』東京大学出版会, 所収。