

日本の金融システム

——メイン・バンク制と企業との関係——

小 野 進

社会は、増加した所得の大部分を、それを最も消費しそうもない階級の支配下におくような形に組み立てられていた。19世紀の新興の富者たちは、大きな支出をするようには育てられていず、即時の消費の快樂よりも、投資の自己にもたらす力の方を選択した。実のところ、富の分配の不平等こそが、あの時代を他のあらゆる時代と区別する固定的な富と資本改善とのあの膨大な蓄積をまさに可能にしたものにほかならない。資本主義体制の正統化の主要根拠は、実に、この点にあった。もし富者が自己の手にする新たな富を自分達自身の快樂のために消費していたとすれば、世界はとうの昔に、このような体制をたえ難いものと思うようになっていたに違いない。だが、彼らは蜜蜂のように貯蓄し蓄積したのであり、彼ら自身はもっと狭い目的しか念頭においていなかったのだが、にもかかわらず、それが社会全体の利益にも役だったのである。

——J. M. ケインズ『平和の経済的帰結』（1919年）——

株式会社をより効率的にし従業員にもっとやる気をおこさせるためには、我々は会社により多くの共同体の精神を導入し会社を共同体タイプの職場に換え、会社のオーナーと従業員との「我々と奴ら」という感情を取り除き、そして双方の一体感を生み出さなければならない。この種の問題を取り扱うためには、社会学的或いは制度的分析が必要であることは明白である。

——M. Morishima, *Capital & Credit* (1992) ——

目 次

- 第1章 近代信用機構の整備
 - 1-1 三つの金融システム・モデル
 - 1-2 現代日本の金融システムの起源
 - 1-3 近代信用機構の整備
- 第2章 日本の金融構造の特質
 - 2-1 問題の所在
 - 2-2 戦前の企業金融方式
 - 2-3 明治・大正期の資本市場
- 第3章 企業と銀行の間の資金移転機能と資産流動化機能
 - 3-1 直接金融と間接金融
 - 3-2 相対取引（準市場取引）と市場取引
 - 3-3 ローン型金融システムと債券型金融システム
- 第4章 メイン・バンク制
 - 4-1 Modigliani & Miller の資本コスト理論とその批判
 - 4-2 メイン・バンク制の機能と本質
 - 4-3 金融取引における信用と継続取引

日本の金融システムは、新古典派経済学が想定しているアングロ・アメリカンの金融システムとは著しく異なっている。一般的に云って、アングロ・アメリカンの経済システムを説明するのにも複数の経済理論が存在している。それ故、標準的な新古典派経済学のみを基準にして日本の経済システムを説明するのは妥当な議論の仕方であろうか、という疑問が生じる。我々は、もっともだと思われる上述の疑問に次のように答えておく。新古典派経済理論は、良きにつけ悪しきにつけ、他の経済理論に比べて市場経済即ち資本主義経済の精神を具現化しそしてそのメカニズムを最も良く分析している典型的な経済理論である、と。新古典派は、「近代」の理念を純粹に理論化しており（富永健一）、アングロ・アメリカン型の特定の経済システムを理論的一貫性でもっとも体系的に説明している経済理論である、と。ちなみに古典派経済学はいうまでもなくケインズ経済学も新古典派経済学と同じように資本主義の精神を共有していることをつけ加えておこう。

経済発展については一人当たりの国富、産出高、GDP、国民所得そして労働力の就業構造のように実物的側面（real aspects）において議論されるのが普通である。しかし経済発展は、若干の点において経済システムにおける負債の発行とそれに照応する金融資産（financial assets）の増加と関連している（J. G. Gurley and E. S. Shaw [1955] p. 515）。また、経済発展はメイン・バンク制のように金融組織の innovation（森嶋通夫）に大きく関連している。

経済発展の過程とは資本蓄積のそれである。資本蓄積のための実物投資を金融的に可能にするのが金融システムの役割である（貝塚啓明 4 金融システム類型化について、森口親司・青木昌彦・佐和隆光編 [1983] 所収 p. 197）。

日本の経済発展はその資本蓄積機構に依存しており、日本の資本蓄積機構はまた日本の経済システムに依存している。それ故、日本の経済発展を考察する場合、資本蓄積を金融面から保障する日本の経済システムのサブシステムである金融システムの役割の分析が重要である。

この論文の目的は、以上のような視座から、アングロ・アメリカン型などの金融システムとの比較に留意しながら、明治以後の金融史の中から日本の金融システムの基本的特質を描き出しそれを掘り下げて分析することである。

第1章 近代信用機構の整備

まず、金融システムの定義をして置こう。金融制度とは、通貨制度、金融機関の種類や業務方法、金融市場や資本市場に関する諸制度などの総称である。しかし、最近ではそうした制度的枠組そのものでなく、その枠組みの中で形成された黒字単位と赤字単位との間の資金融通の仕組みを指す用語として使われ、その場合には金融システムといわれることが多い¹⁾。

また、蠟山昌一 [1986] では、金融システムとは、金融の仕組み、制度であるとしているが、別の著書では金融システムを次のように規定している。それは、人々の金融行動に拘る社会的ルール（規範）の集まりである。即ち、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・慣行を通じて解決する体系である²⁾。この金融システムを通じて、人々が金融に期待する経済的諸機能

が実現される。

前者の定義が多用されており、妥当と思われるので、ここではこの定義を採用して置こう。

1-1 三つの金融システム・モデル

Zysman [1983] は、金融システムについて、①競争価格を伴った資本市場（capital market with competitive price）、②管理価格を伴った信用を基礎にしたシステム（credit-based with administered prices）、③銀行によって支配される価格形成を伴った信用を基礎にしたシステム（credit-based with price formation dominated by banks）、という示唆に富む三つのモデルを提示している。

①の capital market-based system のモデルは次のような特色を持っている。

(a) 長期産業資金の供給源泉は主に証券発行によって行われる。したがって、銀行の中心的な機能は短期の貸付になる。このため、企業は長期の資本を調達するのに商業銀行の信用に依存する必要はない。

(b) (1)の含意は、金融機関は特定の企業の株式を保有しないから、金融機関は〈支配—所有〉の関係として行動しない。

(c) 中央銀行の役割は、第一義的にはマネーサプライあるいは利子率のような金融上の集計量の調整をすること、第二に、競合する資源利用の配分に対する調整、最後は、最終的な貸し手（lender of the last resort）として行動することである。中央銀行は行政的命令（administrative fiat）によってではなく、公開市場操作によって好ましいと思う結果を生み出すような形で資本市場に干渉する。

②のモデルは、市場間の相互関係が政府によって支配される credit-based system であるが、

(a) 資本市場の発達が弱く、企業に必要な資金は特定の貸手や銀行などの貸出機関に依存せざるを得ず、信用が企業金融システムの中心になる。

(b) 政府は経済の秩序を形成するために、重要市場における価格を設定して銀行の貸出を支援し、貨幣創造を促進する。

(c) 価格は固定されているから、市場は不均衡で、この価格の下で多すぎる借り手或いは貸し手が存在し、行政的行為によってそれは均衡化される。

等の特徴がある。

③は、②と同じく credit-system であるが、国家の援助に依存することなく、少数の銀行が dominate するモデルである。それは以下の四つの特徴を持っている。

(a) 市場が価格を決定し、市場における価格の運動は金融力（financial power）の集中を反映する。

(b) ドイツとイギリスの株式取引を比較すると、ドイツでは銀行が市場支配力を行使するが、イギリスではそうではない。

(c) 中央銀行は、行政的テクニックのかわりに公開市場操作を通じてマクロ経済に影響を与える。

(d) 金融機関は貸付と債券市場への支配を通じて企業財務に影響を与える。

以上の Zysman モデルからわかるように、②と③のモデルが日本の金融システムを考察する場合

特に参考になるので、②と③のモデルを暫定的な理論上の枠組みとして議論することにしよう。

1-2 現代日本の金融システムの起源

メイン・バンク制は日本の金融システムの重要な一装置とされている。メイン・バンク制はわが国独自のシュンペーター的意味における組織上の革新（innovation）で、日本の長期的な経済発展に大きな役割を果たした。メインバンク・システムにおける銀行による企業モニタリングのシステムでは、株主が自己の効用関数を極大にするよう経営者を監視する機能を持つ新古典派の世界とは異なって、経営者が株主より従業員を重視するために、株主の配当性向を極大にするよう行動するとは限らず、銀行が企業をモニターする機能を持っているところにその特性がある。

このようなメイン・バンクシステムは何時頃発生したのであろうか。

現代日本の経済システムは英米型とも独仏型とも異なる。ただ、日独仏などの経済システムは類似していると見なす R. Dore などの見解もある。それでは、現代日本の経済システムは何時頃形成され、どのような特徴を持っているのであろうか。

岡崎哲二・奥野正寛編 [1993] は「現代日本の経済システムの最大の特徴は、このシステムを構成する重要なパーツの多くが、1930年代から40年代前半にかけての日本経済の重化学工業化と戦時経済化の過程で生まれたという点にある」（p.2）と述べ、現代日本の経済システムの原型は、日中戦争・大東亜戦争を遂行するために、資源を総力戦に動員することを目指した企画院（昭和12年設置）などによって人為的に作られた統制システムである、としている。この原型は、またそれまでの欧米型の市場経済システムが大正期の後半過ぎから徐々に変化し始めて、昭和5（1930）年頃から政府の戦時経済体制を構築する過程で形成された、としている。

岡崎哲二・奥野正寛編 [1993] はさらに、明治・大正期の日本の経済システムは、「ある程度の後進性を残しているとはいえ、基本的に欧米諸国と異ならないオーソドックスな資本主義的市場経済システムであった」（p.2）、という。その理由は、①労働者が企業間を移動するのが普通であったし、賃金も伸縮的に変動した。②銀行数は2,000以上にのぼり、不況期にはしばしば銀行が倒産した。③企業の投資と事業のための資金調達のは多くは株式や社債の発行によって賄われ、銀行からの貸付けの占める割合は小さく金融機関の株式保有も少なかった。このため、企業活動に対する金融機関の発言権は小さかった。④財閥は傘下の企業に対する組織的なモニタリング・システムを備え、多くの非財閥系企業でも有力な大株主が役員の地位を占めた。⑤多くの企業では株主総会が実効性を持ち、敵対的買収もまれでなかった。その結果、企業経営には株主の意志が強く反映された、からである。

現代日本の金融システムの原型は1930年代に形成されたとされる。「1927年の金融恐慌以来の銀行合同政策が戦時期に徹底され、戦争末期までに地方銀行の〈一県一行〉が実現する」また、「大恐慌の過程で日本興業銀行を中心として部分的に試みられた共同融資（融資連盟）は、全国金融統制会融資の融資幹旋³⁾によって制度化され、メインバンク制の原型を形成した」。

日本における金融システムを、市場メカニズムの利用と政府の介入の程度、直接金融対間接金融、企業モニタリング・システムの如何という三次元の視点からとらえようとする寺西重郎 [1982] でも、日本のメインバンクの起源は最大限さかのぼっても1930年代にあり、それ以前には存在しなかったとしている。

にもかかわらず、果たして明治・大正期の日本の経済システムは、欧米諸国とは異なるオーソドックスな資本主義的市場経済であったのか、現代日本の金融システムの原型はやはり1930年代に形成されたのであろうか、といった基本的な疑問は依然として残る。

1-3 近代信用機構の整備

明治期の銀行の特色は、(1)銀行の株式・社債の保有、またそれらを担保とする貸出が特に大きく銀行制度の発達をもたらした。(2)銀行の事業経営または機関銀行の盛行である。

明治期から大正前半期に活躍した銀行は以上のような特色を持っていたが、その欠陥は、長期性の産業金融を行うために必要な調査組織と企業に対する効果的な監督組織が極めて不十分であったこと、また、銀行と事業との関係が余りにも癒着していたために一定以上の大口貸出を避けて危険を分散するという銀行営業上の初歩的ルールさえ無視したことである。この時期の不況期には多くの銀行が破綻したが、それは以上のような欠陥に基づいていた。

明治・大正期の銀行は一応形は整っていたが、まだその内実において銀行の本来持つべき機能が充分整備されていなかったために、銀行の数や不況期には現在と異なって倒産が多かったことをもってして、日本の金融市場がオーソドックスな欧米型のそれと同じであったとするのは誤りである。

にもかかわらず、第一次の企業勃興期が始まった翌年の明治20（1887）年から大正3（1914）年の第一次世界大戦の勃発までの間に、日本の産業は飛躍的な発展を遂げた。この間の膨大な資本蓄積をもたらした基本的要因の一つは、近代信用機構の整備と発達に大きく依存していた。もし、近代信用機構の整備の状況は法制面からだけでも明治・大正と時代を追って年表を作成し観察するだけでその様相が良く分かるであろう。

資本形成の資金源は、各国の経済発展の経験によれば国民貯蓄と外資導入である。

国民純生産 O 、輸入 M 、消費需要 C 、投資需要 I 、輸出 X 、貯蓄 S 、とすれば、

$$O - C + X - M = I \quad \cdots \cdots \textcircled{1}$$

であり、 $O - C = S$ であるから、国民純生産決定の均衡条件は、

$$I - S = M - X \quad \cdots \cdots \textcircled{2}$$

となる。

②式において、積極的に投資水準を大きく維持し経済成長を実現しようとするれば、 $I > S$ となり、貯蓄不足になる。

$I > S$ ならば、 $M > X$ となり、貿易収支が恒常的に赤字となり、慢性的な外貨準備が不足する。この、投資・貯蓄の差額＝資源ギャップの差額、は外国資本の導入で埋めなければならず、外国資本 F_c 、外国資本の元利償還 R とすれば、

$$I - S = M - X = F_c - R \quad \cdots \cdots \textcircled{3}$$

となる。

資本形成の主な資金源は、やはり国民貯蓄にある。そして、この国民貯蓄が近代産業の資本形成にどれだけ利用されるかは、近代信用制度の発達の如何に多く依存している。また逆に、国民

貯蓄の形成それ自体も近代信用制度の発達に依存している。

近代信用制度が、その機能を充分発揮するためには、各種の信用機構（近代的紙幣制度、銀行制度、公社債制度、株式会社制度など）が総合的に発達整備されていることが必要である⁴⁾。銀行は、近代信用制度の重要な側面の一つであるけれど、銀行制度が最善に機能するためには、(1)金本位制の下では健全な兌換制度が確立していること、(2)銀行の銀行としての中央銀行制度が整備されていること、(3)銀行自体が近代的機能を果たすための組織に脱皮していること、(4)銀行の近代的な機能として小切手・手形の利用があるが、銀行自体の規模の拡大と手形交換所の発達、が不可欠である⁵⁾。手形の流通は、明治12、3年頃その萌芽をみる⁶⁾が、その著しい発達は明治19（1886）年以後である⁶⁾（明治12年大阪手形交換所の開業、同15年手形条例の公布）。

近代銀行制度の最も高度の信用形態である手形（小切手を含む）は、(1)現金通貨の代用として機能するので、それだけ決済用通貨の供給量を実質的に増大さす（通貨の節約）、(2)預金通貨の創出、という機能を果たす。(2)の機能が本格的に発達したのは第一次大戦（大正3～7年）後である。

明治30（1897）年頃までは普通銀行は、日銀から低利の資金を借りて業者に貸し付けるという鞘取り銀行であったけれど、明治30年代に預金主義への転換が行われた。

近代信用制度のもう一つの側面は、株式会社制度と公社債制度そして証券取引所の発達が不可欠である。有価証券制度による資金の供給機能は、銀行制度の発達と密接に拘っており、また銀行の資金供給機能もまた有価証券制度の発達に依存している。

資本市場は、英国では公債が自然発生的に売買されて形成された。秩禄公債も、両替商の店頭などで自然発生的に売買されて公債市場が形成されたけれど、分散的であり、集中性と組織性が欠落していた。

社債発行の引き受けが幅広く各層に求められるようになったのは、明治32（1899）年以後であった。

明治23（1890）年の日本最初の大阪鉄道会社と同26年の天満紡績会社の社債発行は、株主から募集する方式であった。

旧商法は、外国法の模倣と民法との不調和により実施されると経済に混乱が起こるとしてその実施が延期されていたが、会社・手形・破産など早急に立法化する必要から旧商法の一部が明治26（1893）年、施行された⁷⁾。

明治日本の企業勃興は、第一次のそれは明治13（1880）年代後半、第二次は日清講和条約が締結された1895年に始まり、第三次は明治33（1900）年半ばの日露戦争後で、これらがその後の重化学工業の下地を作った。

第一次から第三次の企業勃興期間、東京取引所の上場会社数は380社前後であり、大多数の株式会社は市場とは全く無縁な存在であった。一部の産業の代表的企業を除いて、大規模な会社経営に株式会社が利用されなかった。明治18（1885）年頃まで、株式売買は小規模であった。

東京株式取引所の設立は明治11（1878）年5月、同年7月に大阪株式取引所が設立された。これが日本の資本市場の制度的起源であった。

以上のような総合的な諸機能を発揮する近代的信用機構が制度として成立するのは、大体日清戦争（明治27（1894）年）後のことである。

第2章 日本の金融構造の特質

明治以来の戦前・戦中の経済発展，戦後の高度経済成長過程，1970年代から1980年代を貫く日本の金融システムのロジックの特徴を，枝葉末節と細部の状況を「与件」して，大胆に抉り出すとすれば，それは第一に相対取引型の間接金融，そして第二にオーバー・ローン（1970年代末から，80年代にわたって無くなったが，全国銀行平均の預貸率は平成3（1991）年80.6%，同4（1992）年80.2%とオーバー・ローン気味になってきている）である。

2-1 問題の所在

日本の金融構造の特色は，第一に金融機関の証券市場に対する優越性，第二に財政と金融の密接な関連，第三に金融市場も財政も日本銀行に対する依存度が高いことである，と指摘する吉野俊彦 [1954] の論点を紹介する事によって問題の所在を明示しておこう。

吉野俊彦は，金融機関の証券市場に対する優越性が発生した要因として次の6点を挙げている。

①明治維新以来，日本の資本蓄積が貧弱であったので，資本蓄積も金融機関の発券作用によるインフレ政策によって強行せざるを得なかった。②民間の零細な蓄積をもってしては，欧米先進国の高い経済水準を継承することは出来なかった。そこで我国では銀行制度が先に発達して，それを基礎にしながら一般企業は遅ればせながら発達していくという，欧米と逆の形態を取った。③一部の財閥関係の特殊な企業は別として，企業が単独で自らの信用で社債を発行して，長期の設備資金を調達することは不可能であった。④真面目な投資家はその任意貯蓄を証券市場に向けずに金融機関に対する定期性預金とする傾向が生じた。⑤租税制度上，預金利子を株式の配当に比較して優遇するという政策が長い間取られてきた。預金利子は他の所得と区別して比例税率で課税され，どんな巨額な利子であっても累進課税されないという建て前であった。⑥満州事変（昭和6（1931）年）勃発以後，臨時資金調達法により増資，起債，第二回以後の株式の払込，合併，目的の変更というような行為を全部政府の許認可（例えば，銀行からの借入金を返済するために企業が増資することを極力抑圧する）の下に置いた。金融統制上，証券市場を通じて個々に増資または起債する企業の資金調達の方法より，金融機関に預金として集積した資金を政府が軍需産業を中心に割り当てるという方が，統制が容易であった。また，銀行の借入金の利子の方が株式の配当とより低かった。

吉野は，敗戦後の占領軍による日本経済の再生を封殺するという目的を持って取られた諸措置の一つは，この金融機関の証券市場に対する優越的な地位を縮減させることであったとして，この時に取られた処置として次の5点を挙げている。

①財閥の解体により財閥所有の持ち株を一般大衆に分散させる。②企業再建整備法により，固定資産＋流動資産はできるだけ自己資本によって調達されるべきである。③証券取引法第65条により従来の金融機関の収益の源泉であった株式，社債の引き受けは証券会社が行う。④私的独占禁止法第11条により，銀行，保険会社といった金融機関が特定の事業会社の株式というものを一定割合以上持つてはいけないという制限規定が置かれた。⑤シャープ勧告により，株式の配当を

課税上優遇して、銀行預金の利子が配当より優遇されていたという従来の状態を逆転さす。

しかしながら、こうした動きに対して次のような五つの背反する傾向が顕著にみられた。

①復興金融金庫の設立で、企業は必要な長期資金を自己資金で賄うよりもこの金融機関の借入金に依存するようになった。②日本では銀行の信用を介在し得ずして長期資金を導入することが現実にあっているということが分かったので、占領軍はそれまで極力反対してきた金融機関の金融債の発行を認めた。③私的独占禁止法の緩和で、銀行の持ち株の制限比率の緩和。④日本開発銀行、日本輸出入銀行といった特殊な金融機関の設立。⑤税制上再度預金利子が配当よりも優遇されるようになる。昭和30年7月の法律改正により、株式配当は源泉で一定割合を課税後総合課税し、その30%を所得税額から控除したのに対して、預金利子は昭和32年3月までの期間に限り免税とされた。

以上のように、日本の金融構造の三つの特色を指摘した吉野俊彦〔1954〕は、これら三つの特色はバラバラに独立したものとして理解するのは誤りで、「一言でいえば、産業革命以来数百年かかって到達した欧米先進国の高い経済水準を、僅か百年未満の内に強行軍で到達しようとしたその努力の現れというものが……悪くいえば無理をした現れというものが……こういったわが国の金融制度の三つの特色を生んだ基本的な要因である」（pp.20-21）という。また彼は、これまでのわが国のほとんどの経済学者と同様に、金融機関が「本来」証券市場が行うべき任務とか、「本来」金融市場において調達されるべき資金が多く財政に依存しているとかいって、この「本来」とはという言葉が多用しているけれど、彼にあってはこの「本来」とは欧米先進国の産業金融や金融市場のことを指すのである。しかし、このような欧米先進国の金融構造を一般モデルとして日本の金融構造が「変則的」とであると見なすことは果たして妥当な指摘であるのかということが本論文の全体で論じた事柄である。

2-2 戦前の企業金融方式

鉄道業を含む一般産業資金調達は、明治30（1897）～大正2（1913）年の平均で銀行貸し出し57.5%、株式32.4%、社債6.5%であった。⁸⁾このようにこの時期のみならず戦前期においては、資本市場があまり発展せず、産業・企業金融の方式は間接金融が特徴であった。企業は産業発展の資金調達として銀行借入れを主とし、株式・社債の発行は従であった。そして資本市場においては、株式が主で、社債は従であった。しかしこのことは、企業にとって資本調達機構である資本市場の発達が不必要であったということの意味しない。

極端な形において金融機関が証券市場に対して優越的な地位を保持することは妥当でなく、企業の長期の設備資金の調達については適度に証券市場を活用すべきであるけれど、わが国の場合は資本蓄積が貧弱な上に早く産業化を実現することを余儀なくされたために、産業金融は銀行借入れに依存せざるを得ず、吉野俊彦が云ったように、金融機関というものの社会的責任、社会的地位、社会的勢力というものは欧米先進国に比べて相対的に高くならざるを得なかった。

明治15（1882）年の日本銀行条例を軸として制定された普通銀行条例、勸銀、興銀条例などに基づいた当時の政府の銀行政策は、長期産業資金、興業金融、不動産金融などを扱う勸業銀行や興業銀行等の別系統の銀行を設置することによって、普通銀行をイギリス流の預金銀行にして商

業金融の役割をもたせるといふ分業主義であった。にもかかわらず、日本の普通銀行は現実に産業金融機関として大きな機能を果たし、⁹⁾ 発達した。

それでは、商業金融を目指した普通銀行が何故商業金融よりリスクの大きい産業金融を行うようになったのか。

「わが金融史に現れた評価は、管見のかぎりイギリス式商業金融を直訳的に正道視し、産業金融を邪道とする非難的性格のものが多い……明治期のわが経済基盤においては近代経済の急速な発達に所要の産業資本の供給源の多くは、これを銀行の信用機構に依存するほかなかった。そうであればこそ……日本銀行自らがその商業的金融という公式的性格の枠を破って産業資本の供給に乗り出したのである。事実、明治期の近代経済の建設は銀行のこうした産業金融進出に負うところがまことに多大であった」（高橋亀吉 [1973] p. 540）。

明治・大正期には、銀行と企業との結合関係には①銀行が主体となって企業を兼営する形態、②大企業が銀行を傘下に置く「機関銀行」という形態、であった。①の形態では、③三井、小野組等の旧富豪が自己資金で銀行を創設し、各種の事業を直営する方式、④資金を需要する借り手が少ないため自ら進んで企業を興す国立銀行の形態、⑤集めた預金を資金とする銀行業でその資金でもって各種事業に融資する形態、の三種類がある。

為替会社が失敗したこと、銀行類似会社（両替商・蔵元・掛屋などによって設立された）も増え、また私立銀行の設立申請が明治4年から多くなり、わが国にも近代的銀行制度の基準を設ける必要から国立銀行条令が制定され、これにもとづき、明治政府は国立銀行を150程作った。しかし、国立銀行全体の資本金は4,000万円ほどであったけれど、その77%までは資金需要があって銀行が出来たものでない。国立銀行条例の改正により、公債証書からの利益と発行紙幣からの利子の二重の利益を得ることから国立銀行が発生した。それ故、銀行は貸付先がない。そこで、銀行自身の資本を運転するために工業に従事しなければならなかった。したがって、無経験で失敗が多かった。

以上のように、当時の代表的民間銀行であった国立銀行は産業金融というより事業兼営銀行として発足した。明治40年代になっても、銀行は商業金融中心でなく産業金融に重点を置いており、日本銀行が直接間接にこれを支持した。

国立銀行の性格の一つは、金貸し会社の性格が強く、無担保で株主である商人、地主、銀行類似会社、私立銀行に多く貸し出されたようで、彼らが高利でまた貸し出しするという状態であった。¹⁰⁾ 表2-1のように、国立銀行の預貸金は著しいオーバー・ローンであった。国立銀行は、国立銀行券が不換紙幣として乱発され、銀行の金貸し会社の性格は助長するなど、この一面からみれば殖産興業の為に近代的な金融制度としては難点を持った。

明治25年までに設立された私立銀行は200行ほどで、明治26（1893）年の銀行条例の実施から本格的に設立されるようになる。資本金は大きいものは三井銀行の200万円から1万円程度まで千差万別であった。明治20年までは多くの私立銀行は手形割引とか小切手振出のような銀行業務をするのではなく、預金を集めずに自己資本や借入金を出しに回し、増資をしてさらに貸し出しを増加させるというような金貸し会社の性格を持っていた。¹¹⁾

事業兼営的投資である③の形態の例として、中上川彦次郎（明治24～34年）時代の三井銀行が鐘淵紡績、王子製紙、北海道炭坑汽船等の会社を傘下にして経営した。中上川は、銀行は自己資

表 2-1 普通銀行資金運用内容表

分類別		明治41～大正1年平均	大正10～13年平均	明治41～大正1年平均	大正10～13年平均
		金額		百分比	
①証券投資	株券 社債 計	百万円	百万円	%	%
				54	259
		22	379	1.42	4.00
		76	638	4.90	6.73
商業金融		710	1,521	45.34	16.05
②担保別貸付	株券担保 社債担保 小計	128	1,840	8.18	19.42
		9	307	0.57	3.24
	137	2,147	8.76	22.66	
	その他 計	431	3,942	27.55	41.60
568		6,089	36.30	64.26	
①②の合計		644	6,727	41.20	70.99
公債	所有公債 公債担保 計	177	1,080	11.34	11.40
		33	148	2.11	1.56
		210	1,228	13.44	12.96
総計		1,565	9,475	100.00	100.00

出所 高橋亀吉 [1973] p. 544. 原資料は「金融事項参考書」。

本を中心として経営すべきであって、預金は借金であるとして預金の吸収に力を入れなかつた。¹²⁾

日本の銀行は最初から機関銀行として設立されたとされている（加藤俊彦 [1957]）。②の形態の「機関銀行」は、特定の関係企業に積極的に貸し出しを行い、場合によっては貸付先企業と運命を共にする、このような銀行貸付を中心とする間接金融はすでに明治期の支配的な金融機関として定着した。¹³⁾ また、明治23 [1890] 年の恐慌に際し、株式担保による産業救済金融のように、企業の資本蓄積が低く、銀行は最初から特定の企業と密接な関係を持って産業金融を担当する「機関銀行」とならざるを得なかつた。¹⁴⁾

しかしながら、明治初期から金融を担当した商人・地主によって作られた銀行は「従来のように簡単に始めから産業と結びついた機関銀行であると割り切ることは出来ない」（p. 323）、「金融機関と企業との結びつきは、明治26年頃まで殆ど見られない」（p. 6）という朝倉孝吉 [1961] や従来産品を中心とする商業流通への資金供給を中心にして活発な活動を行ってきた銀行は、その後設立された諸銀行とともに、ほぼ1900年頃から企業への長期設備資金（及び長期運転資金）を供給する産業銀行としての性格を強めたと考えられ、いわゆる機関銀行の弊害は、明治30年頃から新聞雑誌上で盛んに論じられるようになった（p. 12）、という寺西重郎 [1982] の別の見解もあることをつけ加えておいて良いであろう。

表 2-1 によれば、商業金融の割合は明治41 [1908] 年～大正元 [1912] 年の間の年平均は45.34%と高く、大正期には16.05%と低い。それ故、銀行の資金運用が明治期の商業金融中心から大正期は産業金融に変化したとみなし得る。銀行の経理では、手形割引と手形貸付（貸付手形による短期商業金融）は区別されている。しかし、明治期では手形貸付、手形割引、コール・ローンとの区別が曖昧で、銀行は手形貸付として分類すべきものを手形割引にに入れて統計をとっていたからである。それ故、実際は割引手形には手形貸付の産業資金の供給を含んでいた。産業金融にも拘らず、短期の手形貸付の形態をとり、これを繰り返して継続していくのが明治の資金供給の

慣行であった。

事業兼営銀行と機関銀行の欠陥としては、①これらの銀行は、長期的な産業金融を行うために必要な貸出企業を調査し審査する組織的能力が貧弱であった、②銀行経営上のリスクを分散して貸付を行うというルールをマスターしていなかった、ことが挙げられる。

にもかかわらず、信用取引の普及にともなって、銀行は商人や会社の信用調査の必要を感じるようになり、東京及び大阪の多数の銀行はこの信用調査の費用を節約するために共同して信用調査機関としての興信所を設立しようとする動きが出てきて、明治25年に外山修三を中枢として大阪興信所が、同29年に渋沢栄一などの肝煎りで東京興信所¹⁵⁾が設立された。その後、諸種の興信所が続出した。

第一次世界大戦（大正3（1914）～7（1917）年）後に、大財閥の銀行は財閥内だけの銀行から脱皮し、中小財閥銀行は昭和2（1927）年恐慌で破産し、産業金融と商業金融とを融合した近代的金融機関に発達した。

戦後日本の金融構造の特色の標準的理解であるとされている日本銀行金融研究所〔1986〕は、戦後日本の金融構造の特色として③間接金融の優位、⑥オーバー・ボロウイング、⑦オーバー・ローン、⑧資金遍在、を挙げているが、戦前ではオーバー・ボロウイングと資金の遍在はなかった。しかしながら、このような議論に対して次のような異説がある。

明治、大正及び昭和9〔1934〕年頃までの日本経済は、基本的には財政リード型の性格は強く、GNE中の粗国内固定資本形成の比重は高くなかった。それ故、企業の外部資金依存度は低くオーバー・ボロウイングは存在しなかった。またこの時期に資金遍在も存在しなかったが、第二次大戦中に都市銀行の軍需産業に対する融資を促進するために日本銀行が都市銀行に対して優先的に貸し出しを行い、軍需産業に顧客を持たない地方銀行などから都市銀行へ資金を融通させたので、オーバー・ローンと資金の遍在が発生した。このことは昭和30〔1955〕年に一度解消したが昭和31年以降再び発生した。

明治以来の戦前までの経済発展過程と高度経済成長過程を貫く金融のロジックの析出とその歴史的現代的解釈を与えることを目的とした劳作寺西重郎〔1982〕と同〔1991〕では、細部の分析を無視して端的に割り切っていえば、明治期の産業金融方式は直接金融であり、戦前期の金融システムは基本的に自由競争システムで運行され、銀行業への参入は大正7〔1918〕年までは事実上自由であったし、それ以後でも1県1行主義のとられる1933年頃までは最低資本金の条件さえクリアすればほぼ自由に参入できたと考えられるし、また貸し出し金利は勿論預金金利も基本的に市場決定システムであった、としている。¹⁷⁾

蓄積資金の保有者の構成及びその蓄積の基盤を考察することによって、明治後期以前の経済発展の資金の源泉は主として商工業者の蓄積資金であったとするのが寺西重郎〔1982〕である。それでは如何にして商工業者を中心として蓄積資金が出来たのか。それは次の二つの経路によって行われた。その一つの経路は、貨幣数量の増加による物価上昇が商工業者に経済余剰を生み出すように分配構造を変化させ、彼らに蓄積をもたらした。もう一つの経路は、明治維新後の税制・補助金による商工業の優遇政策の結果である。ここで注意しておきたいのは、商人といっても大資産家で大土地所有者であり、在村の大地主の多くは商工業を兼営し有価証券を保有していた。

そして、最も巨大な蓄積資金の保有者は財閥を頂点とする商工業者であった。

明治期の企業の成長は、明治20～23年そして日清・日露の両戦役後であった。明治期に勃興してきた会社企業は、人的物的資源が貧弱で高配当率のため内部資金も貧困であった。このため、銀行を通じての間接金融資金は直接に生産者に供給されることが少なく、多くの部分はまず商人・地主に貸し付けられ、そして商人・地主が銀行借入金を生産者への貸付、株式投資に運用する形の重複的に仲介されることになった。

「銀行が先ず商人・地主に融資し、商人・地主が借入金（及び自己資金）を生産者へ貸し付けたり株式投資の形で運用するという重複金融仲介形態は、明治後期まで（在来金融における問屋制前貸については昭和初期まで）の産業金融方式の一つの大きな特徴であった¹⁸⁾」。以下の三つの要因がこうした重複的金融仲介を成立させた。①商人・地主の蓄積資金が極めて大規模であったから、銀行からみれば信用力が高い。②当時、銀行は株主・経営者の関係した生産者に関しては充分情報を持っていないが、商人・地主に長期にわたる直接生産者との接触から生産者の情報に精通しており、高度の金融仲介技術をもっており、仲介における取引コストが低い。③国立銀行は1876年条例で貸付金利の上限が定められており、1877年に利息制限法が施行された。当時の高利貸金利は大部分この制限金利を超過していたが、国立銀行等の大銀行は金利制限を遵守してリスクな小生産者への直接貸付より制限金利内で引き合う商人・地主への貸付を増やした。

寺西重郎 [1982] は、以上のことから明治期において重複金融仲介は、①銀行が、生産者に関する情報を知悉している商人・地主を経由することによって取引コストを節約することが出来る、②商人・地主の生産者への株式投資により、株式形態の長期資金供給が促進された、という二つの機能があったと整理している。

株式会社本来の建て前からいうと、企業の所要設備資金は主として株式払込資金と社内留保とに依存し、日常の運転資金はこれを外部からの借入金を利用するというのがその定型で、戦前の日本もまた大体そうであった (p.272)、と高橋亀吉 [1976] は戦前と戦後の企業金融の相違について言及している。

日本銀行金融研究所 [1986] と同じように戦後日本の金融構造の四つの特色を述べている鈴木淑夫 [1974] は、四つの特色は相互に深く絡み合っており、その中のどれが基本的要因であり派生的結果だと指摘することは一面的な見方であると述べている。

歴史的発生の順序からいえばオーバー・ローンと間接金融の優位は、明治5年の国立銀行条例公布以来の古い歴史を持っている。明治以来、預金利子課税の優遇に守られた零細貯蓄資金の銀行集中や支払利息の損金算入などによって間接金融を中心とする近代的な金融組織が育成された。また、殖産興業政策の下で実物資本の蓄積過程は民間貯蓄資金の形成或いは銀行預け入れより先行して行われたから、銀行が与信超過となってオーバー・ローンになるのは必然的であった。この二つの特色の内、間接金融の優位は明治以来今日まで一貫して続いてきたが、大正時代にはオーバー・ローンの体質は脱皮した。

戦前の一時期、アングロ・アメリカン型に近い金利体系があった。明治以来のオーバー・ローンも解消し、大銀行などは日本銀行から借り入れることを恥と心得ていた時代があった。昭和6年当時の日本銀行の公定歩合は最低5.47%、最高6.93%であったが、この時の長期国債の利子は5.0%で、国債担保で日銀から借りれば逆ざやであった。当時の銀行の定期預金利子は甲種銀行

が4.2~4.7%で、日本銀行の取引先普通銀行の平均預金コストは大体5.07%で、公定歩合の内いちばん低いのは商業手形割引歩合でも5.47%であり、公定歩合は預金コストをかなり上回った。このように、日銀の公定歩合は市中貸出し金利を除いて他の金利より原則として割高で、懲罰的であった。¹⁹⁾

昭和6~7年の2月まで、政府の短期証券が公募され、その金利も入札によって決められた。また、政府の長期証券のみならず短期証券も原則として日本銀行引き受けの方法を取らないで、市場において公募するという政策が取られた。²⁰⁾

オーバー・ローンとは、広い意味で理解すれば市中銀行の授信額（貸出及び有価証券投資）が授信額（預金、発行債券、自己資本など）に比べて過大になっている状態である。オーバー・ローンを狭義に解釈すると、普通銀行の貸出（授信額の代表的項目）が預金（授信額の代表的項目）に比べて大になっている状態をいい、オーバー・ローンが問題になったのは普通銀行の貸出額と預金額であるから、この狭義の定義がよく使用される。²¹⁾ なお、鈴木俊夫 [1979] は、「オーバー・ローンと呼ばれる現象は緩く解釈すれば預金と資本金の合計以上に貸出し・有価証券投資を増やした結果（与信超過となった結果）、準備資産（中央銀行貨幣プラス第二線準備マイナス借入金）が恒常的に「負」となっている状態のことである」（pp.4-5）といている。

通常銀行はオーバー・ローン状態になると、比較的短期の資金難の場合はコール・マネー等の外部負債で、比較的長期の資金難の場合は日本銀行からの借入金で補填する。

オーバー・ローンの指標として、

$$\text{預貸率} = \frac{\text{貸出}}{\text{預金}} \times 100$$

その他に、

$$\begin{aligned} &= \frac{\text{貸出}}{\text{預金} + \text{債券発行額} + \text{自己資本}} \times 100 \\ &= \frac{\text{日本銀行借入金}}{\text{預金} + \text{債券発行額} + \text{自己資本} + \text{日銀借入金}} \times 100 \end{aligned}$$

という比率が使用される。

しかし、どれくらいの比率以上にすればオーバー・ローンになるのかという確定的基準はないが、預貸率の場合は80%台になればオーバー・ローンといわれる。

鈴木俊夫 [1979] は、日銀借入金の使用総資金に対する比率が5%以上になれば狭義の定義によるオーバー・ローンが発生したとしている（p.9）。この定義にしたがえば、表2-2のように普通銀行は明治26年から同33年まではオーバー・ローンであり、この期間を過ぎるとオーバー・ローンが次第に解消した。表2-3のように、地方銀行は別として6大都市銀行では大正期に入ると普通銀行の預貸率は100%前後になっている。しかし、大正末期から昭和初期にかけてオーバー・ローン問題が再び重大化した。昭和初年の不況以降、少なくとも第二次大戦末期まではオーバー・ローンがなくなった。ところが、第二次大戦末期になって中小銀行の資金難はず——と続いたが大銀行もまた資金不足になった。そしてこの傾向は戦後も続いた。

表2-2 オーバー・ローンの歴史的推移

（%）

	貸出し			貸出し			貸出し	
	預金 + 自己資本	日 借入金 使 用 総資金		預金 + 自己資本	日 借入金 使 用 総資金		預金 + 自己資本	日 借入金 使 用 総資金
（国立銀行）			明治35年末	83	5	昭和15年末	53	1
明治6年末	90	12	36	83	4	16	49	1
7	73	16	37	81	6	17	47	2
8	65	13	38	79	4	18	50	15
9	139	44	39	82	3	19	55	11
10	215	61	40	85	5	20.8.20	70	20
11	140	56	41	76	4	（全国銀行）		
12	181	61	42	77	2	昭和20年 12月末	73	22
13	172	58	43	78	2	昭和21年末	74	19
14	166	53	44	82	3	22	71	9
15	151	51	大正1年末	83	4	23	80	9
16	111	47	2	85	4	24	92	10
17	132	48	3	84	2	25	102	14
18	99	42	4	79	1	26	108	17
19	99	37	5	81	2	（都市銀行）		
20	116	40	6	78	2	昭和20年 12月末	94	29
21	109	35	7	78	2	昭和21年末	124	28
22	118	35	8	86	5	22	83	14
23	137	36	9	84	2	23	85	13
24	115	31	10	80	4	24	98	13
25	103	28	11	81	3	25	117	19
26	112	29	12	82	5	26	124	25
27	107	27	13	82	5	（地方銀行）		
28	99	27	14	82	4	昭和20年 12月末	31	4
29	108	24	昭和1年末	81	5	昭和21年末	42	2
30	94	29	2	74	6	22	47	2
31	—	62	3	67	7	23	67	2
（全国普通銀行）			4	64	6	24	79	5
明治26年末	87	—	5	64	2	25	87	7
27	83	9	6	66	6	26	83	2
28	88	11	7	63	6			
29	98	15	8	58	5			
30	99	15	9	54	4			
31	88	10	10	53	4			
32	93	15	11	53	4			
33	93	12	12	55	2			
34	86	5	13	53	1			
			14	52	1			

出所 鈴木淑夫 [1974] p. 10. 原資料 日本銀行『調査月報』昭和27年2月号所収（未見）。

表 2-3 大正時代の銀行の預貸率

(百万円)

年月	全国銀行			6大都市銀行			その他の地方銀行		
	預金	貸出	預貸率	預金	貸出	預貸率	預金	貸出	預貸率
大 8.12	8,767	9,214	105.1	4,428	4,162	94.0	4,339	5,052	116.4
9. 6	8,730	9,581	109.7	4,377	4,525	103.4	4,353	5,056	116.1
12	8,906	9,568	167.4	4,358	4,411	101.2	4,548	5,157	113.4
10. 6	9,315	9,670	103.8	4,566	4,547	99.6	4,749	5,123	103.9
12	9,541	10,272	107.7	4,624	4,633	100.2	4,917	5,639	114.7
11. 6	9,556	10,387	108.7	4,530	4,505	99.4	5,026	5,882	117.0
12	9,556	10,540	110.3	4,609	4,598	99.8	4,947	5,942	120.1
12. 6	9,737	10,964	112.6	4,547	4,738	104.2	5,190	6,226	120.0

出所 竹澤正武 [1968] p. 338 に預貸率を付加。

2-3 明治・大正期の資本市場

明治日本において、株式会社制度を導入しその運営に習熟することは、当時の先端技術の導入と移植そしてその技術や技術操作の知識の習得以上に、大きな困難をともなった事業であったかもしれない。

明治政府は、明治8 [1875] 年には早くも会社法の制定の意志を持っていたけれども期待通りに進まず、それが何とか結実したのは明治23 (1890) 年公布の旧商法であった。この旧商法は明治24年1月施行される予定であったが、その後2度実施が延期され、旧商法のうち会社法、手形法、破産法の部分が明治26 (1893) 年7月によりやく実施され、会社に関する法律的基础が一応できたのである。

株式会社の濫觴をめぐって、明治2年の通商会社と為替会社である(管野和太郎 [1931])、第一国立銀行の設立である(多くの経済史家)、明治20年代の紡績、鉄道を中心とした企業勃興期に出来た株式会社である(由井常彦)、と諸説がある。

国債発行が株式会社としての国立銀行の設立を促進した。改正国立銀行条例の目的の一つは、華士族授産であり、それは奉禄にかわって支給された金禄公債(総額1億7,400万円)を出資して銀行経営に参画する道を開いたことであり、明治9年8月~12年6月の間の国立銀行148行の資本金は3,946万1,000円で、そのうち金禄公債出資額は2,912万1,000円で73.8%であった。²²⁾

日本の最初の株式売買は、国立銀行の株式の売買であった。明治8年の国立銀行4行の株式売買は僅か3,014株であった。そこで明治政府は、株式制度の普及・発展と株式売買市場の中心となるべく、明治11年5月に株式取引所条例を制定し、同12年5月に有限責任の東京株式取引所を、また同年6月には大阪株式取引所が開設された。この両取引所は、形式的には株式会社の要件を満たしていた。また同年12月には華族をはじめ広い出資者の下で東京海上保険会社(有限責任制)が開業した。しかし、両取引所で取り引きされたのは新旧公債、秩禄公債の三銘柄であった。これらの公債は既に両替商の店頭で売買されており、特に明治9年以後の両替商の間で大量に発行された秩禄公債をめぐって自然発生的な「公債取引所」が成立していた。実際には株式取引所は、公債取引所として発足した。

株式取引所における公債の売買は明治15年以後減退に転じ、明治19年には株式売買が公債のそれを上回った。その理由は、明治20年前後の会社勃興により、とくに鉄道会社を中心に大規模な株式会社が設立され、好い業績を挙げたので株価が払い込み金額より騰貴し、投機熱が盛行した

からである²³⁾。

全国の株式取引所で見ると、明治23年には鉄道株が実に90.4%を占めていた。

明治32〔1899〕年3月新商法が公布され、旧商法が廃止された。この新商法では株式譲渡の自由の明確化、無記名株式の発行、優先株の発行、準則主義が採用され、株式会社制度が法的な面から整備された。

高橋亀吉〔1973〕は云う。日本の会社制（その中核は株式会社制である）の発達を概観すれば、①明治19年頃までの政府の努力を中心とする創始期、②明治20年代の民間の意欲に基づく創設期、③明治30～40年代の本格的発達期、④主要企業の大部分は会社制によって占められた全盛期（大正3～7年の第一次世界大戦後）、⑤昭和25（1950）年の商法改正の下に、資本と経営の画期的分離（世界の先端を行く）の五段階に分かれ、⑤の「所有と経営の分離」は明治期にあったその萌芽を全開させたのだ（p.65）、と。

会社創始期には国立銀行（明治5年）の開設を契機に、日本鉄道会社（明治14年）、大阪紡績会社（明治15年）、大阪商船会社（明治18年）など私立銀行、保険業、運輸業、工業会社が設立されたが、それらの多くの会社はバブル的なもので松方デフレの過程で淘汰された。しかし、このことは人々に会社制度への不信を植え付けた。

明治20年代の創設期には鉄道会社は50社近くが計画され12社が認可されたように、鉄道と紡績を中軸に銀行、電灯業、海運業等の株式会社形態の会社が続々設立された。

第一次企業勃興期（明治19～23年）の企業は文字通りわが国最初の近代的会社企業であったのであるが、会社発起人も、応募した株主も、これに融資した銀行も、いずれも近代産業並びに会社企業に対してズブの素人に近く、明治23～24年の反動恐慌を招来して多大の打撃を被った²⁴⁾。

株式会社経営に対する不信または非難は、明治・大正そして昭和期（戦前）を通じて存在していた。その理由は①会社重役一般の経営能力の問題（昭和30年代において重役一般の能力は向上した）。②新規会社の設立に際し、企業の成長より権利株や目先の株式投資を目的にしていた悪徳企業家の跋扈。③株主それ自体の未発達。英米の株主の目的は会社の発展により利益を得ることであるが、企業勃興期の少なからぬ株主は目先の投機的利益を主眼とし、大株主は無理な高配当や増資を強いた。④景気変動に基づく会社基礎の動揺、である。特にその中でも不信の大きな理由は②の悪徳重役の跋扈であった。

しかしながら、明治26年商法の実施により会社重役の質も向上した。それを先導した企業は、半官半民の特殊銀行（日本銀行、横浜正金銀行、日本勧業銀行、日本興業銀行、台湾銀行、朝鮮銀行など）や財閥系の会社であった。

信用のある有名経営者は数社の会社重役を兼任するのが普通だったのは、大衆は信用ある会社経営者がその会社の重役に名を連ねているかどうかによってその会社の善し悪しを判断したからである。このような特異な状態が相当長期間続いた²⁵⁾。

株式会社は明治29（1896）年に2,585社、払込資本金3億5,750万円、大正10（1921）年には17,802社と7倍に増え、払込資本金は81億1,150万円となり、この25年間で明治維新後29年間で実現された資本金の25倍に達したことは如何に株式会社の成長が急激であるかを物語っている。

表2-4を見るかぎり、計量的には会社企業はとくに日露戦争以後大正期にかけてずっと著増した。しかし、株式取引が多分に思惑投機的な要素を含んでいたのも、銀行界（特殊のいわゆる機

表 2-4 会社企業発達累年表

年次	総 計				主要産業別（払込資本）			
	社 数	資 本 金	払込資本	積立金	農 業	工 業	商 業	運輸業
	社	千円	千円	千円	千円	千円	千円	千円
明治18	1,279	50,659	—	—	—	—	—	—
23	4,296	225,477	111,457	—	2,878	40,817	17,935	49,825
26	4,133	209,865	137,453	—	2,014	51,764	16,072	67,602
27	2,104	—	148,353	8,625	1,188	44,589	20,014	82,560
31	7,044	930,835	621,676	86,350	2,336	122,066	300,039	197,233
33	8,598	1,127,822	779,251	101,383	2,614	158,851	389,051	228,733
35	8,612	1,226,731	878,763	149,177	2,551	173,232	440,303	262,676
36	9,247	—	887,606	165,066	3,196	170,346	451,680	262,382
40	10,087	—	1,114,227	287,284	12,035	381,815	569,486	150,891
44	13,031	—	1,549,963	401,111	18,008	629,543	735,748	166,663
大正1	13,887	—	1,756,610	457,430	26,334	677,794	864,439	188,041
2	15,406	—	1,983,232	542,249	27,651	814,304	931,215	210,061
4	17,149	3,051,139	2,167,724	685,219	31,736	879,540	1,010,939	245,508

出所 高橋亀吉 [1973] p. 591. 原資料は「明治以降本邦主要経済統計」。

表 2-5 事業債業種別発行状況

(単位:千円)

	1894~1901年	1902~03年	1904~05年	1906~14年
鉄 道, 軌 道	9,227(60.0)	8,521(34.3)	195(9.2)	22,314(16.8)
海 運, 造 船	1,000(6.5)	8,300(33.4)	— —	24,200(18.2)
鉱 業, 冶 金	1,150(7.5)	2,750(11.1)	500(23.5)	10,511(7.9)
電 燈, 電 力	— —	255(1.0)	70(3.3)	23,227(17.5)
紡 績, 織 維	2,088(13.6)	2,475(10.0)	— —	25,220(19.0)
製 糖, 釀 造	300(62.0)	300(1.2)	550(25.9)	9,925(7.5)
製 紙	— —	1,000(4.0)	— —	4,650(3.5)
セメント, 窯業	80(0.5)	720(2.9)	— —	1,185(0.9)
化学工業	— —	270(1.1)	— —	3,370(2.5)
製造工業	— —	100(0.4)	— —	950(0.7)
其他諸事業	1,526(9.9)	155(0.6)	811(38.1)	7,379(5.6)
合 計	15,371(100.0)	24,8461(100.0)	2,126(100.0)	132,931(100.0)

出所 志村嘉一 [1971] p. 43. 原資料は日本興業銀行「全国公債社債明細表」()内は%。

関銀行を除く)は、株式関係方面になるべく接近することを避けていたのが実状で、証券業者が金融界の一部門として銀行と提携するようになったのは昭和時代に入って以来のことである。

わが国で大阪鉄道会社が始めて1890年に26万8,000円の社債を発行した。これは株式の発行より20年遅れていた。そして明治26 [1893] 年に天満紡績が社債を発行している。日清戦争前に会社の資金調達として社債を利用したのは表 2-5 が示すように、第一次企業勃興期のリーディング産業であった鉄道業と紡績業の会社であり、その後多くの産業会社に利用されるようになった。

公社債市場とりわけ社債市場はごく限られた範囲の役割を担うにとどまった。資金調達という点では株式より公債の方が早かった。明治11 (1878) 年に公債を発行して広く一般から資金を集めた。産業政策遂行の不可欠な財源として公債発行に求めざるを得なかった。国債による払込資本金をもって始まった国立銀行は、日銀信用に頼りながら産業企業への資金供給を行う経済発展のための新機軸になる金融システムを作り上げた。また、政府が最初に公衆の貯蓄機関として設立した郵便貯金制度 (明治8年) も金融制度の新機軸であった。

明治期を通じて、債券発行は国債中心であり社債、中でも事業債の発行が量的に限られていた²⁷⁾。明治期には、証券の引き受け業務が発達していなかった、応募者を株主に求めていた、無担保社債発行であったということで、社債制度の発達する条件を欠いていた。にもかかわらず、その萌芽はすでにみられた。1903年に大阪商船が社債を発行しており、始めて興銀、三井、三菱、住友、三十四、山口、浪速の七銀行により、引き受けシンジケートが結成された。発行リスクを負担する証券引き受けが銀行業務の一つとして明文化されたのは1899年の北海道拓殖銀行法と1900年の日本興業銀行法においてであった²⁸⁾。公社債や金融債は信用だけで担保はないが、事業債は担保を必要とする。明治・大正期には、多くの業績の悪い二・三流の会社が担保付き社債を発行していたので、担保付き社債の方が信用されず、無担保社債発行が非常に多かった。大正の終わりから昭和にかけての不況の折り、星製薬、塩水港製糖、川崎造船所などが債券の償還と利子の支払が出来なくなり、事業債に担保を付ける必要があるという声が多くなり、昭和8年になってようやく担保付き社債が原則となった。

表 2-6 社債発行および現在高累年表

(単位:百万円)

年次	発行高				現在高	
	事業債			金融債	事業債	金融債
	内債	外債	計			
明治23年	0.2	—	0.2	—	?	—
25	3	—	3	—	?	—
27	1	—	1	—	?	—
29	0.8	—	0.8	—	?	—
31	4	—	4	—	?	—
33	1	—	1	?	?	—
35	7	—	7	7	?	19
37	0.5	—	0.5	9	?	36
39	13	19	32	15	?	60
41	3	39	42	32	?	100
43	37	—	37	54	157	149
44	14	58	73	80	202	220
大正2年	19	19	38	45	239	317
5	47	—	47	46	292	425
7	78	—	78	197	390	590
9	144	—	144	209	509	898
14	440	142	583	281	1,661	1,534

出所 高橋亀吉 [1973] p. 603.

原資料は竹内半寿『我国公社債制度の沿革』（未見）。

第一次大戦後、重化学工業化の進展にともなって公社債市場の本格的展開がみられた。表 2-6 は社債発行額と現在高の推移を示しているが、社債の発行は第一次大戦後の大正9年になってようやく1億4,400万円の億円台にのった。現在高は明治43年には1億5,700万円、大正9年には5億900万円、そして同14年には16億6,100万円となり10年間で平均1億円強の割で増加した。

志村嘉一監修 [1980] がいうように、明治20年代には社債法も未整備で、社債発行が可能な株式会社も未だ少なかった。しかし、日清戦争後の企業勃興、日露戦争後の企業拡張により明治30年代から大正初年にかけて産業の発展は顕著であった。表 2-5 から観察されるように、これに対応して事業債を発行する業種も鉄道、紡績のみならず海運、造船、鉱業・冶金等の広範な産業

にまたがるようになった。

明治32年に新商法が公布され、同38年に担保付き社債信託法が公布されはほぼ今日にいたる社債法の基礎が作られた。²⁹⁾

明治期の終わり頃から始まった社債発行の大企業への集中大規模化は、当然それに対応する引き受けシンジケートの組織化を前提とした。起債市場は国債中心に徐々に整備されつつあり、大銀行を中心とする各種金融機関からなる社債引き受け機構はほぼこの時期に完成されたと云ってよい。

第3章 企業と銀行の間の資金移転機能と資産流動化機能

金融システムとは、金融の制度的枠組みそれ自体でなくて、この制度的枠組みの中で形成された資金余剰単位と資金不足単位との間の資金融通の過程、パターンあるいわ仕組みと定義する立場からすれば、資金余剰単位と資金不足単位の間で資金がどのような形態で取り引きされているか、またどのように相互に資金を移転しあっているかということが課題になってくる。

以上のような金融取引の形態や資金の移転の機能を考察する前に、わが国では民間金融機関や公的金融機関の数はどのぐらいで、預金残高や貸付残高はどれくらいの大きさになっているか、有価証券をいくら保有しているかというような情報を知っておきたい。紙幅を取るがそのための単なる情報として図3-1を掲げておく。この図3-1を鳥瞰しておくことは後の議論のために有益にして参考になろう。

3-1 直接金融と間接金融

日本の近代経済発展史における一つの特色は、対外借款、即ち外貨導入に殆ど依存せずに高度成長を実現したことである。このことは、経済成長の資金の源泉は国内で調達することを意味し、このためバラバラに分散している小口の資金を金融機関に吸収し、金融機関はこの集中された資金を企業にファイナンスするというシステムを採用せざるを得なかった。これが間接金融制を成立させるためのロジックの一つの柱である。

しかしながら、資源が希少なわが国では、経済発展の資金源として国内貯蓄だけでは不十分であった。不足している原料や先端技術などを輸入しその支払の為の外貨が必要であるから、企業は低利の資本が安定的に調達できて、外貨獲得のために品質の良いものを安い価格で海外市場に供給し、輸出競争力を強化することが共通の課題であった。このため、金融機関を仲介して大企業に低い貸出金利の資金を安定して供給するシステム、つまり間接金融制が不可欠であった。

「自己金融（self-finance）は最も洗練された経済システム（the most sophisticated economic system）において、例えば内部留保からの投資の形態で、重要であり続ける」しかし、「非常に長期においては、流れは自己金融から乖離していった。政府は、企業そして消費者も外部金融（external finance）にさらに大きく依存するようになった」（p.518）。

「自己金融と直接金融のみが受け入れられ、金融的仲介機関（financial intermediaries）が発達し

図3-1 日本の金融機関——日本銀行および民間金融機関・公的金融機関

〈1992年3月末時点での計数〉

		数	店舗数	資本金 (出資金) (億円)	預金および 債券発行残高 (億円)	貸出残高 (億円)	保有有価 証券残高 (億円)	
日本銀行	日本銀行							
	預金 供与 金融 機関	商業銀行	10	3,555	37,741	2,149,869	2,183,830	464,435
		都市銀行	10					
		外国為替専門銀行	1					
		地方銀行	64	7,751	16,740	1,585,998	1,222,733	333,481
		第二地方銀行協会加盟銀行 在日外国銀行	66 89	4,820 140	6,097 —	84,063 18,978	501,244 106,827	100,038 21,666
	長期金融機関	3	77	8,854	579,056	473,434	44,489	
	長期信用銀行	3	77	8,854	579,056	473,434	44,489	
	信託銀行	7	397	8,264	1,257,530	581,982	733,754	
	中小企業 金融機関	全国信用金庫連合会	1	17	1,000	99,249	39,182	41,618
		信用金庫	440	8,233	3,294	849,436	624,891	116,023
		全国信用協同組合連合会	1	12	125	26,712	14,642	5,962
		信用組合	397	2,989	2,116	224,498	180,598	16,683
		労働金庫連合会	1	1	150	19,441	1,462	14,796
		労働金庫	47	658	631	75,427	29,407	13,644
		商工組合中央金庫	1	101	2,833	136,473	113,475	25,890
	農林漁業 金融機関	農林中央金庫	1	40	750	333,471	127,459	110,126
		信用農業協同組合連合会	47	262	1,847	459,794	103,852	110,040
		農業協同組合	3,446	16,164	11,740	606,252	159,214	34,883
信用漁業協同組合連合会		35	n.a.	286	21,856	7,246	2,557	
漁業協同組合		661	2,114	1,347	22,187	9,460	313	
民間 金融機関	預金 非供与 金融 機関	証券投資信託会社	20	20	793	387,924	—	—
		保険	27	20,400	726	1,389,030	562,435	615,342
		生命保険会社	27	20,400	726	1,389,030	562,435	615,342
		損害保険会社	25	6,446	6,213	242,243	75,570	111,531
		各種共済制度	48	48	502	200,039	78,274	90,758
		住宅金融会社	8	122	n.a.	—	125,246	—
		ベンチャー・キャピタル	3	3	178	—	n.a.	—
		証券金融会社	3	9	137	—	23,700	—
その他 金融機関	証券会社	210	3,232	12,517	—	33,155	20,345	
	短資会社	6	12	14	438,479	440,361	93	
公的 金融機関	郵便局		24,190	—	1,556,007	5,937	—	
	資金運用部資金・簡保資金 産業投資特別会計(財投原資)		—	—	—	2,025,608	863,299	
	(銀行)	日本開発銀行	14		2,340	96,466	106,126	295
		日本輸出入銀行	2		9,673	64,377	76,478	290
	海外経済協力基金	1		30,070	40,457	67,568	—	
	(公庫)	国民金融公庫	152		809	74,256	75,226	1
		中小企業金融公庫	59		954	76,133	78,495	362
		中小企業信用保険公庫	1		7,016	—	4,281	—
		環境衛生金融公庫	1		10	7,565	7,649	58
		農林漁業金融公庫	22		1,812	52,571	53,215	360
		住宅金融公庫	14		972	442,461	443,337	772
		公営企業金融公庫	1		166	132,724	133,717	1,491
		北海道東北開発公庫	6		553	10,259	10,766	91
	沖縄振興開発金融公庫	5		285	10,712	11,184	142	

出所 黒田晃生 [1994] pp. 46-48 を若干修正。原資料は日本銀行金融研究所 [1986] p. 235 であるが、黒田晃生 [1994] が1992年3月末時点の数字に入れ替えている。

なかったら、経済発展は抑制される」(pp.518-519)，と Gurley & Shaw [1955] は述べている。

家計，企業の各支出単位の所得勘定 (income account) において，
収入 R ，支出 E ，負債の増加 ΔD ，金融資産の増加 ΔA とすれば，

$$R + \Delta D = E + \Delta A \quad \cdots \cdots \textcircled{1}$$

また，所得 Y ，消費 C ，投資 I ，貯蓄 S とすれば，

$$E = C + I, \quad R = Y, \quad Y = C + S \quad \text{であり，}$$

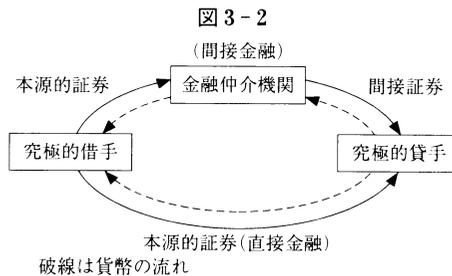
これを①式に代入すると，

$$E - R = I - S = \Delta D - \Delta A \quad \cdots \cdots \textcircled{2}$$

が得られる。

②式において，赤字支出単位 ($E - R > 0$) は，貯蓄を超えた投資を行い ($I - S > 0$)，この差額は本源的証券を発行し埋める。この本源的証券を購入した黒字支出単位 (surplus spending units) には純債権の増加が生じ，赤字支出単位 (deficit spending units) には純債務の増加が発生する。それ故，投資水準が高く成長が速い経済では本源的証券の発行も大きく金融資産の蓄積も大きい。経済成長のための資金源泉として，資金が黒字支出単位から赤字支出単位に流れるチャンネルが一つだけしかなかったら，投資資金の獲得の幅は非常に狭い。赤字支出単位の発行する本源的証券を黒字支出単位と各金融機関とに提供することが出来るようにすれば，投資資金獲得のルートも多様化し，ここから経済発展の促進を可能にする。それ故，金融仲介機関がなければ経済発展が抑制される。

国民経済における貸手と借手間の資金の移転方式として，自己金融，直接金融 (direct finance)，間接金融 (indirect finance) の区別を初めて行ったのは上述の Gurley & Shaw である。



出所 日向野幹也 [1986] p. 9.

図 3-2 のように，間接金融 (indirect financing) とは，金融仲介機関 (預金銀行，信託銀行，保険会社等) が金融仲介機関以外の最終的借り手 (赤字主体) が発行する本源的証券 (株式，社債，政府証券そして短期及び中期の種々の負債) を購入する一方，金融仲介機関が自己に対して発行する間接証券 (現金，要求払い預金，定期性預金，保険，信託など金融仲介機関の債務証書) を発行することによって最終的貸し手 (黒字主体) から資金を調達して金融する方法をいい，直接金融 (direct financing) とは，最終的借り手が最終的貸し手に対して通常証券会社を仲介にして本源的証券を販売することによって金融が行われる方法である，と Gurley-Shaw [1955] は定義した。この定義は，最終的な貸し手と借り手への資金の流れ方という視点から把握したものである。

日本の金融システムの特徴は、間接金融の優位性にあるといわれているけれど、間接金融という用語は論者によって異なって理解されている。この節では、したがって、このような定義の問題について深く詮索することは生産的でないけれど、必要な範囲内で自己金融、内部金融、外部金融、間接金融のそれぞれの意味と相互関係を簡潔に説明しておきたい。

日向野幹也 [1986] 第五章 間接金融の思想史 によれば、今日まで「間接金融」という言葉は次の3通りの意味に用いられてきたという。

① Gurley & Shaw の金融仲介理論における間接金融概念では、新古典派経済学者によって主に使用されている。

② 企業の金融機関借り入れや社債の私募などによる産業資金の調達を間接金融、証券市場を通じた資金調達（増資、社債の公募）を直接金融というように、企業の産業資金調達方式による分類である。この用語は、経営財務や企業金融の研究者によって多用されている。

③ 昭和36年の公社債投資信託や昭和40年代後半の公社債流通市場のように証券業界が産業資金供給とは関係のない分野で急成長した時、それが「間接金融の後退」と「直接金融の時代の到来」という意味で使用されたことから、証券業界の業務のことを直接金融、金融業界の業務のことを間接金融という使い方をした。

この③の意味を積極的に理論的に定式化したのは吉野俊彦であった。吉野は、Gurley & Shaw の①を「全く形式的なもの」として退け、国民貯蓄が預貯金・金銭信託・貸付信託・保険等の形態でマネーフロー分析上の金融部門（銀行その他の金融機関に限られ、証券業者は含まれない）に集積し、その集積した資金に見合って金融部門から法人企業部門に貸し出すなり証券投資が行われるのを「間接金融」と規定した。

Gurley & Shaw の定義では、金融取引における仲介者の有無が直接・間接金融を区別し、吉野の定義では、仲介者が銀行か証券会社であるかである。③の定義は、分類の対象は金融取引一般であるが、②では、産業資金の供給に限定されており、ここが、②と③の相違である。しかし、産業資金の供給という視点からみれば、②と③の区別はない。企業が産業資金調達のため社債を発行したからといって、それだけで②の定義のように直接金融とはいえない。銀行や生命保険がこの債券を購入して生保証券や預金証書（通帳）に変換してこれが究極的貸し手に渡るなら、これは間接金融である。「金融仲介理論の構成は、生産・消費・交換のミクロ経済学のそれと同型³⁰⁾であって、究極的貸し手（消費者）の主権を想定している」。その理由はこうである。

孤立したロビンソン・クルーソー・モデルを想定すると、(a)それは、内部金融100%で自分で発行した本源的証券は自分自身で購入する自給自足経済である。(b)(a)のモデルに外部金融を導入すると各主体が本源的証券を相互に持ち合うことになり直接金融である。(c)更に金融仲介機関を想定すると、各主体の間で取り引きされたい本源的証券の一部を金融仲介機関が購入し、これを間接証券に変換する、ということになる。

以上の結果、仲介者が存在することによって究極的貸し手のポートフォリオが多様化し、危険負担に関する究極的貸し手の効用水準を向上さす。

企業貯蓄 (corporate saving) とは、企業が利潤を配当せず社内に留保した部分のことであるが、企業が新規投資を行う場合には、この企業貯蓄を資金源泉として行う場合を自己金融といわれている。「企業家が投資するのは、過去において貯蓄してきたからであるという見解に全く基礎を

置いている。企業の内部貯蓄こそが資本ストックの純増加の行われる長期的な根本的理由の一つなのである。この見解が、わたくしの内生的な趨勢理論³¹⁾の核心をなしている」と云われるように、ポスト・ケインズ派では新投資の資金源泉として、家計貯蓄でなく企業貯蓄が重視されてきた。

表 3-1 非金融法人企業の資金調達構成比の推移

(単位:%)

	日 本					アメリカ				
	内部資金	外部資金	借入金		総計	内部資金	外部資金	借入金		総計
			有価証券	有価証券						
1962～64年	39.4	60.6	46.6	11.0	100	76.0	24.0	11.3	7.9	100
65～69	50.1	49.9	43.2	5.6	100	67.9	32.1	18.8	13.9	100
70～74	41.6	58.4	50.0	5.7	100	55.1	44.9	25.6	18.0	100
75～79	50.6	49.4	41.5	7.5	100	69.7	30.3	16.3	14.0	100
80～84	59.0	41.0	35.0	6.2	100	74.2	25.8	15.5	9.5	100
85～89	52.3	47.7	32.1	11.0	100	85.4	14.6	14.0	△1.3	100

	ド イ ツ					イギリス				
	内部資金	外部資金	借入金		総計	内部資金	外部資金	借入金		総計
			有価証券	有価証券						
1962～64年	66.5	33.5	22.8	5.0	100	73.2	26.8	16.5	10.3	100
65～69	68.8	31.2	20.8	4.1	100	74.1	25.9	14.6	11.3	100
70～74	58.5	41.5	28.1	3.2	100	62.2	37.8	34.2	3.6	100
75～79	72.6	27.4	22.8	1.6	100	79.1	20.9	16.4	4.5	100
80～84	75.4	24.6	21.6	3.0	100	82.5	17.5	16.3	1.2	100
85～89	78.6	21.4	16.5	4.9	100	63.0	37.0	26.1	10.9	100

出所 経済企画庁 [1992] p. 241.

表 3-2 企業の規模・業種による外部資金調達の内訳

規模別	(%)					業種別	(%)				
	1975年	1980年	1985年	1989年	1990年		1975年	1980年	1985年	1989年	1990年
全 企 業	82.9	80.3	62.8	52.0	79.2	製 造 業	84.9	77.8	54.7	28.9	35.7
借 入 金	7.7	2.9	17.6	21.0	7.4	借 入 金	7.7	△1.5	17.7	34.3	23.2
社 債	9.4	16.8	19.6	27.0	13.4	社 債	7.4	23.7	27.5	36.8	41.1
増 資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	増 資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
計						計					
大 企 業	73.6	69.8	21.4	35.4	67.2	非 製 造 業	71.2	81.7	65.3	69.7	86.1
借 入 金	16.3	6.3	38.6	28.3	13.1	借 入 金	11.2	5.6	17.6	10.8	4.9
社 債	10.1	23.9	40.0	36.3	19.7	社 債	17.6	12.7	17.1	19.5	9.0
増 資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	増 資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
計						計					
中堅・中小企業	91.2	89.2	97.1	96.2	94.2						
借 入 金	0.1	0.1	0.2	1.6	0.3						
社 債	8.8	10.8	2.7	2.2	5.5						
増 資	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0						
計											

出所 経済企画庁 [1992] p. 243.

自己金融の発展によって内部金融と外部金融の区別が登場してきた。

内部資金と外部資金の比率に関するの比較的長期の推移の日米独の比較（表3-1）と、比較的最近の日本企業の規模・業績別による外部資金調達の内訳（表3-2）を挙げておこう。表3-1からは、日本の企業金融の特色は、外部資金の依存度が高い、特に銀行の借入が高いことである。また表3-2では、バブルの1985～89年にかけて株式の時価発行（転換社債、ワラント債を含む）による equity finance の盛行もあって大企業の銀行借入依存度が著しく低下したが、90年にはまた67.2%と80年以前の水準にもちなおしている。ただ、中堅・中小企業の借入依存度は80年代にもかかわらずほぼ90%以上の高水準を維持している。ちなみに、時価発行は産業政策上優先度の高くない業績から始まった。時価発行増資の第一号は日本楽器で、初期の時価発行を本格的に利用したのは流通、スーパーという新興の企業郡であった（井出正介 [1994] p. 99）。

製造業の銀行からの資金調達は、1985年は1980年の約20%強低下し、89年にはさらに85年の約20%弱低下し、90年には上昇の傾向を示している。これに対して、非製造業のそれは85～89年にかけても製造業ほどの落ち込みはない。

3-2 相対取引（準市場取引）と市場取引

直接金融・間接金融についていずれの定義をとるにしろ、それよりも流動性の獲得の方式として、相対によるのかそれとも不特定多数を相手にしたオープン型マーケットによるのかという区別がある（蠟山昌一 [1986] pp. 14-15）。この眼でみると資金調達に関してはアメリカは圧倒的に公開取引型で、日本は圧倒的に相対取引型である。この点に関しては1950年代と現在を比べても、殆ど変化は見られない。³²⁾

商品の取引方法にも、相対取引と市場取引がある。市場取引は入札取引と競売買取引があり、基本的には一物一価が成立する完全競争市場での取引である。

相対取引は市場取引と異なって、たとえば貸出市場でみられるように特定の金融機関と特定の個々の借り手との一対一の取引のように、相対する売り手と買い手の間の個々に成立する。それは、取引相手が先に決まっていり売り手と買い手の間で取引条件である価格に関する合意が成立すれば、取引は成立する。

今、X 商品 1 単位を1,000円で売ろうとしている生産者 A と、それを1,000円で買おうと思う需要者 B、900円で購入しようとする需要者 C を想定する。³³⁾

① 生産者 A と需要者 B の間には価格合意が成立するから、相対取引の場合 X 商品 1 単位は A から B にすぐに売られる。

② 次に、生産者 A は需要者 C との間で価格合意が成立するためには、A は950円で売ることと考え、B は950円で買おうと歩み寄れば第二の相対売買が成立する。

③ 同じ日に、同一商品 X を B は1,000円、C は950円で買ったのであるから、B は不満を持ち、A に再度950円に負けるように迫るであろう。

④ ③のような障害を避けるためには、売り手買い手全員を通じての価格合意が成立しなければならない。入札制度、競売買は、そういう合意を成立させて一物一価が確立するための仕組みである。

市場取引とは、取り引きされる財・生産用役が規格化され、それらの品質が等質的であり、不

特定多数の取引者（売り手と買い手）の間の競争を通じて価格やその他の取引条件が決定される取引をいい、ミクロ経済学の完全競争市場に対応する現実の市場取引は、財・生産用役の価格、品質、サービス等の取引条件が先にあって、後から取引相手が決まってくるであろう。

相対取引は、広義の「市場」とも考えられているが、市場取引と組織の中間領域の一形態と見なされている。しかし中間領域という概念は曖昧であるので、相対取引は準市場取引として位置づけておきたい。

わが国では、最大の金融市場は預金、貸出市場である。貸出と預金は、預金供与信用機関の貸借対照表の資産と負債の各項目の中で最も大きな比重を占めている。郵便貯金の残高と主要な政府系金融機関の貸出残高も非常な大きさの量に達していることは忘れることは出来ない（図3-1）。

貸出市場の預金市場は、しかも相対取引型の準市場取引である。

金融市場は、広義では図3-5のように市場取引型の金融市場と相対取引型の金融「市場」に分類される。

市場取引の最大の特徴は、不特定多数の人々が市場に参加し相互の競争を通じて取引条件（金利、金額、期間など）を決定する、また、多数の市場参加者は金利のみをシグナルにして取引が行われるためには市場参加者にとって金融資産が規格化されその評価が容易で金融商品の品質については金融商品供給者を信頼して金融商品の価格＝利子率のみを判断にして行動してもほぼ間違いないということである。しかしながら、同質の金融商品を供給することが出来るといえるほど市場に参加している不特定多数を信頼できるのか。これは財・サービスの性格と種類によって異なる。生鮮食料品などは多くの人々によって供給されることは可能であり、多数の消費者はその品質の善し悪しを判断することは非常に容易である。最新鋭の生産機械などの資本財を供給するのは誰にでも出来るわけではなく少数の企業や人に限定されるし、その性能などの品質の良さを判断する能力のある人々に限られているように、金融商品の供給者の数も限定されるし、品質（信用度）についてもその優良の判断はプロでない素人には困難である。勿論プロにも良いプロとそうでないプロがおりプロも判断ミスを犯すけれど、通常は全体としてみれば鍛えぬかれたプロは素人よりはるかに優れている。したがって、図3-5にある短期金融市場のインター・バンク市場であるコール市場は電話一本で億単位以上の資金が動くテレフォン・マーケットであり取引者の信用力が不可欠で、したがって取引参加者の範囲も狭く、日本銀行の認めた金融機関だけであり、手形市場では金融機関、短資会社、日本銀行、証券会社、保険会社だけである。市場取引の参加者の範囲がインター・バンク市場の金融機関に金融機関以外の法人も加えたのが短期金融市場のオープン市場である。オープン市場は図3-5に示されているように債券現先市場以外に幾種類かの市場がある。現先市場の市場参加者は金融機関のみならず法人も参加でき、非居住者も参加可能である。大口取引では取引参加者の信用力が重要であり、個人の参加は認められない。オープン市場ではインター・バンク市場より取引主体の数は増えているが、決して不特定多数の人々が取引に参加できるのではない。インター・バンク市場もオープン市場も金融機関などの仲間市場なのである。取引の高度な信用と安全性を保証するためには市場参加者を限定することは必要不可欠なことである。それ故、市場に売り手と買い手が多数参加しているということが完全

競争市場の要件の一つであるとミクロ経済学の教科書で云われているけれど、このような要件を満たす財・サービスの種類は市場取引といえども限られている。市場参加者の範囲は高次財では少数で限定され、高次財から低次財になっていくほどその品質評価が広範囲の人々に容易になっていくために取引者の範囲はだんだん広がっていき、その極限が文字通り不特定多数の売り手と消費者が取引に参加する生鮮食料品などの公開型取引である。それ故、新古典派経済学者のように生鮮食料品の競売機構をモデル化した完全競争市場モデルを唯一の理想型にしてあらゆる商品に適用することは不可能であるし、有害でさえある。

したがって、それぞれの財・サービスの種類と性能に応じて市場が存在し、市場参加者の範囲が決まり、その限定された範囲内で非人格的要素の入らない競争を通じた取引が市場取引である。

図 3-3

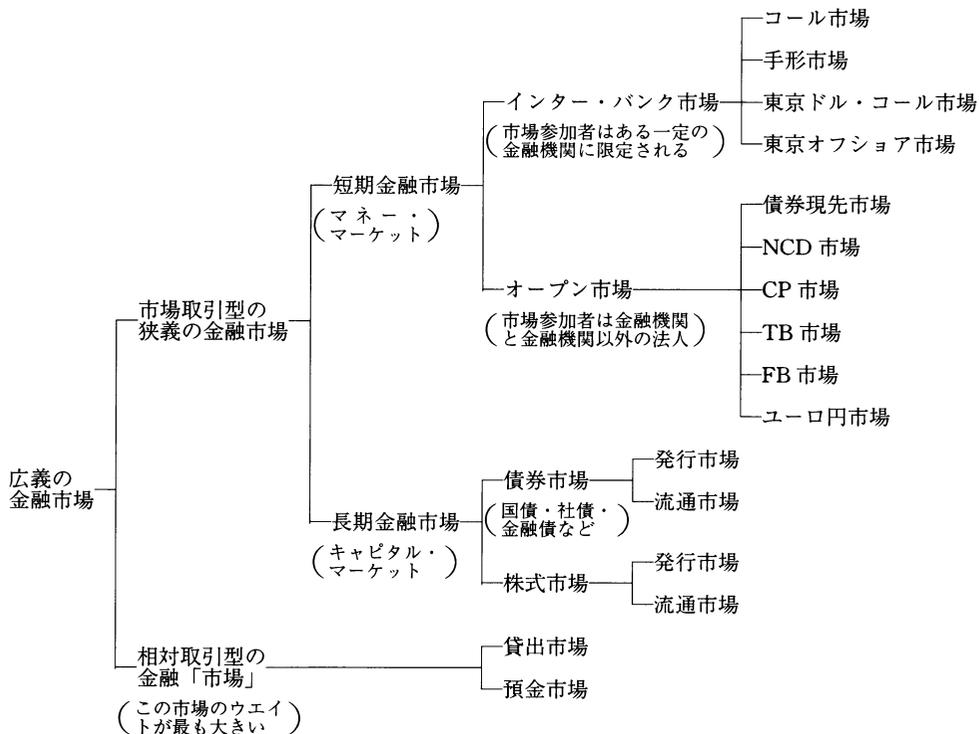


図 3-3 に見られるように、顧客市場 (customer market) と呼ばれる貸し出し市場と預金市場は市場取引型でなくて相対取引型のそれで、両者は性格の異なる対照的な取引である。市場取引型と相対取引型の金融資産の具体例を表 3-3 によって知ることが出来る。

相対取引の特徴は、取引主体の一对一の取引であり、取引の過程において取引者同士の人間的關係 (personal relationship) が重要な役割を果たす。ミクロ経済学では、市場とは上述のように取引に不特定多数の人々が参加し競争を通じて取引条件を決定する競売買市場 (auction market) を指す。それ故、相対取引は「内部組織の経済学」にしたがえば、組織と市場の中間組織或いは非競売買領域 (non-auction-area) に属する。金融実務に従事する人々の間では金融市場と観念さ

表 3-3 金融資産の分類

機能	決済勘定資産			投資勘定資産				
予見性	安全資産			危険資産				
金利決定式	規制金利資産				自由金利資産			
発生形態	間接証券			本源的証券	間接証券	本源的証券		
取引形態	市場取引型	相対取引型		市場取引型		市場取引型	市場取引型	相対取引型
具体的な資産の例示	現金	要求払預金, 通常郵便貯金	定期性預金, 定期・定額郵便貯金	新発の金融債	新発の公共債・事業債, 政府短期証券	証券投資信託, CD, 外貨預金, 銀行売渡手形	既発の公社債, 銀行引受手形	借入証券

出所 日本銀行金融研究所 [1976] p.102.

れているのはマネー・マーケットとキャピタル・マーケット（証券市場で、非金融部門が発行する債務証券が売買される市場）であり、これが狭義の金融市場であり、相対取引の貸出・預金市場は金融市場とは観念されていない。しかし普通は、短期・長期の金融市場とこの貸付・預貯金「市場」を含めて広義の金融市場と理解されている。相対取引型の貸出・預金市場と対照的性格を持つ狭義の金融市場こそ金融市場であるとする経済理論家と金融実務のプロの認識を大切にすると、いう点からすれば（それは大変理に叶っていると思われるのだが）、金融取引において長期・短期の金融市場は市場取引（これも、教科書の競売モデルの市場取引の条件を厳密には乖離しているが）でわが国の金融取引の圧倒的な比重を占めている貸出・預金市場の相対取引を準市場取引（quasi market transaction）として位置づけ両者を区別しておくことは重要な事柄であると思われる。³⁴⁾

市場取引の典型を証券市場、相対取引の典型を貸出市場とすれば、換言すれば市場取引と準市場取引が国民経済の中で両者がどれくらいかの比重を占めているかによって、その国の金融システムの構造と性格は異なってくる³⁵⁾。市場取引が準市場取引より大きい比重を占めている金融システムでは、非金融部門の資金の調達は直接金融システムになり、逆の場合は間接金融システムになる。

間接金融の優位は、必ずしも貸出市場が支配的であるという訳でないが、貸出市場が支配的な位置を占める間接金融では金融機関の企業への貸出は社会的勢力と数量を調整の手段とする相対取引型の準市場取引になる。また、直接金融の優位は証券市場が必ず支配的な位置を占めるのではないが証券市場が支配的なウェイトを占める直接金融では、価格を唯一の調整手段とする市場取引になる。そこで、直接金融・間接金融と市場取引・相対取引のマトリックスを作り、直接金融・市場取引型、直接金融・相対取引型、間接金融・市場取引型、間接金融・相対取引型のそれぞれ組み合わせの中で本源的証券と間接金融はどのような関係になっているのかを示したものが表 3-4 である。

表 3-4

	直接金融	間接金融
市場取引	企業の保有の有価証券	金融機関保有の有価証券
相対取引	企業間信用	金融機関の企業向け貸出金

出所 嶋山昌一 [1986] p.24 より作成。

超過しているままで5%の金利水準の下で勢力均衡が成立している。相対交渉の結果、数量は調整され資金需給量は一致している。であるから、相対取引の特色は利子率が唯一の調整手段でなく、数量で調整されることである。貸手の計画された資金供給量からみれば20億円が貸出されなかったから、貸出市場は貸出資金量は不均衡の状態にある。即ち、貸出市場は勢力説からみれば貸出市場は均衡しているが経済理論では不均衡状態にある。財の生産や交換では貨幣と財の数量だけが勢力であり、数量均衡が即ち勢力均衡であるが、人間的要素の占める割合が比較的大きい貸出市場では、数量均衡と勢力均衡は乖離し、勢力均衡こそ真の経済均衡になる。³⁶⁾明治日本で銀行が創設されて以来、バブルでそれは大きく失墜したとはいえ、伝統的に銀行の社会的地位、社会的威信、社会的信用度は大きい。これもまた勢力である。

ローン型金融システム（相対取引型金融システム）の下では、①非金融部門の資金調達に貸出市場を通じた行われるから、キャピタル・マーケットは従属的位置しか占めない。② high powered money の供給は中央銀行の貸出という形式をとって行われる。③政府・中央銀行は非強制的金融機関に介入して選別的資金配分を行うことが出来る。ローン型金融システムは産業政策つまり非強権的政府介入と親和的なシステムである。³⁷⁾

①では、企業は運転資金のみならず長期の設備投資資金も銀行の貸出に依存することになる。このことから、銀行と企業は長期に亘って緊密な間柄が持続する。貸出市場は証券市場のように流通市場を持たないから、銀行も企業も貸出市場から自由に退出できない。もし、貸出市場に本源的証券売買の流通市場（secondary market）があれば、証券市場の有価証券売買のように両者の取引はスポット的なものになる。銀行と企業の間で長期的な commitment の長所は、(a)長期的な視点からの投資プロジェクトの意志決定とそれが実行できること。(b)両者が危険を分担し合うこと、である。

②では、一般的に云って、公開市場操作（open market operation）によって high powered money を調整することは困難である。何故なら、米国式に理解されている中央銀行がオープン市場において短期金融商品の買入・売却を行うことによって市中金融機関の保有する準備金の操作を意味する公開市場操作がスムーズに作動するためには、短期の債券（特に政府短期証券）や手形を大量に売買する公開市場の存在が前提になる。

戦前の金融政策の特徴は、通貨価値の安定を維持する金利政策が中心で、日本銀行は恐慌のある毎に救済貸出を行ってきたことである。昭和7年以後、日本銀行は国債を引き受け民間の金融機関に売却する操作が実施された。しかしこれは、貸出政策の補助手段として行われたに過ぎない。

日本では、米国式の政府短期証券中心の公開市場操作は存在しない。日本に公開市場操作と対応した日銀のオペレーションとしては、コール・手形市場のインター・バンク市場の売買操作や長期の国債、政府保証債（government-guaranteed bonds）等の長期債券の債券オペレーションである。しかし、この操作は金融政策上それほど重要な地位を占めていない。

いわれるオープン型の「短期の国債市場」といわれる昭和61（1986）年現先方式の政府短期証券（Financing Bills, FB）の売オペ、平成3（1991）年の現先方式の割引短期国債（Treasury Bills, TB）の買オペが実施されている。この延長線上に米英流の公開市場操作が想定される。ただ、米英流の公開市場操作が金融調整の手段としてそれほど best かどうかは問題である。

にもかかわらず、わが国ではインター・バンク市場の手形市場での手形オペ（手形売買市場でブローカーである短資会社を通じた市場価格による売買操作）が主流である（昭和47年6月から手形の売買操作が活発に行われるようになった）。

明治以来のオーバー・ローン解消のため昭和37（1962）年の新金融調節方式が採用され、成長通貨を日本銀行の貸出によるのではなく、日銀の長期国債の買オペによって供給する債券オペが発達になった。昭和40年代後半に入ってから、日本で本格的な公社債市場の流通市場の発展がみられるようになった。市中公募の国債発行は昭和41（1966）年1月に行われ、同2月に公社債の証券取引所への上場、昭和42年以後は発行後1年以上の長期国債を証券取引所の相場を基準に固定価格で買い入れる方式（上相場基準方式）を採用したが、昭和53（1978）年に入札方式による買オペに移行する。昭和50年度までは長期利付国債だけが発行されていたが、昭和51年度に中期（2年、3年、4年）の割引国債が導入された。

一般的に云って、債券市場が貸出市場より優位な位置を占めているところでは、high powered money の供給方式は公開市場操作型になる。何故なら、中央銀行では、債券市場の成熟した流通市場における債券の売買操作によって high powered money を調整することが出来る。

③のローン型金融システムと産業政策（industrial policy）との親和的關係は、次の諸点で表れるであろう。³⁸⁾

(a) 政府や中央銀行は何処の国でも金融機関の監督者で、個々の金融機関に対して行政指導や規制によって一定のコントロールを加えることが出来るけれど、更にその上にローン型金融システムでは、中央銀行→金融機関→非金融機関への貸出というルートで資金配分を管理することが出来る。

(b) 資金の割当の裁量権を持っている中央銀行は、金融機関に対して干渉することが出来る。

(c) 企業の資金運用の源泉が家計貯蓄にあるとすれば、政府の人為的な低金利政策は金融機関の貸出金利を抑制し、企業の借入資金コストを低めることに有効に作用する。

(d) 資金吸収機関としての郵便局（郵便貯金という本源的証券を発行して資金を集める）と融資機関としての図3-1であげた公的金融機関（日本開発銀行、日本輸出入銀行そして国民金融公庫、中小企業金融公庫など）は、いわゆる公的金融によって民間金融機関の資金配分に影響を与える。特に、上記の2銀行は大企業を融資対象としており、民間金融機関の企業向け貸出に対して競合関係にあり、場合によっては圧力を与える。

以上のことを整理して、理想型として定式化するなら、³⁹⁾

(a) ローン型金融システムでは、非金融機関、金融機関及び政府（中央銀行）の三者はそれぞれ親密なネットワークで結ばれており、こうした関係を基礎に相対交渉を通じて金融取引が調整され、自由市場における唯一の情報である金利（価格）は、多くの情報媒体の中の一つに過ぎない。

(b) ボンド型金融システムでは、上記の三者の關係は単なる市場ベースのものであって、金利が主要な情報伝達手段となることによって資金配分が調整される。

第4章 メイン・バンク制

4-1 Modigliani & Millerの資本コスト理論とその批判

資本コストとは、企業が投資プロジェクトを実施する場合、その投資プロジェクトからの収益の流列を現在価値に換算するための割引率で、企業が資本市場から負債や株式資本を調達する際に企業が資金供給者に対して支払わなければならない費用で、資金供給者からみれば資金提供者が要求する必要最低収益率のことである。

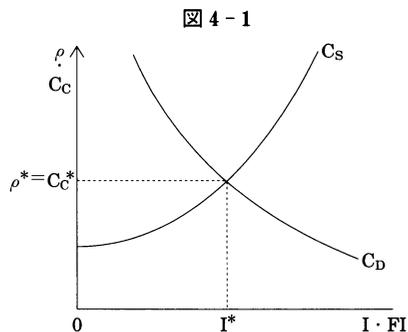
企業は、実物投資の内部収益率が金融投資の外部収益率（市場利子率）より大きい全ての投資を行うので、資本の内部収益率が市場利子率に等しくなるまで企業は全ての投資計画を実行する。したがって、市場利子率が所与とすれば、実物資本の内部収益率がこの市場利子率より大きい限り投資量を増やし続け、両者の等しいところで投資量が決定される。例えば企業が5つの投資計画を持っていたとすれば、外部収益率がこの5つの投資計画の内部収益率より大きいときは、企業はこの金融資産だけを購入し、企業の利潤を極大にする。Modigliani & Miller [1958] はこのような事態を指して、経済理論は従来、企業の所有者にとって資本コスト（cost of capital）は単に債券の利子率に過ぎなかった、と批判した（p. 261）。

経済理論では通常右下がりの資本の需要曲線 C_D はケインズの資本（或いは投資）の限界効率率によって与えられる。企業が設備投資をする場合、投資限界効率が高ければ計画設備投資量は大きいから、投資限界収益率が小さくなるにつれた計画設備投資需要量は逡減していき、右下がりの資本の需要曲線が描かれる。通常の資本財の供給曲線は縦軸に資本財の購入量、横軸に粗投資をとるなら、粗投資額の広い領域にわたって横軸に水平であるが、粗投資額が非常に低い水準では右下がり、非常に高い水準では資本財の限界費用が増加して右上がりになっている。

もし、設備投資を行うために資金が必要であれば、資金調達額 F_1 が増加（減少）すれば資本の限界コストは逡減するので右上がりの資本の供給曲線 C_S が導出される。 C_D と C_S の交点で資本コスト C_c^* = 投資収益率 ρ^* と投資額 I^* が決定される（図4-1）。設備投資を I^* 以上に増加させると限界資本コストが限界資本収益率より大きくなり採算に合わなくなる。この限界資本収益率は最低必要の資本の収益率である。このように設備投資の採算性の判断になる投資基準が資本コストで、資本コストは企業が最低これだけの収益率が欲しいと考える最低必要収益率のことである。

内部留保の自己資本は配当を支払う必要がないから自己資本コストはゼロであると云われることがあるが、これは資本コストと資金の調達コストとが誤用されて使われている例である。企業が利潤を配当に回さずに内部留保したのは株主に代わってそれを投資することによって「企業価値」を増加させることを目的にしているからで、株主が要求する最低必要収益率はゼロということではない。

企業が新規投資を行う場合、如何なる資金調達の方法を採用したら良いのか、資金調達は内部資金によるべきか、それとも負債の形で調達すべきなのか、自己資本と他人資本の構成比はどれくらいがよいのか、資本調達の最も有利な基準は何か、といった企業金融の基礎理論における最



も重要な問題に答えたのが、Franco Modigliani & Merton H. Miller のいわゆる MM 理論である。MM 理論では法人税が課せられなかった Modigliani & Miller [1958] と法人税が課せられた場合の同 [1963] に分かれている。まず、法人税がかからなかった時の MM 理論は次の三つの命題に集約される。

第一命題 (proposition I) — 企業の市場価値はその資本構成から独立しており、そのリスク・クラスにふさわしい企業の収益率 ρ_K によってその期待収益を資本化する事によって与えられる (p. 218)。

第二命題 (proposition II) — ある企業の株式の期待収益は同じリスク・クラスに属する企業が自己資本で調達した場合の純営業利益の流列 (pure equity stream) に適用された資本化率 ρ_K に、財務リスクにかんするプレミアム ρ_K と利率 i の差に負債—自己資本比率 (debt-equity ratio) を乗じたものに等しい (p. 271)。

第三命題 (proposition III) — もし、あるリスク・クラス K の企業が株主の利益を最も良くするように意志決定し行動するならば、その企業の投資収益率 ρ^* が ρ_K と同じか、それより大きい時のみ投資機会を利用するであろう。即ち、企業の投資のための切り捨て率 (cut off point) は如何なる場合にも ρ_K で、投資資金のファイナンスのために使用される証券の種類によって全く影響されないであろう (p. 288)。

個々の企業の営業利益の期待値で除した確率変数がいくつかの企業について等しい時に、それらの企業は同じリスク・クラスに属する、というような意味でクラスという用語が使用されている。

ここでは、資本調達方法と資本コストに関する第三命題を証明しておこう。第三命題を証明するためには、1) 社債発行、2) 内部留保、3) 新株発行という資金調達の三つの手段に分けて別々に考察する。⁴⁰⁾

- まず、記号を
- V : 企業価値 (発行済株式・社債の時価総額)
 - S : 自己資本価値 (株価総額)
 - D : 社債価値
 - \bar{X} : 純営業利益の期待値 (利子控除前の期待利潤)
 - I : 投資額
 - ρ^* : 投資収益率の期待値

ρ_K : 資本化率（資本コスト）

で、 ${}_0$ 及び ${}_1$ という subscript は投資前と投資後を指す。

1) 社債の場合、第一命題から投資前の企業の市場価値は

$$V_0 = \frac{\bar{X}_0}{\rho_K} \quad \dots\dots①$$

株式の価値は

$$S_0 = V_0 - D_0 \quad \dots\dots②$$

企業が ρ^* を生む投資を finance するため I ドルを借り入れるとすれば、企業の市場価値は

$$V_1 = \frac{\bar{X}_0 + \rho^* I}{\rho_K} = \frac{\bar{X}_0}{\rho_K} + \frac{\rho^* I}{\rho_K} \quad \dots\dots③$$

①式より、③式は

$$V_1 = V_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_K} \quad \dots\dots④$$

株価は、

$$S_1 = V_1 - (D_0 + I) \quad \dots\dots⑤$$

④式を⑤式に代入すると

$$S_1 = V_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_K} - D_0 - I \quad \dots\dots⑥$$

②式より

$$S_1 = S_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_K} - I \quad \dots\dots⑦$$

が得られる。

⑦式において、 $\rho^* > \rho_K$ ならば $S_1 > S_0$

$$\rho^* = \rho_K \quad \text{ならば} \quad S_1 = S_0$$

$$\rho^* < \rho_K \quad \text{ならば} \quad S_1 < S_0$$

で、このことは投資が株主にとって望ましいのは $\rho^* > \rho_K$ であり、 $\rho^* = \rho_K$ なら株主は損も得もしない。それ故、 ρ_K が投資の限界率（cut off rate）つまり資本コストである。

2) 内部留保（retained earnings）の場合

投資が内部留保によって行われた時、株式時価総額 S_1 が投資額 $S_0 + I$ より大きいならば、この投資は株主に有利である。

①と②両式より、

$$S_0 + I = \frac{\bar{X}_0}{\rho_K} - D_0 + I \quad \dots\dots⑧$$

投資後の株式総額は、

$$\begin{aligned} S_0 &= \frac{\bar{X}_0 + \rho^* I}{\rho_K} - D_0 \\ &= S_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_K} \quad \dots\dots⑨ \end{aligned}$$

$$\rho^* > \rho_K \quad \text{ならば} \quad S_1 > S_0 + I$$

$$\rho^* = \rho_K \text{ ならば } S_1 = S_0 + I$$

$$\rho^* < \rho_K \text{ ならば } S_1 < S_0 + I$$

となり、内部留保によって finance された投資は $\rho^* > \rho_K$ の時のみ会社所有の価値は上昇する。したがって、 ρ_K が資本コストである。

3) 新株発行の場合、

P_0 : 1株当たりの株価, N : 株式数, M : 新株の数, を上記の記号につけ加えると、

$$P_0 = \frac{S_0}{N} \quad \dots\dots(10)$$

$$MP_0 = I \quad \dots\dots(11)$$

投資の結果として、⑨式が得られる。

⑩式より、

$$S_1 = NP_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_K} \quad \dots\dots(12)$$

そして、

$$P_1 = \frac{S_1}{N+M} \quad \dots\dots(13)$$

⑬式を⑫式に代入すると、

$$P_1 = \frac{1}{N+M} \left[NP_0 + \frac{\rho^* I}{\rho_K} \right] \quad \dots\dots(14)$$

になる。⑪式 $MP_0 = I$ であるから、かっこの中に MP_0 を加えて、また I を差し引いてやると、

⑭式は、

$$\begin{aligned} P_1 &= \frac{1}{N+M} \left[(N+M)P_0 + \frac{\rho^* - \rho_K}{\rho_K} I \right] \\ &= P_0 + \frac{1}{N+M} \cdot \frac{\rho^* - \rho_K}{\rho_K} \cdot I \quad \dots\dots(15) \end{aligned}$$

を得る。

⑮式から、

$$\rho^* > \rho_K \text{ ならば } P_1 > P_0$$

$$\rho^* = \rho_K \text{ ならば } P_1 = P_0$$

$$\rho^* < \rho_K \text{ ならば } P_1 < P_0$$

となる。新株発行によって資金調達された投資は、その投資収益率が資本化率 (capitalization rate) ρ_K を超える場合のみ ($\rho^* > \rho_K$)、現行の株主に有利になる。

法人税が課せられた場合の各種資本の資本コストはどうなるのか。

同一のリスク・クラス内で同一の期待純利益を持つ U 企業 (レバレッジを利用しない企業 unlevered firm) と L 企業 (レバレッジを利用する企業 levered firm) を想定する。

①式より、 $V = \frac{\bar{X}}{\rho_K}$ であるから、

課税後の企業価値 $V_u = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{\rho_\tau}$ あるいは、 $\rho_\tau = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{V_u}$ となる。

（ただし、 τ は法人税率。 ρ_r は市場が U 企業の税引き後期待純営業利益を資本化する率）

U 企業と L 企業との間の裁定取引の結果、

$$V_L = V_U + \tau D_L = \frac{(1-\tau)\bar{X}}{\rho_r} + \tau D_L \quad \dots\dots(16)$$

V_L , X , D_L は投資の関数で、企業が新投資をすれば V_L , \bar{X} , D_L も変化する。それ故、(16)式を dI で微分すれば（subscript はとる）、

$$\frac{dV}{dI} = \frac{(1-\tau)}{\rho_r} \frac{d\bar{X}}{dI} + \tau \frac{dD}{dI} \quad \dots\dots(17)$$

新しい投資が株主に有利であるためには、

$$\frac{(1-\tau)}{\rho_r} \cdot \frac{dX}{dI} \cdot \frac{dD}{dI} \geq 1 - \tau \cdot \frac{dD}{dI} \quad \dots\dots(18)$$

(18)式を変形して次式のようにする。

$$\frac{d\bar{X}}{dI} \geq \frac{1-\tau(dD/dI)}{1-\tau} \cdot \rho_r \quad \dots\dots(19)$$

(19)式から、新投資が株主に損失を与えない最小値は、

$$\frac{d\bar{X}}{dI} = \frac{1-\tau(dD/dI)}{1-\tau} \cdot \rho_r \quad \dots\dots(20)$$

(20)式が新投資の cut off point で、資本コストである。

法人税が存在するとき、(20)式の右辺には dD/dI が含まれているから、資本コストは財務政策（financial policy）なしには決定されない。即ち、企業の資本コストは負債と自己資本のいずれによって資金調達を行うかによって異なる。

1) 投資を自己資本で賄うとすれば、 $dD=0$ で、 $dD/dI=0$ であるから、自己資本の資本コスト（capital cost equity）を ρ_s とすれば、

$$\rho_s = \frac{\rho_r}{1-\tau} \quad \dots\dots(21)$$

2) 投資資金を負債で調達する場合、 $dD=dI$ であるから、 $dD/dI=1$ となり、負債の資本コストを ρ_D とすれば、

$$\rho_D = \rho_r \quad \dots\dots(22)$$

となる。(22)式を(21)式に代入すると、負債の資本コストと自己資本の資本コストの間には次の式が成立する。

$$\rho_D = \rho_s(1-\tau) \quad \dots\dots(23)$$

(23)式から、負債の資本コストの方が自己資本の資本コストが低いことが分かる。

したがって、課税された場合、資本コストが資金調達的手段と無差別であった課税されない場合と違って、資本構成に差異があれば資本コストが異なる。負債、内部留保、増資の順に資本コストは高くなる。それ故、企業の資金需要の側からみれば、低い資本コストの負債の負債資本だけを需要することが企業の最適な資金調達行動になる。

ところが、投資の資金供給をする家計の資産選択行動からすれば、全ての家計が資産を負債に運用して投資資金を供給するとは限らないから、企業が資金調達として負債需要だけに依存するときには負債資本の市場において均衡は実現されない。

しかし、ミラー均衡と呼ばれる負債市場における均衡が成立する⁴¹⁾。
 r = 投資家によって要求される税引き後の収益率、 m = 利子課税率とすれば、 $r = (1 - m)i$ となる。
 c = キャピタル・ゲイン課税率、自己資本の資本コスト = $\frac{r}{(1 - \tau)(1 - c)}$

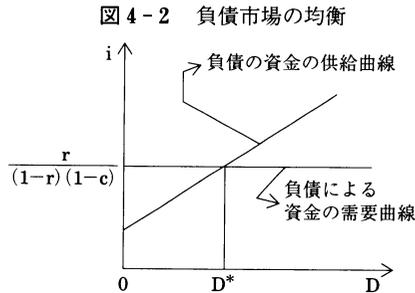
利子率 = i 、とすれば、

$i < \frac{r}{(1 - \tau)(1 - c)}$ の時、企業は負債で投資資金を調達し、

$i > \frac{r}{(1 - \tau)(1 - c)}$ の時、企業は自己資本で資本を調達する。

$i = \frac{r}{(1 - \tau)(1 - c)}$ ならば、資金調達は自己資本と負債で無差別となる。

それ故、図 4-2 のように負債の需要曲線は横軸に水平となる。



利子課税率 m のある場合の負債の資本コスト = $\frac{r}{1 - m}$ である。 m に累進性があるとすれば負債の供給増加にしたがって利子課税率 m は上昇するので、負債の供給曲線は増加関数になる。図 4-2 の利子率と負債量の均衡値は負債の供給曲線と需要曲線との交点できまり、

$i = \frac{r}{(1 - \tau)(1 - c)}$ であるから、

負債の資本コストも自己資本の資本コストも同じであるから各企業にとっては資金調達手段は無差別である。

それ故、法人税がある場合、企業の最適な資本構成は存在しない。要するに MM 理論では、法人税の有無にかかわらず資本コストは企業の資金調達の方法から独立していることである。

Morishima [1992] は、MM 理論を次のように批判している⁴²⁾。

- ① 投資政策に関して、経営者と株主の間の情報の非対称性が存在しない。
- ② 株式の売買における取引費用 (transaction cost) が存在しない。
- ③ 現実の世界で通常行われている企業の負債に有利な法人税は完全に無視されている。このような非現実的な仮定 (unrealistic assumptions) の下で、資本コストは債券の利子率に等しい、企業の配当政策は株主にとって無差別であるという現実に妥当しない定理 (irrelevance theorems) が導出された、と。

モジリアーニとミラーは、厳格にして非現実的な仮定を置くことによって、本質的には企業の資金調達方法の相違が投資の資本コストへの影響を与えない、即ち投資のための最適な資本調達はないという命題を導出した。しかしながら、最適な資本構成の問題はあらゆる政策手段（配当や capital gain に対する課税そして企業の負債に対する有利な法人税、新投資プロジェクトに対する補助金など）を考慮して議論されるべきである。最適な資本構成のための経済に対する考察は、パレート最適のための生産の一般均衡システムに対する通常の考察よりもっと経済的に意味があり重要である。⁴³⁾

問題はモジリアーニとミラーの結論とは異なって、企業の投資資金調達の方法の差異が、投資の資本コストに影響を与えるということであろう。日本の企業の資金調達の方法の経験はこの点に興味深い示唆を与えており、本論文で考察したい問題なのである。

4-2 メイン・バンク・システムの機能と本質

情報は公共財で独占することは出来ない。何故なら、情報生産者がコストをかけて獲得した情報が公開されると、外部性によってコストをかけない非情報生産者にフリーで利用され、いわゆる free rider が発生する。また情報生産者が自己の利益のため虚偽の情報を意識的に流し他者と市場を混乱させることが出来る、という「市場の失敗」が存在するからである。したがって、公共財としての情報は市場を通じて供給することは困難になる。このため、① free rider を防止し、情報生産のコストを回収し、②情報生産者の情報を他者が信頼する、という仕組みを作ることによって、この「市場の失敗」を克服することが可能になる。「情報の経済学」によれば、相対取引型のメイン・バンク制はこのような仕組みをもっていると考えられている。

銀行・企業間の長期的な関係はどの国でも存在するが、特に日本では資金循環に占める銀行の比重が高く、しかも単なる長期的な顧客関係以上の機能をはたしている。

メインバンク制は、銀行と企業の間において資金の貸借関係、取引企業の株式保有、役員派遣などの人的関係、投資情報などの共有（企業の戦略的情報はメインバンクだけに伝わり企業秘密が保持される）を通じて、幹事銀行と企業の関係は単なる長期的な金融取引関係以上の機能をもつシステムである、というのが一つの標準的な定義であろう（野間敏克・花枝英樹・米沢康博 [1992] p. 144）。

企業は普通いくつかの銀行と取引関係をもっているが、その中でメイン・バンクと呼ばれる銀行は次のような機能をもっているとされている。

① メイン・バンクと企業との間には明示的な契約に基づかないインフォーマルな長期継続的な取引の人的関係がある。このことから、経営情報とビジネスリスクを共有することが出来る。金融市場の繁閑に応じて銀行と企業の間でリスクを分担しあう。企業が経営上のリスクに直面したときメイン・バンクはリスクを負担する役割を果たすというものである。金融市場が逼迫して金利が高い時は銀行は多少安い金利で企業に資金を供給し、金融市場が緩和して金利が低い時は企業は多少高めの金利を借り入れる。銀行は企業の営業利益が低い時は純投資家として行動するよりはその利益の低下を防ぐために企業の金融費用の負担を軽減するように行動する。メイン・バンクは企業の業績が悪化し資金繰りがつかないときや、また、企業の倒産のような経営危機の場合に、債務の返済の猶予や追加融資を行ったり、また投資家として売り逃げするのではなく経営

者、株主、従業員、他の銀行などと積極的に調整を行なって正確な倒産コストを計算して関係者に伝達し、「最後の拠り所」(the last resort)として企業を救済する。メイン・バンクが長期継続的取引を行う理由は、長期継続取引故に相手方企業の情報を知ることが出来る、また取引企業に関する情報の生産に要した費用は取引を解消した場合に回収できないので、サンク・コスト的性格を持ち、長期的取引を続けて回収するのが合理的であると説明されている。

② メイン・バンクは設備投資のための長期資金として企業に最も大きな貸付を行っている。またメイン・バンクは短期貸付、長期貸付のみならず社債、転換社債の保有者である。

③ メイン・バンクはその企業の主な安定株式保有者である。このため、企業は低コストで安定した資本を調達することが出来る。ちなみにアメリカでは法律で商業銀行の株式保有は禁じられている。メイン・バンクの関連企業の株式保有は、株主と経営者、株主と銀行との間に存在する情報の非対称性によるエージェンシー・コストが生じにくい。このような関係は、信託銀行、長期信用銀行、生命保険会社の金融機関に当てはまる。

④ メイン・バンクは他の銀行の代表として借り手企業の経営を監視し、企業の経営財務、技術開発力、将来の収益力などの情報を継続的にモニターするための役員を派遣する。六大企業集団の平均を取ると企業集団のメンバー企業で銀行出身の役員がいる企業の割合は近年低下しているものの依然として約半分を占めている（81年58.6%、89年50.8%。経済企画庁 [1992] p. 245）。

⑤ メイン・バンクは企業との間に、預金、外国為替、債券受託取引、関連会社との取引決済、経営コンサルタント的サービス等の総合的な取引関係をもっている。

⑥ メイン・バンクによって巨額の融資が企業に行われると、この企業は品質（信用力）が保証されることになり、このことが他の銀行にもこの企業に融資をしてもよいと考えるようになり、いわゆる協調融資が発生する。このようにして企業は、メイン・バンクによって会社の名声が保証される。

⑦ 内部資金と銀行借入れが企業が最も選好する資金調達手段になる。何故なら principal は agent の努力、行動は観察不可能かもしくは部分的しか分からないという意味で＜情報の非対称性＞が存在する。また、principal である資金の提供者と agent である経営者との間では principal は agent の仕事の成果のみに関心があり、agent は output の成長以外に仕事から得られる benefit に関心があり、必ずしも agent は principal の利益を最大にするようには行動しない。ところが、メイン・バンクと取引企業との間での情報の非対称性がかなりの程度解消されるので、株式や社債によっていたら発生するかも知れない問題を回避することが出来る。

メイン・バンク制は以上のように情報費用節約、企業情報保護、保険または危険負担、シグナルの各種の経済的機能をもっているけれども、メイン・バンク制の特色は、むしろこれらの経済的諸機能と社会的機能をもっていることである。銀行が企業に貸し付けたり企業の株式を保有するのは単に金利や配当や株価値上がりによる差益の獲得が目的だけでなく、銀行と企業の経営者間の相互信頼と相互協力を保証するなど、両者の総合的長期的な relation の維持発展のためである（井手正介 [1994] p. 81）。

大銀行は、戦前から伝統的に一貫して吉野俊彦 [1956] が述べているように社会的責任、社会的地位、社会的勢力が高い。このような大銀行と企業が relation を持つことは、その企業の社会的勢力の向上、即ち企業の名声、評価、信用力を保証する作用をし、銀行からみれば、銀行は優

良企業との関係を持つことによって一層その信用力と勢力を保持することが出来る。

1980年代以降の日本では、金融取引は、相対取引型から市場取引型へ大きく変化しつつあると言われている。しかしこのことは、間接金融から直接金融への変化を意味しない。1970年代後半以後、銀行からの企業借入れ金増加額の比重は急速に低下し、1980年代半ば以降は、証券発行による資金調達が重要になってきており、企業の銀行借入依存度が急速に低下した。しかし、このことは、必ずしもメイン・バンクからのこの借入れ比率が全く低下したという訳ではない⁴⁴⁾（表3-4参照。「日本経済新聞」'94年7月26日によると、金融機関を除く1993年度末上場企業1,510社の借入残高は約100兆円、1993年度の普通社債発行高2兆9,790億円、現在の社債発行残高17兆円）。

銀行と企業との長期取引関係を中核とする金融仲介システムは証券市場を中心とする金融仲介メカニズムと相入れない側面を持っているとすれば、そして、企業金融システムとしてのメイン・バンク制が証券市場による資金調達システムにおいてより資本コストが大きいのであれば、企業は証券市場を通じた資金調達へ移行せざるを得ないであろう。

金融取引における市場型取引の前提は、市場参加者に企業（債券）の安全度に関する情報を提供する企業の財務や経営に関する disclosure 制の充実、債券の格付機関の格付作業（AAA, AA, BBB等）の整備である（鴨池治「メインバンクシステムの将来」総合研究開発機構 [1987] pp. 61-62）。

金融取引における相対取引型の欠陥は貸付市場における市場参加者が著しく制限されていることであるといわれている。何故なら、メイン・バンクが企業情報を占有しており、他の主体が独自のリスクとコストをかけて企業を調査し、企業に直接融資しようとしても不可能であるからである。

金融取引におけるメイン・バンク制は、それ故①多くの主体が市場に参加し競争を通じて企業の資金調達コストを引き下げることが出来ない、②投資家の資産選好（ポートフォリオ）の幅が狭められる、という欠陥を持っているとされている。

これに対して、市場取引型の欠陥は、①メイン・バンクのようなきめの細かい企業情報を得ることは到底不可能である。②一回限りのスポット取引では、企業は資金供給者の情報不足につけ込んで不当なリスクを貸し手に転嫁し、モラル・ハザードが発生する。

金融取引の市場取引型においては多くの取引主体が市場に参加出来、資金余剰主体のポートフォリオの幅を広げるが、しかし問題は、市場取引型が相対取引型のメイン・バンク・システムよりマクロ的にみて金融市場に安定性をもたらすことになるかどうかである。1980年代のアメリカや日本の経験は、自由な金融市場はその安定性を損ない混乱と雇用不安をもたらすことを教えている。市場参加者が少なすぎたり資産選好の幅が狭すぎたりするのは好ましくないけれど、多くの人々が市場に参加し、ポートフォリオの幅が広いことはよいことだと自明のように考えられているが、果たしてそうであるのかと云うことが検討されなければならない。多くの人々にとって、それほど多くない金融資産の選択幅が広がり金融秩序が不安定になり雇用が不安定になるよりも、雇用の安定性を確保する方が必要である。

4-3 金融取引における信用と継続取引

金融市場や金融証券業には規制が必要である。何故なら、金融証券市場では、一般の財と異なった「信用」という客観化されにくい用役が市場で交換され取り引きされているからである（森

口親司「規制の下におかれる自由競争」日本経済新聞社編『私の資本主義論』1993年所収，pp. 32-33）。

信用（credit, kredit）とは、経済価値の譲渡という反対給付の猶予である。この猶予は、これを猶予する側において、相手がある期間の後に必ず反対給付を実行すべしと期待を持ち、相手を信認することに基づく。相手側からみれば信用を受けるということは、反対給付の猶予を承認せられたことである。与信者とは給付猶予の承認者であり、価値の一時的用役の譲渡者であるものを称しており、受信者とは反対給付の猶予を承認せられた者、即ち価値の一時的用役の獲得者を称している⁴⁵⁾。

信用は給付の猶予であるにしても、一般に、給付せらるべきものの内容（財の性質、数量）と信用を与えられる相手が一定している。然るに貨幣にもなう信用にあっては、この二者の不定なることを特徴とする。一般に与信者が信用を供与するのは給付されることの確実さを信頼する故である。貨幣の場合相手が不特定であるために如何にしてこの確実さを期待し得るのか。それは、何人といえども貨幣を受領し、対価として自ら選択する財を給付することの確実さを思うが故である。いわば市場組織存続の確実性を信頼することである。

貨幣の受領は後日かならずそれと引換に反対給付をなすべしという信頼を意味し、甲が貨幣の受領によりこの信頼を与えることは乙丙丁など社会の全ての人々が同様の信頼をあたうることに根拠を持つ。乙がこの信頼をあたうることは甲が丙丁などと同様な信頼を持つが故である。かくして成員相互の信頼を相助長し、相強制して社会的信頼にまで強め上げられる⁴⁶⁾。

信用の本質は支払が期待されるというだけである⁴⁷⁾。

ヒックス [1989] は、貨幣間の取引と商品間の取引における信用の問題について、次のように高田保馬と類似した議論をしている⁴⁸⁾。債務を返済する一つの方法は他の債務と相殺することである。一つの債務が別の債務と完全に一致して支払われるならば、その効果は「物々交換」である。しかし、両者の完全な対応は困難である。それで、第三者の債務が持ち込まれるならば、債務の交換による支払がなお可能であろう。

A, Bの当事者がおり、AとBの間にある債務の差額=Bに対するAの純債権は、Bに対するCの債務の形で一部支払を受けるようにという同意をBがAに求めても、AがCを信用（trust）できると考えなければ、Aはこのことに同意しないであろう。したがって、最初の二人の当事者に第三者を導入するや否や、信用や信頼（confidence）の問題が存在するようになる。

AがBに商品売り、AがそれをBに受け渡したけれど、契約によって支払わなければならない時までBの支払が猶予されるとしよう。しかし、この契約期間が経過してもBが支払わない事態が起こるかもしれない。どのようにしてBに支払をさせることができるのか。法律に訴えて商品を取り戻す権利はあるが、それは有効な制裁とはならない。Bがその商品を隠すかもしれないし、消費してしまったかもしれない。

標準的なワルラスの多角的取引モデル（一般的均衡モデル）では、信頼の問題は回避されている。何故なら、全ての取引は現金支払取引（spot transactions）で、しかも同時に行われる。しかし、

① 債務の返済義務が異なる人々であるならば、全てが支払われること、或いは約束した期間に丁度支払われることを当然と考えることは出来ない。

② したがって、債務の質が当然異なる。それに応じて債務の市場が成立する。即ち、質の低い債務が質の高い債務と割り引かれて交換される。

③ したがって、その約束が市場によって低い質であると判断された取引者は、その約束がもっと良い質とみなされた場合よりも多くの利子を得ることは出来ない。それ故、彼は自分の約束の質を改善する誘因を持っている。

④ 特定の取引者の債務の質はその人の信望に依存する。

⑤ 相互に約束を守ることを知っている取引者は、その情報を知らない取引者より債務の質を高く評価するので、各取引者は自分に対して高い信頼度を持つ取引者の仲間がいると考えることができる。

⑥ CがAの仲間外の人であれば、AはCの債務を受け入れないであろう。CがDの仲間内の人でDもAの仲間内の人であるとすれば、AはDが保証するならばCの債務を引き受けるかもしれない。

何処の国でも金融業務は、「信用」という用役を取り扱う性格から、信頼性と慎重さが要求される。金融機関は、相手の信用度や人格といった無形の要素に頼らざるを得ない。たとえ担保を取り、強い法律制度に守られていても、返済要求権が如何に脆いものであるかを知っているからである。したがって、金融機関も顧客も、相互の特別なリレーションシップ（関係）を発展させることが第一の競争手段であったことは驚くに当たらない。このような関係によって、貸し手は借り手の内情を知り、信頼関係を作り出す。一方、借り手は継続的にきちんと返済を行って、更に融資を受ける権利を拡大した。こうした優位は、規制のあるおかげで競争相手がもっと良い条件や価格を示しても、それを奪うことは出来なかった。そこでこうした関係を形成することが重要になった。このような継続的關係によって、貸し手と借り手はお互いに責任を持って行動し、一時的問題には気をとめなくなった。

アメリカでは、金融機関が自ら金融商品を変更する自由はなかったし、価格設定、営業区域等の殆ど全ての営業面に亘って多くの細目の規制が課せられていた。上述の「規制のあるおかげで」といっているのはこうしたことを指している。ところが規制が緩和されアメリカも以前からあった安定した継続的取引関係にかわって、非人格的な価格を中心にした金融取引が普及し始めた。銀行と継続的な関係を持たない相手から貸付金と預金の両方を買取ったシカゴのコンチネンタル・イリノイ・バンクが倒産したことは、規制緩和後の金融上の不安性を示す一つの事例である。⁴⁹⁾

- 1) 金森久雄・荒憲治郎・森口親司編 [1986] p. 155.
- 2) 蛭山昌一 [1988] p. 114. もう一つ別の定義を挙げて置く。金融システムとは、金融取引に関与する法制度・規制・慣行等の枠組みのほか、その下で実現される金融機関、企業、個人など各種経済主体の取引行動パターンを含めた広い意味で用いられる（鈴木淑夫編『金融用語辞典（第三版）』東洋経済新報社、1991年）。
- 3) 岡崎哲二・奥野正寛編 [1993] p. 3.
- 4) 高橋亀吉 [1973] pp. 490-491.
- 5) 高橋亀吉 [1973] p. 492.
- 6) 東洋経済新報社編 [1924] p. 209.
- 7) 宮本又郎 5 産業化と会社制度の発展、西川俊作・阿部武司編 [1990] 所収, p. 373.
- 8) 志村嘉一監修 [1980] p. 15.

- 9) 高橋亀吉 [1973] p. 539.
- 10) 朝倉孝吉 [1978] p. 53.
- 11) 同上, pp. 72.
- 12) 高橋亀吉 [1973] p. 553.
- 13) 志村嘉一監修 [1980] p. 5.
- 14) 同上, p. 16.
- 15) 明石照男・鈴木憲久 [1957] p. 179.
- 16) 寺西重郎 [1982] 第三章 明治の経済発展と金融。
- 17) 寺西重郎 [1991] p. 124.
- 18) 寺西重郎 [1982] pp. 204-205.
- 19) 吉野俊彦・中川幸次 [1961] pp. 94-96.
- 20) 同上, p. 181.
- 21) 高垣寅次郎・山口 茂・田中金司監修 [1973] pp. 448-449.
- 22) 正木久司「株式会社制度の導入」, 由井常彦編 [1976] 所収, p. 226.
- 23) 同上, p. 229.
- 24) 高橋亀吉 [1978] pp. 67-68.
- 25) 同上, pp. 71-72. なお, 重役の兼任の具体例は p. 73 に載っている。
- 26) 明石照男・鈴木憲久 [1957] p. 148.
- 27) 志村嘉一監修 [1980]。明治期については各種債券ともに基本的な統計が乏しく, とりわけ消化・保有に関する資料に欠けている (同 [1980] p. 34)。
- 28) 同上, p. 47.
- 29) 同上, p. 14.
- 30) 日向野幹也 [1896] p. 123.
- 31) Steindl [1952] p. vii, 邦訳, p. 7.
- 32) 井出正介 [1994] p. 73.
- 33) 森嶋通夫 [1984] pp. 17-18 の相対取引における商品の価格形成メカニズムの証明を見よ。
- 34) 財・サービスの市場取引をモデル化した理論がミクロ経済学だとすれば, 財・サービスの準市場取引 (quasi market transaction) を理論化したものが「準市場 (quasi market) の経済学」である。
- 35) 池尾和人 [1985] p. 65.
- 36) ここの証明は, 森嶋通夫『思想としての近代経済学』(岩波新書, 1994年, p. 234) のケインズの賃金下方硬直性と関連した労働市場における勢力均衡と数量均衡の分析のロジックを適用したものである。なお, 高田保馬の勢力説は, Michio Morishima の編集の下に英訳されて, “Power Theory of Economics” というタイトルで Macmillan から出版が予定されている。高田保馬の勢力説は戦後日本の経済学界で無視され続けられてきた。しかし, 最近では間宮陽介「日本における近代経済学」は, 高田保馬は日本で一人経済社会に対する新しいビジョンに基づいて理論上の仮説を提出し経済社会の理論化を進めた独創的な経済学者としている (山之内靖他7名編『日本社会科学の思想』岩波書店, 1993年)。また, 大野信三『社会経済学』(千倉書房1994年)は「日本の経済学者が, 明治維新以来, 恐らく故高田保馬博士を除き, 大半の学者達が欧米の先進国で仕上がった経済理論の体系を碌に吟味もせず輸入して使用するという風習を取り続けた……」(p. 4) といっている。
- 37) 池尾和人 [1985] p. 71.
- 38) 同上, p. 74.
- 39) 同上, pp. 83-84.
- 40) MM 理論の解説をしている, 小宮隆太郎・岩田規久男 [1993] と諸井勝之助 [1989] をあわせて参照した。
- 41) 館龍一郎・蠟山昌一編 [1987] 所収, 浅子和美・倉沢資成, 第3章 資本主義の効率性, 参照。

- 42) Morishima [1992] p. 69, 邦訳 [1994] pp. 70-78.
 43) 同上, p. 202, 同訳 [1994] pp. 228-229.
 44) 堀内昭義 [1993] p. 12.
 45) 高田保馬 [1930] 岩波書店, p. 124.
 46) 同上, p. 126.
 47) 同上, p. 129.
 48) Hicks [1989] pp. 45-50, 邦訳 [1993] pp. 54-58.
 49) トーマス・K・マクロー編 [1987] 所収, M. コリヤー・クラム&デービット・ミヤシュウ（ハーバード・ビジネス・スクール） 8 金融業の構造変化と政府規制の緩和, pp. 304-307.

【参考文献】

- 明石照男・鈴木憲久 [1957]『日本金融史 第一巻 明治編』東洋経済新報社。
 [1958]『日本金融史 第二巻 大正編』東洋経済新報社。
 安藤良雄編 [1979]『近代日本経済史要覧（第二版）』東京大学出版会。
 朝倉孝吉 [1961]『明治前期日本金融構造史』岩波書店。
 [1978]『日本金融通史（1）明治・大正篇』日本経済評論社。
 [1978]『日本金融通史（2）昭和篇』日本経済評論社。
 現代経済研究グループ編 [1990]『日本の政治経済システム』日本経済新聞社。
 Gurley, J. G. and Shaw, E. S. [1960] Money in a Theory of Finance: The Brookings Institution. 桜井欣一郎訳 [1967]『貨幣と金融』至誠堂。
 Gurley, J. G. and Shaw, E. S. [1955] "Financial Aspects of Economic Development" The American Economic Review, September.
 浜田宏一・黒田昌裕・堀内昭義 [1987]『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会。
 Hicks, J. R. [1989] A Market Theory of Money: Clarendon Press. 花輪俊哉・小川英治訳 [1993]『貨幣と市場経済』東洋経済新報社。
 日向野幹也 [1986]『金融機関の審査能力』東京大学出版会。
 堀内昭義・吉野直行編 [1992]『現代日本の金融分析』東京大学出版会。
 堀内昭義 [1993]「展望：日本における企業金融の構造」大蔵省財政金融研究所『ファイナンシャル・レビュー』June 28号。
 井手正介 [1994]『日本の企業金融システムと国際競争』東洋経済新報社。
 池尾和人 [1985]『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社。
 伊藤元重・西村和雄編 [1989]『応用ミクロ経済学』東京大学出版会。
 貝塚啓明・小野英祐 [1986]『日本の金融システム』東京大学出版会。
 金森久雄・荒憲治郎・森口親司編 [1978]『経済辞典』有斐閣。
 菅野和太郎 [1931]『日本会社企業発生史の研究』岩波書店。
 加藤俊彦 [1957]『本邦銀行史論』東京大学出版会。
 経済企画庁 [1992]『平成4年度経済白書』『週間東洋経済』1992年8月28日。
 Keynes, J. M. [1919] 早坂 忠訳『ケインズ全集 2 平和の経済的帰結』東洋経済新報社。
 小泉 進・本間正明編 [1993]『日本型市場システムの解明』有斐閣。
 小宮隆太郎・岩田規久男 [1973]『企業金融の理論 資本コストと財務政策』日本経済新聞社。
 久保田政純 [1993]『設備投資の立て方』日本経済新聞社。
 黒田晃生 [1990]『入門金融』東洋経済新報社。
 松本和雄 [1986]『企業収益と企業金融』日本経済新聞社。
 正木久司 [1973]『日本の株式会社金融』ミネルヴァ書店。
 McCraw, T. K. ed. [1986] America versus Japan, A Comparative Study of Business-Government Rela-

- tions Conducted at the Harvard Business School. 東苑忠俊・金子三郎訳 [1987]『アメリカ対日本—日米経済の比較研究』TBS プリタニカ。
- 三井銀総合研究所, 総合研究部編 [1988]『金融指標を読みこなす』講談社。
- Modigliani, F. & Miller, M. H. [1958] “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment” *The American Economic Review*, June.
- Modigliani, F. & Miller, M. H. [1963] “Corporate Income Taxes and the Cost of Capital a Correction” *The American Economic Review*, June.
- 森口親司・青木昌彦・佐和隆光編 [1983]『日本経済の構造分析』創文社。
- 森嶋通夫 [1984]『無資源国の経済学』岩波書店。
- Morishima, M. [1992] *Capital & Credit*: Cambridge University Pres. 安富 歩訳 [1994]『新しい一般均衡理論—資本と信用の経済学—』創文社。
- 諸井勝之助『経営財務講義 第二版』東京大学出版会。
- 中川敬一郎・森川英正・由井常彦編 [1986]『近代日本経営史の基礎知識 増補版』有斐閣。
- 中村隆英・西川俊作・西香 泰編 [1985]『現代日本の経済システム』東京大学出版会。
- 日本銀行金融研究所 [1986]『わが国の金融制度』日本銀行金融研究所。
- 日本興業銀行臨時史料室 [1957]『日本興業銀行五十年史年表』日本興業銀行臨時史料室。
- 西川俊作・阿部武司編 [1990]『産業化の時代 上』岩波書店。
- 野間敏克・花枝英樹・米沢康博 [1992]『企業金融』東洋経済新報社。
- Okum, A. M. [1981] *Prices and Quantities, A Macroeconomic Analysis*: The Brookings Institution. 藪下史郎訳 [1986]『現代マクロ経済分析』創文社。
- 岡崎竜子・堀内昭義 [1992]「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。
- 岡崎哲二・奥野正寛編 [1993]『現代日本経済システムの源流』日本経済新聞社。
- 奥村 宏 [1986]『日本の株式会社』東洋経済新報社。
- 蠟山昌一 [1986]『日本の金融システム』東洋経済新報社。
[1989]『金融自由化の経済学』日本経済新聞社。
- 榎原英資 [1977]「変貌する日本の金融システム」『現代経済⑨』, 日本経済新聞社。
- 志村嘉一 [1971]『日本資本市場分析』東京大学出版会。
- 志村嘉一監修 [1980]『日本公社債市場史』公社債引受協会。
- 総合研究開発機構編 [1987]『21世紀の日本の企業金融』東洋経済新報社。
- Steindl, J. [1952] *Maturity & Stagnation in American Capitalism*: Basil Blackwell. 宮崎義一・笹原昭五・鮎沢成男共訳『アメリカ資本主義の成熟と停滞』日本評論新社。
- 鈴木淑夫 [1974]『現代日本金融論』東洋経済新報社。
[1991]『金融用語辞典』東洋経済新報社。
- 菅野和太郎 [1971]『日本会社企業発生史の研究』経済評論社。
- 首藤 恵・高橋俊治 [1986]『現代の企業金融と経済システム』有斐閣。
- 高田保馬 [1930]『経済学新講 第三巻（貨幣の理論）』岩波書店。
[1942]『勢力説論集』日本評論社。
- 高垣寅治郎・山口茂・田中金司監修 [1973]『体系金融大辞典』東洋経済新報社。
- 高橋亀吉 [1930]『株式会社亡国論』萬理閣書房。
[1966]『明治大正産業発達史』柏書房。
[1973]『日本近代経済発達史』第二巻 東洋経済新報社。
[1976]『戦後日本経済躍進の根本要因』日本経済新聞社。
[1977]『日本近代経済発達史』第一巻, 東洋経済新報社。
- 竹澤正武 [1968]『日本金融百年史』東洋経済新報社。

- 田村 茂 [1991]『日本の金融システムと金融市場』有斐閣。
- 館龍一郎・蠟山昌一編 [1987]『日本の金融 [1] 新しい見方』東京大学出版会。
- 寺西重郎 [1982]『日本の経済発展と金融』岩波書店。
- [1991]『工業化と金融システム』東洋経済新報社。
- 東洋経済新報社編 [1924]『金融六十年史』東洋経済新報社。
- 山口和雄 [1970]『日本産業金融史研究—紡績金融篇』東京大学出版会。
- 吉野俊彦 [1956]『我が国の金融制度と金融政策』至誠堂。
- [1962]『日本銀行制度改革史』東京大学出版会。
- 吉野俊彦・中川幸次 [1961]『金利の解説』日本経済新聞社。
- 由井常彦編 [1976]「工業化と企業者活動」『日本経営史講座 2』, 日本経済新聞社。
- Zysman, J. [1983] *Governments, Markets, and Growth*: Cornell University Press.