

## 日本の長期不況と金融システムの変貌

李 庚 國  
鄭 裕 勳

はじめに

1. 続いている危機
2. メインバンク・システムの変化とバブルの崩壊
3. 金融政策と構造改革の展望
4. 小括

はじめに

1980年代日本経済はアメリカ経済を乗り越え、世界最強になるだろうと展望された。多くの学者らは日本経済の研究に取り組み始め、特にアメリカとの比較を研究し、積極的な政府の役割とメインバンク・システムに基づいた長期的な視野の投資促進などがそうした日本経済成功の源泉であると指摘してきた。日本経済の成功は、韓国をはじめ新興工業国の急速な成長とともに、東アジア経済の奇跡についての研究と論議を促したこともあった。

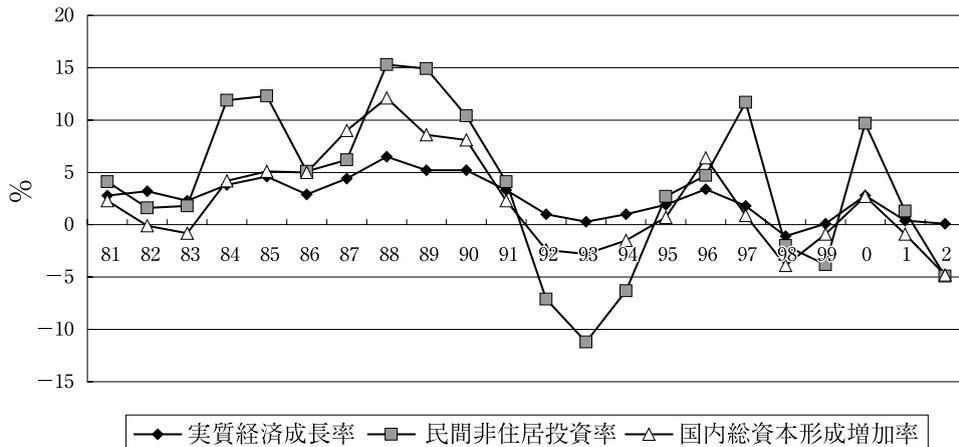
しかし、1990年代以降になると、日本経済は10年を超える長期不況に苦しめられている。特に、東アジアの経済危機と90年代後半のアメリカ経済の目覚ましい成長などを背景とし、現在多くの人々は、日本をはじめ、東アジアの経済システムよりアメリカ式のアングロ・サクソン・システムがより競争力のあるシステムであると主張している。今や東アジアの国々すら政府の役割を縮小し、資本市場中心の金融システム導入をしようとする新自由主義的な構造改革に取り組んでいる。こうしたなか日本経済の長期不況とその問題点についての理解はさらに重要であろう。

本論文は、金融システムの変化という観点から日本の長期不況について分析することがその狙いである。まず、2章では90年代以降の日本経済の現実を考察し、長期不況の原因について分析をおこなう。3章では日本経済のなかでもっとも深刻な問題である金融部門の脆弱性を、メインバンク・システムの変遷とバブルの崩壊という観点から考察する。特に、経済発展とともに展開された銀行と企業との関係の変化、そしてバブルの崩壊がいかに金融部門の弱体化と繋がっているのかについて注目する。4章では金融部門を中心とし、長期不況の間の展開された日本政府のマクロ経済政策の限界と構造改革の行き先に関して議論し、最近経済回復と今後日本経済について手短に触れる。

## 1. 続いている危機：90年代の日本長期不況

1990年代日本経済は「失われた10年」と呼ばれている。経済成長率5%以上という相対的に高成長してきた80年代とは違い、90年代は経済成長率が1～2%ほど低迷しており、これが高失業と社会不安と繋がっている。〈図1〉は日本の主な経済指標を示している。90年代初、急転直下になった成長率は96年一時回復の道を見せたが、90年代後半になると、再び下落し、特に企業部門の投資は大幅な変動を見せている。消費、投資などのすべての国内需要は10年以上低迷しており、長期的成長展望でさえ不透明のままである。最近には長期不況とともに、デフレ現象も深化されるなかで景気の回復にも暗い展望を投げかけている。

〈図1〉 日本の実質 GDP 成長率と投資増加率



注：暦年ベース。

資料：日本内閣府，経済社会総合研究所。

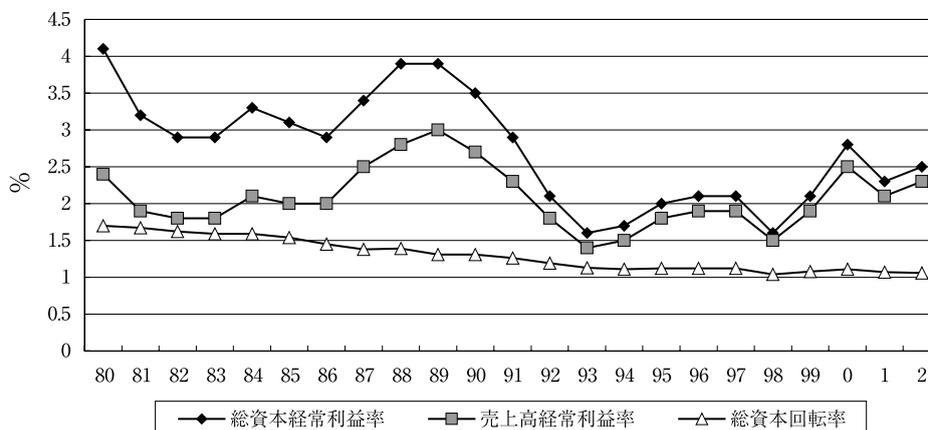
このような長期不況は、80年代後半のバブル期に現われた過剰蓄積の解消過程が90年代に入り、株式市場と不動産市場のバブル崩壊が重なって不況の幅と深度が共により大きくなったことについて、多くの人々が同意している。株価と地価は80年代後半急騰していったが、90年代のバブル崩壊後、低迷が続いている。日本経済の構造的脆弱性は、まさに銀行部門の不良債権に明確に顕われているものである。バブル崩壊とともに90年代長期不況を通して深刻な水準まで上昇した不良債権は、90年代後半および2000年代初政府の処理努力にもかかわらず、依然として高水準のまままで景気回復を妨げている。

総需要をなす様々な要素のなかで、経済不況の核心になるものはやはり企業の投資需要である。80年代後半企業投資が実質 GDP 成長率に寄与した比重は2～3%であったが、90年代後半になると-2%まで下落し、国内需要、輸出、政府部門などの要素と比べてもっとも大きな影響を与えたと考えられる<sup>1)</sup>。このような投資の下落は様々な原因によって説明される。バブル期の過大な投資をはじめ、バブル崩壊により資本生産性と収益率が低下し、ひいては銀行部門の脆弱性な

どの金融システムの麻痺によって、総需要が低迷したのが主要な原因としてはたらいっている。90年代日本経済の景気変動をながめると、92～94年の深刻な景気後退後、95～96年経済回復の気配がみられたが、金融機関の破綻などとともに、97～98年再び深刻な不況に落ち込んだ。2000年の一時期回復したにもかかわらず、2002年の景気は下方転換点まで下っている。このような投資停滞と長期不況の背後にある利潤率の変化について考察することにしよう。

日本経済の利潤率の推移をみてみると、資料によって若干の差があるが、高度成長期が終わる70年代以降急落した後、80年代後半バブル好況とともに一時増加した。しかし、80年代後半の過剰蓄積が終わった後、90年代のバブル崩壊そして不況の到来とともに急落してから回復しなかった (Uemura, 2000. p. 144. Uni, 2000. p. 56)。利潤率低下の要因を分析すると、総需要の減少により稼働率の低下、資本生産性の低下、そして利潤分配率の下落などの原因が同時に出てきたと考えられる。<sup>2)</sup> 実際、日本政府の企業経営分析によると、80年代半ば以降展開した過剰蓄積と土地資産の増加によって、全産業部門の総資本回転率は80年代初1.6から80年代後半には1.3まで、そして90年代には1.1まで下がった。全産業の付加価値のなかで、労働所得分配率が占める割合は、80年代初約72%から80年代後半約68%まで下がったが、90年67%を基点とし上昇はじめ、93年以降には約73%そして98年以降には約75%と上昇し、他の先進国と違って利潤圧迫が現われた。<sup>3)</sup> したがって、総資本経常利益率が80年代後半約4%から急落し、90年代を通じて約2%の水準にとどまっていた。

〈図2〉 日本の全産業収益率の推移



資料：財務省，財政金融統計月報。

しかし、不況がそれだけ深刻で長く続いている理由に対し、多くの学者らは不良債権問題などの金融システムの麻痺により銀行のいわば貸し渋りという金融仲介機能の低下が重要な原因であると指摘している (Hoshi and Patrick, 2000; Woo, 1999; Bayoumi, 1999)。近年のいくつかの実証研究によると、金融危機で銀行貸し渋りが特に中小企業の投資停滞を起したとされている。一方、Hayashi and Prescott (2002) の研究では、1990年代銀行貸出が減少しているが、企業投資の制約までいかなかったと主張し、労働時間の下落と総要素生産性の下落が90年代一人当たり GDP の下落の根本的な原因であると反駁している。Motonishi and Yoshikawa (1999) も金融的要因

が1997年の不況期には重要であったが、92～94年の不況には利潤率低下など実体的要因がより重要であったと指摘している。しかし、収益性の低下と総要素生産性の低下それ自体が金融脆弱性によるものであって、景気の低迷に影響を与えざるをえない。というのは実体と金融を分離させえない点で、金融システムの問題は直接間接的に90年代の不況深化と繋がっていたといえよう<sup>4)</sup>。不良債権問題による金融システムの不安は貸し渋りという直接経路以外にも多様な経路を通して働きかけている。銀行部門の収益性を悪化させ、危険のある新規投資に対する貸出を妨げて、特に不況を切り抜けるための投資支出の増加を阻害する<sup>5)</sup>。なお、既に非効率的になった産業に対する追加支援のため、経済全体の資源配分と生産性の向上を妨げる。実際、90年代初不動産部門など既に収益性は悪化部門であった既存貸出先企業に対しても貸出が行われた<sup>6)</sup>。ひいては、金融システムの不安は企業と消費者の経済に対する信頼を失わせ、投資と消費支出を阻害し、それが資産価格の下落によってもっと深刻化したのである。

結局、日本経済の長期不況は、基本的には80年代後半の過剰蓄積以降、バブル崩壊とともに、金融システムの不安がかさなり投資支出が回復せず、これが再び総需要停滞の悪循環と繋がっている状況だと把握される。そして、悪循環のなかには高度成長期に企業の長期的で安定的な投資を可能にしたメインバンク・システムの没落があったと考えられる。

## 2. メインバンク・システムの変化とバブルの崩壊

### ① メインバンク・システムと日本の経済成長

#### i. メインバンク・システムとは

戦後急速な成長を遂げた日本経済の成功には、日本固有の制度的基盤があった。いわば「発展国家」の原型と呼ばれる国家中心型の強力な産業政策、雇用保証などの日本式経営に基づいた企業の成長、そしてその成長を支えた金融システムがその基盤になったと指摘されてきた。そのなかでも企業と銀行との緊密かつ協調的な関係に基づき、企業の長期的投資を促進させ、効果的な企業モニタリングを可能にしたメインバンク・システムはもっとも重要な役割を果たしたといえよう（Aoki and Patrick, 1994; Hoshi and Kashyap, 2001）。

メインバンク関係<sup>7)</sup>は、企業集団内の金融機関である大手銀行が重要な役割を果たすなかで生まれたシステムだといえよう。戦後の企業再建の過程で銀行の再建が最優先された事情にあった。特に銀行は集中排除法の適用除外であって、企業の再建整備のために実施された増資が銀行に割り当てられたことも銀行と企業との関係がより強めさせたと指摘される。高度成長期政府の人為的低金利政策と旺盛な設備投資需要がみられるなか、企業にとってメインバンク関係を有することにより、銀行から資金の安定的な供給を受けられるというインセンティブが働いていたと考えられる。銀行にとってもオーバーローンの状況のなかで、取引していたすべての企業とメインバンク関係を結ばなく、一定の基準に基づき選別したうえでメインバンク関係を締結したと考えられる。

メインバンク関係とは、一企業の貸出でもっとも多いパーセントを占め、銀行と企業がお互い株式を持ち合うことを通じて密接な関連を結んでいることをさすが<sup>8)</sup>、こうした定義はメインバン

ク関係という特徴の一部を表すものにすぎないのである。したがって、ここではメインバンク関係を定型化された特徴として理解しようとしているのである。定型化された事実とは、次のとおりである。銀行から最大の融資を占めている融資関係、安定的な株式持合を通じた資本関係、借入企業へ役員を派遣するという人的関係、総合金融サービスの集中による総合取引関係、借入企業が経営危機に陥ったときの救済措置なのである。こうした関係のもとで、お互いに効果的な情報共有が可能になり、モニタリング役割を通じて企業の長期投資を可能にした。メインバンクは取引企業のパフォーマンスが改善した際に、一種のレントが創り出されレントを自分のものにすることができる。企業にとっても銀行のモニタリングと株式持合から利益を得ることになる。前提になるのは、メインバンクすべてが十分なレントを得ながらも、企業も共に成長していくという護送船団システムを可能にした実質的な銀行産業への参入規制とメインバンクのモラル・ハザードを防ぐ政府の監督と健全性規制であった（Ueda, 1994）。

## ii. メインバンク・システムの意義と限界

金融システムは、資本市場の動きに基づいた米英型の資本市場中心システムと、銀行の積極的な役割に基づいた日独型の関係志向システムと大別される。本質的に経済発展に伴う資本市場がより重要になる、といった資本市場システムの先進性を主張する一刻の認識とは違い、各システムは各自の長所と短所をもっていることが指摘されてきた（Allen and Gale, 2000; Stultz, 2003）。特に、日本のメインバンク・システムは関係志向的システムのもっとも代表的な事例として、上記述べた独特な企業モニタリング機能と支援機能に基づき、経済成長を促す役割が強調されてきた。

メインバンク・システムの長所に関しては既に多くの研究が行われてきた。何よりも、緊密な関係と情報共有に基づく、効果的な企業監視機能が企業のエージェント問題を緩和させたと指摘される。理論的かつ実際的にも企業合併などを通じた株式市場の企業監視機能は多くの限界があり、短期中心主義の問題が現われたこともある。特に、メインバンク・システムは企業が株式市場の短期的パフォーマンスよりも長期的な視野を持ち、投資を促進させる。このような特徴は、日本経済の相対的により安定的で長期的投資を可能にし、日本経済成功のもっとも重要な要因だったと指摘された（Grabel, 1997）。日本の場合、景気変動による社会経済的費用が低くなり、アメリカと比べ構造調整と大量解雇などは最小化された。また日本のような介入支配的（voice-dominated）金融システムは投資の変動性が低くて、内部資金と外部資金調達との関連性も低いことも知られている（Shaberg, 1998）。結局、メインバンク・システムは終身雇用制度と結び付き、労働者が企業特殊な資産を開発するのに大きく役に立ったのである。

多くの研究者らは、メインバンクが企業統治構造と監視構造で重要な役割を果たしたことも主張する。Kang and Shivdasani (1995, 1997), Morck and Nakamura (1999a) は企業のパフォーマンスが悪くなると、銀行側が企業統治構造において積極的な役割を果たしたと実証的に検証した<sup>9)</sup>。ひいては新しい企業に対するいわゆる「段階的金融（staged financing）」にも資本市場より関係志向的な金融システムがより効果的である。資本市場は情報不完全性によりすべての可能な状況を特定しえない不確実性があり、新しい企業の成長を促進させにくいし、実際大部分の中小企業は緊密に結び付いた銀行から信用を受けている。アメリカのベンチャー・キャピタルも企業との密接な関係に基づき、効果的な経営監視など日本のメインバンクと類似のある関係志向的役割

を果たしているのである (Aoki and Dinc, 2000; Peterson and Rajan, 1995)。さらに、メインバンク・システムのような関係志向的な金融システムは積極的なマクロ経済政策など政府の経済管理を可能にし、究極的には民主的で平等な社会経済を作り出す基盤になりうると主張されている (Pollin, 1995)。

しかし、最近90年代以降日本経済の長期不況を背景にし、メインバンク・システムの短所についての議論がより力を得るようになった。なによりも中央集中的な金融システムの問題であるソフト・バジェット問題 (soft budget constraints) と市場シグナルの無視による金融資源の非効率的な配分が挙げられている (Dewatripont and Maskin, 1985)。協調的な銀行—企業関係に基づいた、財務危機に陥った企業に対する救済機能が、破綻寸前の非効率的企業に対しても支援を継続してしまい、ひいては経済全般の効率性を低下させることにつながるというのである。メインバンク・システムの長所だったと指摘された金融制約の緩和がむしろ利潤のような市場シグナルの無視、そして投資非効率性の証拠と解釈されるのである<sup>10)</sup> (Rajan and Zingales, 1998)。Weinstein and Yafeh (1998) によれば、銀行は貸出の回収に取り組み、企業が低収益、低リスク戦略を追求することにより利潤最大化と効率極大化を妨げる。Morck and Nakamura (1999a; 1999b) もメインバンクの経営成果が悪い系列内の企業を支援して企業の価値極大化するのに役立たなかったと指摘し、これが危機までにつながったという憂慮を表している<sup>11)</sup>。そして、資本市場それ自体が情報問題のため、経営監視には劣位にあるかもしれないが、少なくとも情報を収集し新しい情報を作り出すにはより優位にあらう。したがって、新技術に基づいた産業発展にはより優れているだろうと主張する<sup>12)</sup>。すなわち、以前には日本経済の長所と主張された日本式金融システムがこれからは問題の源泉になると指摘されているのである。メインバンク・システムの他の問題は、一方の主体が他方の主体より力を持ち、相手先を「捕獲 (hold up)」する状況が発生しようという点である。独占的銀行が企業より力をもつのなら、銀行が産業部門でのレントを奪い取りむしろ産業発展を阻害する。メインバンクと関係のある企業の成長率が独立企業より低く、利払いも高いという研究がそれを支持している (Weinstein and Yafeh, 1998)<sup>13)</sup>。

## ② メインバンク・システムの変化、バブル崩壊、そして経済危機

メインバンク・システムのような関係志向的の制度では、行為主体間の関係変化それ自体が制度の有効性に大きく影響を与える。急速な経済成長による変化が現われた場合、経済的な成功も以前よく作動した制度の基盤を弱体化させるようになるだろう。前節で述べたようにメインバンク・システムは1980年代以降相当な変化を経験した。メインバンク・システム変化の原因のなかでもっとも重要なのは大企業の成長による資金調達能力の強化なのである。ちなみにオイル・ショック以来日本経済が高度化し、投資率それ自体が低くなったこととともに、金融市場の発展と金融自由化措置もこうした変化を加速させた重要な原因であった。

日本政府は70年代以降債券市場を發展させるための措置を取り入れた。社会保障と経済成長背景に政府は国債発行を増加させたし、銀行は低収益の国債を引き受けるようにして銀行の収益が減少された。大蔵省 (現財務省) は、国債の2次市場 (secondary market) を開放して70年代後半から金利自由化を徐々に取り入れた<sup>14)</sup>。70年代以前には債券発行が債券発行委員会により強力に統制されたが、1975年から国内債券市場の規制が緩和され、CPなどの発行許容そして株式市場へ

の上場の規制緩和など資本市場を發展させるための様々な措置が導入された。1980年代はじめ政府負債の増加とともに国債市場が發展し、特に80年代以後継続的な金融自由化と開放措置により、大企業は海外債券の発行など資源源泉を多様化しつつあった。1980年の為替取引を自由化した外国為替管理法の改革、1984年為替の実需要原則の廃止、1986年流通市場の規制緩和などを通じて海外市場の債券発行が促進された。日本の大企業は銀行貸出の代わりに担保が必要のない海外市場での起債を好み、債券発行額が急増した（Hoshi and Kashyap, 1991）。しかし、銀行部門に対する規制緩和は相当遅く導入され、投資銀行と商業銀行との分割規制は1990年代後半まで存続された。

金融規制緩和に対する要求は財政赤字問題以外にも、国内外資本家や政治家たちの利害に基づいたものもあった。もっとも重要なことは、資金調達能力が強化され銀行や政府から独立しようとした大企業部門をはじめ、銀行も大企業貸出が減少により新しい事業部門への進出するために規制緩和を要求したのである。イデオロギー面でも1980年代自民党政府は中曽根首相の登場とともにサッチャーやレーガンの新保守戦略を志向し、80年以降膨大な貿易赤字を背景として日本市場を開放しようとするアメリカからの圧力も強まった。

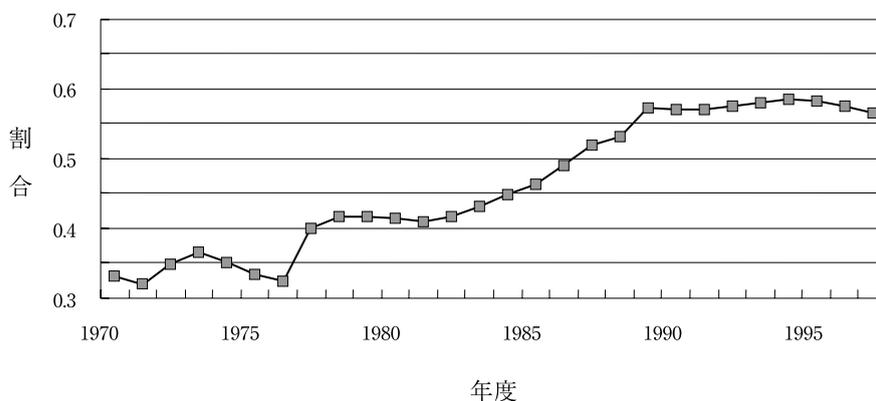
このような力関係の中で進行した金融システムの変化がもたらしたことは、何よりも大企業の資金調達構造の変化そして大企業と銀行との関係の弱体化であった。企業の資金調達においては、

<表1> 企業の規模による借受けの規模（単位：%）

全銀行の銀行勘定	1980	1985	1990	1994
巨大企業	33.30	30.00	21.70	23.00
中小企業	66.70	69.89	78.30	77.00
（小企業）	(39.70)	(44.74)	(65.80)	(65.10)
総計	100.00	99.98	100.00	100.00

出所：Fukao（1998，再引用）。

〈図3〉 銀行の貸出総額で中小企業が占める比率



出所：「経済統計年報」各号，日本銀行。

注：中小企業に対する定義は日本銀行によるものであり、資本金が1億円以上ないし正規職の従業員が300人の超える大企業を除いた企業はすべてが中小企業と分類されている。

80年代に入ると社債の割合が急増する一方、銀行貸出は縮まった。特に大企業の借受けの規模は1980年の33%から1994年の23%まで減少した一方、中小企業の借り受けの規模は67%から77%まで伸びてきて、依然として銀行への依存度は高い（表1）、（図3）。日本企業は経済成長過程における投資財源を調達するための内部資金を増加させたし、70年代オイル・ショック以後の投資減少は大企業の銀行に対する依存度を弱くした。潜在的なホールド・アップ問題と経営干渉を乗り越えるために資金調達構造を多変化させたのである。したがって、銀行と企業との関係における銀行の交渉力は大きく弱体化した。資料によって多少の差はあるが、不況が始まった90年代以後には、特に大企業の資金調達構造で内部資金の占める比重が圧倒的に高くなり銀行依存度はさらに減少することになった。<sup>15)</sup>

メインバンク・システムの相当な変貌それ自体が、以前の企業監視機能の弱体化を一層進めることになった。銀行は主な顧客であった大企業を失うようになると、80年代半ば以降中小企業、不動産関連企業、非銀行金融機関へ貸出を拡大させた。新しい事業に対する続く規制のなかで、大規模の顧客を失うようになり、銀行は自らの貸出パターンを変化させ、新しい投資先を探ろうとした。<sup>16)</sup> 銀行は卸・小売産業と建設業の中小企業への貸出を伸ばし、このような銀行の貸出比率は1973年の約60%から1997年の約80%まで増加した。かくして、1990年代に入ると不動産関連企業に対する銀行貸出は1980年代初と比べてほぼ2倍になった。

<表2> 非金融企業の資金調達構造の変化（%）

	70-74	75-79	80-84	85-89	90-94
内部資金	32.4	36.6	46.5	41.6	62.4
銀行借入	37.1	34.7	36.0	29.8	24.3
債権	3.9	8.0	5.8	7.2	8.3
株式	2.9	3.2	3.6	4.5	1.8
企業間信用	20.3	16.2	10.3	10.2	0.7
その他	3.2	1.1	-2.4	6.3	2.2

出所：Shaberg（1998、再引用）。

<表3> 主要企業の資金調達構造（期間平均%）

	1960-64	1965-69	1970-74	1975-79	1980-84	1985-89	1990-94
内部資金	22.9	37.5	35.4	45.8	55.3	45.2	87.3
借入金	33.8	36.9	41.6	26.5	16.4	6.4	5.2
債券	6.8	5.2	5.1	10.6	8.5	17.4	11.1
株式	10.8	3.8	3.2	8.0	10.4	15.8	4.6
企業間信用	16.2	22.7	21.9	17.7	9.6	5.0	-7.1
その他	9.5	-6.1	-6.9	-8.6	-0.2	10.2	-1.1
総計	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

出所：『主要企業経営分析』、日本銀行調査統計局（花崎正晴 et al 2000、再引用）。

にもかかわらず、銀行の収益性は1980年代低下しつつあり、さらに90年代バブル崩壊後現われた株価の暴落で、銀行は深刻な困難を経験するようになった。株価と地価の暴落によって、90年代初銀行の総貸出の12%までのぼる不良債権を抱えてしまった。しかし、ほとんどの不良債権は銀行借入を減らした製造業の大企業でなく、不動産や卸・小売中小企業から起因したのであった。すなわち、90年代日本の不良債権問題はソフト・バジェット問題よりもバブルと関連のある企業へ貸出を拡大するようにした銀行行動から起因したのであった<sup>17)</sup>。80年代後半、製造業部門の過剰投資も現われたが、これはバブルのもとで株式を通じる資金調達そしてメインバンクの経営監視機能の縮小によるものであった。このように日本の金融危機は効果的でない政府規制と不況の性格を認識しえなかった政府政策の失敗をもって、より深刻化した（Kanaya and Woo, 2000）。

<表4> 銀行貸付のなか、非銀行金融機関と不動産関連企業向けの割合（%）

	84	85	86	87	88	89
不動産関連企業	7.5	8.9	11.1	11.3	11.7	12.1
非銀行金融機関	10.2	11.9	13.5	15.2	15.8	16.7

出所：日本銀行, Cargill et al. (1997, 再引用)。

日本経済長期停滞の根本的な原因は、メインバンク・システムの変化、これを背景と現われたバブルの進行かつ崩壊を通じて形成された銀行部門の脆弱化、そして経営監視機能の弱体化を引き起こした銀行と企業との関係の変化だったのである。特に、メインバンク・システム、系列という企業間関係そして終身雇用システムなどに基づいた以前の企業統治構造が、金融システムの変化とバブル崩壊により銀行部門が弱体化したにもかかわらず、新しい企業統治構造が確立されえなかったことが日本経済の根本的問題だと指摘されている（Fukao, 2000）。

### ③ メインバンク・システム、株式持合の変化とその意味

上記に述べたように、80年代以降、大企業の銀行負債の減少と銀行役割の減少のなかで、銀行の企業に対する監視機能は縮まってきた。銀行間の競争は投資に対する事前監視機能を弱体化させていくだろう。80年代後半、企業の発行した株式ほとんどがメインバンクにより引き受けられ、株式持合の割合が高くなったのに対し、資本市場の規律機能はまだ確立されなかった。そのなかで銀行を媒介しバブル期過大な投資を行ったため、株式市場から資金を取入れた企業に対して十分な監視機能が成し遂げられなかった（Miyajima, 1998）。すなわち、その原因はいわゆるソフト・バジェット問題がよく主張されたのと違い、主に資本市場で起こりがちであったし、メインバンク体制の監視機能の弱体化と関連があったのである。一方、80年代以降にはもうメインバンク自らの組織にも変化が現われ始めた。銀行の事業が多角化され、銀行と企業との関係も以前の貸出を中心から多変化するることによって、銀行の企業監視機能は弱まり、その重要性が低下した<sup>18)</sup>。

メインバンク・システム、ひいては日本式経済システムの核心ともいえる相互株式持合をよくながめると、まだ相互株式持合が維持されているし、メインバンクは相変らず企業に職員を派遣している。さらに、企業が債券を発行するとか株式市場で資金を調達する際にも、メインバンクの役割は常に核心的なので資金調達構造の変化が銀行の役割弱体化を必ず意味することでない。

例えば、1984年から1987年までに発行されたワラント・ボンドの77%は主にメインバンクによって支払い保証された (Campbell and Hamao, 1994)。つまり、彼らは企業が貸出を再び始める際には、常にメインバンクに寄り掛かっており、メインバンクとの関係は90年代にも安定的であったと主張する。結局、銀行中心とする金融システムがかなり弱体化したが、メインバンク・システムそれ自体が完全に解体されているとは言い切れないだろう。大企業が銀行貸出に寄り掛かっていないとしてもメインバンクは株式持合に基づき、経営監視機能を遂行する可能性はあるといえるだろう。

それにもかかわらず、機関投資家や外国人を含めた他の株式保持者の比重の増加はメインバンクの安定的な株式保持をもっと弱体化させるだろう (Okabe, 2002, Scher, 2001)。特に、1996年の金融ビッグバン以後展開されてきた金融規制緩和はこのような変化を一層進めている。最近まで投資信託会社、保険会社や年金ファンドなどは強力に規制かつ統制されてきたが、これからはこれらの自律性が拡大される見込みである。金融ビッグバンには銀行の事業部門に対する規制緩和と、金融持株会社、保険会社や証券会社などの業務、そして株式取引自由化と保険会社などの資産管理に対する規制緩和、為替規制の一層自由化などが含まれている。この一連の措置が導入されれば、金融部門の競争が強化され安定的なメインバンク関係がもっと弱体化するだろう。<sup>19)</sup>

90年代半ば以後ごく最近には株式保持構造でもこのような変化がはっきり顕著になった (表5))。最近の分析によれば特に1996年以降安定的保持分の下落する推移がはっきりと現われる (Okabe, 2002; ニッセイ基礎研究所, 2003; Kuroki, 2002<sup>20)</sup>)。日本生命保険のデータによれば、安定的保持分が1992年45.7%だったが、1999年には37.9%まで一貫して減少し、特に2002年には27.1%にまで急速に下落した。<sup>21)</sup>メインバンク・システムの核心である株式持合比率も、1996年以降主に企業が銀行株を処分し、98年以降銀行も企業株式保持を低めるによって大きく下がってきた。株式持合の解消という現象の背後には多くの要因がある。バブル崩壊によって株式保持による利益が大幅に低くなったり、リスクが高くなったりするとともに、大企業のメインバンクからの独立が加速化されているなか、2000年以降株式を含んだ資産価値を市場価値で計上するようにした会計基準の変化も影響を及ぼしたと報告される。<sup>22)</sup>無論、不良債権問題など銀行部門の弱体化によって銀行が企業監視部門に十分な資源を注げないという点と大手銀行の合併で現われる系列企業の再編もその背景として指摘されている (Okabe, 2002)。

一方、最近のサーベイによれば、徐々に多くの企業からメインバンク関係が企業にとって既に役立たないと思われているし、銀行の経営監視機能も効果的でないと答えている (Scher, 2001)。ほとんどの銀行は、80年代以降事後監視機能としてのメインバンクの救済機能はもう消えたと思っており、外部株主の力が強化されていると答えている。また、企業は、現在には明らかでないとしても、将来には株式持合が一層弱体化されていくと答えている (Okabe, 2002)。メインバンクに対する依存度が低い大企業の場合は中小企業と比べてより明らかである。特に、90年代外国人の株式保有が増加しつつあり、株式の市場価値で外国人の占める比重は1990年代5%以下だったが、1995年8.1%、そして1999年には18%を越して、2001年にも18%以上を維持している。ひいては、機関投資家の役割も徐々に増大されてきて、彼らの役割も株主中心的な企業統治構造をより強化させるようになろう。実際、2003年4月社外取締役の役割を重視し、取締役会と独立された最高経営者を導入しようとする方針で商法が改正された後、多くの企業が企業統治構造の改

革を発表している。日本財務省の研究によると、より多くの企業が株主など市場を一層重視し、社外取締役と最高経営者の体制を取り入れ、特に情報公開が企業パフォーマンスの改善と密接な関係があると報告している<sup>23)</sup>。そして、外国人の持ち分と資本市場に対する依存度が高い企業であればあるほど、企業統治構造改革に積極的であるが、長期雇用と年功序列賃金制度を採択している企業であればあるほど、消極的であることが知られている。一方、労働者の参加が多ければ多いほど企業統治構造改革が弱体化されなかったのに対し、長期雇用を維持するが、能力給（merit-based wage）制度を取り入れた企業は特に改革のパフォーマンスが高くなった。すなわち、現在日本企業の統治構造は銀行依存度が低い市場志向的企業と、銀行依存度が高く株式持比率が高い企業と大きく分かれている。（財務省財務総合政策研究所 2003）。

部分的には日本の金融システムと企業統治構造も一層開放的で市場中心的な体制に変わっていくように見える。グローバル化する資本市場と国際的投資家らの勢力の強化はこれをより促進するだろう。しかし、このようなメインバンク・システムの変化がまったく米英式の体制へと収束していくとは言いきれないだろう。急速な米英式システムの導入は相当な社会的葛藤と緊張を生み出すはずであり、終身雇用や協調的な下請けシステムのような他サブシステムとの変化と併せ、企業統治構造の変化も徐々になされるだろう。特に大企業の場合、内部資金と資本市場の重要性がより強化されるにちがいが無いが、中小企業の場合は、以前のメインバンク関係が相変らず維持されるだろう。

<表5>日本株式市場の株式持分と安定的株式保有分（市場価値基準）（単位：%）

	市場全体の中で		金融機関による		企業による	
	安定的な 株式保有分	相互株式持分	安定的な 株式保有分	金融機関による 相互株式持分	安定的な 株式保有分	企業による 相互株式持分
1987	45.8	18.4	31.4	7.8	14.4	10.6
1988	45.7	18.0	32.4	8.1	13.3	9.9
1989	44.9	17.3	31.4	8.2	13.4	9.1
1990	45.6	18.0	31.6	8.4	14.0	9.6
1991	45.6	17.8	31.9	8.6	13.7	9.3
1992	45.7	17.8	31.9	8.7	13.8	9.4
1993	45.2	17.5	31.3	8.2	14.0	9.3
1994	44.9	17.4	31.2	8.3	13.7	9.1
1995	43.4	17.1	29.9	8.4	13.5	8.8
1996	42.1	16.3	29.9	8.7	12.2	7.5
1997	40.5	15.1	28.9	8.3	11.6	6.7
1998	39.9	13.3	26.7	7.2	13.2	6.0
1999	37.9	10.6	22.0	6.0	15.9	4.6
2000	33.0	10.2	20.7	5.8	12.3	4.2
2001	30.2	8.9	18.8	5.3	11.4	3.6
2002	27.1	7.4	17.0	4.3	10.0	3.2

出所：ニッセイ基礎研究所，2003，Okabe（2002）。

注：金融機関は銀行，保険会社，証券会社含み。

### 3. 金融政策と構造改革の展望

#### ① 拡張的マクロ経済政策とその限界

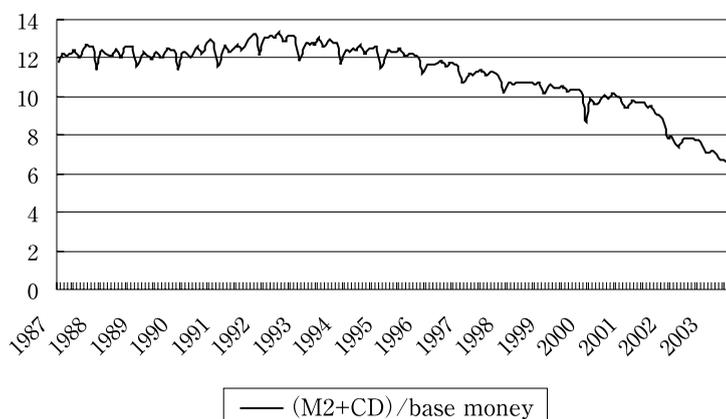
90年代の深刻な長期不況に対応した日本政府の多くの政策はあまり効果的ではなかった。日本政府は1992年から2000年まで9回に至る124兆円規模の財政膨張政策を実施したが<sup>24)</sup>、その効果は制限的であり政策も一貫としたものではなかった。財政支出のおかげで、1996年には経済が3.7%成長したが、そのとき政府は不況が終わったと思ってしまい、1997年財政均衡に達成するために消費税を3%引き上げ、経済は再び不況に落ちこんでしまった。不況と拡張的な財政政策で政府負債はOECD国家のなかでももっとも高く、GDP対比150%の水準まで急騰した。

また日本政府は金利引下げと通貨量を伸ばすための拡張的な通貨金融政策を何回も実施した。政府は公定歩合を1990年8月から95年9月にかけて6%から0.5%まで引き下げたが、デフレにより実質金利は2%水準となった。1999年3月からはいわゆるゼロ金利政策を実施し、1日無担保コール・レートを月平均0.04%に引き下げた。これは2000年9月0.25%の引上げでしばらく解除されたが、2001年3月からは量的規制緩和政策とゼロ金利政策をまた取り入れて貨幣ストックを継続的に増加させ無担保コール・レートは2002年以後には0.001~0.002%にまでとどまっている<sup>25)</sup>。

続く不況のなかでこのような政策の限界は明らかであった。深刻な負債問題に直面した財政政策の限界以外にも、拡張的金融政策がほとんど失敗に帰結している。政府は基礎通貨 (base money) をずっと供給しているが、問題はこれがすべて貨幣ストックの増加につながっていない。実際基礎通貨の急騰にもかかわらず、現金と要求払預金を含んだM2は相変わらず停滞しているので、これは明らかに90年代以降通貨乗数が極端に下落したからである。1986年から1990年にかけて総通貨は約15%増加したのに対し、91~99年までは平均3%と増加した。特に、本元通貨増加率は2001年3月1.2%から2002年6月27.6%で大幅に増加したが、通貨増加率 (M2+CD) が同時期2.5%から3.4%までの上昇にとどまったことによって、通貨乗数が急激に低下したことによる (古川, 2002)。

不況のなかで深刻な不良債権問題も抱えている金融部門は企業に対する貸し渋りが進むなか、企業も内部資金など余裕資金で既存借入金を返すなど貸出需要が急落するによって金融部門の仲介機能と信用創造機能が麻痺したのである<sup>26)</sup>。すなわち、拡張的金融政策をもって利子率下落効果を期待しえない状況で、唯一の可能性である銀行貸出の経路それ自体もまったく作用しなかったのである (Bernanke, Gertler, 1998)。銀行の総貸出額は80年代以降、始終絶えずに増大してきた。93年頃から増大がとどまり98年までは変化があまりみられなかったが、98年1月約530兆を記録したあと、61ヶ月間ずっと下落し、2003年1月約419兆まで減少した。勿論、このような問題は私的部門の行動から起因したことであり、その核心は金融部門の貸借対照表を悪化させる不良債権問題だと言える。銀行は未来の潜在的な貸借対照表の悪化を懸念し信用を伸ばしておらず、企業も投資需要が非常に低い状況で借入を忌避しているのである<sup>27)</sup>。結局、金融政策が効果的に発揮されるためには、脆弱な金融部門を改革しながらも、深刻な不良債権問題をも同時に解決しな

〈図4〉 日本の通貨乗数の変化  
通貨乗数の変化



資料：日本銀行

ればならないだろう。

## ② 不良債権処理と金融改革の方向

最近では、日本政府も金融部門の不良債権処理の重要性を認識し、金融構造改革に相当な努力を注いでいる。90年代続いている不況にもかかわらず、日本政府の不良債権処理に関する政策としては非常に小規模で漸進的なものであって、明確な効果をおさめられなかった<sup>28)</sup>。政府は公的資金注入と資産デフレによる追加的信用格付けの下落、そして不良債権処理による信用縮小を憂慮したのである。これは1992～3年の危機にあった住専問題の先送りと、1995年度に5年間不良債権問題を段階的に処理しようとする財務大臣の宣言によく現われている。1997年以降東アジア危機と山一証券などの破綻による金融危機が深刻になると、金融機能安定化緊急措置法をもって、1997年から2002年初めまで約30兆円の資金を注入したが、経済不況で不良債権は累積しつづけた<sup>29)</sup>。

銀行の不良債権残高は1993年度約14兆円だったが、以後増加しつづき、1999年に改正された金融再生法の基準では2002年3月43.2兆円、銀行総貸出の8.4%に至った。2003年3月には35.3兆円に下落したが、依然として銀行総貸出の約7.5%で高い水準を見せている。基準によって違いがあるが、銀行が直接に管理するリスクの債権も同じような変動を見せている。日本政府は2002年以降には、金融部門の不良債権処理と構造改革のために努力に拍車をかけ、不良債権も減少する様子が出はじめた。2002年2月にデフレ総合対策を発表し、不良債権処理過程を監視し、整理回収機関による債券買入を積極的に推し進めた。特に2002年9月竹中平蔵（現経済財政・金融担当相）大臣の登場とともに、10月にはデフレ克服と金融産業の再生、経済活性化の実現のために総合対応策（「改革加速のための総合対応策」）を財務省が、金融庁は主要銀行に対する不良債権問題の迅速な処理を通じる経済再生をはかるための「金融再生プログラム」を同時に発表した。

金融再生プログラムには、割引キャッシュ・フロー法に基づいたより現実的な貸倒引当金の積

立、金融庁による債券分類の厳格化、税効果による会計基準の厳格化、銀行に対する政府の持つ優先株の普通株転換ガイドライン整備<sup>30)</sup>、銀行早期モニタリングの是正措置、産業再生機構の創設など多様な改革プログラムが網羅されている。このなかでも税効果による会計基準の変化は、不良債権処理のために貸倒引当金の設定過程で還付されうる繰延資産を自己資本に算入可能な上限を低め、自己資本の計上を一層厳格化したのである。また、2003年4月に創設が予定された産業再生機構は、適切な生産性と財務健全化基準を充足し回生可能な企業に対して、メインバンクと協力を得て他銀行が保っている債券を買い入れて経営権を確保後、再生を推し進めた（イミンファン、2003）。この一連の政策を背景して2002年以降整理回収機構のより積極的な不良債権の買入とともに不良債権の規模も、2005年には現在のきぼが半減すると期待されている<sup>32)</sup>。大手銀行も、2003年から増資など資本拡充と不良債権処理のために、全力を尽くそうとしている。

しかし、金融構造改革は多くの抵抗にもあっている。まず多くの人々は急進的な不良債権処理計画がデフレによる日本経済の不況を一層深刻化させると主張している。ひいては、銀行家の抵抗を背景とし、政治家は竹中大臣に対する弾劾案まで提出し、構造改革計画も後退し、その実施時期も延期された。2003年上半年日本経済の回復の兆しを背景とし、竹中大臣は留任され構造改革は持続する見込みである<sup>33)</sup>。

不況の根源であった企業の投資が、2002年初底を打った後、6ヶ半期連続で増加した。2003年2半期の成長率は年率で3.9%に達した。長年の不況で過剰設備の圧力が弱まり、企業の過大な負債が減少したことと、非正規職労働の増大などによる過剰雇用が解消されることを背景として、企業らの収益性が大きく向上した<sup>34)</sup>。不良債権の割合も2001年度の頂点とし、徐々に低くなり、2003年3月の7.2%、2005年頃には5%まで低くなる見込みである。2001年下半年以後の企業収益増加は労働所得分配率の急落に基づいたものであり、投資の急落した2002年には個人消費は堅実な様子を見せている（Bank of Japan, 2003. pp. 4-6.）。しかし、このような消費の維持がどれほど持続するか、また消費需要の回復が迅速に進めるかはまだ明らかでないまま、円高の圧力など世界経済状況もあまり楽観的でない。

日本の金融構造改革もやはり政策を取り巻く多くの利害と力関係のなかで推進されるに違いないだろう。金融部門の問題が解消されると、日本経済の回復につながっていくだろう。特に相変わらず銀行の依存度が高い中小企業の場合、銀行部門の資金仲介と企業統治機能の役割が依然として重要性をもつだろう。一方、既に銀行の役割それ自体がよほど弱まった状況で、大企業の場合新たに登場する企業統治構造がどれほどよく機能するのが重要な問題になってくるだろう<sup>35)</sup>。

#### 4. 小 括

本論文では、金融システムの変化という観点から日本の長期不況について分析してきた。そして日本政府の金融政策と構造改革に関しても手短かに触れてきた。日本経済においてもっとも重要な役割を担ってきたメインバンク・システム、すなわちメインバンク関係はすでに消えたといって過言ではないだろう。しかも、日本は昔と違い、政府政策の実効性が民間部門の発展とともに薄れたといえるだろう。だからこそ、政府政策はより長期的な視野をもち、制度間の動的な動き

に注意を払わなければならないのである。

日本経済の長期不況危機は基本的には80年代後半の過剰蓄積以降、バブル崩壊とともに90年代初不況が進行するなかで、金融システムの不安がかさなり投資支出が回復せず、これが再び総需要停滞の悪循環と繋がっている状況だと考えられる。具体的には、バブル崩壊以降日本経済は、深刻な金融部門の不良債権問題と総需要の萎縮により、年均成長率の1%を下回る低迷が続いていた。そして、高度成長期に企業の長期的で安定的な投資を可能にしたメインバンク・システムの機能不全がそうした悪循環のなかにあるのである。メインバンク・システムは、大企業と銀行を協力的かつ安定的な関係に基づいたものである。大企業の金融自律性の増大は銀行部門に危険な不動産部門と中小企業部門への貸出を増加させたが、バブルの崩壊に対する適切な対応が行われなかったままで、銀行部門に深刻な打撃を加え、金融仲介機能を大きく弱体化させることになった。言い換えると、日本経済危機の根本的な原因は、メインバンク・システムの変化、これを背景に現われたバブルの深化かつ崩壊による銀行部門の脆弱性、そして経営監視機能の弱体化を引き起こした銀行と企業との関係の解体だったのである。メインバンク・システム、系列企業間関係、そして終身雇用システムなどに基づいた以前の企業統治構造が、メインバンク関係の変化とバブル崩壊による銀行部門が弱体化されたにもかかわらず、新しい企業統治構造に移行できなかったことが日本経済の根本的問題なのである。

今後は相互株式持合の解消とともに日本の金融システムと企業統治構造も一層開放的で市場中心的な体制に変わっていくだろう。特に、グローバル化が進むなか、資本市場と国際的投資家らの勢力の強化はこれをより促進するだろう。しかし、メインバンク・システムの変化がまったく米英式の体制へと収束していくとは言いきれないだろう。急速な米英式システムの導入は相当な社会的葛藤と緊張を生み出すはずであり、終身雇用や協調的な下請けシステムのような他サブシステムとの変化と併せ、企業統治構造が段階的に変化するに違いない。大企業の場合、内部資金と資本市場の重要性がより強化されるに違いないが、中小企業の場合は、依然としたメインバンク関係が維持され、一種のハイブリッド型の金融システムが登場するかもしれない。

こうした金融システム変化において、日本政府は何回も財政膨張政策をとってきたが、その効果は限定的であったし、政策も一貫したものでなかった。金融政策が効果的に発揮されるためには、脆弱な金融部門を改革しながらも、深刻な不良債権問題をも解決することが同時に現われなければならないだろう。金融部門の脆弱性が解消されると、日本経済の回復をむかえるだろう。相変わらず銀行の依存度が高い中小企業の場合、銀行部門の資金仲介と企業統治機能の役割が依然として重要性をもつのはいうまでもない。一方、既に大企業に対する銀行の役割が縮小した状況で、新たな企業統治構造をよく機能させるために制度間の補完性を考慮しなければならないのである。<sup>36)</sup>

#### 注

- 1) 96年から97年までは再び2%まで上がったが、以降急落しほぼ0%にとどまっている。Alexander (2000) の「図3」参照せよ。特に90年代半ば以降、企業部門の利潤の増加に伴ったキャッシュフローの絶対額が上昇するにもかかわらず、投資額は減少している。日本銀行によると、全般的な投資の停滞は対外投資の増大、資産価格の下落、金融仲介機能の萎縮、そして予想成長率の低下などに起

- 因する。詳細については、Bank of Japan (2003) 参照せよ。
- 2) 90年代初、総需要の萎縮、過剰蓄積により潜在的資本産出係数の低下、そして労働生産性の低下などが同時に出てきた。マルクス主義とレギュラシオン・アプローチに基づき、日本の利潤率変化と蓄積体制の変化に関しては Uemura. (2000) 参照せよ。
  - 3) 橋本壽郎 (2001) によると、長期雇用の慣行と定期昇給制度、そして重厚長大産業の割合減少とサービス産業の生産性停滞が人件費の増加と付加価値生産性の停滞の原因であった。1990年代日本の労働関係変化に関しては、Boyer and Juliet. (1998) 参照せよ。しかし、2001年上半年期以降には労働所得分配率が急落して、企業の利潤率を上昇させている。
  - 4) 実際彼らが使用した標準成長会計は金融部門の検討が含まれなかった。一方、Jorgenson and Motohashi (2003) はアメリカのIT 連関統計基準を用いると95年から2000年までの日本経済成長率が公式統計より高い2.43%であるし、特に総要素生産性の上昇率はアメリカより高い1.13%であり、IT 連関投資が生産性の上昇に寄与したと主張している。彼らによると、90年代日本経済成長率の低下は主に労働投入の減少と非IT 連関部門の投資停滞によるものである。
  - 5) 金利が低い水準であるのならば、銀行の積極的貸出増加が中小企業の投資を促進させ、不況を克服するのに役立つが、日本の90年代はこうした現象が発見されなかった (Government of Japan. 2001. p. 112) 実際日本政府の研究にも金融梗塞が発生した97~98年とは別に、92~94年には銀行の貸出減少よりも企業部門の投資支出需要の減少が投資減少の主な原因だと指摘されたにもかかわらず、金融部門の脆弱性は不況を深化させるといえよう。銀行の貸出は90年代を通じて減少しており、特に97~98年には中小企業向けの貸出が急落した。
  - 6) 詳しい分析は、Government of Japan (2001). pp. 116-121. そして、Katz (2003). pp. 30-39. も参照せよ。
  - 7) より詳しくは鹿野嘉昭 (2001) を参照されたい。
  - 8) 日本の場合、メインバンクは企業の長短期貸出における核心的な役割を果たしてきた。特に77年から91年までの間、企業のメインバンクからの短期借入を占めている割合はほぼ20%であり、都市銀行からは40%である。
  - 9) メインバンクの株式持ち分が上がり上がるほど、資産のダウン・サイジングと整理解雇が高くなるという Kang and Shivdasani, (1997) の研究結果は忍耐資本 (patient capital) として長期的投資を促進させる役割とのトレードオフ関係があるようにみえる。しかし、これはおそらく彼らの研究対象期間が他の研究と比べてごく近年だったのに起因するのであろう。しかも、忍耐資本機能と企業監視機能とのトレードオフ関係は最近メインバンク批判の主な論点になった。
  - 10) 実際企業投資がキャッシュフローに敏感だということは情報問題による金融市場の不完全性としてよく解釈されるが、同時にキャッシュフローの変数が企業の利潤と密接な関係を結んでいるので、投資のキャッシュフローの敏感度が低いのが利潤変数に対しては無視されたと解釈されるのである。特に新古典派の投資理論は  $q$  変数や売上高/資本ストックなどを企業の投資を定めるファンダメンタルである限界生産性として解釈するが決して完璧ではない。最近利潤に基づいたキャッシュ変数の代わりに現金及び短期預金保有額 (cash in stock) などが使われたりする Love (2001)。
  - 11) 彼らの研究にも銀行介入以降には系列企業の株価が独立企業より高くなり、また系列企業の資産と雇用はもっと減少する傾向をみせている。
  - 12) 株式市場はいわば「多様な意見 (diversity of opinion)」のおかげで不確実性が大きい状況において最善の投資プロジェクトを選択するのにすぐれ、ベンチャーキャピタルは関係志向的な金融システムと株式市場の成功な結合のだと主張される (Allen and Gale, 2000. pp. 403-437)。主に固定資本のような担保が求められる負債に基づいた資金調達、研究開発や革新的な活動を妨げるのである。金融システムと産業の特徴との関連に関する実証分析は Carlin and Mayer, (2002) 参照。しかし、Singh et al., (2000) は株式市場の発展とIT 産業の発展との間には明らかな関連がないことを示している。

- 13) 他方、関係が続くと、企業が銀行からより良い金融契約を結びうるという主張はこれを駁する。Boot, (2000) 参照。
- 14) 国債が市場価格によって取り引きされたので、投資家は金利が規製された金融資産から離れ、ひいて2次市場の成長は金利規制を緩和させた (Hoshi et al, 1999)。
- 15) 大企業の資金調達構造のなかで内部資金は1980年代年間平均50%の水準であったが、1990~1994年の間、87%を越えるようになった。銀行貸出の比重は全体資金調達のなか、約5%を占めている (Nabeshima, 2000, p. 114.)。このような変化は、1990年代中小企業の場合にも現われ、特に1997~1998年の金融危機以降、より顕著となった (Japanese Government, 2001, pp. 112-113.)。
- 16) 例えば、都市銀行は引受 (underwriting) 事業ができなかったので、多くの人々は銀行と企業との非対称的な規制が銀行を苦しめさせたと主張する。大企業の顧客を失った銀行間の貸出競争の深化はこれをもっと悪化させた。都市銀行が小規模の地域銀行事業分野に跳びこんで不動産のような危険な分野に貸出を集中させる現象が現われた。Nabeshima (2000) 参照。
- 17) 実際2001年日銀によれば不良債権の54%以上が建築業と卸・小売業によるもので、全体銀行の貸出の33%がこの部門に集中されている。製造業の不良債権は相対的に低い比重だが、90年代半ばには製造業部門企業の破綻も増加した (Japanese Government, 2001, pp. 102.)。
- 18) Miyajima, 1998, pp. 54-56.
- 19) 実際多くの研究者は競争が促進される際にも、関係中心的金融システムが安定的であるかということに対して議論している。ほとんどが関係中心的金融システムは競争制限に基づくものと主張するが、他には競争そのものが関係強化を必要とする主張する (Boot, 2000)。このような観点で、Aokiらは金融部門の競争促進される際にも、メインバンク・システムが維持されうると見通す (Aoki and Dinc, 2000)。
- 20) 株式保持構造に対するデータは日本生命保険研究所のサーベイ資料である。Okabe (2002), Scher (2001) の研究はすべてこのデータを使われている。Scher (2001) は株式保持数量のデータを使ったので少し数値の違いをみせるが、その変化はほとんど類似している。原データはニッセイ基礎研究所, 2003 参照。
- 21) Okabe (2002) は金融機関と企業との相互株式持合分の中、他の金融機関と企業の株式をどれだけ保持しているのかをとみに見せている。より詳しい変化と分析は Okabe (2002), pp. 13-30 参照。
- 22) 企業の貸借対照表上、株式のような資産が市価で計上されれば株価変動によってROE (自己資本収益率) などの変動が深化され企業は一時的に株式を売却しようとした。
- 23) しかし、社外取締役の導入それ自体と企業パフォーマンスとは連関がなかった。
- 24) 詳細な内容は韓国経済研究院 (2002, p. 33.) 参考。財政政策がはたして効果的なものであったかどうかについては論争があるが、財政赤字の拡大とともに不況による税収の減少が重要な影響を与えたといえるだろう。
- 25) 日銀は通貨政策の目標を日銀の当座残高と変え、以前の4兆円水準であることを、3月以後は5兆円以上、9月以後は6兆円以上、12月以後10~15兆円まで続き増加させ、2003年5月には27~30兆円まで増加した。
- 26) クルグマンなどはこのような状況を流動性のわなとして判断しているが (Krugman, 1998), むしろこれは基礎通貨の増大にもかかわらず総通貨が増加されず、LMカーブそれ自体が動かない状況に類似している。一方、Goyal and McKinnon (2003) は日本の非正常的な低金利は海外資産の急増によった既にマイナスである円のリスク・プレミアムがもっと低くなったことと関連があり、これは銀行部門の貸出営業を通じた利潤を低下させるからこそ銀行貸出をもっと減少させたと指摘している。
- 27) 銀行による企業に対する不信任が高まるなか、現金流れのモニタリングが深化されている。ひいては以前にはめったにみられない現象であったが、銀行との長期取引企業も借入れ条件が悪くなっている (日本経済新聞 2002. 12. 11)。
- 28) 90年代日本政府は不良債権処理のために数回にかけて公的資金注入と金融構造改革を断行した。し

- かし、その規模は非常に小さく、構造改革のなかで責任の所在が不明のままであったと指摘される。日本政府の金融構造改革の過程とその限界に関しては Government of Japan (2001), pp. 92-130, 韓国経済研究院 (2002), pp. 45-51, Bank of Japan (2002), Government of Japan (1999)などを参照。これは危機の勃発以後、GDP 対比30%を一挙に金融部門に投入した韓国の経験とよく比較される。
- 29) 銀行は1992年から2002年にかけて直接賞却や貸倒引当金の算入などを通じて、82兆円の不良債権を処理したにもかかわらず、収益性が極めて悪化しながら、依然として景気不況で不良債権の残額は増加しつつあった。
- 30) 過去公的資金が注入された銀行の政府持ち分を普通株で切り替えれば、大手銀行の政府持ち分は約28%まで上昇するようになる。元来は転換期間が到来すると、直ちに普通株で転換しようとしたが、2003年3月までガイドラインを備えることで後退した。
- 31) 不良債権処理のために法人税が定められた水準以上に貸倒引当金を設定すると、超過分は課税の対象になるが、企業が破綻すると、これは損失金になり既納付した税金を還給される。この還給が予想される分をあらかじめ自己資本に計上するのが税効果の会計なので、この基準がアメリカほど厳格化されれば、ほとんど大手銀行のBIS割合が大幅に低くなるので、銀行は激烈に反対している。結局、この規定の導入時期はまだ定められていない。
- 32) 政府の不良債権処理の加速化と買入総額の上昇との背景に、整理回収機構による不良債権の買入額は2002年約2兆円と予想されており、2001年度と比べて7~8倍増加した水準である。
- 33) 2003年2/4半期日本の実質GDP成長率は、2002年下半年以降進行されている投資の回復に基づき、年率でおおよそ3.9%を記録し、日経指数は2001年以降最高を記録している。
- 34) 2003年3月の決算によると、上場企業1,637社の経常利益は製造業を中心とし、前期対比70.9%増加した。2004年3月の決算にも前期対比16.7%増加すると予想されている(日本経済新聞, 2003. 9. 7日付)。
- 35) 無論、構造的には既存の過剰設備がどれだけ迅速に解消されるのか、また個人所得の増加に基づき抑制されてきた消費がどれほど振作されるのが重要だろう。Katz, (2003) 参照。
- 36) より詳しくは青木昌彦、奥野正寛(1996)を参照されたい。

#### 参考文献

- 岡崎哲二(1992)「資本自由化以降の企業集団」『日本経済の発展と企業集団』法政大学産業情報 Center, 橋本壽朗, 武田晴人編。
- 小川一夫(2003)『大不況の経済分析—日本経済長期低迷の解明』日本経済新聞社。
- 花崎正晴, 堀内昭義(2000)「銀行危機と経営統治構造」『社会科学研究所』第50巻, 第4号, 東京大学社会科学研究所, 3-18。
- 胥鵬(1998)「日本企業のコーポレート・ガバナンス」『社会科学研究所』第50巻, 第4号, 東京大学社会科学研究所, 63-87。
- 穴戸善一(1999)「新しい企業システムの模索」『社会科学研究所』第50巻, 第4号, 東京大学社会科学研究所, 13-38。
- 鹿野嘉昭(2001)『日本の金融制度』東洋経済新報社。
- 齋藤達弘(1998)「メインバンクに審査能力はあったのか?」『大阪大学経済学』Vol. 47 No. 2.3.4, 66-74。
- 青木昌彦, 奥野正寛(1996)『経済システムの比較制度分析』東京大学出版会。
- 財務省財務総合政策研究所(2003)『進展するコーポレート・ガバナンス改革と日本企業の再生』。
- 橋本壽郎(2001)「1990年代における日本経済の構造転換」『経済発展研究』7(2)。
- ニッセイ基礎研究所(2003)『株式持合い合い状況調査』2002年度版。
- 古川顕, 田中敦(2002)「1990年代以後の日本の金融政策」『日本韓国国際シンポジウム』東アジア経済の現状と構造改革。

- 翁邦雄, 白塚重典 (2002) 「資産価格バブル, 物価安定と金融政策: 日本の経験」『金融研究』日本銀行金融研究所。
- 白塚重典 (2001) 「資産価格と物価—バブル形成から崩壊にかけての経験を踏まえて」『金融研究』日本銀行金融研究所。
- 白塚重典, 田口博雄, 森生城 (2002) 「日本におけるバブル崩壊後の調整に対する政策対応: 中間報告」『金融研究』日本銀行金融研究所。
- 田中隆之 (2002) 『現代日本経済—バブルとポスト・バブルの軌跡』日本評論社。
- 馬場直彦, 久田高正 (2001) 「わが国金融システムの将来像—変革の圧力と金融当局の役割—」『金融研究』日本銀行金融研究所。
- 堀内昭義 (2002) 「日本の金融システム—メインバンク機能の再考」貝塚啓明編『再訪日本型経済システム』有斐閣。
- イミンファン (2003) 『日本金融システムの危機と対応。預金保険公社金融分析部』。[韓国語]
- 韓国経済研究院 (2002) 『解法なき日本経済が与える教訓』。[韓国語]
- 韓国銀行 (2003) 『日本経済の長期低迷の脱出の展望』。[韓国語]
- Abe, Masahiro, and Hoshi, Takeo 2003. Corporate Finance and Human Resource Management: Evidence from Changing Corporate Governance in Japan. presented for RIETI conference on corporate governance.
- Allen, Franklin and Gale, Douglas (1995). A Welfare Comparison of Intermediation and Financial Markets: in Germany and the U. S. *European Economic Review* 39.
- Aoki, Masahiko. 2003. Institutional Complementarities between Organizational Architecture and Corporate Governance. Presented for RIETI (Research Institute of Economy, Trade and Industry) conference on corporate governance.
- and Patrick, Hugh, and Sheard, Paul (1994). The Japanese Main Bank System: An Introductory Overview. In Aoki, Masahiko and Patrick, Hugh. Eds. (1994), *Japanese Main Bank System*. Oxford University Press.
- Aoki, Masahiko and Patrick, Hugh. Eds. (1994), *Japanese Main Bank System*. Oxford University Press.
- and Dinc, Serdar (2000). Relational Financing as an Institution and Its Viability Under Competition. In Aoki, Masahiko and Saxonhouse, Gary. 2000. *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press.
- Bank of Japan. (2002). Japan's Nonperforming Loan Problem. *Bank of Japan Quarterly Bulletin*, November. 2002.
- (2003). Recent Trends in Business Fixed Investment and the Issues Attending a Full Recovery: Restoring Firms' Capacity to Generate Capital Investment. *Quarterly Bulletin*. November 2003.
- Bayoumi, Tamim. (1999). The Morning After: Explaining the Slowdown in Japanese Growth in the 1990s. NBER working paper. No. 7350.
- Bernanke, B., M. Gertler, and S. Gilchrist (1998). The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework. NBER Working Paper. 6455.
- Boot, Arnould W. A. (2000). Relationship Banking: What Do We Know? *Journal of Financial Intermediation*. 9(1).
- Campbell, John Y. and Hamao, Yasushi (1994), Changing Patterns of Corporate Financing and the Main Bank System in Japan. In Aoki, Masahiko and Patrick, Hugh. Eds. (1994), *Japanese Main Bank System*. Oxford University Press.
- Cargill, Thomas, Hutchison, Michael and Ito Takatoshi (2001), Japan's "Big Bang" Financial Deregulation: Implications for Reugulatory and Supervisory Policy.

- Carlin, Wendy. and Mayer, Collin. (2002). Finance, Investment and Growth. mimeo.
- Dewatripont, M and Maskin, E. (1995), Credit and Efficiency in Centralized and Decentralized Economies. *Review of Economic Studies*. 62.
- Fukao, M. (1998) : "Japanese Financial Instability and Weaknesses in the Corporate Governance Structure," Institute of Economic Research Seoul National University, 61-105.
- (2003). Japan's Lost Decade and its Financial System. *The World Economy*. 26(3).
- Grabel, Ilene (1997), Savings, Investment and Functional Efficiency : A Comparative Examination of National Financial Complexes, in Pollin, Robert (ed.) *The Macroeconomics of Finance, Saving, and Investment*, Ann Arbor, Univ. of Michigan Press.
- Government of Japan. (1999) Annual Report on the Japanese Economy and Public Finance.
- (2001) *Annual Report on the Japanese Economy and Public Finance: 2000-2001 No Gains without Reforms I*.
- (2002) *Annual Report on the Japanese Economy and Public Finance: 2001-2002 No Gains without Reforms II*.
- Hall, Brian J. and Weinstein, David E. (2000), Main Banks, Creditor Concentration, and the Resolution of Financial Distress in Japan. In Aoki, Masahiko and Saxonhouse, Gary. 2000. *Finance, Governance and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press.
- Hayashi, F. and Prescott, E. C. (2002). 1990s in Japan : A Lost Decade. *Review of Economic Dynamics* 5(1).
- Hoshi, Takeo, Kashyap, Anil K. and Sharfstein, David (1991), Corporate Structure, Liquidity, and Investment : Evidence from Japanese Industrial Groups. *The Quarterly Journal of Economics*. 27
- Hoshi, Takeo and Kashyap, Anil K (1999) The Japanese Banking Crisis : Where did it come from and how will it end ? NBER Macroeconomics Annual 14.
- (1999), "The Japanese Banking Crisis : Where Did It Come From and How Will It End ?" NBER Macro Annual, 129-201.
- (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan : The Road to the Future*. The MIT Press.
- Hoshi, Takeo. (2000). The Main Bank System and Corporate Investment : Further Robustness Test. in Aoki, Masahiko and Saxonhouse, Gary R. *Finance, Governance, and Competitiveness in Japan*. Oxford University Press.
- Hoshi, takeo. and Patrick, Hugh. ed. (2000). *Crisis and Change in the Japanese Financial System*. Kluwer Academic Publishers.
- Jorgenson, Dale, W. and Motohashi, Kazuyuki. (2003). Economic Growth of Japan and the United States in the Information Age. RIETI Discussion Paper Series. 03-E-015.
- Kanaya, Akihiro and Woo, David, The Japanese Banking Crisis of the 1990s : Sources and Lessons (Working Paper/00/7)
- Kang, J. K. and Shivdasani, Anil (1995). Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan. *Journal of Financial Economics*. 38(1).
- (1997), Corporate Restructuring during Performance Declines in Japan. *Journal of Financial Economics* 46.
- Kashyap, Anil, Rajan, Raughram and Stein, Jeremy. (2000). Banks as Liquidity Providers : An Explanation for the Co-Existence of Lending and Deposit-Taking. NBER Working Paper. 6962.
- Kashyap, Anil. (2002). Sorting Out Japan's Financial Crisis. NBER working paper. No. 9384.
- Katz, Richard. (2003). *Japanese Phoenix-The Long Road To Economic Recovery*. Armonk, N. Y. : M. E. Sharpe.
- Krugman, Paul. (1998). ㊦ ts Baaack : Japan's Slump and the Retrun of the Liquidity Trap. *Brookings*

*Papers on Economic Activity*. 2.

- Kuroki, Fumiaki. (2002). Cross Shareholding Declines for the 11th Straight Year. Financial Research Group. NLI
- Lee, Kangkook (2001), From Miracle to Debacle : Change of Financial System and Crisis in Korea. Mimeo. University of Massachusetts.
- Miyajima, Hideaki, (1998). The Impact of Deregulation on Corporate Governance and Finance. In Carlie Lonny E. and Tilton, Mark C. eds., *Is Japan Really Changing Its Ways ? : Regulatory Reform and the Japanese Economy*. Brookings Institution.
- . (2003). The latest Report on Corporate Governance Reform. RIETI
- Morck, Randal and Nakamura, Masao, (1999a), Banks and Corporate Control in Japan. *Journal of Finance*, February. No. 1.
- . (1999b). Japanese Corporate Governance and Macroeconomic Problems. Harvard Institute of Economic Research. working paper 1893.
- Motonishi, Taizo and Yoshikawa, Hiroshi. Causes of the Long Stagnation of Japan During the 1990s : Financial or Real ? (NBER Working Paper 7351)
- Nippon Life Insurance (NLI) Research Institute. (2000) A survey of cross shareholdings : Fiscal Year 1999. (japanese) [www.nli-research.co.jp](http://www.nli-research.co.jp)
- Okabe, Mitsuaki, (2002). *Cross Shareholdings in Japan*. Esward Elgar.
- Peterson, Mitchell A. and Rajan, Raghuram G. (1995). The Effect of Credit Market on Lending Relationships. *Quarterly Journal of Economics*. Vol 10. Issue 2.
- Pollin, Robert (1995), Financial Structures and Egalitarian Economic Policy, *New Left Review*, 214.
- Rajan, Raghuram G. and Zingales, Luigi (1998), Which Capitalism ? Lessons from the East Asian Crisis, *Journal of Applied Corporate Finance*. 11 (3).
- (1999), Financial Systems, Industrial Structure, and Growth, mimeo. Chicago University.
- (2000), The Great Reversals : The Politics of Financial Development in the 20th Century, mimeo, Chicago University.
- Scher, Mark. 2001. Bank-firm Cross-shareholding in Japan : What is it, why does it matter, is it winding down ? DESA Discussion Paper No. 15.
- Singh, Ajit, Singh, Allaca. and Weisse. Bruce., (2000). Information Technology, Venture Capital and the Stock Market. Department of Applied Economics Cambridge. Discussion Papers in Accounting and Finance, no. AF47.
- Ueda, Kazuo (1994), Institutional and Regulatory Frameworks for the Main Bank System. In Aoki, Masahiko and Patrick, Hugh. Eds. (1994), *Japanese Main Bank System*. Oxford University Press.
- Uemura, Hiroyasu. (2000). Growth, distribution and structural change. in Boyer, Robert & Yamada, Toshio. (2000). *Japanese capitalism in crisis : a regulationist interpretation*. London
- Uni, Hiroyuki (2000). Disproportionate productivity growth and accumulation regimes. in Boyer, Robert & Yamada, Toshio. (2000). *Japanese capitalism in crisis : a regulationist interpretation*. London.
- Weinstein, David and Yafeh, Yishay (1998), On the Costs of a Bank Centered Financial System : Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan, *Journal of Finance* 53.
- Woo, D. In Search of “Capital Crunch” Supply Factors Behind the Credit Slowdown in Japan (Working Paper/99/3) (Washington, D. C. : International Monetary Fund, January 1999).
- Yanai, Hiroyuki (2003). The Systematization of Ethical Virtue The Position of Japan’s “Companies with Committees” System. RIETI.

### Abstract

We examine the historical development of the financial system and its change, in order to understand the long recession in the Japanese economy in the 1990s. In Japan, a relationship-based financial system, called the “main bank system” encouraged long-run investment and economic growth with better corporate monitoring for long. However, the system went through a change since the 1980s with an increase of big firms’ financial autonomy and decrease of the role of banks, also affected by deregulation. Banks turned their lending to the real estate sector and small and medium firms, however they were hit so hard by the burst of bubble in the early 1990s. Following it Corporate investment has been in serious stagnation and there has been continuing recession, which is associated with demise of the old financial system. In the process of recession, the government struggled to boost the economy but expansive policies were limited due to serious problems in the financial sector. Recently, the financial system and Corporate governance structure have been in further change, along with weakening of the main bank relation. We expect to see somewhat hybrid system in the future.