

## 〔展 望 論 文〕

『金融経済研究』第8号, 1995年1月

## 日本における政策金融の機能と効果について

寺西重郎・三重野文晴

本稿の目的は、戦後日本における政策金融の役割に関する諸業績を展望することである。紙面の制約から、以下の展望作業は次の2点に限定し、かつ主要業績に関してのみなされる。第1にわが国の金融システムにおいて政策金融の果たしてきた機能に関する業績をとりあげる。この点について、従来官業としての公的金融の民業に対する補完機能のいかんを検討する論文が多く発表されてきた。本稿では、これらの論文の成果について考察するとともに、政策金融のいまひとつの機能である金融システムの競争条件への効果に関する分析についても論及する。とくに、これに関しては、護送船団方式による銀行業の非競争的体質の問題とならんで、系列グループの排他的独占的支配への対抗力としての効果の分析が必要であるとの視点が提示される。展望作業の第2は、政策金融の効果ないし効果の波及過程に関連する業績に向けられる。この点については、政策金融の民間金融に対する誘導効果についての興味深い分析が数多く発表されつつある。われわれは、これらについてその主要業績をとりあげ、紹介し評価するとともに、日本における政策金融の有効性の問題を考える場合、政策金融貸出の直接効果の存在を忘れるべきではないことを指摘する。

## 1 政策金融の機能

いうまでもなく政策金融の果たすべき機能は市場の失敗への対処である。市場の失敗への対

処が十分でなかったり、好ましくない副作用が生ずるとき「民業との競合」の問題が指摘されることとなる。政策金融の役割にかかわる市場の失敗としては投資の金銭的・技術的外部性、情報の非対称性および独占の問題が重要である。投資の外部性と情報に関する市場の失敗は民業の補完としての政策金融の機能を必要とすると考えられる。また独占による市場の失敗は競争条件の介入にかかわる政策金融の機能の余地を生ぜしめる。

## (a) 民業の補完

投資活動に技術的ないし金銭的な外部性のあることに着目した政策金融の分析は、もっとも歴史が古くまた政策金融の正当化としてもっとも一般的に用いられてきたロジックである。代表的なものに Kawaura and Vittas (1994) がある。彼らは日本の政策金融は credibleかつ official な vision に基づいてなされたことにより coordination role を果たしたことにその成功の主な原因があると主張する。The World Bank (1993) における selective intervention の効果の分析も同様であり、すぐれた官僚組織などの背景のもとに東アジア諸国の政策金融が coordination role を果たしてきたとしている。寺西 (1991) は、技術導入にかかわる学習過程に、局所的な外部性が生じるというスティグリッツの議論を用いて、政策金融が技術導入に関する政策情報を示し、これにより技術的外部性のコーディネーションをなしうることを指摘し

た。

他方、情報の持つ非排除性の問題に関連して政策金融機関のもつ公共財としての情報生産機能を重視する視点も示されてきた。このうち衰退産業については、Teranishi (1986) が情報経路の固定資本としての性格に着目して、これらの産業に関しては、衰退が予想されるがゆえに民間銀行による情報チャンネルへの投資が不十分であり、短期的な収益機会すら銀行に十分に把握されなかった可能性があるとし、政策金融がその補完的役割を果たした点を指摘している。衰退産業とならんで、革新的企業に関する情報生産に関して政策金融の機能を論じることは政策金融の今後を考えるにあたってきわめて重要なことに思われるが、この点に関しては十分な分析がなされているとはいいがたい。また、メインバンク・システムの情報生産機能と政策金融のそれとの対比および役割分担の問題は日本の金融システム全体のあり方を考えるうえできわめて重要であると考えられる。この点について、福田・照山・神谷・計 (1994) は、フリーライディングの問題からメインバンクによる情報生産が不十分な水準に留まる可能性を指摘し、公的金融機関の情報生産活動がその補完機能を果たすとの見解を示している。しかし、この福田らの考え方については、メインバンク・システムはレシプロシティによりフリーライダー問題を阻止する構造になっているという批判もなりたちうる。

これらの問題とは別に、金融市場において情報の非対称性を完全に消滅することが不可能であることを前提として、そのもとで生じる投資の過小性を政府がリスクを負担することによって回避することができることを指摘する一連の議論がある。

Stiglitz (1991) は、証券市場の発達が遅れた途上国においては間接金融における情報の非対称性が投資決定にもたらす負の効果が大きく、プロジェクトに対する政府のリスク・シェアリングがその効果を緩和する役割を果たす可能性があることを論じている。一方、Bencivenga and Smith (1993) は金融市場に情報の非対称

性、生産構造に技術的外部性の存在する経済において、政府によるプロジェクトに対する信用保証が情報の非対称性の投資に対する負の効果を弱め、成長を促進する可能性があることを指摘している。これらの主張は、理論的に未整理なままなされていた日本の政策金融に関する伝統的な指摘、すなわち政策金融の融資がその対象とした部門への事実上の政府保証のシグナルとなったという指摘 (たとえば Feldman, Harada and Sakakibara (1982), Murakami (1983), 上野 (1978)) に一定の理論的合理性を与えるものとみなすことができる。ただし、この議論に関しては政策金融の融資が真に信用保証のシグナルとして機能したのか否か、また仮に機能したとしてもそれがたとえば民間融資に対する純粋な信用保証とくらべてより合理性を持つものであったのか、換言すれば政策金融が信用保証のための制度として適切であるのか否かという検討すべき問題が残っている。なお、民業の補完等に関して政策金融の果たしてきた役割については、The Japan Development Bank and The Japan Economic Research Institute (1994) が豊富な資料を提供している。

#### (b) 競争への介入

政策金融の機能としてこの問題が重要であることを最初に指摘したのはおそらく貝塚 (1981) である。貝塚は公的金融の必要性の理由として、民間金融の補完とならんで競争上の理由をあげ、民間金融機関が寡占的な協調体制をとっている場合競争促進手段として政策金融機関の活動が意味を持ちうる可能性を指摘した。貝塚のこの指摘は最近になっていくつかの興味深い研究に結びつきつつある。林 (1987) は、政府を委任者、民間金融機関を被委任者とするプリンシパル・エージェント問題のなかで政府がとりうる行動の選択肢の1つとして公的金融の利用があることを指摘し、それが正当化される条件を考察している。井手・林 (1993) は、この視点から公的金融機関と民間金融機関の複占競争モデルを提示・検討し、社会的厚生を目的関数として行動する公的金融機関を市場に存在せしめることが、社会的厚生を高める場合の

あることを論じている。これらとは逆に、吉野・藤田(1994)は、収支相償行動をとり、かつ限界費用が民間企業より低い公的金融機関の存在が寡占的金融市場において民間銀行の参入を社会的総余剰の観点からみて過少にしてしまうことを論じている。

ところで、政策金融の競争上の効果に関しては、これらの研究ではとりあげられていないまひとつの重要な問題がある。すなわち、企業グループ(財閥ないし系列)が大きな影響力をもっている経済における公的金融の役割である。Amsden and Hikino(1994)は、長期にわたる世界的な工業化の波と企業・産業組織の関連性を考察し、中核的技術(core-tech)を持たない企業が、学習を通じて技術的競争力をつけていく過程の初期の段階では、技術的には関連性の薄い企業間のConglomerateが多様化によるリスク引下げの役割を果たす点を指摘する。戦後のわが国でも、企業グループがグループ内でのリスク分散と情報の効率的生産についてきわめて有効な産業組織体として機能したことは多くの人々の認めることである。しかし他方で、たとえば中谷(1992)などの強調するように、企業系列が系列外の企業にとってはきわめて排他的なかつ強大な市場支配力として存在したことも確かであろう。これに起因する経済社会全体の効率性の低下は無視しえないものであると考えられる。政策金融の存在はこうした状況下において企業グループの市場支配力を強めるある種の対抗力(countervailing power)として機能してきたという一面を持つ。歴史的にも戦前期の政策金融銀行である興銀の機能は非財閥系の企業を救済育成することにあつた(寺西(1995))、さきほどの福田などの情報生産における公的金融によるメインバンク機能の補完の議論もこの点に密接にかかわるものといえよう。企業グループの経済社会支配の問題は、多くの途上国できわめて深刻であり、途上国における政策金融の機能を考えるとこの問題を考慮外におくことはできない。

この機能について重要な点は、政府あるいは政策金融が企業グループを含んだ経済社会から

どの程度隔離(insulation)を確保できるかである。政府および政策金融の活動が企業グループなどによるレント・シーキングの対象になる場合、対抗力としての機能が発揮されないばかりか、後述するように経済全体のレントの拡大を通じて政策インセンティブの効果そのものが損なわれることになる。政策金融の有効性における政府の隔離の重要性は、The World Bank(1993)でも指摘されているが、この隔離はむしろレントと関連した内生的問題として、今後研究される必要がある。

## 2 政策金融の効果

政策金融の効果は、政策金融の貸出が対象企業の資金のアベイラビリティを高め低金利性によって補助金を供給するという直接効果と、貸出が民間銀行の貸出行動を誘導するという間接効果に分けられる。

### (a) 直接効果

政策金融の貸出の直接効果に関しては、貸出がどのような産業に対して向けられてきたかを中心に論じられてきた。インフラ投資が政策金融の1つの重要な対象であったとする点については多くの論者に異論はない。しかしインフラ以外の対象についてはそれが成長性の高い基幹産業の成長促進に向けられてきたというものと、衰退産業の調整援助に向けられてきたという見方の間で大きな見解の相違がみられる。伝統的な見方は前者であり、Feldmann, Harada and Sakakibara(1982)最近ではKawaura and Vittas(1994)の主張するところである。すなわち、政策金融は、新興企業への融資あるいは大型プロジェクトへの民間金融機関との協調融資などを行うことにより、高リスク性から資金を得にくい分野へ資金を配分する役割を果たしたという見解である。これに対し小椋・吉野(1984)は衰退産業の調整援助であったという見解を最初に提示した。この見解はその後、堀内・大滝(1987)によって支持された。最近のBeason and Weinstein(1993)の分析結果も、日本開発銀行(以下開銀と呼ぶ)の融資の比率が大きな産業が逆に成長率については低いとい

う結論を導いておりこの見方を支持するものである。

次に直接効果がどの程度効果を持ったかについては、小椋・吉野（1985）の分析がある。彼らは財政投融資による利子軽減効果を特別減価償却制度の効果とともに推定し、2つの制度による設備投資の誘発額を推計している。それによると、海運、電力、輸送用機械については10%前後の誘発効果が確認された。小椋・吉野の計測によれば、量的にみて直接効果のパーセンテージはさほど大きなものではない。しかしながらこのきわめて小さい量的効果がわが国において一応の効果を持ったという事実に注目する必要がある。多くの途上国では政策金融金利と市中金利の差はときに数十%におよぶことがある。これに対してわが国ではたかだか2~3%の差であっても企業にとってインセンティブ効果を持ったのである。このことは、経済全体におけるレントの大きさに依存している。たとえば、反農的な姿勢のもとで極端な輸入代替政策がとられる途上国では、割当為替レートや工業製品の保護関税などの貿易政策により巨額のレントが農業から工業に移転されている可能性がある。そうした経済では金銭的にも大きくない2~3%の低利貸出はほとんど目立ったインセンティブ効果を生じさせないであろう。わが国で政策金融の直接効果があったか否かを考えるためにはこうした問題を背景においてみる必要がある（Teranishi (1995)）。高度成長期において、わが国でもレントを生ぜしめる可能性のある政策がとられた。しかし、結果的に生じたレントの量がきわめて小さかった点に注目する必要がある。たとえば、為替の割当てないし外貨の割当制による輸入業者の受け取ったレントは、加工貿易の性格上、輸出入のネットで相殺された。また米価規制によるレントも生産者、消費者の一方にかたよることなく、租税負担者全体の負担となった。さらに預金者金利規制に関するレントもそれが貸出金利の低下ないし金融システムのフランチャイズ・バリューの強化にもとづく長期的行動を誘因した限りで、長い目でみて預金者に還元された可能性がある。も

ちろん、以上の論点はいずれも筆者の直観を披露したものでしかなく、今後にわたる厳密な計量分析が必要とされる。最後に直接効果について政策金融資金が長期資金であることの効果に注目する必要がある。次節で扱う民間資金の誘導効果はおそらく短期資金が中心であろうから、量的には小さくても借手企業にとってそのベネフィットは無視しえないものであった可能性がある。

#### (b) 間接効果

経済における全般的なレントが小さいことが、量的質的に限られた政策金融の直接効果を有効ならしめたという上述の推測が正しいとしても、わが国の政策金融が民間資金に比べてきわめて少額であったということも事実である。このためもあって、政策金融の間接効果として民間貸出の誘導効果が最近の研究者の注目を集めつつある。日向野（1986）は、開銀の融資行動が当該産業が政策的優遇のシグナルとして機能することにより、あるいは審査能力についての信頼性を原因として民間銀行の資金を誘導した可能性があることをいくつかの事例研究によって指摘した。また堀内・大滝（1987）は、産業レベルの誘導効果を、開銀と民間金融機関の融資残高の関係について因果関係テストによって検討しているが、そこでは、誘導効果が認められた産業は対象となった9業種のうち鉄鋼、農林水産、陸運の3産業のみであった。一方企業レベルの誘導効果については、堀内・随（1992）およびHoriuchi and Sui（1993）がこれを検討するために東証第2部上場企業447社を対象に設備投資関数と借入関数を推計し、開銀融資が情報効果を通じて設備投資を誘発する影響を与えていること、この効果がメインバンクの機能と代替的であるという分析結果を得ている。また、蜂須賀（1994）も開銀の情報生産活動の証左として、電気機械および化学工業の企業に関して、企業の設備投資活動における自己資金と長期借入金の制約が開銀と取引のある企業については緩和されている事実を見いだしている。同様に機械産業についてもHimmelberg and Calomiris（1994）が、企業データにもとづい

て開銀融資が民間投資を促進した点を明らかにした。産業レベル・企業レベルの誘導効果をより包括的に分析したものとしては福田・照山・神谷・計 (1994) がある。福田らは両レベルの誘導効果を時系列分析, パネル分析の手法を用いて検討している。それによると, 産業レベルの誘導効果については, 対象となった14業種のうち石油精製, 鉄鋼, 非鉄金属, 電気機械のみに限られたのに対し, 企業レベルの誘導効果については, 窯業を除く全産業について見いだすことができた。企業レベルの分析についてはさらに, 誘導効果は開銀融資の最初の増加期にもっとも強く減少期にもたらす効果は小さいこと, および開銀融資が民間金融機関の残高に占めるメインバンクの比率を減少させることを見いだしている。誘導効果に関する以上の研究全般から暫定的に導かれる結論は, 個別企業についての誘導効果が存在する一方で, 産業レベルについてはその存在が部分的なものにすぎないということである。

ところで, 高度成長期の企業の設備投資はおもに短期資金のロール・オーバーによってなされていた。この点を考慮すると政策金融の誘導効果がいかなる種類の資金にたいして発揮されたか, つまり短期資金であるのか長期資金であるのか, あるいは設備資金であるのか運転資金であるのかを検討することは, 経済発展に果たしうる政策金融の役割を考えるうえで重要であると思われる。たとえば, 誘導を受けた資金が単に少額の運転資金であったなら, それは開銀からの資金による設備投資の当然の帰結でありそれほど重要性を持たない。しかし, こうした種類の分析は現在までの実証的研究では十分になされているとはいえず今後の研究課題として残されている。

#### 4 結 論

現時点での政策金融の研究に期待されている役割は次の2点であろう。第1に今後におけるわが国の金融システムの改革を考えるにあたって政策金融にどのような機能を期待すべきかという問題である。第2は, 途上国や旧社会主

義圏の金融制度改革において政策金融にどのような機能を期待すべきかという問題である。

第1の問題は政策金融の機能を規定してきた諸要因の今後における変化の見通しに密接に関連する。すなわち(i)系列とメインバンク・システムの将来, (ii)衰退産業と革新企業をもたらす産業構造の変化のスピード, (iii)銀行行政の今後のあり方, などに関する判断に依存する。これらの諸点の今後のあり方に関する判断に対応して, 政策金融の今後の機能を政策選択肢として提示する必要がある。現在進行中の研究は, 大まかにみてこうした方向に向かっていると考えられる。しかし本文中にもふれたところであるが革新的企業のファイナンスにおける官業と民業の役割分担についての研究は今後早急にとりかかれねばならないように思われる。またこうした問題は野口 (1989), Noguchi (1993) における政策金融の存立基盤の問題に密接にかかわっていることはいままでもない。

第2の問題については, 経済全体のレントの問題を改めて考えてみる必要がある。世界銀行の研究 (The World Bank (1993)) では, 官僚組織の政治的役割からの隔離 (insulation) や審議会方式などの情報システムを政策金融の有効な前提としているが, これらの論点は隔離や審議会方式という制度的側面を全くの外生的要素として扱っている点に限界がある。決定的な問題はむしろ, レントが政策インセンティブを損なわせる水準にまで広がっているか否かである。市場金利と数十%の差がなければ機能しないような政策金融システムは財政負担の面で破綻せざるをえない。また, レントの額は市場メカニズムの機能に反比例するのであるから, 市場メカニズムにもとづいた資源配分ルールをつくる必要がある。わずかのインセンティブにでも民間部門が反応する仕組みがあってはじめて政策金融システムに有効となるであろう。この意味で, いわゆる選択的政府介入 (selective intervention) と市場メカニズムは相互排他的なものではなく本来共存すべきものであると思われる。

(寺西は一橋大学経済研究所, 三重野は一橋大

## 〔参考文献〕

- Amsden, Alice H. and Hikino, Takashi (1994) "Staying Behind, Stumbling Back, Sneaking Up, Soaring Ahead: Late Industrialization in Historical Perspective" Baumol, William J. and Nelson, Richard R. and Wolff, Edward N. ed. *Convergence of productivity*.
- Beason, Richard and Weinstein, David E. (1993) "MITI and Japanese Myth: Growth, Economies of Scale, and Targeting in Japan (1955,1990)," Harvard Economic Institute, working paper.
- Bencivenga, Valerie R. and Smith, Bruce D. (1993) "Some conclusions in Endogenous Growth Model," *Journal of Economic Dynamics and Control*, pp. 97,122.
- Feldmann, Robert and Harada, Yuzo and Sakakibara, Eisuke (1982) "Japanese Financial System In Comparative Perspective," A Study prepared for the use of the Joint Economic Committee Congress of The United States.
- 福田慎一・照山博司・神谷明広・計総 (1994) 「日本開発銀行融資と民間融資」金融調査研究会コンファレンス報告論文.
- 蜂須賀一世 (1994) 「開銀融資と企業の設備投資——エージェンシー・アプローチにもとづく実証分析」ファイナンス学会報告論文.
- 林敏彦 (1987) 「金融自由化と公的金融仲介」館龍一郎, 蠟山昌一編『日本の金融 I, 新しい見方』東京大学出版会.
- 日向野幹也 (1986) 『金融機関の審査能力』東京大学出版会.
- Himmelberg, Charles P. and Calomiris, Charles W. (1994) "Government Credit Policy and Industrial Performance: Japanese Machine Tool Producers, 1963-1991," Financial Sector Development Department, The world Bank.
- 堀内昭義・大滝雅之 (1987) 「政府介入と銀行貸出の重要性」浜田宏一・黒田昌裕編『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会.
- 堀内昭義・随清遠 (1992) 「企業の成長と開発銀行融資の機能」東京大学ディスカッションペーパー, J-12.
- Horiuchi Akiyosi and Sui, Qing-yuan (1993) "Development Bank Loans on Corporate Investment Behavior," *Journal of Japanese and International Economies*, pp. 441-465.
- 井手一郎・林敏彦 (1993) 「金融仲介における公的部門の役割」堀内昭義・吉野直行編『現代日本の金融分析』東京大学出版会.
- 貝塚啓明 (1981) 「金融業における官業と民業」『季刊現代経済 臨時増刊』.
- Kawaura, Akihiko and Vittas, Dimitri (1994) "Policy-based Finance and Financial Sector Development in Japan," Financial Sector Development Department, The World Bank.
- Murakami Yasusuke (1983) "Toward a Socio-institutional Explanation of Japan's Economic Performance," Yamamura Kozo ed., *Policy and trade Issues of the Japanese Economy, American and Japanese Perspective*, University of Washington Press.
- 中谷巖 (1992) 「日本型資本主義」の革新』『ビジネス・レビュー』一橋大学産業経営研究所.
- 野口悠紀雄 (1989) 「財政投融資と日本経済」宇沢弘文編『日本経済:蓄積と成長の軌跡』東京大学出版会.
- Noguchi, Yukio (1993) "The Role of the Fiscal Investment and Loan Program in Postwar Japanese Economic Growth," EDI working papers, Number 93-34, Economic Development Institute of The World Bank.
- 小椋正立・吉野直行 (1984) 「税制と財政投融資」小宮隆太郎・奥野正寛・鈴木興太郎編『日本の産業政策』東京大学出版会.
- 小椋正立・吉野直行 (1985) 「特別償却・財政投融資と日本の産業構造」『経済研究』Vol. 36, No. 2, 一橋大学経済研究所.
- Stiglitz, Joseph E. (1991) "Government, Financial Market, and Economic Development," NBER working paper, No. 3669.
- Teranishi, Juro (1986) "Economic Growth and Regulation of Financial Market: Japanese Experience During Postwar High Growth Period," *Hitotsubashi Journal of Economics*, Vol. 27, No. 2.
- 寺西重郎 (1991) 『工業化と金融システム』東洋経済新報社.
- 寺西重郎 (1995) 「戦前期日本の政策金融銀行」『経済研究』一橋大学経済研究所.
- Teranishi, Juro (1995) "Shared Growth and East Asian Miracle——A comment on the World Bank Study," *Journal of Japanese and International Economies*, forthcoming.
- Teranishi, Juro (1995) "Sectoral Resource

- Transfer, Conflict, and Macro-stability in Economic Development: A Comparative Analysis," Paper prepared for the workshop on Roles of Government in Economic Development held in February 1995 at Stanford University.
- The Japan Development Bank and The Japan Economic Research Institute, (1994) "Policy-Based Finance: The Experience of Postwar Japan," World Bank Discussion Paper.
- The World Bank (1993) *The East Asian Miracle*.
- 上野裕也 (1978) 『日本の経済制度』 日本経済新聞社.
- 吉野直行・藤田泰範 (1994) 「公的金融と民間金融が併存する金融市場における競争と経済厚生」 KESDP, No. 9403.