

## 金融市場の収益率について

星 川 順 一

### I はしがき

日本経済のバブルの発生と崩壊、その後の経済の停滞について、ひとびとは多くの困難に直面してきた。しかしその思考の原点は、古典派に求めなければならないのかもしれない。経済学は、家計や企業のそれぞれ効用や利潤の最大化行動のもとで、社会の厚生 of 最適の点を求める。この経路を通じて、経済の豊かさは、Smith(1776)の述べる「生活必需品および便益品」によって、今日的表現では、「財およびサービス」(消費財および投資財)の量と質によって規定されている。

その意味でマクロ経済において、金融は経済成長のための貯蓄と投資を効率的に仲介する機能であって、金融それ自体が豊かさを生み出すものではない。それは、投資を活発にし、それによって実現される豊かさに貢献する。かくして金融収益率は、金融が寄与する経済成長率によって規定されている。経済主体の効用と利潤の最大化が経済成長の原動力であるが、金融に関してマクロ的限度のあることを銘記すべきであろう。

新しい金融商品の開発によって超過利益を投機的にうる主体が生まれても、マクロ経済的観点では、それは他方の投資主体の欠損をともなっているであろう。それは、利得の投機的再配分である。多くの主体で投機的利益獲得が一定期間にわたって生じるときには、それは長期傾向に対してバブル現象になるであろう。それは、やがて崩壊する。

もっともより高い金融収益率の追求は、新規投資機会の創出と経済成長率の上昇をもたらす効率的金融の機能をもつであろう。

その意味において、マクロ経済の運行に支障をもたらす金融制度については、

一定の規制が必要となるのかもしれない。金融利潤の最大化は、長期的経済成長の効率的な達成という或る枠組のなかで成立しなければならないであろう。マクロ経済が、金融的支障のために混迷することは避けたいものである。

物的無資源の日本経済にとって、世界経済のなかで生きる途は、唯一「有用な労働」(Smith の用語では)の開発を進めることにしかない。古典的な著書は、現段階のわれわれが困難に遭遇したときに、紐解くもののようである。それは、資源賦存量の差異によって貿易を説く Heckscher-Ohlin モデルが、それを明示している。豊富な物的資源をもつ経済は、それを生かして生産と輸出を行うことが、その経済と世界経済にとって、最適点を導く。ただし日本経済にとっては、それが保有する唯一の資源、すなわち人的資本の向上とそれを活用する組織(Smith にあっては分業——労働生産性というマクロ経済のミクロ的基礎——であるが)<sup>1)</sup>が、今日の要となる。日本経済と同様の資源賦存条件のイギリスで、『諸国民の富』(Smith)が書かれたことは印象的である。

つぎのⅡでは、閉鎖経済における利子率と預金利子率の水準の限界についてみておこう。そこで重要な制約条件は、経済成長率である。また金融機関の貸出基準のタイプを概観しよう。その観察は、今後の経済と経営の組織の改善のため必要であろう。銀行の監視機能が十分に機能しなかったことは、今後の経済にとって、改善の途の検討を要請する。困難は、将来の発展の基礎としなければならない。

またⅢでは、視野を国際市場に広げて観察しよう。すなわち発展途上国が、先進諸国より高い成長率を達成することは十分ありうる。先進経済における貯蓄の金融市場での収益率が、国内経済の成長制約から、国際的に一定程度、緩められる可能性がある。資本収益率に関する国際市場の観点も検討しよう。

金融機能は重要である。しかしその本来の金融仲介や監視の機能を認識し、不必要な金融利潤の極大化への戒めを以下で考えたいと思う。金融市場での投機的な所得再配分が経済成長にとって有益であるか否かを考えなければならない。政府による監視(金融監督庁)とともに、バブルの発生を防止する企業内

1) 日本企業の組織について、多くの有意な文献が提示されている。その研究の survey は、星川(1996)第8章を参照されたい。

インセンティブを再構築しなければならないであろう。豊かさは、生活に有益な財およびサービスによって決まる。

本稿の目的は、金融機関の混乱が経済に与える影響を阻止したいとの願いから書かれたものである。以下のものは、新古典派経済学からすると、当然の帰結と思われる。しかしひとびとは、金融に関するそれぞれの命題を基礎に、経済に処することが必要であろう。バブルは、素人の行ったことではない。それは、一定の仕組みのもとで、経済に関する玄人（専門家たち）の行った処置の結果であることを理解しなければならない。金融上の投機は、一般均衡論での命題を基礎になされなければならないであろう。金融市場が長期的な均衡成長経路から乖離することは、ひとびとに苦悩の時期をもたらすであろう。今後の日本経済は、その教訓からの再出発であることを願わざるをえない。

人々の豊かさは経済成長によってのみ達成されること、資源の特有の賦存条件をもつ日本経済では人的資本とその組織の向上によって成長が実現されることを述べたいと思う。

## II 国内経済 —— 利子率水準の限度 ——

国内経済に限定すると、原理的に、実質利子率( $r$ )の水準は、長期的に、その経済の実質成長率( $g$ )を上回ることとはできない。一般均衡では、実質値で、利子率は経済成長率に等しい。

具体的次元での議論では、家計は巨額の金融資産をもち、その取得する利子収入のうちから消費に向ける部分は存在する。同時に、家計は、労働所得と利子収入の和から貯蓄（金融資産の増加）を行っている<sup>2)</sup>。すなわち家計は、利子収入に関しても、消費と貯蓄の主体であるという複雑な行動を示す。しかしここでは、議論の基本を示すために、主体の行動仮説を単純化する。

すなわち投資資金に関するミクロ主体の具体的行動をいま抽象し、経済の均

---

2) 家計の金融資産残高は、1997年度末で、1171兆円であり、同年度の家計可処分所得(345兆円)の約3.4倍にのぼる。雇用者所得287兆円に対し、家計の受け取る営業余剰と財産所得の和は84兆円である（経済企画庁『国民経済計算年報』平成11年版参照）。ただし統計上の家計は、個人企業を含んでいることに留意しよう。

衡成長経路について原理的に考えてみよう。すなわち、単純化のため、労働所得はすべて消費され、企業活動から発生する資本収益（利子）が貯蓄され、それが次期の資本増加分となると仮定しよう。すなわち要素を純粋に機能別に考え、労働の限界生産物は労働の再生産費（消費）として、資本収益率は資本の増殖として用いられると単純化しよう。家計は、当面、労働所得からの貯蓄はないものと仮定しよう。

家計が労働供給者でもありまた同時に金融資産の所有者でもあるという現実においては、各経済主体は、既述のごとく、消費と貯蓄についてそれぞれ所得源泉に関して複雑な行動を示す。しかし上記の単純化は、現実の事態を抽象化して、却って現実を正確に表現するよう役立つ。その理由は、つぎの命題の説明に関して述べられるであろう。

より複雑なモデル構成を示すのが妥当であるかもしれないが、可能なかぎり単純な形で述べよう。すなわち、これを生産関数から考えてみよう。すなわち、長期的な現実として観察されるであろう Harrod の中立的技術進歩を仮定しよう。そこでは、労働は、効率単位（技術進歩とともに増加する）によって測定される（Uzawa(1961)）<sup>3)</sup>。効率単位では、自然人口が一定のもとで、技術水準が2倍になれば、2倍の自然人口が労働しているものとみなす。この仮定を、Cobb-Douglas 生産関数に挿入して考えてみよう。

さて、既述の単純化仮定によって、労働所得はすべて消費され、利子収入が次期の資本ストックの増加分を形成するものとしよう。

ここでは、企業の利潤最大化行動のもとで、利子率は利潤率（資本の限界生産物）と同じ水準になる<sup>4)</sup>。

かくして、脚注<sup>3)</sup>に記するごとく、資本増加率は経済成長率と等しい。したがって資金の所有関係を捨象すれば、脚注に記するごとく、 $\text{経済成長率} = \text{資本増加率} = \text{利子率}$ である。

3) Solow の成長モデルに、Harrod の中立技術進歩を想定する方法(Uzawa(1961))は、近年の専門用テキスト(Barro and Sala-i-Martin(1995)(Chap.1-2), Romer(1996)(Chap.1)など)では一般化している。

4) Barro and Sala-i-Martin(1995)(pp.67-69)参照。

もし「資本増加率>経済成長率」という事態は、GNPのうち消費の割合を減少させる。十分な時間をとれば、消費はゼロに近づく。

これをより現実的に考えると、金融市場では、つぎのような事象が想定されるであろう。すなわち、もしこの基準が満たされないときには（たとえば、利子率>経済成長率）、資金の所有者（またはその保有者である金融機関）は、時間を十分に長くするとき、GNPのすべてを配分されることになるであろう。短期について  $r > g$  という現象は生じうるが、それは長期には生じえない。「利子率=経済成長率」は、均衡成長のための条件である。

上記の利子率に関する均等式は、実質で成立するものである。名目利子率の動向が短期的に物価変動率に即応しないという実証分析（19世紀のイギリス、アメリカなどについて、Fisher(1930): Chap.19参照）もなされている。それは、名目利子率の変化が物価変動から遅延する現象を統計的に示している。すなわち、それは短期的に価格変動（名目）が実質値（実質利子率）に影響を与えるという分析であるが、しかし長期的に名目利子率の変動は物価変動に対応しなければならない。それは、同時に Fisher(1930)(Chap.19)の長期分析によって

#### 5) 利子率と経済成長との基本的な関係を、生産関数から説明しよう。

ここで Harrod の意味で中立的技術進歩を仮定し、労働を効率単位で測定するとしよう（Uzawa(1961)）。そこでは、技術進歩が労働の効率に参入される。そうすると技術進歩を想定した Cobb-Douglas 型の生産関数は、つぎのようになる。ただし、 $Y$ を国民純生産、 $K$ を資本ストックとする。また  $t$  期の労働の自然人口を  $N(t)$  とし、技術を  $A(t)$  とすると、効率単位の労働は  $L(t)=A(t)N(t)$  である。技術進歩率を  $g$  とすると、 $A(t)=A(0)e^{gt}$  である。

$$(1) \quad Y = K^{\alpha} L^{1-\alpha}$$

$\alpha$ は利潤分配率である。したがって対数を時間( $t$ )で微分すると、つぎのようになる（ただし、 $\dot{Y} = dY/dt$  とする）。

$$(2) \quad \dot{Y}/Y = \alpha \dot{K}/K + (1-\alpha) \dot{L}/L$$

これを移行すれば、 $\dot{K}/K = (1/\alpha)(\dot{Y}/Y - (1-\alpha)\dot{L}/L)$  である。もし経済成長率( $\dot{Y}/Y$ )が技術進歩率を内包する（効率単位の）労働の増加率( $\dot{L}/L$ )と等しいという仮定を置くと、資本増加率は経済成長率と等しくなる。すなわち、均衡成長経路において、つぎのようになる。

$$(3) \quad \dot{K}/K = \dot{Y}/Y$$

これは、Harrod の中立的技術進歩の定義からの帰結である。資本係数( $K/Y$ )は、一定に維持される。それは、Solow の成長モデルの均衡値( $K/L = \text{一定}$ )からも、同様に導くことができる。この技術進歩の定義が、現実の事態と、どの程度整合的であるかが問題となる。長期的にみると、この定義はほぼ妥当するであろう。

も統計的に示されている。

かくして、均衡成長経路においては、物価変動を控除して成立する実質利子率は長期的に資本増加率（実質）と理解でき、それは実質経済成長率と等しくなければならない。

金融は、貯蓄と投資を均衡させるための効率的な市場であることを使命としている。いかに投資が有効になされ、それが労働生産性の上昇をもたらし、家計の生活水準を向上させるかが金融の介在機能である。消費者金融は、この基準に準じる。

#### (a) 金融機関の人件費と収益

抽象理論では、利子率は、預金と貸付に関して共通の水準として用いられる。理論をより具体化すると、金融機関での労働雇用や資本収益が存在する。貯蓄の資金を投資に媒介するのに、多くの費用が生じる。貸出先の審査、監視、運用のための費用と、それに対する収益がなければならない。

かくして、上記の経済成長率と等しい利子率の水準は、企業の均衡投資基準からして、原理的に貸付利子率である。

したがって家計の預金利子率は、経済成長率より低くなることになる。預金利子率は、金融機関の収益率から金融での「雇用労働費用＋収益」を控除された残余の水準となる。したがって一般的には、預金利子率は、経済成長率より低くなるであろう。

それは、抽象的にすべての資金は家計の所有であり、その貯蓄を金融機関が運用していると理解しても、本質は変わらない。

日本経済については、高度成長期には、利子率規制がなされていた。それは、金融市場で価格メカニズムが規制されていた状態である。そこでは1960年以降、物価上昇のため実質預金利子率はほぼゼロ水準を上下していた。したがって当然のことながら、それは実質成長率を下回っている<sup>6)</sup>。家計は、預金者としては無利子（実質）という損失を受けるが、その低利子率が金融機関を経由し、非金融企業の設備投資への融資に適用される。低利子率による企業の設備投資

---

6) 星川(1984)63-65頁参照。

の活発化は、生産性向上と実質賃金の上昇をもたらし、家計の所得を向上させる。家計はその側面で利益を得ている。

その意味で、家計は合理的に期待して、預金者として（損失）、また労働供給者として（利得）、賢明に行動している。現実の事態としては、約10%に及ぶ高度成長の結果（賃金率上昇率）が預金者損失よりはるかに大きかった。この事態は、日本経済が先進諸国との技術格差をもち、それへの高度成長を達成する時期に生じた。

人為的な低位利子率のもとで高い資本蓄積率を導く高度成長期の解釈としては、預金者の市場利子収益率が企業に再配分される金融規制と理解することも可能である。家計は、この規制によって、既述のごとく、高い賃金上昇率という利得をえた。金融規制のもとで、低い貸出利子率がそれより高い資本蓄積率と結びついている<sup>7)</sup>。これは、経常収支がほぼ均衡（海外貯蓄借入ゼロ）していた時期に生じている。

この事情は、金融市場で価格メカニズムが十分に機能しない時期を、すなわち金融規制がなされていた時期を特徴づけるものであるが、しかし規制が撤廃されても、預金利子率については、同じような事象が継続する。また金融の自由化が進行する今日の時期についても、期間の長さを十分にとれば、それは容易に証明されるであろう。

ただし金融の自由化（規制廃止）にしたがって貸出利子率は、資本増加率と等しくなるであろう。事態は、経済成長の原理へ回帰するであろう。

金融市場は、預金や貸付の機能のみで完結しているのではない。それらの機能を通じて、非金融企業の投資がどれだけ労働生産性を向上させるかが、経済全体に大きな影響を及ぼす。

経済の豊かさは、生産される財とサービスの質と量である。それは「生活必需品および便益品」によって決定され、それらの財は「有用な労働」によって生産される。われわれの思考の原点は、上記のことを説く古典派経済学の命題

---

7) それは、企業金融に関して、低配当で資本蓄積を進める日本企業の様相と対比できるであろう。株主は、企業資本蓄積に基づく株価上昇による capital gains によって収支を計っていた（Aoki(1988)Chap.4参照）。



に立ち帰らなければならないのであろう(Smith(1776))。Smith は、そこから分業の生産性について議論を展開している。

金融は、その目的を達成するための資金運用にすぎない。それは、貯蓄と投資の結合を効率的に行うことである。金融それ自体は、豊かさを生み出す錬金術ではない。それは、財およびサービスの生産に効率的に寄与する媒介機能である。

近年のバブルの発生と崩壊から生じる経済の困難について、銘記すべきは、金融や証券等での蓄財の方途は、経済の原理にふさわしくない命題（均衡成長経路を超える成長と、生産された財とサービスの投機的再配分）であることである。利潤最大化行動を否定しているのではなく、ストック市場での蓄財のメカニズムに問題が存在している。その利潤蓄積には、一定の限度のもとでなされることが望ましい。

#### (b) 家計の労働所得からの貯蓄と運用

金融機関を挿入し議論をより具体化すると、その他の条件に変更を要請する。抽象的な利率を金融機構の挿入のもとで非金融企業の投資基準から貸付利率と定義すると、そこでは金融機関に雇用される労働者賃金や金融機関の成長のための収益が介在する。したがって抽象次元で Cobb-Douglas 生産関数での資本増加に貢献するのは、貸付利率から「金融機関の費用と収益の和」を控除したものになる。それは、家計の預金利率に等しい。

具体的条件での預金利率の水準は、経済成長率と等しい資本増加率とはならない。そこでは経済成長率に相当する資本増加率を実現するためには、家計は労働所得から貯蓄を行うことによって、それを補っている。

すなわちその投資増加率を達成するためには、投資企画の調査、監査（事前、事後）およびリスク回避負担を担当する金融機関の費用と収益は、家計が担わなければならない<sup>8)</sup>。その不足分は、原理的に、家計の労働所得からの貯蓄をもって「取引費用」<sup>9)</sup>として補填される。

ここで「取引費用」とは、家計の貯蓄が投資に融資されるとき、日本システムの場合、メイン・バンクを含む調査と監査（事前、期中、事後）などリスク



管理に要する費用として仮定しておく。それは、家計が自らの貯蓄を投資リスクから守るための機関投資家の費用である。それは、預金、投資信託、証券などの金融機関が、それぞれのリスクに応じて徴収する費用である<sup>10)</sup>。

金融収益からこれらの「取引費用」を控除すると、家計の金融収益は、均衡成長における資本増加分に達しない。

マクロ経済の均衡成長について金融機関を挿入すると、家計の労働所得からの貯蓄は上記の理由から必要になる。しかし家計のミクロ的理由づけには、それとは別途な議論が必要になる。それは、生涯の消費をいかに賄うかという問いである。

労働世代と退職世代との2期モデルにおいて、労働期の総所得をもって生涯の消費を賄う life cycle 仮説は貯蓄のミクロ的説明として提起された (Modigliani and Brumberg(1955))。しかし労働所得増加かまたは労働人口増加がなければ、ミクロの貯蓄はマクロの貯蓄には結びつかない (Modigliani(1969))<sup>11)</sup>。

かくして、預金者は、経済成長率と等しい貯蓄の預金利子率を想定して、life cycle を展望することは、基本的に困難である。家計は、貯蓄が投資へ融資され、それによる生産性上昇が獲得され、労働提供者としての収入が上昇することを期待すべきである。

life cycle 仮説での退職期間にある家計において、賃金の上昇率（労働人口増加率をゼロと仮定すれば経済成長率）と同じ程度において貯蓄利子率水準に反映されると期待することは困難である。このような預金利子率の原理上の命

---

8) 経済企画庁の「経済活動別財貨・サービス投入表(U表)」(1990暦年)によると「金融保険業」の最終需要は30.023兆円(対 GNP 比で約7%)に対し、そこで投入された粗要素所得(固定資本減耗、純間接税、雇用者所得、営業余剰)は25.546兆円(同上5.9%)である。なお同年の家計の粗貯蓄は、48.497兆円(同上11.2%)である。金融機関の要素所得の大きさが理解されるであろう。

9) Coase(1988), Chap. 1-2 参照。

10) 高度成長期に生まれた金融機関の護送船団方式は、世界金融市場の自由化のもとで変化を経験している。金融機構の効率化は金融費用の減少をもたらすことが、期待されている。

11) これについては、吉川(1995)が明解に説明している(186-190頁)。

題からすると、生涯の消費を賄えるに十分な貯蓄を労働期に行わなければならない。life cycle 仮説にも遺産動機が挿入されているが (Modigliani(1986))、遺産を含め、上記の命題は市場原理において妥当するであろう。すなわち預金利子率は、経済成長率より低い。

### (c) 社会保障制度と生涯消費

現実には、上記の市場原理とは別途に、社会保障制度が施行されている。ここでは、賦課方式が採用されている。それは、同一期間について労働世代の負担額が退職世代の受給額に支払われる方式である。したがって賃金の上昇は、対所得負担率が一定ならば、社会保障負担の増加となって現れる。その意味で、労働生産性の上昇は、退職世代の生活水準の上昇へ結びつく。

社会の年齢構成の変化について大きな問題が発生しているが、それをいま抽象すると、社会保障の賦課方式は民間金融市場での「預金利子率<経済成長率」という事態に対する対応策として実施されている。もしそれを積み立て方式にする場合には、「預金利子率<経済成長率」は、負担納付者が年金受給期(退職期)において、その期の労働世代に対して、相対的貧困感を感じることになる。年金積立基金の増加率(預金利子率)が、経済成長率より低いからである。それを避けるため、賦課方式が実施されている。労働世代と退職世代との人口構成が不変であるかぎり、賦課方式は永久に継続される。

しかし少子化(年金受給者数と年金納付者数とのバランスの変化)傾向のため、企業年金などについて、積み立て方式への切り替えが議論されている。2000年秋に創設を予定されている確定拠出型年金<sup>12)</sup>では、加入者個人が自らの運用商品を選び、その収益に応じて配当を受ける。後述する国際市場での運用を含め、より高い収益率を得られる金融商品選択を目標にしている。それは、少子化の影響で、賦課方式から積み立て方式への切り替えが避けたい事情を示している。積立の基金の収益率は、マクロ的には、既述の制約を受ける。

12) 確定拠出型年金で購入可能な株式や債券は、上場・公開の銘柄に限定されるようである。また従業員のため企業が拠出する企業拠出型の同年金では、自株株購入分は自由に販売できることや、その数量に制限を設けることが予定される(『日本経済新聞』1999年6月25日)。

一般的に述べると、豊かさは投資による労働生産性の上昇によって実現される。貯蓄はその資金源であり、金融は媒介手段である。このような経緯からすると、幸運の場合は別として、家計は預金利率に多くの期待をしない方がよい。

人口の少子化傾向のなかで、社会保障がどのように変化するかは、今後の検討課題であるが、それは、労働世代の勤労意欲（効用関数）にかかわる問題として検討される。賦課方式が維持されるかぎり、基金の原資となるそれぞれの時期の労働世代の勤労を維持することが肝要である。それは、次世代の労働生産性の向上、人的資本とそれを活用する組織の効率性をいかに計るかが問題である。

年金にかかわる問題は、年金受給者の利害関係に止まらず、それぞれの期の労働世代とその次世代などの勤労意欲を基本にして、すなわちそれを軸とした世代間利害関係として議論すべきであろう。年金については、当該社会の未来（勤労意欲）が展望される途を求めべきであろう。

姥捨山の伝説は、貧困時代の物語としてではなく、3世代の継続的生存にまつわる哲学を表示している。年金や医療に関わる命題は、継続的世代の生命と勤労意欲についてである（星川（1995）参照）。

とくに物的無資源経済の未来について、世界経済のなかで生きる日本経済の保有資産は、唯一、人的資源とそれを活用する組織であることを銘記すべきであろう。

#### (d) 倒産リスク

マクロ経済について「貸付利率＝経済成長率」という制約条件があることの認識が、ここでは必要である。利得の多い金融商品を求めるのは、効用最大化、利潤最大化にとって理に適っている。しかし投機が、市場にとって安定化機能を演じるためには、成長率以上の収益率を相殺する負の収益率が必ず存在することが留意されなければならない。

これらの正負のリスクを平均すると、長期的に、その利率（貸付利率）は経済成長率を超えることはできない。

この貸付リスクの正負の平均化は、通常、金融機関においてなされている。投機的金融機関の倒産もありうる。個人が株式投資など投機的要素を含む投資機会に直接臨むときには、それなりの危険分散を行わなければならない。

投機を行うのは、各家計の自由である。しかしそこには、利得と損失があることと、家計には取引費用などの負担がかかることを理解しておかなければならない。バブルがなぜ発生するのかは、確かに不思議な現象に思える。それは、投機について素人の行動による現象ではない。それをつぎにみておこう。

#### (e) バブル現象<sup>13)</sup>

経済や企業の実態(fundamentals)から乖離する価格現象の分析は重要である。それらを解析することによって、株価や地価などのバブルを可能なかぎり予防することができるかもしれない。それについては、市場に参加する経済主体に関して、その相互間でそれぞれが推測に推測を重ねる「美人コンテスト」(百人の写真から6人の the prettiest faces を選ぶ)の比喩がなされている(Keynes (1936), p.156)。

また、職業的専門家で構成される企業機関において、各段階の経営者について、「他の経営者が成功しているときに自らがそれを為しえないときには評判が低下する。しかし他の多くの経営者が失敗しているときに、自らが失敗しても評判は低下しない」という要素がかれらの効用関数に挿入されているとき、何が生じるかを尋ねている。それぞれの経営者には、それぞれの個人情報があると仮定しよう。市場が買いに動いているときには、もし個人情報が売りの指標を示していても、経営者は買いの動きをするであろう。その時点での効用関数では、それが失敗しても評判は落ちないであろうとの判断がなされる(Scharfstein and Stein (1990))。

この「群れ行動」仮説の現象は、個人投資家の行動ではなく、むしろ機関投資家(経営者)が家計から集めた資金について深刻な影響をもつことになる。株式相互持ち合いが一般的な日本企業の資本組織において、銀行等が main

13) 1985年のプラザ合意以降のバブルの政策責任については、星川(1996)第7章を参照されたい。

bank として監視機能を勤める現象が指摘された (Aoki and Patrick(1994))。メイン・バンクは非金融企業の決済勘定を設定することによって、企業の経営状態を把握し、金融の合理性を確保することを目指していた。メイン・バンクのミクロ分析は、agency 理論の妥当しない日本の企業組織のなかで、決済勘定を軸とする銀行の監視 (monitoring) 機能について、説得的に解析された。またその体制は、今後も継続的にその役割を果たすであろう。

しかし日本経済のバブルの発生と崩壊の経過からすると、そこでの銀行の倒産事例からみるように、銀行の監視能力が十分な体制にはなっていなかったことが判明した。現在、非金融企業に対して監視機能を演ずべき主体が、少なからず倒産した。

現実には、政府は金融監督庁の設置によって監視機能を強化した。企業経営には、必ず企業内外に monitoring 機能がなければならない。その意味では、政府の監視機能の強化は肯定すべきであろう。それとともに、銀行、非金融企業の内部組織について、上記の「群れ行動」が発生しないような組織が必要になるであろう。各経営者の経営責任を明確化させる監視体制が、企業組織にさらに設定されねばならない。ここでの資金は、経営者個人の資金ではなく、預金者等の家計の資金であることが銘記されなければならない。マクロ経済について、市場のバブルに企業が参入しない組織が、企業内部に設定されなければならないであろう。

例えば企業会計について第三者の監督機能を強化することもひとつの解かもしれない。企業機密の漏洩や内部情報の流出など困難があり、それとの調和を求める組織が必要となるであろう。

また、企業の長期計画と長期投資によって、当面の収益が短期的に減少することもありうる。長期計画とは、短期には収益が減少しても、長期では十分な収益があげられる企画も含む。日本企業では、つぎに述べる agency 論による欧米型組織と異なり、企業執行部が単に代理人ではない色彩が強い。企業執行部の相対的に強い権限のもとで、投資計画は、長期的な視野で行われることの可能性は高い。この長期投資と短期収益に関する監視との調和が、計られねばならない。それは、監視能力の問題となるであろう。

欧米の経営学の基本にあった agency 理論——依頼人(principal)である株主が代理人(agent、社長以下)に配当を要求して株主総会に臨む契約組織(ひとつの監視形態)——が日本の株式相互持ち合い<sup>14)</sup>のもとでは困難であり、それに対する監視の対応策が考えられなければならない。

#### (f) 銀行の貸出基準

メイン・バンクが日本企業の監視の役割を演じてきた。その銀行の貸出基準は、抽象的には、「有担保、無審査」と「無担保、有審査」の両極が考えられる。現実の事態は、両極の中間のどこかに存在する。その極論比較からすると、相対的に、日本金融機関は前者であり、アメリカ金融機関は後者であろう<sup>15)</sup>。

とくに前者について、担保は典型的には土地であり、それが揃えば(すなわちその価格水準が市場に成立すれば)十分な審査を抜きに貸し出すことになる。バブルの過程において、その基準(有担保、無審査)が銀行の倒産を引き起こす要因のひとつとなったものと思われる。

市場で成功している技術企画が欧米に存在していた時期、すなわち追い越し過程(1955-1973年間と考えられる)の日本経済においては、この審査基準もそれなりの役割を果たしていたものと思われる。成功事例(欧米)を見ながら、担保を確保すれば、それは十分な判断基準となりえた。しかもそれは、成長率が高いという条件下である。それは、土地価格の上昇傾向も配慮の対象になる。

しかし技術的發展が未知の未来に臨んでいる現代において、審査の必要性は高まっている。もはや模範の存在しない現状を考えなければならない。知識集約産業の生成・発展のためには、例えば土地担保は僅か(極論すれば自宅勤務)であり、しかし将来の展望が開かれていることもありうるであろう。

他方、「無担保、有審査」のためには、物理、化学、ソフトウェア、機械器

14) 伊藤邦雄(1993)参照。

15) 廃業銀行に、「無担保、無審査」という事例がみられるが、それらは情実など、まさに経営者倫理にかかわる問題である。経営者倫理は、企業組織の改善によって形成されるであろう。

具など投資企画の具体的内容についてのそれぞれ専門の審査機関がなければならない。このことは、つぎの直接投資についても妥当する。新規投資、ベンチャー・ビジネスのためには、担保がなくても十分な企画の審査能力(多用な民間専門審査機関)が社会に用意されていなければならない。その企画が紙に記せられていても、そのための投資が成功するか否かが、経済発展のための銀行の貸出基準でなければならない。<sup>16)</sup>

担保をもつもののみが、未来を切り開くとはかぎらない。企画それ自体が投資の対象であることが、広く認識されなければならない。金融という仲介機能が果たすべき役割は、家計の資金をもって、未来を切り開くことである。それは、経済成長率を高めるであろう。

今回の担保価格の崩壊は、日本経済について貴重な経験となった。これを教訓として、未来を展望しなければならない。

#### (g) 直接金融

上記の「無担保、有審査」をもっとも典型化させたひとつは、ベンチャー企業のための株式市場であろう。それは、投資リスクを負担する主体が銀行等であるかまたは家計であるか、融資審査期間の効率性などによって、間接金融と区別される。間接金融は、最終的貸手が最終的借手の発行する債務証券をもっていない金融と定義される。直接金融のそれとの相違点は、中間金融機関が投資リスクを管理しないことにある。しかしその他の点について、上記の間接金融に関する議論は、直接金融にも同じく適用される。

### III 国際市場

#### (a) 発展途上国の成長率

近年の金融自由化は、国際間や国内の制度制約(政府介入)を可能なかぎり除去し、金融を自由にする施策である。しかしここで、上記の資金提供者につ

---

16) 担保と企業評判との関係(下記106頁)と銀行業の「横並び」行動については、宮本(1977)を参照されたい。



いての厳然とした制約（利子率＝経済成長率）があることは、銘記しておかなければならない。

世界の金融の自由化のなかで、金融機関は成長率以上の収益率を獲得できる金融商品を開発し、そこへ家計の貯蓄を集約しようとしている。ただし投機は、自由市場では、利得と損失の両面があり、その両者によって市場の安定性をもたらす。

ここで国際市場で唯一留意を要する問題は、発展途上国の経済成長率が先進諸国のそれと比べてより高い水準になりうることである。

これについては、人的資本・物的資本比率が経済成長の規定要因である Uzawa(1965)モデルで示されているように、世界的技術水準を基準にして、その経済に十分な人的資本が備わっている状態において、物的資本の水準が十分でないとき、より高い成長率が可能となる (Lucas(1988), Barro and Sala-i-Martin (1995), Chap.5参照)。途上国の人的資本の形成については、先進諸国の教育・研究機関が世界に開かれていることが、重要な役割を演じている。

このことは、後発経済の先進諸国からの技術導入の形で、後発経済のより高い成長率を描くことも可能である<sup>17)</sup>。

このように経済成長率の差異、すなわち一般的には、十分な貯蓄をもつ先進諸国の成長率が低く、貯蓄不足の発展途上国の成長率が高くなりうるという世界条件のもとで、先進諸国の貯蓄の運用を考察しなければならない。

金融の自由化は、一般的に資金効率の向上という側面とともに、先進諸国の資金運用の収益率が途上国の成長率を享受したいという側面をもっている。要するに先進諸国の国内の利子率は国内の成長率に制約されるが、それを対外的に開けば途上国のより高い成長率という形で、制約条件を緩和されることになる。

先進国の金融機関（証券会社、生命保険、損害保険を含め）は家計の貯蓄を集め、国際市場と国内市場と集合して、より高い利子率の運用を勧誘する。それは、機関によって、より高い配当金やより低い保険料によって、家計を勧誘

17) 星川(1984)第6章参照。先進諸国への catching-up path の完了によって、その成長率は世界の先端技術進歩率に規定される。

する。それらは、国内の経済成長率という制約条件から脱却させる方途である。

しかし国際市場における bubble 現象には、十分な留意が必要であろう。それは、一般的な投資リスク管理問題に解消されない途上国の制度的課題に留意する必要があるであろう。

その困難を克服した条件のもとでは、先進諸国の利子率が、そこでの経済成長率という制約条件から少し離れ、途上国の高い成長率に即した利子率水準を確保し、先進国の利子率との加重平均が可能であろう。

先進諸国の貯蓄が、途上国のより高い利子率を享受することは、双方の経済にとって望ましいことである。途上国経済にとっても、自らの成長率（輸出成長率とともに）が借り入れ利子率より高ければ、国外貯蓄を利用することは有利である。

途上国がより高い成長率（および外貨返済のためには輸出増加率）が達成される経済理由は、既述の通りである。

もっとも国際間の利子率格差は、通貨の交換性をもつ同じ成長率をしめす二国について、将来の為替相場の予想変化率を反映しているという投資家行動の仮説（利子率平価仮説）につき留意すべきである。それは、先進国と発展途上国に関しても、同じ配慮が必要である。

だが、利子率平価仮説は、事後的統計での計量経済学の検定では不合格となるようである。それは、未来を予測することは不可能であることによる。経済学は占いではない。予測は、可能な一定の仮定のうえでの未来動向である。しかし資金の運用主体としては、利子率平価仮説は不可欠な仮説である。利子率は、未来に関わっている。

なお家計の合理的期待と、家計のすべてが間接的形態（銀行預金を通じての途上国への貸付など）を含め同じ行動をとるという仮定をおくと、所得水準の低い経済への経済支援費、政府（政府系金融機関を含む）債権返済免除などの費用（租税）<sup>18)</sup>は、国際市場での収益率から控除しなければならない。

#### (b) 途上国の開発条件

上記の問題から派生するものは、発展途上国の貯蓄・投資の機構が確実に整

備されているかに係わる。資金の浮動性のため、投資先のリスクが顕在化すると、それを契機に一般的に資金の引き上げが生じる可能性がある。途上国のいわゆる信用不安である<sup>19)</sup>。資金の長期と短期の識別はできない。長期の債券も、短期に販売可能である。資金の浮動性が生じない国内経済体制の整備が必要である。

その打開の道は、途上国の貯蓄（国外、国内）と投資との関連、投資機会の健全化などの基本課題を解決することである。それは、途上国が近代化への道として、整備された貯蓄・投資の機構を構築する課題である。とくに Harrod の成長モデルでは、成長率は貯蓄率を限界資本係数で除した値である。国内貯蓄率の十分な水準が、必要となる。また、限界資本係数の逆数は投資効率である。

その投資効率を規定しているものは、概略的に社会資本の効率性と企業の生産性に分けることができる。社会資本について、道路、上水道、下水道の処理、通信網、電力などの整備がなされなければならない。

また企業効率は、世界の企業組織について、ミクロ経済学によって分析されている。それぞれの組織について、公的、私的投資の組合せの効率の向上がなければならない。

#### IV 基軸通貨国における利子率と為替相場

基軸通貨国(USA)においては、貯蓄率を高めるのが緊急の課題である<sup>20)</sup>。経

18) 主要国(USA、日本、ドイツ、フランス、イギリス、イタリア、カナダの7ヶ国)の蔵相会議、首脳会議は、重債務貧困国(41ヶ国のうち36ヶ国)への債務削減(ODA債権の100%削減、非ODA債権(貿易保険など)の90%削減)を合意した(『日本経済新聞』1999年6月13日、19日、21日参照)(最貧国債務1300億ドルの半分削減、日本負担額3000-4000億円)。

19) 主要国(7ヶ国)蔵相会議と首脳会議では、新興市場圏で短期資本の危機的移動に対する規制(例外的容認)について合意した。また、ヘッジファンドの情報開示についても合意した(『日本経済新聞』1999年6月13日、19日参照)。

20) 小宮(1994)では、USAが経済全体としての国内貯蓄率を高めることを希望されている(90頁参照)。

常収支の赤字は、国内貯蓄の国内投資に対する不足を表現する ( $S_d - I_d = E - IM < 0$  , ただし添え字の  $d$  は国内 (domestic) を意味する)。国際金融市場は、ドルが圧倒的な比重を占めてきた。すなわち債務国通貨が国際金融市場の基軸通貨である。そのもとで債務国 (U S A) がインフレ政策を実施し、その為替相場を切り下げるならば、債務国の対外債務の実質値は減少する。1985年9月の Plaza accord 以降の出来事は、典型的にそれに該当する。

このような現実の事態において、国外から貯蓄を集めるために、U S A の高い利子率が設定された。それは、利子率平価仮説による説明も可能であろう。

U S A の成長率が高められる限りにおいて、そこでの利子率の上昇は可能である。その国際間の資本取引にとって、為替相場が安定しているかぎり、債務経済と債権経済の双方にとって有益である。

債務国通貨が基軸国際通貨であるとき、その通貨の切り下げが政治的になされるとき、債権国には多くの問題が発生する。

U S A の資本にとっては有意義であるにしても、為替相場の切り下げは外国資本の為替差損をとまう。為替差損を受ける諸国の貿易において、輸出と輸入の利害が、それをどの程度相殺できるかが問題となる。その利害は、国内の資本ストックと貿易というフローとの利得関係が検証されなければならない。

国際基軸通貨国が長期にわたって債務国であることは困難である。論理的に「経済成長率 > 利子率」という関係を国際的にも成立させないかぎり、その経済の「対外債務残高 / G N P」比率は無限大に拡大する<sup>21)</sup>。基軸経済にとって必須の条件は国内貯蓄を引き上げ、經常収支の均衡への途を求めることである。

1985年のプラザ合意のような政治的な為替調整が急激な場合、資本ストックの評価と貿易の利害とがある。債権国について、それをみよう。

邦貨建て為替相場を  $e$  (円 / ドル) としよう。現時点の対外債券を  $B$  としよう。そのうち  $\gamma$  の部分 ( $0 < \gamma < 1$ ) が、外貨建てであるとしよう ( $1 - \gamma$  は邦貨建て債券)。外貨建て価格を  $P_B$  としよう。それは、邦貨表示では、 $eP_B \gamma B$  である。単純化のため、価格 ( $P_B$ ) と  $\gamma$  を一定としよう。その仮定のもとで、円相

21) 星川(1996)169-172頁を参照されたい。そこでは国内債務を取り扱っているが、それは国際債務についても同じである。

場が上昇したとしよう ( $e$  の下落)。そのときの為替差損はつぎようになる。

$$P_B \gamma (B + e B'(e)) de$$

$$\text{ただし、} B'(e) > 0 \quad (1)$$

それと同時に、為替相場が経常収支に与える影響をみておこう。輸入数量を  $M$  とし、そのうち外貨建て部分を  $\alpha$  としよう ( $0 < \alpha < 1$ )。その外貨建て価格を  $P_M$  としよう。

また同様に、輸出を  $E$  とし、外貨建て割合を  $\beta$  とし、その外貨建て価格を  $P_E$  としよう。そうすると経常収支は、 $e(P_E \beta E(e) - P_M \alpha M(e))$  と表示できる。いま単純化のため、外貨建て輸出入財価格 ( $P_M, P_E$ ) と外貨建て比率 ( $\alpha, \beta$ ) を一定と仮定すると、為替相場の変化が経常収支に与える影響は、つぎのようになる。

$$\{ (P_E \beta E(e) - P_M \alpha M(e)) + e(P_E \beta E'(e) - P_M \alpha M'(e)) \} de$$

$$\text{ただし、} E'(e) > 0, M'(e) < 0 \quad (2)$$

為替相場が変化するとき、ストック勘定と経常勘定の双方に与える影響をみなければならない。双方に述べることは、為替相場の変動幅 ( $de$ ) である。ストック勘定では、その条件のもとで、外貨建て債券 ( $\gamma B$ ) の大きさが大きく作用する。

また経常勘定では、 $E'(e) > 0, M'(e) < 0$  がどの程度の大きさになるかである。円相場の上昇 ( $e$  の下落) に対して、輸出数量の減少分と輸入数量の増加分のそれぞれが示す程度が、影響を与えるであろう。

上記の(1)式と(2)式の和が、マクロ経済に与える影響を計るであろう。

もっとも輸出入財価格は、為替相場だけによる作用ではないが、財の需要と供給との関係によって大きく変化することもある。とくに石油価格は、ドル建て価格であり、長期的に円相場の上昇のもとで、円建てでは1980年(第2次石油危機)以降大きな値下がりを見せている<sup>22)</sup>。

為替相場の変動の各経済に与える影響は、ストック(資本)とフロー(貿易)との和として計量的に測定しなければならないであろう。

22) 星川(1997)7頁の表を参照せよ。なお、同表の年次「1975-92」は「1978-95」へ訂正されたい。

## V おわりに

金融の自由化を進めることは、自由市場の利点を活用することについて有益である。それは、基本的に、家計の貯蓄をより有効に有益な投資に活用する方途を見出すことにある。

しかしそのことによって、金融市場の利得の限界を十分に理解しておかなければならない。貸付利率は経済成長率の水準の枠内にあることに関して、金融市場を国際化し成長率の差を勘案しても、その命題に変更はありえない。

このことを銘記して、金融の自由化を進めることを願わざるをえない。

ここでは、公債については明示的には議論していない。しかししばしば議論されているが、無媒介的に、公債の対GNP比率のみの国際比較を論議するのは誤りである。第1に、日本の家計の貯蓄率は、国際的にみて高い水準にあることである。家計は、巨額の金融資産をもっている。それは、狭い定義の貨幣部分(概略で、 $M_1$ =現金通貨+要求払預金)を除いて、企業と政府に貸し付けられている。

第2に、そこでの問題は、融資された資金が家計の生活にとって、効率的に機能しているか否かを問うべきである。小論では、市場原理で家計の企業への融資の収益性(効率性)を取り上げた。また政府財に関して肝要なことは、「公共財の限界効用 $\geq$ 私的財の限界効用」である財政支出を行うことである<sup>23)</sup>。

第3に、公共投資に関して、「傷だらけの列島」と表現されるように亀裂の多い地震列島で新幹線、高速道路や建造物などの建設費は、そうでない地域と比べて数倍に及ぶ。このような具体的な自然条件を検討したのち、判断すべきである。

この効率性の議論のあと、家計の政府に対する関係では、ひとびとが用いる例えば道路を、税金で建設すべきか、国債で建設すべきかを問うことが必要で

---

23) PFI(Private Finance Initiative)推進法が1999年7月に成立した。それによれば、民間企業の事業計画として公共財を生産し、そのサービス料金を政府が支払う。それは、公共投資の効率性のための一つの施策である。

ある。それは、世代間の所得分配に関わる議論となる。

公共財の限界効用が十分に高いことの基礎の上では、その公共財を租税か国債か、そのいずれを選択するかまたは両者の比率をどう決定するかは、現世代の負担か次世代の負担かを選択となる。国債の場合は、家計の貯蓄を借り入れそれに対する利子を償還期間にわたって支払うことになる。それは、将来世代の負担となる。公共財のサービスの享受も、将来世代となるであろう。

租税の場合は、原理的に家計の貯蓄になるであろう所得を租税として徴収し、それを公共財への投資に向ける。それは、現世代の負担であり、その受益を将来世代となるであろう。

それは時間的継続課題であるので、初期条件として例えば国債発行をもって公共財を建設することから開始すると、その後のある時点でそれを租税に切り替えると、その時点での労働世代は二重の負担を受けることになる。逆の場合は、幸運な労働世代が生まれるであろう。

その意味では、投資資金調達方式に一貫性を保持し、世代間の不公平を少なくすることが望ましいであろう。

それぞれの世代間負担の基礎の上では、各家計の公共財の利用頻度と課税配分が問題となるであろう。それぞれの利用頻度に応じて、所得格差に対する課税率の対応の望ましい水準を求めなければならないであろう。政府支出は、家計が支える原理に変化はない。ひとびとは、公共財の free-rider を主張することはできない。それらは、外部経済を含めて、家計の共用財である。

外部経済については、すべての若者が国立大学へ入学できない。しかしそれは、そこでの学生が将来に社会の進歩へ有益な外部経済(技術進歩、社会の効率化など)をもたらすことを願っての政府支出である。もっとも教育それ自身が、外部効果をもたらす性格をもっている。

さて、ここでの公債に対する収益率(表面利子率+金融機関取扱料)も、また既述のごとく、ここでも経済成長率<sup>24)</sup>によって決まることは議論の余地はないであろう<sup>25)</sup>。



参考文献

- Aoki, Masahiko (1988): *Information, Incentives, and Bargaining in the Japanese Economy*, Cambridge University Press, 永易浩一訳『日本経済の制度分析—情報・インセンティブ・交渉ゲーム』、筑摩書房、1992。
- Aoki, Masahiko and Hugh Patrick (1994): *The Japanese Main Bank System — Its Relevance for Developing and Transforming Economies —*, Oxford University Press. 東銀リサーチインターナショナル訳『日本のメインバンク・システム』、東洋経済新報社。
- Barro, Robert J. and Xavier Sala-i-Martin (1995): *Economic Growth*, McGraw-Hill, Inc. 大住圭介訳『内生的経済成長論』(Ⅰ)(Ⅱ)、九州大学出版会。
- Coase, Ronald H (1988): *The Firm, the Market and the Law*, The University of Chicago, 宮沢健一、後藤晃、藤垣芳文訳『企業、市場、法』、東洋経済新報社。
- Fisher, Irving(1930): *The Theory of Interest — As Determined by Impatience to Spend Income and Opportunity to Invest it —*, Kelley & Millman Inc. 気賀勘重、気賀健三訳『利子論』、近代経済学古典選集 12、日本経済評論社、1980年。
- Keynes, John Maynard (1936): *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Macmillan.
- Lucas, Robert E., Jr.(1988): "On the Mechanics of Economic Development ", *Journal of Monetary Economics*, 22, pp.3-42.
- Modigliani, Franco and Richard Brumberg(1955): "Utility Analysis and the Consumption Function: An Interpretation of Cross-Section Data", in *Post-Keynesian Economics*, edited by Kurihara, Kenneth K., George Allen and Unwin, pp. 388-436.
- Modigliani, Franco (1969): "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and the Supply of Capital", in *Social Research — An International Quarterly of Political and Social Science —*, Vol. 33, Kraus Reprint Co. pp. 160-217.
- (1986): " Life Cycle, Individual Thrift, and the Wealth of Nations ", *The American Economic Review*, Vol. 76, No. 3, pp.297-313.
- Romer, David(1996): *Advanced Macroeconomics*, MacGraw-Hill Co., 堀雅博、岩成博夫、南條隆訳『上級マクロ経済学』、日本評論社。
- Scharfstein, David S. and Jeremy C. Stein (1990): " Herd Behavior and Investment ", *The American Economic Review*, Vol. 80, No. 3, pp. 465-479.

---

24) 経済審議会(豊田章一郎会長)の答申が7月8日に閣議決定されたが、それには21世紀の日本経済の「あるべき姿」を描いている(『日本経済新聞』1999年7月6日)。日本経済は、Heckscher-Ohlin 命題からすると、明治以降もそうであったし、これからの必定の「知恵の時代」を歩まなければならない。そのための条件の整備を提示している。最適成長経路の実現を期待したい。「あるべき姿」は、日本経済の資源賦存条件に関して、経済学の原理に適合的である。

23) 星川(1996)169-172頁参照。

- Smith, Adam (1776): *An Inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations*. 大内兵衛、松川七郎訳『諸国民の富』、岩波書店。
- Uzawa, Hirofumi (1961): "Neutral Invention and the Stability of Growth Equilibrium", *Review of Economic Studies*, Vol. XXVIII, pp. 117-124.
- \_\_\_\_\_ (1965): "Optimum Technical Change in an Aggregative Model of Economic Growth", *International Economic Review*, Vol. 6, No. 1, pp.18-31.
- 星川順一(1984):『日本経済の成長と構造』、ミネルヴァ書房。
- \_\_\_\_\_ (1995):「医療経済の課題と効率－費用と効果－」、山本研二郎監修、瀬岡吉彦、山上征二編集『透析療法の医療経済』、日本メディカルセンター。
- \_\_\_\_\_ (1996):『日本経済と財政政策－ケインズ政策のすすめ－』、晃洋書房。
- \_\_\_\_\_ (1997):「経済政策と政治的意思決定」(『経済学論集』第21巻1号)
- 伊藤邦雄(1993):「株式持ち合い－その螺旋型ロジック・シフト－」、伊丹敬之、加護野忠男、伊藤元重編『日本の企業システム』有斐閣,所収。
- 小宮隆太郎(1994):『貿易黒字・赤字の経済学』、東洋経済新報社。
- 宮本守(1995):『日本の銀行業と横並び』多賀出版。
- 吉川洋(1995):『マクロ経済学』、岩波書店。