

銀行危機と証券市場の機能

堀内 昭 義

関理事長 大変お待たせいたしました。ただいまから本日の「資本市場を考える会」を開催させていただきます。

今日は、御案内しましたように、中央大学の堀内昭義先生をお招きして、「銀行危機と証券市場の機能」という題でお話を伺うことになっております。

堀内先生は大変著名な方でいらっしやいますので、余り詳しい御紹介は必要ないと思いますが、お配りしました御略歴にありますように、東京大学経済学部大学院で御勉強の後、横浜国大、一橋大学で教鞭をおとりになり、その後、東京大学に移られて長く東京大学で教鞭をとられ、平成一二年から二年間は経済学部長をお務めになりました。現在は、中央大学の総合政策

学部にお移りになっていらっしやいます。

先生は、長年にわたり、金融分野の研究におけるリーダーのお一人として内外に非常に活躍をされたわけですが、我が国の長年の市場改革、金融制度改革、最近の構造改革などの各面にいろいろな形で御関与になられておられます。私なども、昔から審議会等で御指導いただいておりますけれども、現在は、金融審議会の第二部会の部会長として、本日のお話にあるような議論の中心的な取りまとめ役をお務めになっておられます。

それでは、堀内先生、どうぞよろしくお願いいたします。

ただいま御紹介にあずかりました堀内です。

関理事長のお話にありましたように、特に二〇二二、二〇二三年、日本の金融の現場にかなり近いところで仕事をさせていただいた経緯もあって、昨今のいわゆる金融危機についていろいろ知見するところが多かったのですが、私はどちらかというと、大学にいて仕事をする方を好んでおりましたので、そのような観点からしますと、本来もう少し早く知っておくべきであったであろう事柄について、最近、ようやくわかってきたのかなという気もしないではないという状況です。

特に、金融審議会におけるいろいろな議論に参加させていただいておりますが、日本の金融危機については、特に日本の金融システムが持っている特性ときちんと関連づけて、金融危機のメカニズムを理解していくことが非常に重要ではないかと考えています。

そのような観点から見た場合に、少し極端な言い方をしますと、最近のいろいろな議論の中には、日本の金融システムが持っている特性、その容易には変わらないような特性をかなり無視した形の政策論議が横行しているような気もしないでもありません。客観的に金融の仕組みを理解してみると、我々が直面している金融問題の困難性や問題点がもう少しうまく理解できるのではないかとこの気がしてきたわけです。

それで、今日は、「銀行危機と証券市場の機能」というテーマでお話しますが、そのメインメッセージとして、ここにお配りしていますレジュメ（資料・文末）には、「証券市場（資本市場）が十分に円滑な機能を準備できなかったことが金融危機の深刻化の一つの原因である」と書きました。これをもう少し敷衍していえば、金融システムの特性は、かなり金融危機の様相を呈していて、そ

それはそう簡単に変わらないかもしれない。それはまた、日本の金融システムにおける証券市場・資本市場の機能のあり方にもかなり深く関連しているのではないが。少しわかりにくい内容で恐縮ですが、そのような点をできるだけ強調してお話し申し上げたいと思います。

一、融資取引関係を基盤とする 金融仲介機能の特性

(1) 各国における銀行危機

一九九六年にIMFが、かなり包括的な調査を行いました。その調査は、一九八〇年から一九九五々までの一五年間に、IMF加盟国（その当時は一八一カ国の加盟国）の中で、銀行危機をどの程度の深刻さで経験しているかということについて、包括的に調査をしました。それによると、加

盟国一八一カ国のうち一三二カ国について、銀行セクターが多かれ少なかれ危機的状況を立ち至った経験があるというものです。

したがって、銀行危機そのものは日本の専売特許ではなくて、どの国でも起こっているということでもあります。例えばアメリカでもスカンジナビア諸国でも銀行危機があったことは御承知のとおりですし、イギリスでも、軽微だったのですけれどもやはり銀行危機がありました。さらに、オセアニア諸国やアフリカの多くの国々、ヨーロッパの一部の国など多くの国が銀行危機に直面しました。そのような意味で、銀行危機そのものが日本の金融システムの特性を何か反映しているかという点、私はそうは思わないわけです。しかし、日本の場合、銀行危機が起こった後、かなり長期にわたって解決に手間取っています。今でも銀行危機が明確に解決しているとは必ずしもいえない

状況ですけれども、恐らく十年以上にわたってこのような危機と悪戦苦闘している国は、日本以外には余りないのではないかと思います。

そのような意味で、むしろ日本の金融システムの中で重要なことは、「なぜ危機的状況をここまですで長期にわたって解決できないでいるか」ということです。それについては、例えばアメリカの私の友人の学者たちは、「どうも日本の政府や銀行マンがサボタージュしているのではないか。それに対して日本の学者も甘いことをいつているからこういふことになるのだ」といふかなり手厳しい判断をしております。そのような意見に一部の日本の経済学者も賛成しているというのが現在の状況かと思えます。しかし、私はそうでもないのではないかと考えています。つまり、日本の金融システムの特性にかなり重要な原因があつて、そのような特性と絡めて議論すれば、なぜ時間がか

かっているのかということがかなりの程度理解できるのではないかと思います。

(2) 日本の金融システムの特性

それでは、「日本の金融システムの特性とは何か」といふと、アメリカやイギリスなどアングロアメリカンの金融システムと比較して、「銀行の融資を中心にした金融システムである」といふことではないかと思えます。銀行危機の状況が長く続いていても、金融仲介メカニズム全体の中に占める銀行の融資は、非常に高いウエートを持ち続けています。もちろん、質的な変化はありません。

この点については、後で若干触れることになると思いますが、しかし、それにしても、ボリュウムの面でいえば、相対的に、銀行融資、特に銀行と借り手企業との融資関係をベースにした金融仲介が依然として重要な位置を占めている。もちろん

ん、融資関係については、これも決して日本固有のことではなくて、アメリカでもヨーロッパでも見られるわけでありませうけれども、例えばアメリカなどでは、融資関係は、経済システムあるいは金融システムの中の重要性は相対的に小さいものです。さらに、資本市場との関係で見ると、かなり様相が違っていると思います。

それでは、「銀行融資の取引関係をベースにした金融仲介というものの特性は何か」というと、これは理論的には、最近幾つか専門家の間で分析が進んでいます。『単純な『債務契約』（デットコントラクト）を超えたところの取引関係にある金融仲介メカニズムである』といえます。この取引関係は、資本市場をベースにしたアームスレングスの状況、すなわち、資金調達者や金融仲介者、資金提供者、投資家などの関係が、それぞれ市場関係を通じてかなりの距離を置いてお互い同

士で取引をするという状況とは相当違っていると思います。

このようなりレーシヨシップ（我々は「リレーシヨシップ・バンキング」とよくいいます）の特性は、金融仲介に必然的に伴ってくる情報の問題に結び付いています。とりわけ借り手企業の質の問題や借り手企業が資金調達した後でどのような経営を行っていくかという問題（これは「モラルハザード問題」としてよく知られています）があります。さらに、借り手企業が流動性危機、つまり資金繰り困難に陥って一時的な経営困難に直面したときに、それを速やかに処理できるかどうかという問題、その経営的な困難が致命的なものか、それとも一時的なものなのか、回復可能かどうかをいかにして見極めるかという問題です。これは、ある意味では、危機的状況に陥った企業経営を事後的にどう処理していくかという問

題でもあります。

このような問題は、金融システム全体としては、どのような場合にも処理していく必要があるですが、融資取引関係の場合については、銀行と企業との取引関係をベースにして、情報の流れを債務者企業と銀行の間だけに限定し、他の市場には伝えない形で処理する。それを通じて比較的円滑な情報の伝達が行われる。また、取引関係をベースにして繰り返し取引をすることによって、銀行の側では、債務者企業の経営属性等々について、過去からの履歴情報（トラッキング・レコード）を集積できる。さらに、そのような情報がマーケットに流れないということは、債務者企業の経営の内容を正確に認識する者が当該取引先銀行以外には、なかなか存在しないということである。このため、債務者企業の側からいえば、少なくとも理論的にいうと、何らかの折に取引先銀

行を裏切る、あるいは銀行の意に反した経営行動をとる場合には、銀行との取引関係を破壊することにより負わなければならないコストが大きくなる可能性がある。したがって、金融取引関係であれば深刻な問題となるであろうモラルハザード問題は繰り返し取引を限定的に行うということを通じて防止できる。

また、経営困難に陥った企業については、当然取引先の銀行がさまざまな形でコミットしなければならぬという暗黙のオブリゲーションを銀行側は負いますが、そこでは、先ほど申しましたような繰り返し行われる取引に伴って集積した情報をベースにして、当該企業が回復不能な危機的状况にあるのか、あるいは、一時的なりクイディティ・クライシス（流動性の危機）に瀕しているだけなのか、長期的にはゴイング・コンサーンとしての企業の価値を十分維持し続けているの

か、といった判断をよりの確に行うことができる
と考えられます。

企業が危機的状況に陥ったときにどのような形
で処理していくかということは、その時々
の状況によって、臨機応変に、弾力的に当事者
の間で交渉して処理していくことが望ましい
姿なのですが、通常の市場ベースの金融契
約の場合には、なかなか弾力性を持ち得な
いという面があります。

これは経済学では「不完備契約」といわれ
ていますが、どのようなフォーマルな契
約であっても、将来起こり得るさまざま
な状況のすべてを網羅した契約を結ぶ
ことはほとんど不可能に近い。
現実には、我々は、契約上は余り明示
的には触れられていなかったような状
況をしばしば迎える。そのときは当然、
このような状況にどのように対処する
かについて当事者間で相談する。これ
は経済学的には、「リネゴシエーション」
(再交渉)

といえます。そのようなプロセスが円滑に
進まなければ、事後的に生ずるいろいろな
危機的状況、その他の状況を乗り越える
ことはできないとされているわけです。
これは別に金融だけの問題ではなくて、
いろいろなところで起こってくる問題
ですが、そのときに、システムとしてど
こまで伸縮性を維持していけるかとい
うことが非常に大きな課題です。

少し話がずれますけれども、例えば、
最近、道路公団が高速道路建設に向
けていろいろ問題になっています。
これはいわゆるバブル期、あるいは、
それ以前の経済の調子が非常によ
く財政状態もよかつた時期に、さ
まざまな建設計画や年金などの
プランを盛り込んだ政策綱領や大
綱がつくれた。そのときには、日
本の経済がここまで落ち込み、財
政状態がここまで悪くなるという
ことは、あらかじめ読み込まれて
いない。そのような

段階で、ルールや計画がつけられた。これも契約の一種であり、そのような契約の中に、今いったような真に危機的な状況を十分織り込むことができなかった。そのようなルールですから、当然、危機的状况のもとではルールを見直す必要が出てくるということです。

しかしながら、一方では、契約の上では、そのような危機は十分考慮されていなかったわけですから、その契約のもとで利益を得られるであろうと思われる当事者にとっては、条件変更は「とんでもない」ということに当然なるわけです。道路公団の高速道路建設のプランについてもやはり同じようなことがいえる。しかし、日本経済その他の状況の大きな変化を見れば、当然、そのような状況を合理的に反映した形で再交渉する必要があるだろう。そうでなければ、幾ら表面的な契約が結ばれているからといって、そのまま実行すれ

ば、日本の経済にとっては非常に不合理な選択を社会的にしなければならぬ可能性もある。このような状況を金融取引の場合に当てはめれば、企業が経営危機に陥った場合にどのように処理していくかというときには、程度の差はあっても同じような問題が起こる。

このように不完備融資契約を踏まえて、危機的な状況が起こったときには、どのように処理していくかについては、当然、銀行と企業の間で再交渉を行い、状況をできるだけ正確につかまえて、最も望ましいような破綻処理をしていく。ある場合には破綻をさせる。ある場合には救済する。余り美化していることは差し控えるべきですが、日本の銀行の融資関係の中ではそのような機能が一応ビルトインされていたのだと解釈できるのではないかと思います。

このような不完備契約のもとで再交渉の伸縮

性、円滑性をつまく保つことができるという点でも、融資取引関係は他の金融取引契約等に比べて、かなりメリットがあると考えられます。このような機能がうまく働かなかつた場合には、いろいろな意味で相当の苦勞をすることになります。

例えば、一九八〇年代に、少しスケールが違いますが、発展途上国で多額の累積債務を抱えた問題が起こりました。現在でもよくテキストブックなどには書かれている「累積債務問題」です。あのときに、グローバルな意味で一番大きく注目されたのは、多数の債権者たちの間で利害をどのように調整していくかということでしたが、結果として、キャピタルマーケットでは、「損失の分担」が十分円滑に行われないということが如実に示されたと思います。その結果として、関係者の間で混乱が起こり、その後しばらくの間は、発展途上国向けのキャピタルフローがかなり大き

く萎縮したわけです。

この状況は、金融仲介メカニズム全体の効率性という観点から見ると好ましくなく、このような問題を回避するメリットが融資取引関係の中にはあると理論的には考えられている。したがって、融資取引関係は、「単純な『債務契約』（デットコントラクト）」とは区別された金融仲介メカニズムの一形態である」と、やや美化していえば理解できなくはないと思われれます。

ただ、このようなメリットを持った金融仲介形態は、一方ではコストがかかるという欠点があります。実はそのコストが、例えば銀行危機が長引くことに反映されているのではないかというのが私の考え方です。

(3) 貸出債権の不透明性

融資取引関係をベースにする金融仲介の場合に

は、個別企業の経営情報が比較的限定された範囲、特に銀行などに集積されることになり、その中で、それを全くのアウトサイダーである他者が評価するのは簡単ではないということがまず指摘できると思います。したがって、レジメには「貸出債権の不透明性」と書きましたが、「銀行がある特定の企業に対して持っている貸出債権が一体どの程度の価値を持つかをすぐに判断しろ」とアウトサイダーや一般の投資家が求められても、それに答えるのは相当に難しいだろうと思います。

もちろん、これは程度がありますので、例えば国際的に名の売れた超優良企業については、例えばディスクローズされた情報に基づいてキャピタルマーケットの投資家でも十分判断できると思われます。そのような超優良企業の場合には、既にキャピタルマーケットを通じて、あるいは自分たちの業界において確立した名声、レピュテーション

ンがありますので、そのようなものが陰に陽に超優良企業に何らかのレント（利益）もたらしている。したがって、そのような企業は、キャピタルマーケットで十分信用されているので、十分高い格付を獲得し、比較的容易にグローバルなマーケットで資金調達ができる。このような企業に関しては、融資取引関係のメリットはほとんど意味を持たないことになると思います。しかし、そうでない企業も非常に多いわけでありまして、そのようなところでは、当該企業のゴイング・コンサーンとしての価値、あるいは、当該企業への貸出債権の価値をどう評価するかは非常に難しい問題になってきます。

さらに、そのような多数の企業に貸出債権を持っている銀行の経営の健全性をどう評価するかということもかなり難しいと思います。貸出債権の評価の本来的なキャパシティーがそれぞれの銀

行に最も集中しているという状況のもとでは、原理的にいえば、銀行の経営者が一番よくその状況を認識しているということになります。しかし、

不良債権を多額に発生させれば当然利益が減って、自己資本比率が減ることも明らかですので、銀行経営者は都合の悪い情報は隠そうとするインセンティブを当然持つわけです。したがって、これは、規制当局（金融庁）の観点から見ると、かなりやっかいな問題にならざるを得ないのであります。どこまで正確に銀行経営の良し悪しを判断することができるか、ということは決して簡単な問題ではないと私は思います。

したがって、銀行経営に対して健全化を求める非常に厳しい政策を実施するという場合は、場合によってはオーバーキリングになって、銀行の融資活動などを非常に萎縮させる効果を持つ可能性がある。社会的に見て望ましい水準以上に厳しい

状況をつくり出すという可能性もなくはない。そのような難しい問題を内包しています。

(4) 銀行による情報の占有

また、銀行が情報を占有し、企業の側にとって特定の銀行にのみ情報を持たれているということは、別の面でも不都合なことが起こる可能性もある。よく経済学では「ホールドアップ・プロブレム」といいますが、何かの状況の変化に対して、銀行の側が非常に厳しい融資条件をオファーしてきたときに、企業の側がそれを拒否して、他の銀行、あるいはキャピタルマーケットで資金調達したいと考えても、その企業の経営の履歴情報（トランキング・レコード）をきちんと持っている他者がいないということであれば、決して良い条件でキャピタルマーケットから資金調達し、あるいは他の銀行から融資を受けることができないかも

しれない。例えば、強引な融資の「貸しはがし」などという言葉を最近よく耳にしますけれども、そのようなプレッシャーあるいはスレット（威嚇）に対して企業の側が相対的に弱い立場に立つということが考えられる。こういう面のデメリットがあります。

このような融資取引関係の特性は、日本だけのものではありませんが、とりわけ日本の場合には、「不良債権問題」や「経営問題」、「銀行危機のプロセス」などの中でかなり深刻な姿をあらわしてきているということだと思います。

(5) 融資関係と貸出条件の設定

取引関係をベースにした融資の条件についても、いろいろ最近議論されていますが、その主張が本当に正しいかどうか、私は少し疑問に思わないでもありません。つまり、「銀行は信用リスク

を反映した貸出金利を設定していない。これが銀行の経営の危機的状况を反映している」という議論です。確かに、日本の銀行は金利のマージンが非常に薄いわけです。したがって、それをもって引き上げなければ収益が改善しない、とよく経済学者から主張されております。それは確かに一理ありますけれども、しかし、取引関係をベースにした融資を念頭に置いた場合にどのような融資条件が設定されるべきか。この場合、融資取引が、ワンショットの取引ではなく、継続的な取引であるということを考える必要があります。

例えば、あるところで投資家がある企業の発行する債券を買うかどうかを決めると想定します。それをある一定期間だけ保有し、その後マーケットで売却する、あるいは、マーケットがなければそれを期限まで数年、あるいは十年間保有する。そのような場合に、「オファーされるボンドの条

件が当該企業の信用リスクとの関係でどうあるべきか。どこまでデフォルトがあり得るだろうか。

デフォルトの可能性がどの程度であるかを計算して、エクスペクティド・リターン（期待収益）を投資家の側で算出し、この金利だとこのぐらいのエクスペクティド・リターンがあるので買いたい」とか、そのような意思決定する。これはアメリカのキャピタルマーケットで投資家が常日ごろ行っている意思決定であると思います。しかし、融資取引の場合には、どうもそのような形にはならないだろうと思います。銀行の側は、繰り返し取引をしていきますので、ゴーイング・コンサーンとしての企業を念頭に置いています。ワンショットではないわけです。

とりわけ複雑なのは、当該企業が経営困難に陥ったときにどこまでその企業を救うか、あるいはどういう形で清算するかという問題です。実

は、銀行にとっては、どのような確率で当該企業がデフォルトするかということは、銀行がどのようにその債務者企業にかかわっていくかによって決まってくる変数です。この意味で、ボンドマーケットでアームスレンゲスの関係にある発行企業がどの程度の確率で破綻するかを投資家が検討するときのようないわば「客観的な数字」「外生的な数字」ではないのだろうと思います。つまり、自分たちがどのように当該企業にかかわっていくかによって破綻するかどうかも決まるのです。このように、銀行にとっては、「破綻の確率」「デフォルトの確率」は、キャピタルマーケットについての教科書に書かれているような「外生的な変数」ではない。それを外生変数にすべきだということになると、実は、銀行のビジネスモデルをすっかり変えることになる。リレーションシップ・バンキングを持っていることのメリット、デメ

リット両方を全部御破算にして、新しいビジネスモデル、アングロアメリカ的なバンキングビジネスに衣替えるというのが話の筋になると思います。

現状はそうなっておりません。したがって、当然、銀行側の融資の条件は、デフォルトリスクで信用リスクを評価する方式の金利設定にはなっていない可能性があります。また、銀行が融資先の企業から得るリターンは、単純に金利の返済に限定されるものではないと思います。さまざまな金融サービスをパッケージにして、当該企業に対して売ることによってリターンを得るという可能性もあるわけです。このため、表面的な貸出金利を基礎に、当該企業の信用リスクとの関係で金利の高い低いを判断するのは難しいだろうと思います。

仮に、アームスレングスの関係が日本の銀行、

企業の取引関係で行き渡っていると仮定したとしても、私たち大学にいる研究者は、そのような場合に金利を上げれば銀行は収益が上がるとは信じられないのです。ノーベル賞をもらったスティグリッツ教授の論文などによれば、「金利を上げれば、当該銀行の借り手は質が落ちる、あるいは、モラルハザードが深刻になる。したがって、むしろ金利を上げるとは、銀行の収益を下げることになる」というのが理論的な常識になっています。したがって、「金利を上げれば銀行は収益が上がる」というように短絡的に考えることは危険だと思われま

す。融資取引関係の中でいいますと、アームスレングスの、あるいはアングロアメリカ的なキャピタルマーケットにおける条件設定と相当違った設定を行っているということを本当に日本の銀行の経営者たちが真に意図していたかどうかは、よく

わかりませんが、少なくとも論理的にいうと、非常に多面的な条件のもとで融資設定が行われていたと考えられます。そのような点で、最近の融資条件の設定をめぐるエコノミストたちの議論は皮相的な感じがするということであります。

二、融資取引関係と不良債権問題の関連

(1) 銀行の経営統治のあり方

それでは、私が強調するような融資取引関係をベースにした金融における銀行危機というのは一体どのような様相を呈するのか。既に幾つか触れておりますけれども、一つの大きな問題は、銀行の経営内容がなかなかわかりにくくなるということです。もちろん一般企業についても同様のことが言えます。ディスクローズされた情報だけで企

業の経営内容についての確に判断するのは非常に難しいということは確かにいえるわけです。

しかしながら、相対的に見ると、一般企業、特に優良な企業で一部上場されており、しかもグローバルなマーケットで競争しているような企業の場合には、情報の非対称性がそれほど深刻な問題にはならないと考えられる。すなわち、これらの企業に関して、ディスクローズされた情報やそれに付随してマーケットでアナリストたちが様々な形で我々に無料または有料で提供してくれる情報と、企業の内部にいて経営者が持っている情報とを比較すれば、内部の経営者が圧倒的に有利な条件にあり、それに対して、キャピタルマーケットの投資家が圧倒的に不利な条件にあるという「情報の非対称性」の問題については、一般企業の優良企業の場合には、情報の差の「圧倒的」という修飾語はそれほど誇張しなくてもいい。たと

え情報が非対称的であるとしても、優良企業の経営者が優良な資金調達者であるという確立された名声がある程度犠牲にしてまでも、モラルハザード的な、機会主義的な行動をとるといふインセンティブは恐らく少ないであろうと考えられるからです。

これに対して、銀行の場合にはどうなのか。銀行の場合には、貸付債権の質がなかなかアウトサイダーには評価できないので、企業経営者が経営の実体を隠へいしよふと思えばできるような状況が非常にはつきり出てくるであろうと考えられます。そのような場合に、一体誰が企業経営の責任を持つべきか、コーポレート・ガバナンスの構造がどうあるべきかということが大きな問題になるだろうと思います。

銀行の、特に資産の側の質について、かなりの部分が余りよくわからないということになれば、

例えば、銀行に資金を提供する投資家や株主、すなわち、銀行が発行するさまざまな債務を保有するデットホルダーや銀行の株式を保有する株主がどこまで銀行の経営に関与できるかというところ、これは一般の企業の場合よりさらに難しい可能性があるのではないかと思われまふ。銀行が抱えている貸出債権の質の良し悪しが、本当に銀行が自分で申告しているような債権分類どおりになっているかどうかを見極めるのは非常に難しいからであります。

逆に、外部の投資家が、情報を十分持たないけれども非常に強いコントロールライト（経営権）を行使できるような状況になっており、銀行の経営陣が持っているこれまでのトラッキング・レコードを使って、様々な融資決定や借入れ先企業の経営危機に際しての意思決定、すなわち「重要な意思決定」について、アウトサイダーがいろいろ

る口を差し挟むという状況になると、かえって適切な意思決定を困難にする可能性がある。したがって、銀行という株式会社の経営のガバナンス（統治）構造は、好むと好まざるとにかかわらず、経営者のコントロールを強く持たせるといふ形にならざるを得ない。

例えば日本の金融機関、特に銀行は、高度成長期以降これまで、一方で企業に対して安定株主として振る舞ってきた。同時に、銀行自身の株式も、関連する一般企業や関連する生命保険会社等の金融機関に保有してもらった。つまり、「株式の持ち合い」を通じて、ある程度、経営陣が外部のキャピタルマーケットからのプレッシャーを受けないようにする構造を保ってきたと思います。

このような構造は、銀行経営の情報構造、つまり、銀行の貸出債権が非常に不透明であるという状況のもとでは、ある程度の合理性を持った構造

なのです。情報をたくさん持っている者にコントロール（経営権）を与える。通常の法的な観点から申しますと、「商法上の規定では、株主が法的な意味での所有者であるという位置づけが与えられている。したがって、当然、原理的には、株主が企業経営をコントロールするべきであり、そのようになっていないではないか」といったことがコーポレート・ガバナンスの議論ではよくいわれますけれども、経済理論的に考えると、必ずしもそうである必要はない。

つまり、最も効率的な企業組織の経営を実現する上で望ましいコントロール権の分配については、必ずしも商法等の規定にこだわる必要はないのですが、事実上、日本の銀行業に関しては、（これは私の少し飛躍した解釈ですので、すぐ撤回するかもしれませんが）「株式の相互持ち合いを通じた経営者の隔離（エントレンチメント）

は、実は、銀行が保有する資産価値の不透明さということと表裏一体の関係にあり、これは一定の合理性を持ったコーポレート・ガバナンスの構造となっているのかもしれない」と思います。いずれにしても、そのような状況で、銀行の経営者は相当強い権限をコントロールしますが、一方で、キャピタルマーケットの影響からは隔離されているということでもあります。

バブル期以降、それぞれ個々の銀行によって随分違いますけれども、銀行の株式の表面的な価値額（株価）が半減し、あるいは三分の一になり、さらに極端なケースではもっと下がっています。もしキャピタルマーケットの投資家たちが非常に強い権限を持つような状況であれば、銀行の株価が下がったことを理由に銀行の経営者を更迭するということがあっても不思議ではないと思いますけれども、日本の場合には、寡聞にしてそのよう

な例を聞いておりません。不良債権等を抱えて、経営責任をとらなければならぬことはあるかもしれませんが、株価が下がったことを理由に銀行の経営者が退陣を迫られるというようなガバナンス構造にはなっていないと思います。

このことは、ある面では、合理性を持った仕組みではないかとは思いますが、一方、それでいいのかということになると、実はそうでもありません。つまり、それだけ強い権限を持つ経営陣は様々な意思決定をしていくわけですから、彼らは最終的な責任を当然負わなければなりません。経営体としての銀行の経営状況の変化に対して非常に鋭敏に彼らが責任をとっていくというような構造をとらなければ、強い権限を与えたことの反射にならないということです。

このような観点から申しますと、日本の銀行経営のこれまでのガバナンス構造はやはり十分でな

い面がある。つまり、一方で、事実上、非常に強い権限を経営陣に与えるようなガバナンス構造を持ちながら、そのこと自体は銀行の貸出債権の不透明性ということからやむを得ない、それなりの合理性を持った構造ではあるけれども、しかし、そうであるならば、経営陣が絶えず銀行組織としての経営状況について責任を負う、そのことについて非常にビビッドな態度を示す、そのようなことを迫らなければならない。したがって、現実問題としては、規制当局がどこまでプレッシャーを与えるかということが重要であったと思えます。高度成長期以降において、日本の金融当局と銀行との関係で、経営者の経営状況についての責任がどのように裁かれてきたのかということが問われるべきではないかと思いますが、私は、そのような経営統治上の問題を日本の金融システムが十分解決してきたとはいえないように思いま

す。それが、銀行危機が発生してくる発端としてはかなり重要なファクターの一つになったのではないかと思えます。

(2) B I S 比率の信頼性

しかし、ここではそのような問題には余り立ち入らずに、なぜ危機的な状況が長引いているかということを少し考えてみたいと思います。レジュームでは、「B I S 比率はなぜ当てにならないか」という項目が次に出てきます。

これは非常にわかりやすい話ではないかと思いますが、銀行の貸出債権が非常に不透明だということになりますと、バランスシート全体として考えて、銀行がどの程度の自己資本を持っているかを評価するのも非常に難しいということにならざるを得ません。

実際、我々研究者は、例えば、個々の銀行の

B I S 比率を説明変数にして銀行のパフォーマンスや行動を説明しようといういろいろ努力するのですが、統計的に見ると、B I S 比率は相当当てにならないくて、何かよくわからない動きをしています。とても説明力を持つ変数とはいえない。

例えば、既に破綻した大きな銀行が、その直前まで、少なくともB I S 比率を見ると非常に高い数字を示しているということがあったわけです。

北海道拓殖銀行は、一九九七年につぶれるわけですが、九七年三月時点において示されたB I S 比率は都市銀行の中で一番高い水準だったと思います。日本長期信用銀行についても同様のことはいえるだろうと思います。したがって、今日では、少なくともB I S 比率だけで銀行の経営の健全性を推し量ることはとてもできない状況になっっていると思われれますが、これは先ほどの貸出

債権の不透明性と関連していると思います。

銀行の経営者は、都合の悪い数字はできるだけ隠蔽しようという、まあ括弧つきですが、「合理的な」インセンティブを持つわけです。しかも、アウトサイダーがその実体をなかなか把握できないとなれば、銀行が計上する不良債権の額、あるいは、それと間接的に影響してくる自己資本の比率などもかなり当てにならない可能性が出てくることになります。

そのようなことが、実はどうも日本だけではなくて、他の国でも若干あるようです。現在、B I S では、B I S 規制について幾つかの見直しをしておりますが、貸出債権が融資取引関係を通じて生み出されるという状況のもとでは、貸出債権の質の不透明性があるため、「B I S 比率のような客観的な数字はあまり当てにならない」という状況を払拭するのは、か

なり時間がかかる難しい問題ではないかと思えます。

(3) 貸出債権の証券化の困難性

次に、「貸出債権の証券化」の話をしませう。アメリカのテキストブックなどを見ますと、「ローンセル（貸出債権の売却）は、金融機関のリスクマネジメントの重要な方法の一つである」と位置づけられています。銀行は、自分のバランスシートで貸出債権を抱えるのか、それとも、貸出債権を創設して、一定のフィーを確保した上で一般の投資家に売却していく方法をとるのか、それによって銀行本体が抱えるリスク、貸出債権に伴う信用リスクは随分違ってきます。そのような選択があります。したがって、ローンセルをうまく伸縮的に使っていくことが、銀行のリスク管理の重要な方法の一つであるということがアメリカの教

科書では書かれています。

では、日本はどうかということですが、もし仮に、私が申しましたような貸出債権の不透明性が深刻であれば、このローンセルはかなり難しいであろうといわざるを得ないと思います。つまり、一般の投資家にとって、銀行が創設する貸出債権の一般的な評価を与えるのは非常に難しいということになる。したがって、銀行が貸出債権を積極的に売却していくとして、仮に明確に破綻した銀行の担保を処理していくための債権の売却である場合には、これは、もはやゴーイング・コンサーンとしての企業の価値を問題にしないわけですので、余り大きな問題はありません。このような債権は日本でも随分売られています。現在、日本ではバルクセル等を通じて銀行が多額の貸出債権をようやく売却するようになってきていますが、その大半は、実は、ゴーイング・コ

ンサーンとしての企業の価値を確かめる必要性が乏しいようなローンではないかと私は理解しています。

したがって、このような種類の貸出債権については日本でも売れますけれども、問題は、ゴーイング・コンサーンとしての企業がどの程度価値を持つのかを推し量ることが必要であるような貸出債権をどこまで証券化できるかということです。

もし仮に貸出債権が不透明であれば、残念ながら、マーケットビリティはかなり限定されることとなりますので、相当いろいろな仕組みをつくっていかない限り証券化はスムーズには進まない可能性があると思います。

(4) 銀行危機に対する政策当局の対応

このため、どうしても日本の銀行は、貸出債権をバランスシートの上でできるだけ残しながら何

とか危機的状況をしのぐという戦略をとる傾向が出てきました。それが長く続いたということだと思います。そのような貸出債権が持つ不透明性が、日本の銀行の危機的状況の処理をなかなか円滑に進めさせないことの原因になっているのではないかと考えられます。

このことは、政策当局の政策にも反映しているのではないかと思います。アメリカも一九九〇年代前後に銀行危機がありました。また、S & Lの危機もありました。S & Lとコマーシャルバンキングでは、アメリカの場合には処理が違っておりました。S & Lの処理は長期間にわたりましたが、コマーシャルバンクの場合には、銀行危機が非常に短期間に終息して、かなりスムーズに処理されたと思います。

日本とアメリカの違いは、融資取引関係をベースにした金融仲介が、金融システム全体の中で占

める重要性がどの程度大きいかということにあると思います。当然アメリカにもリレーションシップ・バンキングはありますけれども、そのウエートは相対的に小さいです。非常に名の知れない中小企業、零細企業も、場合によれば、ジャンクボンドマーケットなどを通じてキャピタルマーケットにアクセスできる、そのようなファシリティーがないわけではない。コマースヤルペーパーのマーケットが銀行貸出に匹敵する規模にまで発達しているということもあります。

ところが、日本の場合には、相対的にいって、融資取引関係をベースにした金融仲介が長く重要なウエートを占め続けてきていますので、先ほど申し上げたようなデメリット、メリットの両方を抱えて金融システムが動いてきました。銀行が経営破綻をした場合には、取引先の企業は当然他の

銀行に融資を依頼せざるを得ないということになります。そのときに、当該借り手企業他の銀行に対して、極端に言えばゼロから融資条件の設定をお願いして、新たに取引関係を構築することが必要になります。これは非常にコストがかかることです。そんな円滑には融資の切替えができるわけではありません。このように資金調達企業は銀行融資に強く依存せざるを得ないということです。ですから、銀行危機が起これば、資金調達の面から、債務者企業にネガティブな影響を与える可能性があります。

一方、銀行危機そのものは、当然、实体经济の悪化を反映しています。日本経済が長期にわたって低迷していることも、実は銀行危機が長期に長引いていることのもう一つの原因です。銀行危機と債務者企業の経営状態の困難さの増大、それが实体经济へ及ぼす悪影響、さらには实体经济の低

迷から銀行危機への発展、そのような悪循環が起りやすいわけです。

もし仮に金融システムの中に、キャピタルマーケットが銀行の融資にかわつてある程度機能するという条件を用意しているような経済システムであれば、そのような悪循環の程度は小さくて済むだろうと思います。銀行セクターが全体として危機的状况に陥つたとしても、債務者企業はキャピタルマーケットから何らかの形で資金調達ができるだろうと考えられるからです。

銀行危機と实体经济の悪循環がかなり深刻に起こり得る、あるいは現に起こっている経済では、政策当局はどのような判断をすべきか。非常に難しい問題にさらされることになり得ます。一方では、銀行経営をできるだけ早急に立て直して、銀行危機という状況から脱却することが必要だということとは当然考えられます。それによって悪循環

を切り抜けることはできません。

しかし、それを実現するために、例えばハードランディング・シナリオはどこまで適用できるだろうか。つまり、非常に厳しい条件を銀行側に突きつけて、場合によれば、銀行セクターが一時的に機能不全に陥り、それを国家でテークオーバーしていく。日本の金融当局も、政府も部分的にはそのような政策をとつたわけですから、これを大々的に行うような政策が銀行危機を解決する上で有効でしょうか。一方では、銀行危機から早急に抜け出したい。しかし一方、銀行が機能不全に陥れば、それは实体经济に非常に大きな影響を与えるということもどうも確からしい。

そこで政府は、両義的であいまいな政策運営へ進まざるを得ない。一方で、非常に厳しい経営改善を銀行の側に求める。他方で、銀行が経営状態

の改善について、現状のままでも何とかしのげるような手だてをいろいろ尽くす。そのような政策が画面から政府によって打ち出されるといふことも大いに考えられるわけです。

そのようなアンビバレントな、非常に厳しい経営改善を銀行に求める一方で、例えば税金の繰延資産の評価をめぐるかなり甘めの政策とか、あるいは、これまでも銀行がさまざまな形で資本増強する上で政府が暗に支援してきたような支援策については、非常に厳しく物を見る、特に若い経済学者からは、「とんでもない間違いではないか」という批判があります。しかし、銀行危機と実体経済の悪化という悪循環が深刻であればあるほど一方でそのような甘めの政策運営が政策当局にとって必要だと感じざるを得ないという面が生じてくる。これは日本固有のことではなくて、多くの国で、仮に悪循環の

もとにさらされた政策当局が、恐らくとらざるを得ないような政策ではないかという気がします。

そのように解釈しますと、いいかどうかは別ですが、少なくともこの十年間ぐらいの日本の政府の非常に両義的、アンビバレントな政策運営の経緯も、日本の金融システムが持っている特性と結びつけて理解することができると思います。

(5) 企業部門の資金余剰の持つ意味

また、一部の経済学者は、特にここ数年の間は、日本の企業部門は、資金循環の上ではかなり資金余剰になっていることを指摘しています。「政府、金融庁などは、銀行機能の回復を非常に重要な政策課題にしているが、銀行機能を早急に回復しなければならぬ論理的必然

性はないのではないか。もはや多くの企業は、中小企業を含めて資金余剰の状態にあり、銀行が多少弱つていても余り関係ないといえるのではないか」という考え方です。これについては、私は統計の解釈の仕方が正確ではないように思います。

つまり、銀行と企業との間の融資関係を通じて、企業は、従来であれば、運転資金の供給、あるいは一時的な経営危機、つまり流動性危機に対する銀行側の支援をかなり当てるにすることができている状況にあった。そのような状況のもとでは、非常に大胆に資金を長期的な投資に固定させて、必要がある流動性は絶えず銀行の側からの短期的な融資で借り繋ぐ。これによってゴーイング・コンサーンとしての自分たちの経営基盤を維持してきたのだと思います。

ところが、昨今は、銀行危機を通じて、銀行が

不良債権の処理、経営の立て直しに非常に強い圧力を加えられるようになったという事実があります。そのために、しばしば借り手企業に対して非常に強い返済要求や貸し渋りなども起るようになってきている。場合によれば、借り手企業の側からは、流動性の供給などに齟齬を来す可能性があるという心配が出てきた。

そこで、企業は自己防衛のために、銀行の融資に依存しない体質をつくっておく必要がある。また、自前で流動性を保全する必要があるので、手厚く流動的な資産を手元に保有しようとする傾向が出てくる。これはマネーフローのレベルからいえば、資金余剰の状況ができてくるということですよ。

このことが、实体经济にネガティブな影響を与えなければ問題は無いのですけれども、恐らく次のような問題が起こるだろうと思います。つま

り、企業は、従来であれば、運転資金の不足があっても、銀行の短期融資に依存できればロールオーバーすることができて、それで経営を回すことができた。しかし、運転資金を短期的に銀行に借りようとしても、銀行の側がそのような余力を持たないか、あるいは、そのような意欲を持たない場合には、運転資金の不足が原因で下手をすれば不渡りを発生させて破綻になりかねない。そのような状況に直面した場合には、企業は、迂闊に長期的な投資プロジェクトに資金を固定させることはできないと考えるかもしれない。

このような場合、資金を長期的に固定させて、流動性は銀行融資に依存しようという非常に合理的な経営形態は、それだけ破綻の危機、流動性危機を招くリスクが大きくなります。その流動性危機は、従来であれば流動性危機として認識され

て、ゴーイング・コンサーンとしての企業は生き延びることができたわけですが、昨今のように非常に厳しい状況になると、危険性が高まるということになる。このため、企業は、できるだけ警戒的な資金繰りをしていくことになり、一部には、収益性が十分高い可能性がある長期プロジェクトへの投資を差し控えるかもしれないという問題、そのような実体経済へのネガティブな影響が、実は企業部門の資金余剰という現象の背景にはあるかもしれないと思います。この点については、統計的に見極めるのは非常に難しいだろうと思いますが、そのような銀行機能の不全というものを日本経済が抱えているとすれば、銀行の機能ができるだけ回復していく努力が政策的にも必要になるとい意味において、金融庁が主張しているような政策の方向は正しいだろうと考えます。

三、証券市場の機能強化の重要性

もう少し長期的に見た場合はどうか。結局、銀行が不透明な貸出債権を抱えながら銀行経営をしているという姿は、金融システムの中で相対的に資本市場の機能が十分でないということを反映している面があると考えます。キャピタルマーケットで企業が資金調達を行う状況になれば、もちろんリレーシオンシップ・バンキングが依然として存在するとしても、かなりバランスがとれた金融システムの動きがでてくるだろうと思います。また、銀行の貸出債権の売却のメカニズムなども、幸か不幸か、銀行の危機的状况を反映して、まだ実験的段階であると思いますが、かなりのボリュームで売り出されるようになり、貸出債権のインフラストラクチャーを整備する動きを既

につくり出しています。このような動きが、長期的には銀行の債権の証券化という方向を本格的に進めていくに違いないと楽観的には考えています。

これらを踏まえて、十年くらいのタイムで日本の金融システムを展望すると、相当違った姿が浮かび上がってきます。また、そのような方向に我々は金融システムの改善を図っていく必要があるだろうと思います。

ただ、私の話の冒頭に申しましたように、「情報の不完全性がかなり深刻であるような経済においては融資取引関係をベースにした金融仲介は高いメリットを持つ」ことを考えますと、日本の中小零細企業を中心とした金融のメカニズムの中では、融資取引関係をベースにしたリレーシオンシップ・バンキングの機能は依然として今後も続くでしょうし、そこはそこで非常に合理的に問題

を処理していくような工夫が今後も必要になるの
だろうと思います。

昨今、銀行経営の立て直しをめぐって、かなり
ドラスチックな提案がいろいろなされております
けれども、その中には、リレーションシップ・バ
ンキングが持つメリットも破壊してしまうかもし
れないような提案が幾つか出ているように思っ
ます。信用リスクを単純に上乗せする金利マー
ジンの設定については、優良企業に関しては可
能であり、特に上場企業の場合には、ディスク
ローズされた情報等々を使ってある程度可能か
もしれません。しかし、中小零細企業に関して
は、信用リスクの評価は、それぞれ個々の銀行
が独自に行う「インハウスの情報」であるにす
ぎず、それをオープンなキャピタルマーケット
に利用できるかどうかについては、依然として
疑問符がつくような質のものではないかと思っ

ます。

信用リスクをどのようにとるのかという非常に
単純だが、難しい問題があり、それを反映した金
利設定を行うという提案についてはどこまで意味
があるのか、もう少し深く考えてみる必要がある
のではないかと思います。そのような提案は実際
問題としてすぐに機能しないのではないかとい
う懸念を持っています。

与えられた時間が来ました。一応ここでお話を
終わりたいと思います。もし御質問があればお受
けしたいと思います。

どうもありがとうございました。(拍手)

関理事長 堀内教授のお話から、示唆に富む御指
摘がいろいろあったと思いますが、何か御意見、
御質問等がございますでしょうか。

質問者 銀行がクレジットリスクに応じて金利を

高めても、収益は必ずしも上がるわけではないというお話のところですが、それは、クレジットリスクの評価が甘くて、クレジットリスクを十分カバーする金利の上乗せができないのか、それとも、金利を上乗せすることによって中小企業の経営が立ち至らなくなつて、中小企業が結局収益を生み出せなくなるということなのかというのが質問です。

それから、印象なのですから、リレーショナルシップ・バンキング・システムは非常に重要だと思つております。それで、先生がおっしゃった話の構造としては、銀行の経営者が資産の評価について十分情報を持つている、外部の株主等は十分持つていないという前提でお話しなされたわけですが、場合によれば、銀行の経営者も資産について十分情報を持つていないという場合がもっと現実なのではないか。

というのは、いわゆる担保主義のもとで、収益性を余り考えない形で貸出が多くなつている。

したがつて、それぞれの貸出がどの程度の収益を与えるか、あるいは、逆にいえば、どの程度の倒産確率があるかが十分に把握されていない。このため、ガバナンスの問題よりも、まず銀行の資産評価能力が大前提であつて、それが高まることによつて、逆に直接金融市場でも債権の流動化等が進むのではないか。そのような印象を受けました。

堀内 まず、最初の、信用リスクと金利引上げの関係ですが、銀行が多くのお金を貸さなければいけないという場合、ある程度は信用リスクのクラスができるだろうと思ひます。しかし、個々の銀行において非常に詳細な信用リスクを分類するのは困難だろうと思ひます。

借り手として余り名の知れていないような企業

や新規創業の企業等に関していえば、実質的にはさまざまなリスクを持つ企業が銀行の窓口に来るに違いない。そのときに、金利を上げることになれば、比較的優良な借り手、つまり返済の意欲があり、いいプロジェクトを持っているような企業は、そんなに厳しい条件では借りたくないということになる。むしろ、モラルハザード的行動をとる傾向がある企業やそのような動機を持っている企業、あるいは経営上、外には知られていないものの既に問題を抱えていてかなり資金繰りが苦しいような企業、このような企業がむしろ残ってしまう可能性がある。これはアドバース・セレクションといいますが、これが生ずる場合には、金利を引き上げるとは、質の悪い、結果的にはデフォルトの確率を高めてしまう結果になり、かえって銀行の収益は下がってしまう可能性がある。

また、金利が高くなるということを通じて、借り手企業の機会主義的、あるいはモラルハザード的なインセンティブを高める可能性もあることは、ステイグリッツ教授などから指摘されている点であります。そのようなインセンティブ効果によって生ずる問題を私は注視しました。

そのようなインセンティブ問題とは直結はしなけれども、今御指摘になったように、相対的に高い金利を設定することによって、中小企業の一部などには返済ができなくなる可能性がある企業も出てくる。そのような点で、少なくとも表面的には損失が銀行の側に発生するという可能性はもちろんあります。しかし、私が強調したかったのは、前者のようなインセンティブ効果の方であります。

次に、経営者の能力に関する問題については、実際、金融審議会の下に設けられた「リレーショ

ンシップ・バンキング」のワーキンググループにおいていろいろ議論しました。そこで指摘されたのも実はそのような点でありました。論理的に言えば、融資取引関係は金融仲介の一形態として、いくつかのメリットがあつて、その中に「情報の集積効果を通じて銀行の経営者が他者に比較してより多くの情報を得る」というメリットがあるということをも指摘しました。しかし、当然銀行の経営者の側にそのような情報をきちんと使うというインセンティブがなければ、宝の持ち腐れ、あるいは、そもそもそのような宝を掘り出さないことになる可能性もあります。

担保主義についても、実は、リレーションシップ・バンキングについてのワーキンググループの中で議論がありました。一概に「担保主義が不合理なものである」といふ言い方はできないだろうと思ひます。つまり、担保を借り手側が差し出

すということを通じて、実は借り手がきちんと融資の返済をするインセンティブを持つということを示すシグナルになるような効果ももちろん考えられますし、情報が不完全な場合で、しかも、先ほど申しましたようなメリットを生かすような取引関係の場合でも、担保が十分有効な機能を果たすということは考えられなくはありません。

ただ、御指摘のように、中小企業経営者などにヒアリングをした感じを申し上げますと、少しバリエーションがあるかもしれませんが、日本の担保主義が必ずしも合理性を持っていない面があるという指摘がかなり多くありました。したがって、その点は、私が冒頭に申しましたような金融仲介のある種の合理性を持った形態としての融資取引関係が、日本の経済の中で実は完全には生かされてこなかった面もある。特に中小零細企業に関して

は、そのような不合理性に関する不満がこれまでかなり鬱積してきたということもあるかと思いません。

したがって、私の話につけ加えるとしますと、融資取引関係を基盤としつつ十分合理的な機能を備えた金融仲介メカニズムを樹立することが日本の経済にとつては必要ではないか。当面、中小企業に関しては、これはアメリカでもヨーロッパでも似たり寄ったりですけれども、やはりいわゆるリレーシオンバンキングを通じた金融仲介のウエートが大きくならざるを得ない。その部分を従来に増して合理的なものにするという努力をむしろ銀行危機を契機にすべきであって、それと同時に、成熟したキャピタルマーケットとがリレーシオンバンキングと良好なバランスを保つようなシステムを早急に確立すべきだと思います。

関理事長 時間もまいりましたので、本日の講演会はこれで終了させていただきます。ありがとうございました。

(ほりうち あきよし・中央大学教授)

本稿は、平成十五年九月二十四日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。

堀内昭義氏

略歴

- 1967年3月 東京大学経済学部経済学科卒業
1973年3月 東京大学大学院経済学研究科理論経済学・経済史学専門課程
博士課程単位取得退学
1969年4月 財団法人国民経済研究協会研究員
1973年4月 横浜国立大学経済学部助教授
1978年4月 一橋大学経済研究所助教授
1984年4月 東京大学経済学部助教授
1986年1月-2002年3月 同上 教授（大学院経済学研究科教授）
1998年4月 同上経済学研究科附属日本経済国際共同研究センター、センター長
1999年10月-2001年9月 東京大学大学院経済学研究科科長（経済学部長）
2002年5月-2003年3月 大学評価・学位授与機構評価部教授（併任）
2003年4月 中央大学総合政策学部教授、現在に至る。

ブルッキングス研究所（アメリカ）客員研究員、日本銀行金融研究所客員
研究員、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス客員教授、オースト
ラリア国立大学客員教授、日本金融学会会長を歴任
現在、日本銀行金融研究所顧問、日本銀行参与、金融庁金融審議会第二部
会部会長、日本学術会議会員（第19期）

主要著書

- 『日本の金融政策：金融メカニズムの実証分析』、東洋経済新報社、1980年
（1980年度 日経図書文化賞受賞）。
『日本経済のマクロ分析』、東京大学出版会（編著）、1987年
『金融論』、東京大学出版会、1990年。
『国際経済環境と経済調整』、アジア経済研究所（編著）、1990年。
『大蔵省財政史・金融』、東洋経済新報社、1990年。
『国際経済環境と経済調整』、アジア経済研究所（編著）、1990年。
『累積債務と財政金融』、アジア経済研究所（編著）、1991年。
『現代日本の金融分析』、東京大学出版会（編著）、1992年。
『講座・公約規制と産業：金融』、N T T 出版（編著）、1994年。
『発展途上国の金融制度と自由化』、アジア経済研究所（編著）、1997年。
『金融システムの未来』、岩波新書、1998年。
『日本経済と金融危機』、岩波書店、1999年。
『マクロ経済と金融システム』、東京大学出版会（編著）、2000年。
その他英文・邦文論文多数

(資料)

銀行危機と証券市場の機能

はじめに

不良債権問題を契機とする銀行危機は、長期にわたって日本経済に暗い影を投げかけてきた。どうして日本は銀行危機を短期間の間に処理できなかったのか、またどうして銀行危機は日本経済に深刻な影響を及ぼしてきたのか。この問題を、日本の金融システムの構造上の特性、とくにリレーションシップ・バンキングの経済分析と関連づけて考察することが私の議論の狙いである。私の最も基本的なメッセージは「証券市場（資本市場）が十分に円滑な機能を準備できなかったことが金融危機の深刻化の一つの原因である」ということである。

1. 融資取引関係を基盤とする金融仲介機能はどのような特性をもっているか
 - (1) 貸出債権の不透明性
 - (2) 銀行による情報の占有
 - (3) 融資関係と貸出条件の設定
 - (4) 融資取引関係の限界

2. 融資取引関係は不良債権問題とどのように関連するか
 - (1) 銀行の経営統治はどうあるべきか？
 - (2) BIS 比率はなぜ当てにならないか？
 - (3) 貸出債権の証券化はなぜ難しいのか？
 - (4) 企業部門の資金余剰は何を意味しているのか？
 - (5) 健全経営規制の強化は銀行危機を解決するか？

3. むすび—日本経済にとって証券市場の機能強化はなぜ重要なのか？