

機関番号：34304

研究種目：研究活動スタート支援

研究期間：2009～2010

課題番号：21830037

研究課題名（和文）貸出市場の資金再配分と景気変動に関する実証分析

研究課題名（英文）An Empirical Study of the Credit Reallocation and Business Cycle

研究代表者

坂井 功治 (SAKAI KOJI)

京都産業大学・経済学部・助教

研究者番号：80548305

研究成果の概要（和文）：本研究では、日本における貸出市場の資金再配分の時系列推移について検証を行った。その結果、(1) 貸出市場の資金再配分が経済成長率に対して無視できない影響を及ぼしていること、(2) 貸出市場の資金再配分と資本ストックの資源再配分は密接に関係していること、(3) 1990年代の貸出市場の資金再配分の非効率性は1980年代はじめから水面下で進行していたこと、が明らかになった。

研究成果の概要（英文）：This study investigates the time-series properties of credit reallocation in Japan. As results, the followings are found: (1) Credit reallocation has a sizable effect on economic growth. (2) Credit reallocation is closely related with capital stock reallocation. (3) Credit misallocation which emerged in the 1990s has already started from the early 1980s.

交付決定額

(金額単位：円)

	直接経費	間接経費	合計
2009年度	1,000,000	300,000	1,300,000
2010年度	900,000	270,000	1,170,000
年度			
年度			
年度			
総計	1,900,000	570,000	2,470,000

研究分野：社会科学

科研費の分科・細目：経済学・財政学・金融論

キーワード：金融論、金融市場、貸出市場、資金再配分

## 1. 研究開始当初の背景

近年の理論研究においては、金融市場とりわけ貸出市場の資金再配分が、マクロ経済の景気変動において重要な役割を果たすことが明らかになりつつある。日本の金融市場の資金再配分については、特に1990年代の実体経済の長期停滞と関連して、金融市場のうち、とりわけ貸出市場の資金再配分の非効率性が実体経済の資源再配分の非効率性をまねき、最終的に実体経済の長期停滞に大きな影響を及ぼしたとする議論が注目を集めた。

この1990年代の貸出市場の資金再配分の非効率性は、追い貸し、あるいはゾンビ貸出と呼ばれ、おもに銀行部門がバブル崩壊後に直面した不良債権問題と自己資本制約を契機として、生産性の低い部門へと資金が流入し滞留する現象として捉えられる。

1990年代の貸出市場の資金再配分の非効率性に関しては、さまざまな実証研究による多くの証左が得られている。たとえば、星(2000)、笛田(2000)は、産業レベルの貸出データを用いて、1990年代に貸出が生産

性の低い不動産産業に流入し続けていた事実を示し、杉原・笛田（2000）、関根・小林・才田（2003）、Hosono and Sakuragawa（2003）、Peek and Rosengren（2005）は、銀行レベルあるいは企業レベルの貸出データを用いて、1990年代に貸出が生産性の低い、あるいはリスクの高い企業に流入していた事実を示している。また、Caballero, Hoshi and Kashyap（2008）は、企業レベルの貸出データを用いて、1990年代に金利減免によって延命させられた生産性の低いゾンビ企業の存在が、生産性の高い企業をクラウドアウトし、最終的に産業全体の生産性に負の影響を及ぼしていた事実を示し、大谷・白塚・山田（2007）は、産業別の貸出データを用いて、1990年代の貸出市場の資金再配分の歪みが、実体経済の資源再配分の歪みを通して、実体経済に負の影響を及ぼしていた事実を示している。

## 2. 研究の目的

以上の議論は、いずれも（1）1990年代の貸出市場の資金再配分に非効率性が存在したこと、（2）1990年代の貸出市場の資金再配分の非効率性が実体経済の資源再配分の非効率性を通して、最終的に実体経済に負の影響を及ぼしたこと、を示唆するものであるが、（1）貸出市場の資金再配分の非効率性は実際にはどの時期からどのように顕在化したのか、（2）貸出市場の資金再配分の非効率性はどの程度の規模で実体経済に影響を及ぼしていたのか、（3）貸出市場以外の金融市場、たとえば社債市場や株式市場の資金再配分はどのように機能していたのか、（4）金融市場の資金再配分は実体経済の資源再配分とどのように関わり、実体経済にどの程度の規模の影響を及ぼしていたのか、といった点については必ずしも明らかにされていない。

本研究は、以上のいくつかの問いをふまえ、金融市場の資金再配分の本質的な定義について再度検討を行うとともに、そこから得られた資金再配分指標の推移を詳細に分析することによって、近年の日本の金融市場の資金再配分の性質について新たな知見を得ようとするものである。特に、本研究の最終的な目標は、1990年代の貸出市場の資金再配分の非効率性が顕在化した具体的な時期とその要因、実体経済への影響の規模、他の金融市場（社債市場、株式市場）の資金再配分との関連性、実体経済の資源再配分との関連性、といった点について、新たな事実を得ることにある。

## 3. 研究の方法

生産要素が部門間で自由に移動可能でない不均衡経済における成長会計モデル（Syrquin, 1984, 1986）にもとづき、金融市

場の資金再配分指標を導出するとともに、財務省『法人企業統計』の四半期データを用いて、1980年から2007年までの日本の金融市場の資金再配分の推移について分析を行った。

## 4. 研究成果

本研究で得られたおもな結果は以下である。（1）金融市場の資金再配分効果は資本ストックの資源再配分効果を上回る水準と変動を示し、経済成長率に対して無視できない影響を及ぼしていること、（2）資本ストックの資源再配分効果と金融市場の資金再配分効果は密接に関係しており、特に1990年代については、貸出市場の資金再配分の非効率性が資本ストックの資源再配分の非効率性をまねき、最終的に経済成長率に負の影響を及ぼしていたこと、（3）1990年代における貸出市場の資金再配分の非効率性と資本ストックの資源再配分の非効率性は、1990年代に入っただけで顕在化した現象ではなく、1980年代はじめから限界生産性の低い産業で貸出や資本ストックが増加し続けるという形で、その歪みは水面下で進行し続けていたこと、（4）1990年代に入って、その歪みに加えて、限界生産性の高い産業の貸出や資本ストックの増加が失速し減少に転じるという歪みが加わることによって、1990年代に貸出市場の資金再配分の非効率性と資本ストックの資源再配分の非効率性が一気に顕在化したこと、である。

以上の事実は、1990年代の貸出市場の資金再配分の非効率性と、それに伴う実体経済の資源再配分の非効率性、そして実体経済への負の影響という現象が、1990年代にはじめて生じたものではなく、むしろ1980年代はじめから、貸出市場の資金再配分と資本ストックの資源再配分は、限界生産性の低い産業で貸出や資本ストックが増加するという歪みをその水面下に常に孕み続けてきたことを示すものである。また、この背景では、貸出市場だけでなく1980年代の社債市場や株式市場も重要な役割を果たしていたこと、1980年代の金融自由化、株価や地価の上昇、企業の資金調達構造の変化、バブル期の景気拡大、1990年代のバブル崩壊と景気後退、銀行部門の不良債権問題と自己資本制約といったさまざまなマクロ要因、制度要因が複合的に作用していたこと、もまた重要な点である。

本研究のもつ政策的含意は以下である。そもそも金融市場の資金再配分に対して政策当局が政策介入すべきかどうかという点についてはさまざまな議論がありうる。たとえば、標準的な経済理論にしたがえば、政策当局による金融市場の資金再配分への政策介入が正当化されるのは、金融市場の不完全性

に起因する深刻な資金制約や資金配分の歪みが存在する場合においてのみである。しかしながら、過去の現実を目を向けた場合、金融市場の資金再配分に関して政策が果たした、あるいは果たすべきであった役割は非常に大きいと考えられる。たとえば、1980年代には不動産関連の貸出が拡大し続け、これがその後の地価バブルの生成と崩壊を生み出すことになる。これに対しては、1990年に大蔵省による不動産関連融資総量規制が導入され、銀行の不動産関連貸出に制限が加えられたものの、本規制については実施時期が遅すぎたとの指摘が多く存在している。本研究のデータにおいても、限界生産性の低い不動産業で貸出が突出して増加し続け、これが貸出の再配分効果の悪化に大きく寄与し続けるといった異常な現象は1980年代はじめから観察されており、この現象が実体経済の観点からは説明のつかない非効率かつ異常な現象であったことが示されている。また、1990年代には銀行部門の不良債権問題と自己資本制約が深刻化し、限界生産性の低い産業に貸出が流入し滞留し続ける追い貸しやゾンビ貸出といった現象が生じるが、このような現象が1990年代を通じたかなりの長期間続いた背景には、不良債権の分類・開示ルールの不整備、銀行に対する検査・考査の甘さが存在したとの指摘が多く存在している。

すなわち、金融市場の資金再配分について、実体経済の観点からは説明のつかない非効率性や異常性が長期間にわたって続いている場合には、その背後には市場参加者の誘因や市場規律の歪みが必ず存在しているはずであり、それを放置しておくとはバブルの生成や崩壊、景気停滞の長期化といった実体経済に対する無視できない負の影響を引き起こす可能性がある。したがって、このような市場参加者の誘因や市場規律の歪みが存在する状況下では、政策当局は速やかに市場に政策介入する必要がある。しかしながら、上述のとおり、標準的な経済理論にしたがえば、金融市場への政策介入はあくまでも最終手段であり、安易な政策介入は市場の資金再配分をさらに歪めることになる。したがって、政策当局のより重要な使命は、市場参加者の誘因や市場規律が歪み、資金再配分が歪むような状況を事前に防ぐためにさまざまな規制や制度をあらかじめ整備しておくことにある。現在の日本においてこの役割を担うのは、おもに金融庁や日本銀行によるプルーデンス政策ということになるが、プルーデンス政策に求められることは、政策当局が金融市場の資金再配分について常に監視を行うとともに、実体経済の観点からは説明のつかない非効率性や異常性が長期間にわたって持続する場合には、融資規制などのバランスシート規制によって市場の資金再配分に

速やかに政策介入すること、そしてより重要なことは、政策当局が事前に金融市場の規制や制度を整備し、市場規律や市場参加者の誘因を安定的に維持するとともに、金融市場の資金再配分を効率的かつ安定的に機能させることにあるといえる。

最後に本研究の意義と貢献をまとめると、本研究はこれまで必ずしも明らかにされてこなかった、(1)貸出市場の資金再配分の経済成長率に対する影響の大きさ、(2)貸出市場の資金再配分と資本ストックの資源再配分の関係性、を明らかにした点において意義があるとともに、1990年代における貸出市場の資金再配分の非効率性が、実は1980年代のはじめから水面下で進行しつつあったことを示した点において意義をもつ。

本研究は、タイトル「金融市場の資金再配分」として論文にまとめるとともに、現在学術誌に投稿中である。また、貸出市場の資金再配分を分析した論文のうち、中小企業向け貸出市場の資金再配分の効率性を検証した論文、貸出市場の資金再配分への政府介入の影響を分析した論文、貸出市場における銀行の価格設定行動を分析した論文などがそれぞれ学術誌に掲載された。

#### 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文] (計7件)

1. 坂井功治「銀行利鞘の決定要因」『京都産業大学論集』第28号, pp.195-216, 2011年。(査読有)

2. Iichiro Uesugi, Koji Sakai, and Guy M. Yamashiro, "The Effectiveness of Public Credit Guarantees in the Japanese Loan Market," *Journal of the Japanese and International Economies*, Vol.24 (4), pp.457-480, 2010. (査読有)

3. Koji Sakai and Tsutomu Watanabe, "The Firm as a Bundle of Barcodes," *European Physical Journal B*, Vol.76 (4), pp.507-512, 2010. (査読有)

4. Koji Sakai, Iichiro Uesugi, and Tsutomu Watanabe, "Firm Age and the Evolution of Borrowing Costs: Evidence from Japanese Small Firms," *Journal of Banking and Finance*, Vol.34 (8), pp.1970-1981, 2010. (査読有)

5. Koji Sakai, "Financing Behavior of Japanese Firms," *Japanese Economy*,

Vol.36 (4), pp.3-30, 2009. (査読無)

6. 坂井功治「日本企業における資金調達行動」『経済分析』第 182 号, pp.70-93, 2009 年. (査読有)

7. 坂井功治・鶴光太郎・細野薫「信用金庫の合併」『金融経済研究』第 28 号, pp.47-67, 2009 年. (査読有)

6. 研究組織

(1) 研究代表者

坂井 功治 (SAKAI KOJI)

京都産業大学・経済学部・助教

研究者番号：80548305

(2) 研究分担者

( )

研究者番号：

(3) 連携研究者

( )

研究者番号：