

# 金融自由化と経済発展

京都大学経済学部岩本ゼミ7期生 ヴェン サムナン

目次	I はじめに
	II 金融自由化の展開
	III 経済発展における金融自由化
	IV 終わりに

## 要約

1973年にいわゆる[金融抑圧]の解消を目的にして、「金融自由化論」がマッキノン=ショウによって初めて提唱された。その後、80年代に入って、国際機関の支援を受けて、多くの途上国は金融自由化政策（民営化、規制緩和、高利子率政策など）を採用した。その途上国諸国の自由化を評価するのに、81年にスティグリツ=ワイスによって、金融自由化の問題点として、「逆選択」やモラルハザードなどいわゆる「情報非対称性」問題が初めて提唱された。本稿は「金融自由化論」の展開を整理し、実際にチリの金融自由化政策を採りあげ、経済発展における金融自由化の有利な点と問題点を整理し、経済発展過程における自由化の順序を整理しよう。

## I はじめに

効率的で安定した金融システムは、実体経済の成長を支えるインフラストラクチャーとなった。1970年代の金融発展論をリードしたのは、貯蓄動員と金融配分の両面から金融仲介機能プロセスへの公的介入を拒否し、金融自由化こそが金融深化と経済成長の必要条件とみなす、

McKinnon(1973)とShaw(1973)であった。その後、Stiglitz and Weiss(1981)が明らかにしたように、借り手と貸し手の間に情報非対称性が存在して、「エージェンシー・コスト」の発生を意味し、そのコストを小さくするために、金融仲介プロセスへの公的介入に一定の意義を認めるべきだと強調する。本稿では、「金融自由論」を採り上げ、その背景となった金融機能と経済発展過程における金融自由化の役割について説明しよう。第II章で、その背景や理論的展開について説明し、第III章では、実際に金融自由化政策を採用した国の一つとして、チリの金融自由化政策を採りあげながら、経済発展プロセスにおける金融自由

化の利点と問題点を整理しようと思う。

## II 金融自由化論の展開

1970年代に入って、「人的低金利政策」に対して、「金融自由化論」が提唱しだしたのはマッキノン(McKinnon)及びショウ(Shaw)である。彼らによれば、低金利政策や競争制限的規制など金融仲介プロセスへの公的介入こそが、金融部門の成長を抑圧し(Financial Repression)し、経済成長を阻害する要因である。低金利政策は、制度金融市場への貯蓄動員のインセンティブを低下させ、競争制限的規制は金融仲介を非効率化するからである。要するに、彼らは、“金融自由化こそが金融深化と経済成長の必要条件である”と主張した。ここでは、まず彼らのモデルから金融自由化論の展開について説明しよう。

### 1. マッキノン=ショウ仮説

マッキノン(McKinnon)は、投資活動について「投資の分割不可能性」と「投

資資金の自己金融」を仮定する。「投資の分割不可能性」の仮定は、投資にそれ以上分割できないある一定の最初規模があることを意味する。また「投資資金の自己金融」の仮定は、一種の Cash-in-advance の仮定であり、投資財を購入するには予め相当する金額の貨幣を準備しておかなければならないことを意味している。McKinnon は初期発展段階にある経済を想定し、「投資と貨幣の補完性」が成立すると考えている。そこでは投資を行なおうとする者は、最小限度の投資に必要な資金を自己資金で賄わなければならない、具体的には貨幣で投資資金を積み立てるものとされる。したがって、貨幣需要は通常されるような所得や金利だけの関数ではなく、投資需要が増加するほど拡大すると考えられる。逆に、投資水準も投資の収益率だけの関数ではなくなり、インフレなどによって貨幣保有の機会費用が上昇して貨幣需要減少すると、投資規模も縮小せざるを得ない。

より端的にいうと、この3つの命題こそマッキノン=ショウ仮説の本質である。

命題1 実質金利と金融連関比率<sup>1</sup>は正の関数を示す。

命題2 金融連関比率と経済成長率は正の相関にある。

命題3 為替相場の変動率と経済成長率は負の相関を示す。

つまり、経済成長率を高めるためには

<sup>1</sup> マッキノンは金融連関比率を定義するときのマネーサプライとして M3 を採用している。ここでは、金融連関比率 =  $M2 / GDP$  と定義する。A higher or rising M3/GNP ratio indicates a large real flow of domestic loanable funds for new investments. McKinnon [1993], P.14

大きく2つの方法があることになる。第1は実質金利を高め誘導することによって金融連関比率を高めることである。第2は為替相場の変動率を抑える政策である。<sup>2</sup>

「投資と貨幣の補完性」の仮説は次のように表される。

$$(1a) \quad M/P = f(Y, I/Y, R - \dot{P}), \frac{\partial M/P}{\partial I/Y} \geq 0$$

$$(2b) \quad \frac{I}{P} = g(\bar{R}, R - \dot{P}), \frac{\partial I/P}{\partial (R - \dot{P})} \leq 0$$

(M: 物価水準、P: 物価水準、Y: 名目 GNP、R: 名目金利、 $\dot{P}$ : 物価水準上昇率、 $\bar{R}$ : 投資の実質収益率、I: 名目投資)

このような経済では、現金がインフレによって目減りすると投資資金の準備意欲が妨げられ、投資水準が低下することになる。

ショウ (Shaw) の主張のように、金融制度を通じた金融仲介によって、貯蓄が投資に動員されるような経済を想定し、2つの点で低金利政策が投資を阻害する。

— 貯蓄のうち金融資産として保有される「金融貯蓄」が減少して、投資水準が低下する。

— 金利機能の停止によって、資金配分が非効率になり、投資が非生産的となる。低金利は「金融抑圧

(Financial Repression)」を引き起こす要因だという。

<sup>2</sup> 伊東和久、山田利一編 [1993]、『経済発展と金融自由化』アジア経済出版会

図1. 金融自由化論

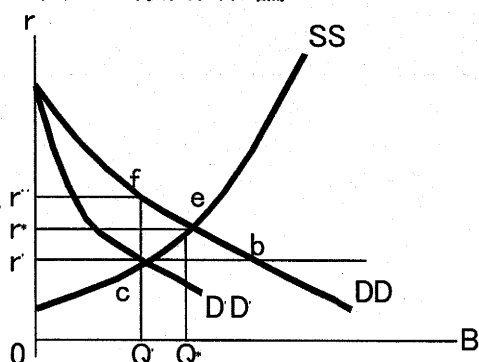


図1. に応用すると、次のようになる。市場均衡金利を $r^*$ 、人為的低金利政策下での金利水準を $r'$ で示し、政策的資金誘導手段は考えないものとする。

人為的低金利政策の第1問題点は、金利低下が金融資産保有意欲を減退させ、仲介資産の供給量を $Q^*$ から $Q'$ へと低下させることである。これによって、投資水準も同じだけ減少し、資本蓄積の減速を通じて成長が鈍化する。人為的低金利政策の第2問題点は、金利が人為的に低水準に固定されて金利機能が停止され、資金配分効率が悪化することである。その悪化は、どのように貸出金利が設定されるのかに依存する。第1ケースは、金融仲介機関の貸出市場が競争的な場合である。貸出金利の水準は $r'$ に設定され、金融仲介機関は $r'r'$ だけの超過利潤を獲得する。資金供給者、資金需要者、及び金融機関の総所得（ $afQ'0$ の面積）は、自由競争の場合（ $aeQ^*0$ の面積）より低下する。第2ケースは、貸出金利が借り入れ金利と同水準に設定されている場合である。その時、 $Q^*Q'$ だけの超過資金需要が生じ、「信用割当て（credit rationing）」が発生する。そうな

ると、 $r'r'$ だけの超過利潤が借り入れ企業に発生する。実際に、途上国では情報開示が遅れ金融機関の審査能力が不十分な場合には、 $r'$ の貸出金利で融資を望む投資プロジェクトに資金が抽選で割当てられると想定すると、実際に信用割当てを受けたプロジェクトの収益曲線は $D'D'$ 曲線となる。資金供給者、資金需要者、及び金融機関の所得の合計は（ $acQ'0$ の面積）は、自由競争の場合よりも低下しており、しかもその程度は第1のケースよりも悪化する。

彼らの主張は、IMF・世界銀行をはじめとする国際機関による支援を受け、大半の途上国は金融自由化政策を実施した。その典型的なのはラテンアメリカである。しかし、1970年代前半に金融自由化に踏み切ったラテンアメリカ諸国の金融システムの破綻と、それと対照的に、政府による激しいコントロールの下で高い経済成長を実現した、日本、台湾および台湾に代表される東アジアの経験があった。そこで、金融自由化は、金融深化を阻害するか、促進するか。高度経済成長を実現した東アジアの共通要因として、金融的安定を確保する

「マクロ経済政策」と並んで、産業育成を目的とする選択的資金配分や投資活性化の面で様々な組織的な公的介入や、民間と政府との間の情報の共有など、市場の失敗に対処する「ミクロ経済政策」が注目された。金融取引の情報の側面から、情報の非対称性問題として、モラル・ハザード問題や逆選択問題を強調しながら、金融自由化論に新しい展開をもたらした。スティグリッツ（Stiglitz）（1988、1989）は、金融機関や市場の多様性が貧しく、金融機関が十分な情報審査能力をもっていない金融

発展の初期段階では、金融機関の情報能力を補完する上で、金融仲介プロセスへの公的介入に一定の意義を認めるべきことを強調している。

## 2. スティグリッツ=ワイスの信用割当モデル (Stiglitz and Weiss [1981])

信用割当とは、その貸付条件を受け入れる借り手がたくさんいるにもかかわらず、貸し手は利子率を引き上げて全員に貸し付けることをせず、利子率を低くして貸付を少数の者だけに割り当てることをいう。このモデルの鍵は、情報の不完全さが逆選択 (Adverse Selection) とモラル・ハザード (Moral Hazard) という2つの問題を生み出すことにある。逆選択とは、貸し手が、借り手の貸倒れの可能性を事前には完全に把握できないために、利子率を上げると、逆にリスクの高い借り手ばかりが集まってしまう現象を指す。モラル・ハザードとは、貸し手が借り手の投資行動を完全に監視できないために、貸付の利子率を上げると、その高い利子を支払うために借り手がリスクの大きい事業に投資するようになることをいう。いずれの場合も、その利子率を受け入れる借り手もっているからといって、利子率を引き上げて全員に信用を与えれば貸倒れが頻繁に起こってしまうから、貸し手の差引きの利潤がむしろ減ってしまう。したがって、貸し手は低い利子率で借り手を絞ることを選び、信用割当が生じる。つまり、利子率が信用の需給を一致させる価格としての機能を十分持たず、信用市場は歪められてしまうのである。

スティグリッツ=ワイスは、利子率が増加させると、以下の2つ効果が生じると主張した。<sup>3</sup>

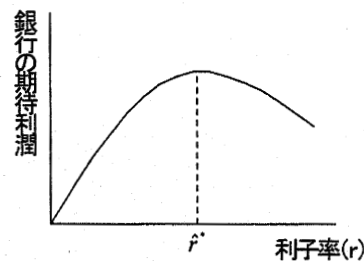
1. より高いリスクのグループはローンを借り入れに来る一方で、デフォルト可能性の低くて、より安全なグループは市場から撤退する。これはスティグリッツ=ワイスが言う“逆選択”である。

2. 借り手は自分プロジェクトの実行行動を変え、よりリスクの高いプロジェクトに変更したがる動機付けられるだろう。これはスティグリッツ=ワイスが言う“インセンティブ効果” (Incentive Effect) である。

したがって、銀行は期待収益を最大化するために、それぞれの借り手のクラスに対して、自発的に利子率を限定する必要がある。

スティグリッツ=ワイス [1981] により、“逆選択”問題は以下のように数式で説明できた。

図2a. 銀行の期待利潤を最大化する利子率がある



スティグリッツ=ワイスによると、貸付による銀行の期待利潤が利子率よりも遅く増加し、ある一定の点以上になると、それは減少すると (図2)。銀行の期待利潤

<sup>3</sup> McKinnon [1993], P.85

を最大化する利子率は“銀行最適”利子率 ( $\hat{r}$ ) と呼ばれる。

仮に、企業がB金額を銀行から借り入れ、借り入れ利子率は $\hat{r}$ であり、そして担保 (Collateral) はCとする。

借り手のネット利潤 ( $\pi(R, \hat{r})$ ) は

$$(2a) \pi(R, \hat{r}) = \max[R - (1 + \hat{r})B; -C]$$

銀行の利潤 ( $\rho(R, \hat{r})$ ) は

$$(2b) \rho(R, \hat{r}) = \min[R + C; B(1 + \hat{r})]$$

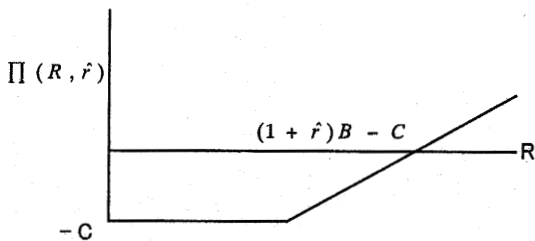
即ち、借り手は約束した金額もしくは返却可能な最大総額 ( $R+C$ ) を返却しなければならない。

**逆選択問題：**

利子率の逆選択は利子率が増加することで応募者の混合の質が悪くなることによって、銀行への収益を減少させること。

**定理1：** 所与の利子率 ( $\hat{r}$ ) において、決定的な価値 ( $\hat{\theta}$ ) があって、 $\theta > \hat{\theta}$  にのみ、企業が銀行から借り入れを行う。

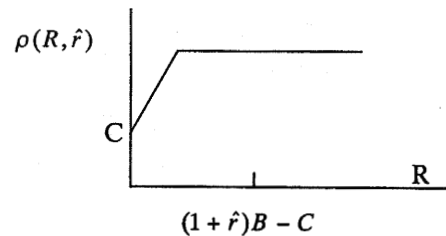
図2b. 企業利益がプロジェクトによる利潤に関する凸関数



利子率を増加させると、よりリスクの高いプロジェクトが相対的な魅力となつて、企業がそのようなプロジェクトを選好するため、銀行の収益は低くなるだろう。したがって、利子率の増加は借り手が貸手の狙いに反対のような行動を行うようにな

る。それで、貸出可能な資金に対する過剰な需要が存在する時に、銀行にとって利子率を引き上げよりも、信用割当を行ったほうが良いというインセンティブが出てきた。

図2c. 銀行の収益がプロジェクトによる利潤に関する凹関数



期待収益がゼロになるような  $\hat{\theta}$  の価値：

$$(2c) \prod(\hat{r}, \hat{\theta}) = \int_0^{\infty} \max[R - (\hat{r} + 1)B; -C] dF(R, \hat{\theta}) = 0$$

**定理2：**

利子率が増加するにつれて、 $\theta$  の価値に下回る範囲では、ローンを応募しない者が増加することとなる。

(2c) を微分すれば、分かる。

$$(2d) \frac{d\hat{\theta}}{d\hat{r}} = \frac{B \int dF(R, \hat{\theta})}{\frac{\partial \Pi}{\partial \hat{\theta}}} > 0$$

それぞれの  $\theta$  価値においては、期待利潤は減少する。

**定理3：**

貸付による銀行の期待利潤関数は、貸付リスクに対する低減関数である。

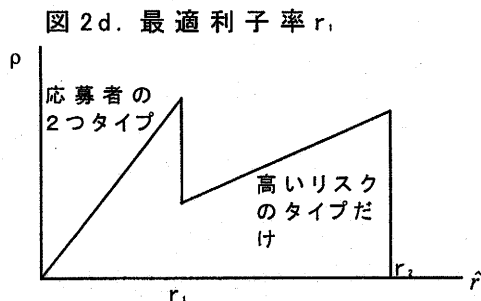
証明：

(2b) により、銀行の利潤関数  $(\rho(R, \hat{r}))$  は  $R$  に対する凸関数である。一般的に利子率が増加すれば、銀行の利潤が増加するという直接影響に対して、逆に利子率が増加すれば、銀行の利潤は減少するという間接影響もあると。

それを証明するのに、簡単に借りて側には2つのグループがあると仮定しよう。

“安全”グループは利子率が  $r_1$  下回るに限り、借り入れを実行するというグループと、もう一つのグループは“危険”グループであり、利子率が  $r_2$  に下回れば、借り入れを実行する。そして、 $r_1$  が  $r_2$  より小さいとしよう ( $r_1 < r_2$ )。

利子率が  $r_1$  よりちょっとぐらい高く引き上げられると、応募者のタイプが著しく変わっていく。すべての低リスクの応募者たちはその市場から撤退する。その結果、市場に残っているのはリスクの高い借りてばかりとなる。銀行にとって、貸倒れリスクがかなり高くなり、期待収益も低下していく。<sup>4</sup> これはいわゆる“利子率の逆選択”問題である。



### III 経済発展における金融自由化

<sup>4</sup> Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss [1981]

マッキノン<sup>5</sup>は、持続的でかつ高い利子率とより安定的物価を持つ国々が一般的により強力な実質的金融成長を達成したと主張した。<sup>6</sup> しかし、逆にインフレ率が高くて、予想不可能時に、それを調整しながら、名目金利を高く設定するのは非常に危険である。特に、金利が統制されなくて、中央銀行の監視が緩やかなとき。

さらに、彼は、より高い実質預金金利は GDP の相対的に投資や総預金の増加を通すのではなく、投資の効率性 (IOCRs の測定により) を増やすことによって、強い影響をもつと言った。<sup>6</sup> マッキノン=ショウの金融自由化論を実際に採用した国の一つとして、チリの金融自由化政策を検討してみよう。

チリの金融自由化政策：1970年代末から、チリは一連の経済自由化政策の一環として金融自由化、資本移動規制の緩和を打ち出し、結果的に国際収支におちって自由化政策を撤回するようになった。金融自由化過程で持ち上がる問題点をチリの経験から考察することにしたい。

#### (1) 民営化

ピノチェト政権では、経済自由化政策がとられ、民営化、規制緩和、対外開放が進められた。しかし、情報開示や銀行民営化に際して買い手に関する審査が詳しく行われなかったため、所有の集中が進み、企業はグループ化傾向を強めた。また、負債比率が高まり、自己資本ベースは減少し

<sup>5</sup> Ronald I. McKinnon [1993], P.13

<sup>6</sup> McKinnon [1993], P.22

た。

## (2) 競争制限的規制緩和

チリの金融自由化は、金融抑圧の解消を目的に実施された。具体的には、政府が金融機関特に銀行からのレント徴収を止めることで、民間部門で動員・配分される金融資源の量を増やす一方、競争を通じて金融仲介の質を高めることが目指された。

## (3) 健全性規制

政府の規制緩和政策は、法手手続きを経ないでノンバンク機関が設立されることを黙認するほど自由なものであった。

### 金融自由化の結果：

77 年以後資金調達額は急増したことが分かる。実質預金利子率は 77 年に初めてプラスになったためである。また、財政赤字の解消によって資金運用面での規制緩和が進んだことも資金調達の増加に影響している。

運用側では、1976～78 年と 80 年から危機発生直後の 82 年まで、2 つの期間で対民間信用が急増している。

1978 年まで実質預金利子率と実質貸出利子率は、ほぼ無関係に変動していたが、78 年からは連動するようになった。それは競争制限的規制の緩和、利子率の自由化、政府によるレント徴収停止によって、銀行部門への資源集中が緩和された結果である。

以上見たとおり、自由化に伴って金融抑圧を特徴付ける高いインフレ、負の実質利子率、銀行による財政赤字ファイナンスは解消された。これに代わって、金融仲介

量が増加し、実質預金スプレッドの縮小に見られるように、金融仲介コストも減少した。

### 銀行システムの不安定化：

(i) 系列融資の増加と不良債権の蓄積  
自由化の結果、金融仲介の量が増加し、そのコストが減少したものの、仲介の質は劣化した。デフォルト／総資産比率は、81 年には 2.3 %であったのが、規制開始 2 年後 82 年に 8.2 %、83 年には 18.5 %にまだ拡大している。また、グループ向けの系列融資が増えた。それはグループ規模拡大を目的として、リスクや収益性などの事前審査は行われなかった。それは経営破たんの大きな原因であるといわれている。

### (ii) 部分的規制緩和の影響

金融システムの不安定化のもう一つ理由としては、政府の部分的規制緩和をあげることができる。選別的な規制緩和は競争条件を不均一にするため、一部の金融機関の収益を減らし、経営を悪化させることがある。

### アジア経済危機 (1997-1998)

危機の背景として、80 年代には入って、アジア諸国において、金融自由化がさらに加速化していた。例えば、タイはオフショウ金融市場を設計して、国際的金融取引ができるようになって、投資資金の不足企業は世界各地から資金を容易に調達できるようになった。先進国からアジアの新興市場へ強大な資金流入が年々上昇し、新興市場であるアジア諸国（タイをはじめ、マ

レーシア、シンガポール、インドネシアなど)は10%台の経済成長率を達成した。それはやはり金融自由化のおかげであるといえるだろう。しかし、突然その巨額な資金流入が1997年に止まって、また流入したのも引き揚げられると生じた。その結果、1997年から1998年にかけて東アジアをはじめ、世界各地は恐ろしい経済危機の中で苦しんでいた。やはり、その主な原因の一つは金融市場の整備や監視制度が不十分のまま、金融自由化を進めた国々(新興市場国)における巨額な資金の一方的流れである。

#### 金融自由化の問題点

金融自由化問題点を簡単に要約すると、以下ようになる。

金融自由化を進めてきた途上国(例えば、インドネシア)において、金融自由化の結果として、①金融部門の不安定化(健全性規制の不在から、不良債権の多くは損失計上・処理されず、新規資金によって繰り延べられるままであるなど)、②融資金、特に貸出の短期化(中長期金融市場の発達の遅れ)、③金融仲介コストを含む融資金のコストの上昇、④金融仲介の機能不全、といった問題が大なり小なり生じると。特に、金融仲介機能の不全が市場による最適な資源配分は保証されず、経済発展をファイナンスするという金融部門の必要な役割が満たされないことになる。

もう一つの大きな問題として、先ほど説明があったように、いわゆる逆選択の問題である。金融自由化政策は預金金利及び貸出金利の双方をドラスチックに上昇させる。自室預金金利の上昇は、金融部門へ貯

蓄資金を吸収し、金融貯蓄は大幅に増加する。その結果、銀行は、より収益性の高い、ある意味ではリスクの大きい条件への貸出を促進することになるのである。そうになると、優良企業は海外市場から資金を調達することが可能であるから、国内銀行市場から撤退していく。国内銀行市場において貸倒れリスクはさらに高くなり、銀行はリスクをカバーするためにより高い貸出金利を設定せざるを得なくなり、それにより優良な借り手はさらに銀行市場から撤退していくことになる。

そして、政府は金融機関と預金者にモラルハザードを誘発させて、無謀な融資を許していたのである。例えば、チリでは政府は倒産した銀行への全額の預金保証という政策を実施していた。多くの銀行の融資姿勢は変わらないままとなった。それはいわゆるモラルハザード問題である。

#### IV 終わりに

金融自由化を進めた国々はほとんど急成長を達成してから、金融危機に落ち込むことで終わった。例えば、チリの失敗は効率的な銀行の資金配分に問題があり、自由化の順序として、国際化以前に効率的な資金配分を促す規制体系(過度の市場集中の排除、リスクを加味し、準備率規制、自己資本比率規制など)の確立が必要である。それはいわゆる「自由化の順序」

(Sequence of Liberalization)に関する問題である。自由化の順序とは、経済を自由化・国際化させる際には、財、労働、資産の各市場の自由化には最適な順番がある。持続可能な経済成長を向かって、自由化を進めていく上に、この問題を考慮しなけれ



ばならないと思う。

そして、金融自由化政策を進めるなかで金融部門の健全な発展をいかに維持し促進していくか、また同部門がどのようにし

て経済発展に必要な資金を効率的なファイナンスしていくか、これが現在途上国に問われている課題である。

〔参考文献〕

(日本語文献)

朽木昭文・野上裕生・山形辰史[1997]、『テキストブック開発経済学』有斐閣ブックス

伊東和久[1995]、『発展途上国の金融改革と国際化』アジア経済出版会

伊東和久・山田俊一[1993]、『経済発展と金融自由化』アジア経済出版会

堀内昭義・山田俊一[1997]、『発展途上国の金融制度と自由化』アジア経済出版会

奥田英信・黒柳雅明[1998]、『入門開発金融－理論と政策』日本評論社

矢内原勝[1996]、『発展途上国問題を考える』東京：勁草書房

(英語文献)

John Williamson and Molly Mahar [1998], *A Survey on Financial Liberalization*.  
Princeton, N.J.: International Finance Section, Dept. of Economics, Princeton University

Joseph E. Stiglitz and Andrew Weiss [1981], "Credit Rationing in Markets with Imperfect Information," *The American Economic Review*, June 1981.

Ronald I. McKinnon [1993], *The Order of Economic Liberalization*. Second Edition,  
Baltimore: Johns Hopkins University Press.

Ricardo Ffrench-Davis [2001], *Financial Crises in "Successful" Emerging Economies*. Washington D.C.: Brookings Institution Press.