

〈経済制度の補完性とマクロ経済的安定性〉

雇用制度と金融制度の補完性とマクロ経済的安定性

宇 仁 宏 幸

I はじめに

制度の補完性とマクロ経済的パフォーマンスの関係について、近年、様々なアプローチが行われている。そのひとつとして「資本主義の多様性アプローチ」がある。Hall and Soskice (eds.) [2001] によれば、資本主義には多様性があり、大きく分けると、「自由市場経済 liberal market economies」と「コーディネートされた市場経済 coordinated market economies」という2つのタイプの資本主義が共存している。「自由市場経済」では、自由競争市場あるいはヒエラルキー組織を通じた経済調整が中心的役割を果たす。米国や英国がその代表例である。他方、「コーディネートされた市場経済」では、市場あるいはヒエラルキーによる調整にくわえて、非市場的調整が重要な役割を果たす。非市場的調整には様々な形態があるが、その共通する性質はネットワーク内の情報交換と協働的關係を基礎にしているという点である。「自由市場経済」と「コーディネートされた市場経済」とでは、労使関係、職業訓練、コーポレートガバナンス、企業間関係などに関わる諸制度が大きく異なる。そしてこれらの諸制度間には、ひとつの制度の存在が、もうひとつの制度の効果を高めるという関係がある。このような制度的補完性があるので、一部の制度だけの変更は、経済システムの首尾一貫性を損ない、マイナスの効果しか生まない。制度改革がプラスの効果を生むには、補完性が存在するすべての制度を同時並行的に変えなければならない。しかし敗戦直後などよほどの危機的状況ではない場合、全面的な制度改革については国

民的合意形成が困難であり、実行はほぼ不可能である。このような意味で、「自由市場経済」と「コーディネートされた市場経済」との共存、つまり資本主義の多様性の存続を支えているひとつの要因は、制度的補完性である。

「資本主義の多様性アプローチ」における制度的補完性の研究としては、中央銀行の独立性と賃金交渉制度との補完性に関する研究 (Franzese and Hall [2000]) がよく知られている。彼らは、中央銀行の独立性は無条件に経済パフォーマンスを高めるという通説を次のような観点から批判する。通説では、独立的中央銀行は、反インフレ政策というシグナルを国民に対して発信することにより、高めの賃金・価格設定を抑制できると考えられている。しかし、この通説はシグナリング過程の複雑さ（情報と合理性の限界）を考慮していない。金融政策は専門家でさえ予測できないし、それゆえ、不正確な予測にもとづいて行動する諸経済主体の影響が大きい。中央銀行のシグナリングが有効であるためには「集合行為問題」を解決しうる制度が必要である。とくに重要なのは賃金交渉制度である。この制度がモニタリング、相互への配慮、信頼できるコミットメントの基盤となる。こうして、中央銀行の独立性の効果は、賃金交渉制度によって強められる。つまり中央銀行制度と賃金交渉制度との間には補完性がある。

同様の方法で、Iversen [2000] と Soskice and Iversen [2000] は、貨幣供給ルールと賃金交渉制度との補完性を研究している。また、レギュレーション・アプローチでは、Amable, Ernst and Palombarini [2002] が、金融市場の圧力と労使関係制度との補完性を研究してい

る。これらの研究はいずれも、制度的補完性とマクロ経済を媒介する変数として、賃金に焦点を当てている。また、賃金決定におけるコーディネーションつまり協議を通じた合意が果たす役割に注目している。

これらの先行研究と同様に、本稿でも貨幣金融制度と賃労働関係制度との補完性を分析する。しかし、賃労働関係制度として、本稿で焦点をあてるのは賃金制度ではなく雇用制度である。雇用制度に着目する理由は次の通りである。1970年代以前にみられたような賃金—物価スパイラルは、近年の先進諸国においては、すでに収束しており、近年の労使間の課題としては雇用の問題が重要になってきている。また、本稿で分析する貨幣金融制度は、中央銀行制度ではなく、銀行、資本市場と企業との間の資金取引にかかわる金融制度である。Epstein [1994] や野下 [1995] が述べるように、中央銀行だけでなく、企業や金融機関、また金融諸制度から構成される金融構造が重要であると考えからである。企業の外部資金調達に着目して分類するならば、間接金融つまり銀行借入が主なルートとなる「銀行主導型金融構造」と、直接金融つまり資本市場での株式や債券の発行が主なルートとなる「市場主導型金融構造」との二つの類型がある。本稿ではこの分類を活用して分析を進める。

また方法の面でも、本稿は先行研究とは一部異なる。先行研究では、制度的補完性がマクロ経済に及ぼすプラス効果の静学的な分析が主であった。つまり諸制度の存在を所与として、この既存の諸制度が相互強化を通じて、どのようなマクロ経済的好パフォーマンスをもたらすかが主として研究された。本稿では、このような静学的研究だけでなく、補完的關係にある諸制度の一部が変化したときに、マクロ経済にどのような影響が現れるかも検討する。制度変化としては、雇用の弾力化をもたらす制度変化と「直接金融化」をもたらす制度変化を取り上げる。

第Ⅱ節では、雇用の弾力性と、直接金融と間

接金融の比重に焦点をあてて、国別多様性と時間的変化を説明する。第Ⅲ節では、雇用制度と金融制度の制度的補完性に関する理論的仮説が述べられる。第Ⅳ節では、日本と米国の製造業のデータを用いて、この理論的仮説の実証を行う。第Ⅴ節では、第Ⅱ節で説明した制度変化が、マクロ経済的安定性に対してどのような効果を及ぼしたのかを検討する。第Ⅵ節では、結論を述べる。

II 雇用制度と金融制度の多様性と変化

1 雇用の弾力性とその変化

雇用に関する制度の差異は、勤続年数や雇用の弾力性の国による違いとなってあらわれることはよく知られている。第1表に示すように、米国は短期的雇用、日本は長期的雇用の代表である。米国においてはレイオフ制度が存在する。レイオフの実施に際して、労働組合との交渉は必要でなく、レイオフする人数については経営者の判断で決定できる。ただし、だれをレイオフするかについては、先任権に従って自動的に決められるので、経営者の恣意的選別の入り込む余地はない。このようなレイオフ制度があるために、米国においては、産出量の変化に即応して雇用量を調整することが可能である。したがって米国における雇用量の弾力性はかなり大きい。

日本の雇用システムの特徴は「長期勤続と中程度の流動性」といわれる。どの国においても労働市場は、長期雇用層と流動的雇用層という二つの市場に分断されている。日本における長期雇用層は大企業男子正規社員である。他の先進国ではこの層に属するのはホワイトカラーがほとんどであるが、日本の大企業の雇用慣行では男子ブルーカラーも長期雇用層に属する。そのためもあり、雇用者全体に占める長期勤続者の割合が他の国よりも高くなっている。日本においては、景気後退時でも雇用量の削減を抑制する様々なしくみが存在する。まず労使双方が共有する規範として「終身雇用」という理念が存在する。現実はこの理念とかなり異なり、雇

第1表 雇用と資金調達の一多様性と変化

	平均勤続年数 (1995年)	製造業雇用数の産出量に関する 弾力性 (1970～85年頃の値と85～99年頃の値)	銀行等からの資金調達額÷ 外部資金調達総額 (1970～85年頃の値と85～99年頃の値)
米 国	7.4	0.61 → 0.56	35% → 48%
イ ギ リ ス	7.8	0.33 → 0.53	86% → 56%
ド イ ツ	9.7	0.41 → 0.61	95% → 86%
スウェーデン	10.5	0.47 → 0.66	78% → 92%
フ ラ ン ス	10.7	0.25 → 0.37	72% → 24%
日 本	11.3	0.20 → 0.20	77% → 69%

出所：平均勤続年数は OECD, *Employment Outlook* 1997 による。製造業雇用数の産出量に関する弾力性は、宇仁 [2000] による。計測期間は国によって異なるがおおむね1970年代初めから80年代半ばまでと、80年代半ばから90年代末までである。非金融法人企業の外部資金調達に関するデータは OECD, *National Accounts II*, Table 11, Capital Finance Accounts of Non-financial Corporate and Quasi-corporate Enterprises から算出した。「資本市場からの資金調達」は「25. Bills and bonds, short-term」「26. Bonds, long-term」「27. Corporate equity securities」の合計である。「銀行等からの資金調達」は「28. Short-term loans, n.e.c」「29. Long-term loans, n.e.c」の合計である。この「資本市場からの資金調達」と「銀行等からの資金調達」の合計を外部資金調達総額とした。

第2表 日本における企業規模別男女別雇用の弾力性

従業員数	男女計	男	女
30～99人	0.16	0.09	0.24
100～499人	0.29	0.21	0.45
500人以上	0.21	0.15	0.46

注：労働省『労働力調査』の製造業雇用者数の対前年同期比を Y とし、通産省『鉱工業指数年報』の鉱工業生産指数の対前年同期比を X とし、 $Y=a+bX_{-4}$ を推計式として推計した。推計期間は1975年第1四半期～99年第2四半期である。

用削減は行われるのであるが、雇用削減の実施を制約する労使協定や判例や慣行が日本には存在し、実施に至るまでにはかなりの時間を要する。景気が後退し始めたとき直ちに雇用削減が行われるのではなく、操業短縮や配転、出向など雇用契約を維持した上での調整が先行する。日本の大企業が人員削減に踏み切るのは、おおむね2年間赤字が続いた場合であるといわれている。これらは日本で不況期においてかなりの労働保護が発生する理由となっている。また雇用保険法にもとづいて労働保護をおこなう企業に対して、賃金の一部補てんのための補助金給付が行われる。このような現就業先企業での雇用維持に重点をおく雇用政策も、雇用の非弾力性を側面から支える役割を果たしている。第2

表は日本の雇用の弾力性を、企業規模別、男女別に計測した結果である。短時間のパートタイム労働者は除外されていることを考慮する必要があるが、中小企業においても、大企業と同様に男性正社員の雇用の弾力性は小さいことは興味深い。また、女性雇用の弾力性は男性と比べてかなり大きいことも日本の特徴である。

第1表によるとヨーロッパ諸国における雇用の弾力性は、日本と米国の中間の値を示す。日本と米国の雇用の弾力性の時間的変化は小さいが、ヨーロッパ諸国の雇用の弾力性は、1980年代半ば以降、増加している。多くのヨーロッパ諸国では、70年代以降の失業率の上昇を背景に、「労働のフレキシビリティ」に関する議論が盛んに行われた (Boyer [1988])。そして労働に関する規制緩和を含むかなり大きな法制度改革が多くの国において実施された。また「労働力の女性化」やパートタイム労働の増加が進行したのもこの時期の特徴である。

80年代のイギリス、ドイツ、フランスおよびスウェーデンにおける労働法制度改革の内容を簡単にみておこう。イギリスでは1979年のサッチャー政権成立以降、労働条件決定システムの再編成が始まる (古川 [1999])。以前は産業横断的あるいは地域横断的な労働条件決定、およ

び公務部門労働条件の民間部門への準拠を保障する制度が存在したが、1980年以降このような制度は廃止されていく。また公務部門の民営化や独立行政法人化が進められた結果、公務部門の雇用保障は縮減され、人員削減や外注化、パートタイム労働の導入などが行われた。1980年雇用法や85年不正解雇令は、労働者保護の適用除外を拡大したため、パートタイム労働者などは不正解雇の救済対象から外された。

ドイツでも、82年に成立した保守中道政権が、国際競争力の強化や失業対策のため、労働規制の緩和を進めた（和田 [1999]）。1985年に制定された就業促進法によって18ヶ月までの期限付き労働契約が可能になった。また労働者派遣法も同時に改正され、同一使用者への派遣期間が3ヶ月から6ヶ月に延長された。解雇制限法は一定人数以上の解雇については、経営協議会との協議や職業安定所への届出を義務づけているが、85年の改正によって、労働時間週10時間、月45時間未満の労働者は、上記の人数には算入されないことになった。

フランスでは、1981年のミッテラン政権成立当初はオールー法の成立などにより労働者の権利を高める方向での規制強化が実施された。しかし、当初の拡張的経済政策が失敗し、社会党政権は政策転換を行う。緊縮的政策への転換にあわせて、労働にかかわる規制の緩和が行われていく。コアビタシオン（保革共存）の下で、87年に、経済的解雇の行政許可制が廃止される。また同じ年に、期限付き労働契約や派遣労働についての規制緩和が実施された。また労働時間の柔軟な編成も可能になった（盛 [1999]）。

スウェーデンではかなり長期にわたって、産業構造の高度化を目標とする総合的な政策が実施されてきた。この総合的政策は「レーン・メイドナー・モデル」と呼ばれ、1950年代に労働組合が提案し、それを社会民主党政府と経営者団体が受容して実施された。この総合的政策は選択的経済政策と普遍主義的福祉政策とを組み合わせたものである。選択的経済政策の中心は「連帯的賃金政策」と「積極的労働市場政策」

とよばれる二つの労働政策である。積極的労働市場政策とは、高生産性部門への労働力の移動を促す政策である。低生産性部門の縮小の結果として生まれる余剰労働者にたいし、再就職に必要な職業訓練を施し、高生産性部門にスムーズに送りこむために、様々なかたちの労働力供給促進型プログラム、労働力需要喚起型プログラム、需給マッチング型プログラムが公的機関において実行されている。スウェーデンにおける雇用の弾力化の特徴は、このような公的しくみを通じて行われていることである。

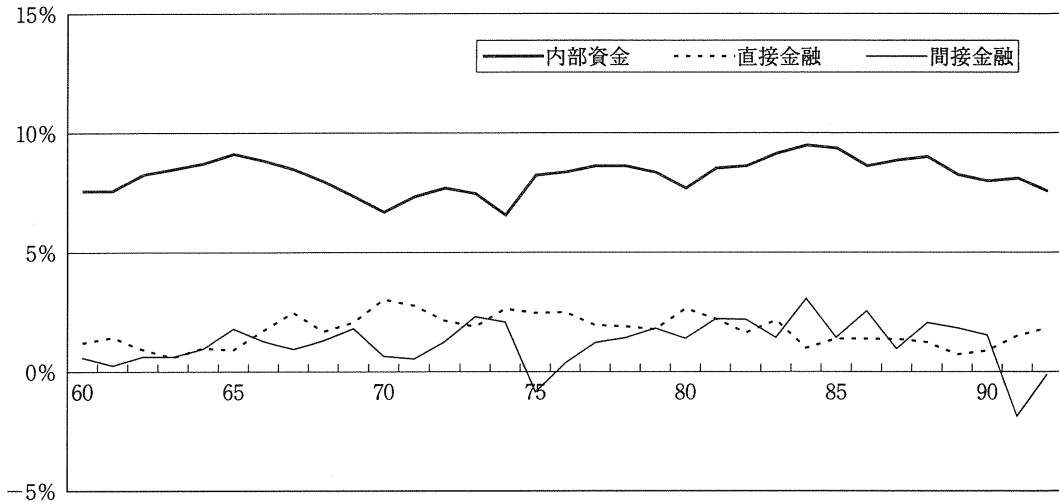
2 企業の資金調達の方法とその変化

企業は設備投資を行う際、その企業内部で蓄積した自己資金を使うこともできるし、外部から調達した資金を使うこともできる。外部からの調達方法としては、銀行など金融機関から借り入れる方法（間接金融）と、株式や社債を発行することにより株式市場などの資本市場から調達する方法（直接金融）とがある。企業の資金調達額のなかで、自己資金、間接金融による資金および直接金融による資金が占める構成比は、国によって、また時代によってかなり異なる。対GDP比で、この3種の資金調達額を示すと第1図～第6図のようになる。

他国と比べて、間接金融の比重が低く、直接金融の比重が高いことが、第1図に示されている米国の特徴である。つまり米国企業は株式や社債を発行することによってかなりの外部資金を調達している。その裏返しとして、家計の金融資産構成においても債券や株式の構成比が他国よりかなり高く、現金・預金の構成比を上回っている（日本銀行 [2001] 125ページ）。

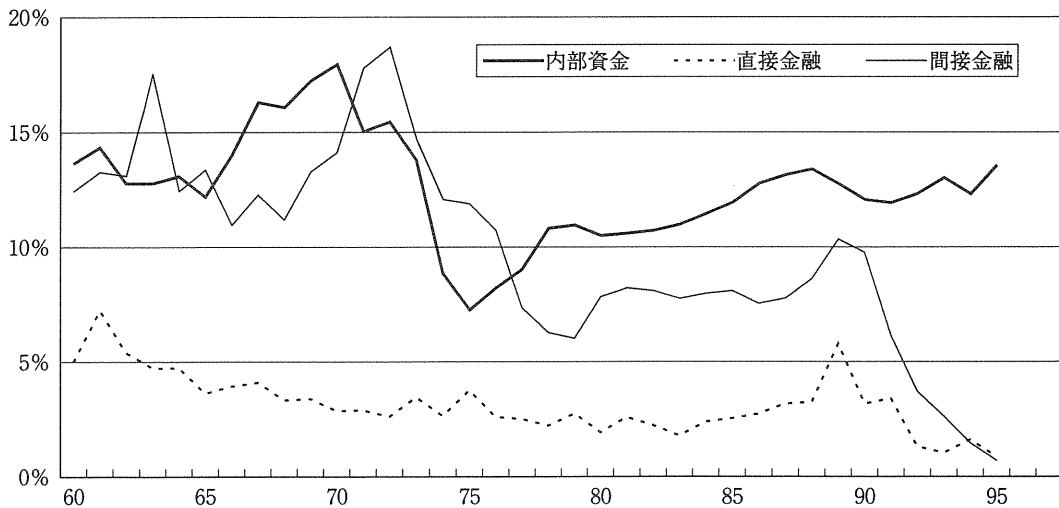
米国とは逆に、第2図に示す日本と第3図に示すドイツにおいては、直接金融の比重は間接金融と比べてかなり小さい。日本では、「メインバンク」とよばれる特定の銀行が企業と密接な関係をもち、安定的に長期資金を貸し出している。またこのメインバンクや関連企業などとの間で株式持ち合いが広く行われていることも日本の特徴である。また、ドイツでは証券業務

第1図 米国非金融法人企業の資金調達額の対 GDP 比



出所：OECD, *National Accounts II*, から算出した。「内部資金」は Table 7.1, Capital Accumulation Accounts for Non-financial Corporate and Quasi-corporate Enterprises の「1. Consumption of fixed capital」と「2. Net saving」と「3. Capital transfers」の合計を GDP で除した値である。「直接金融」は, Table 11, Capital Finance Accounts of Non-financial Corporate and Quasi-corporate Enterprises の「25. Bills and bonds, short-term」と「26. Bonds, long-term」と「27. Corporate equity securities」の合計を GDP で除した値である。「間接金融」は「28. Short-term loans. n.e.c」と「29. Long-term loans. n.e.c」の合計を GDP で除した値である。第2図～第6図も同様である。

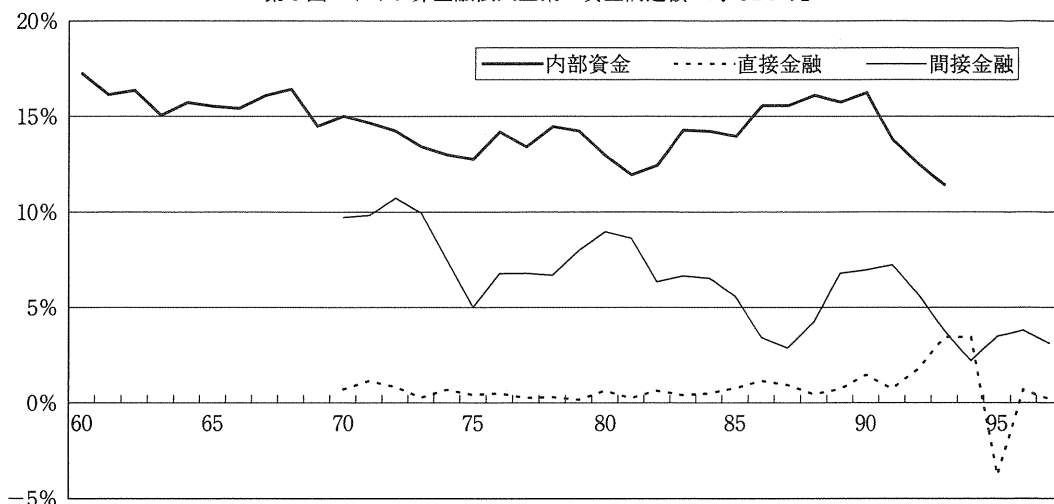
第2図 日本非金融法人企業の資金調達額の対 GDP 比



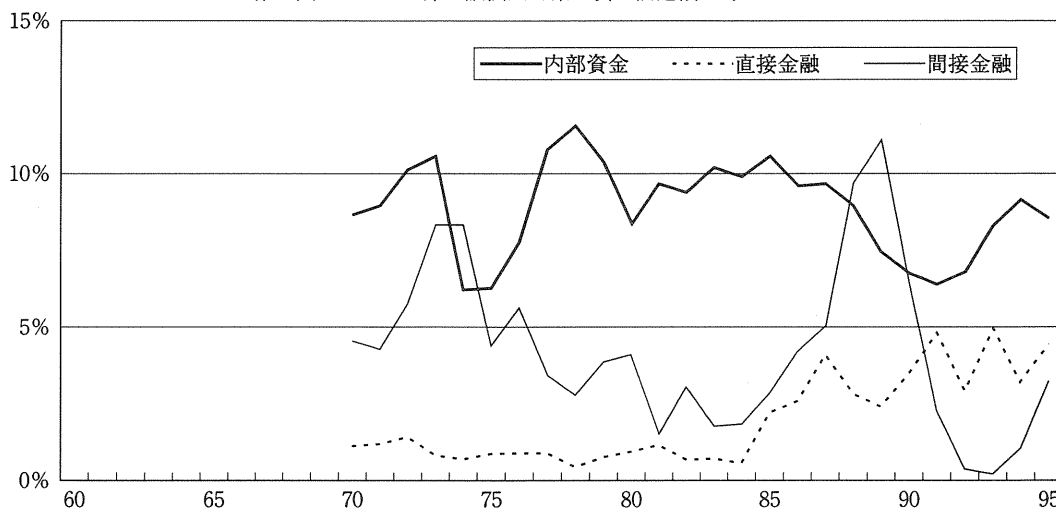
なども含む総合的機能をもつユニバーサル・バンクとよばれる大銀行が存在し、多種の金融仲介機能を担っている。また銀行の役員が取引先企業の監査役に就任するなど、銀行は日本以上に企業と密接で長期的な関係をもっている。こ

のように間接金融が中心で、銀行主導型金融構造をもつ日本やドイツにおいても、直接金融の拡大にむけての制度改革が80年代半ばから行われた。ドイツでは85年のマルク建て外債市場の自由化に始まり、資本市場の規制緩和や取引手

第3図 ドイツ非金融法人企業の資金調達額の対 GDP 比



第4図 イギリス非金融法人企業の資金調達額の対 GDP 比

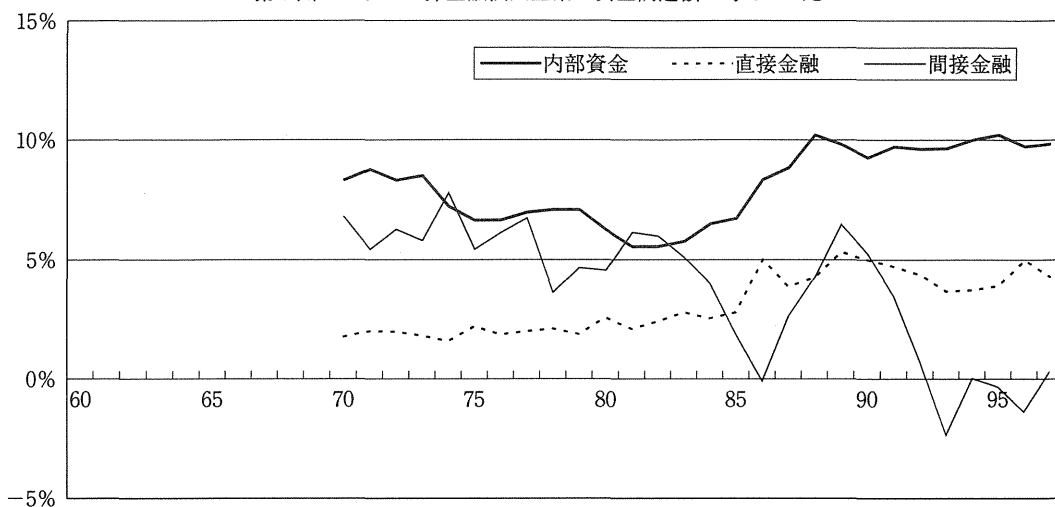


数料引下げが実施された（高木ほか [1999]）。

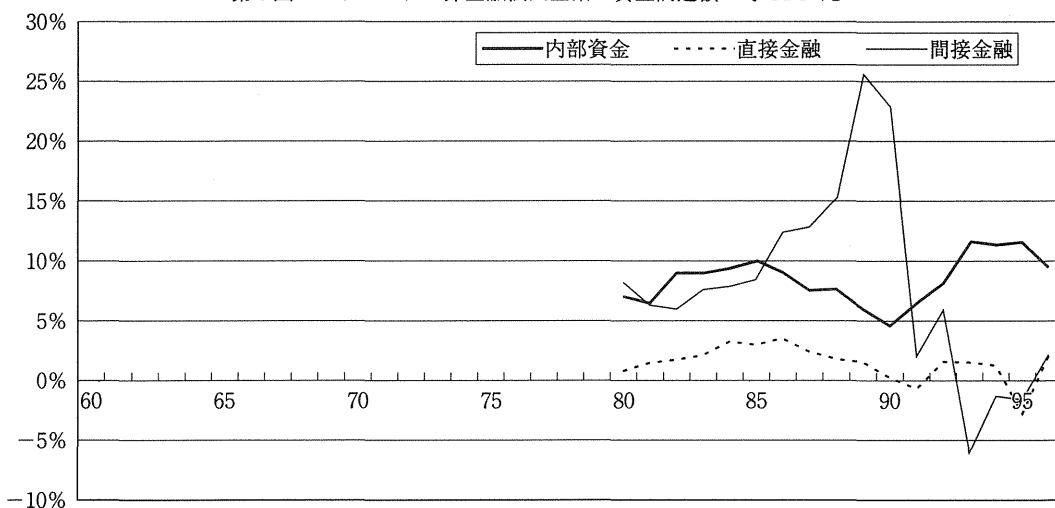
ヨーロッパ諸国のなかで最もドラスティックな改革を実施したのはイギリスである。とくに1986年の「ビッグバン」と呼ばれる証券市場改革において、株式売買手数料の自由化や外国資本参入制限緩和が実施された。その結果、海外市場に逃げ出していた取引をロンドン市場に再び引き戻すことに成功した。第4図にみるように、このころからイギリス企業による直接金融による資金調達が増加していった。しかし、イ

ギリスでは、地価の急騰と急落という金融自由化の副作用も生じた。フランスやスウェーデンにおいても、80年代半ばから、政府が主導する形で金融自由化は実施された。スウェーデンでは85年の貸出金利自由化後は、貸出金利を戦略的に使った顧客獲得競争が激化した。自由化以前に存在した銀行と顧客との密接な長期的関係は弱まったので、銀行のリスク審査能力や顧客モニタリング能力も低下した。以上の結果として、1980年代後半、スウェーデンにおいて銀行

第5図 フランス非金融法人企業の資金調達額の対 GDP 比



第6図 スウェーデン非金融法人企業の資金調達額の対 GDP 比



の貸出量は急増し、地価と株価のバブルを引き起こした。90年代初めのバブル崩壊後は、深刻な銀行危機が発生した(宇仁 [2003])。

第1表および第1図～第6図によると、その水準には大きな差があるとはいえ、80年代半ば以降、企業の資金調達に占める直接金融の比重の上昇と間接金融の比重の低下がいくつかの国で観察できる。しかし、「直接金融化」とも呼ばれるこの現象はすべての企業において等しく生じているのではなく、大企業にかたよって生

じていることに留意すべきである。第3表は、総資産に占める借入金の比率を企業規模別に示している。日本では、資本金10億円以上の大企業において、借入金比率は1975年の39%から2000年の16%へと減少している。しかし、1億～10億円企業と1千万～1億円企業とにおいては、借入金比率の減少傾向はみられない。また、米国においては、総資産1億～2.5億ドル企業と25万～5百万ドル企業においては、借入金比率は長期的な増加傾向がみられる。認知度や信

第3表 企業規模別、総資産に占める借入金の比率

(単位: %)

	1970	1975	1980	1985	1990	1995	2000
日本、資本金10億円以上	36.5	39.2	32.7	27.4	17.8	18.2	16.4
1億～10億円	34.3	38.5	33.8	36.1	34.0	36.0	30.6
1千万～1億円			34.6	38.0	41.2	45.2	41.2
米国、総資産10億ドル以上	6.4	3.2	3.3	3.2	6.5	5.0	7.0
1億～2.5億ドル	12.1	9.4	11.4	13.9	20.4	18.9	19.8
25万～5百万ドル	12.1	14.9	16.6	18.4	18.7	18.1	20.3

出所：日本については大蔵省『法人企業統計』の製造業合計の短期借入金と長期借入金の和を「借入金」とした。米国については、商務省 *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations* の Short-term loans from banks と Installments, due in 1 year or less, on long-term debt (a) Loans from banks と Long-term debt due in more than 1 year (a) Loans from banks の和を「借入金」とした。各年の第4四半期の数値である。

用度の低い中小企業は、市場での社債や株式発行が困難な事実を考慮すると、中小企業が間接金融に大きく依存するのは当然のことである。

III 雇用制度と金融制度の補完性の 理論的仮説

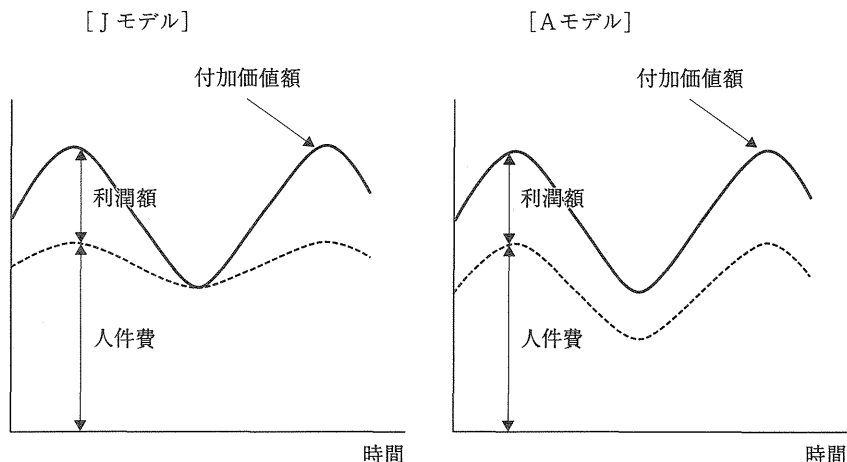
資金提供者の側からみると、直接金融と間接金融とでは、リターンとリスクに関して大きな違いがある。複利年率でリターンをあらわし、月次リターンの年率の標準偏差でリスクをあらわすと、日本において、株式の場合は、リターンは12.7%であり、リスクは19.6%である。債券の場合はそれぞれ、7.6%と3.6%である。転換社債の場合は10.8%と13.4%である（氏家編[2002] 31ページ）。このように直接金融は、高リターンであるが高リスクである。預貯金の場合、リターンは3.4%と低い、リスクはほとんどゼロである。このように直接金融と間接金融とでは、リターンとリスクに違いがあるので、キャピタル・ロスの発生確率や企業の倒産確率が高まる不況期などでは、直接金融への資金供給は一般的には減少し、逆にキャピタル・ゲインの発生確率が高まる好況期では、直接金融への資金供給は一般的には増加する。つまり直接金融への資金供給はプロサイクリカルに変動する可能性が高い。

また、直接金融での需給調整メカニズムは、基本的には価格調整であるが、次のような理由によりその動態は不安定である。価格調整の安

定性は、右上がりの供給曲線と右下がりの需要曲線によって保証される。しかし、株式や債券については、需要曲線も右上がりになる可能性が高い。その根本的原因是、株式や債券の価値が、将来の収益の現在価値にもとづくことにある。将来の収益を予想するには、当該企業やマクロ経済に関する膨大な情報が必要であり、多くの一般投資家には、そのような情報の取得も処理も不可能である。したがって彼らは、他の投資家の売買行動をみて、その行動を模倣する。このような模倣行動の連鎖の結果として、価格が上昇する局面において、キャピタル・ゲインを求めての「買い」つまり需要量が増加する。また価格が低下する局面では、キャピタル・ロス回避のための「売り」が増える。こうして需要曲線が右上がりになる。この場合、何らかの要因で需要量と供給量とのギャップが生じると、価格の変化はそのギャップをさらに拡大するように作用する。その結果、需要量と供給量と価格の累積的上昇、あるいは累積的低下が発生する。

一方、間接金融の場合、資金供給者と資金需要者との資金取引は直接的に行われるのではなく、銀行に代表される金融機関が仲介する。そして内生的貨幣供給論が述べるように、中央銀行が決定する金利を所与のベースにして、銀行の貸出量は、企業の設備投資計画量に応じる（accommodate）かたちで決定される。つまり価格である金利の変動を通じて需要量と供給量

第7図 利潤額の変動



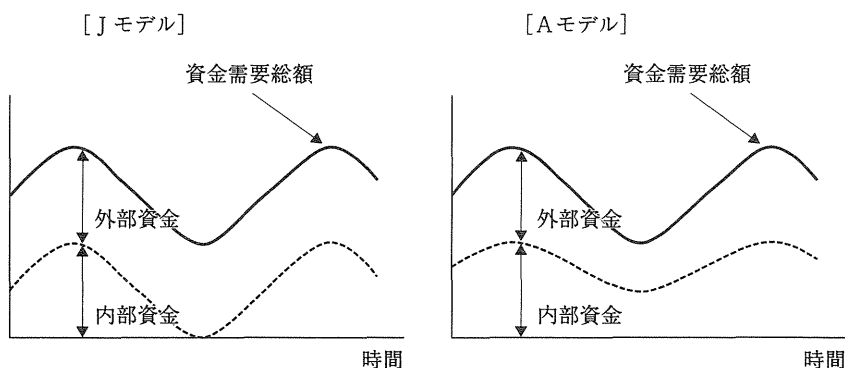
のマッチングが行われるのではなく、需要量の変動に対応して柔軟に供給量が変動して、需給が一致する。つまり間接金融での需給調整は、価格調整ではなく、数量調整である。

雇用制度と金融制度の補完性について考察しよう。本稿での焦点は、雇用の弾力性と、企業の資金調達との関係である。以下では「弾力性」は、すべて産出量に対する弾力性の意味で用いる。つまり弾力性とは、産出量が1パーセント変化したとき、当該変数が何パーセント変化するかをあらわす数値である。また実際に、雇用の弾力性と比べて賃金率と労働時間の弾力性は非常に小さいので、賃金率と労働時間は非弾力的であると仮定して議論を進める。日本のように雇用の弾力性が小さい場合（Jモデル）と米国のように雇用の弾力性が大きい場合（Aモデル）とを比較しよう。Aモデルと比べて、Jモデルでは雇用の弾力性が小さいので、人件費の弾力性が小さくなる。そのため、第7図に示すように、利潤所得額のプロサイクリカルな変動は大きくなる。利潤所得の一定割合が内部資金に回されるとすると、Aモデルと比べて、Jモデルでは、内部資金の弾力性も大きい。つまり、Jモデルでは、好況期には潤沢な内部資金が確保できるが、不況期には内部資金は小さくなってしまふ。深刻な不況の場合には内部資

金がゼロになり、設備投資資金だけでなく運転資金も外部調達する必要も生じるかもしれない。これに対してAモデルでは、内部資金のプロサイクリカルな変動はそれほど大きくはないだろう。小さな変動はともなうが好況期も不況期もある程度の内部資金を確保できるだろう。

次に、このような内部資金の変動のちがいを前提に、外部資金への需要の変動を考えよう。企業は主に、設備投資や金融資産投資のために、資金を必要とする。一般に、この企業の資金需要総額は、内部資金額を上回っており、またプロサイクリカルに変動する。議論を簡単にするために、この資金需要総額の弾力性は、AモデルとJモデルとで同一と仮定し、Aモデルの内部資金の弾力性（ b であらわす）に等しいケースを考えよう。資金需要総計から内部資金額を引いた金額が外部資金に対する需要額である。第8図に示すように、Aモデルでは、外部資金需要の弾力性は b に等しくなる。一方、Jモデルでは、内部資金の弾力性が資金需要総額の弾力性 b よりも大きいので、外部資金需要の弾力性は b よりも小さくなる。内部資金の弾力性が資金需要総額の弾力性よりもかなり大きいときは、外部資金の弾力性はマイナスになることもありうる。つまりJモデルでは、外部資金需要の変動は、内部資金よりも弱いプロサイクリカ

第8図 外部資金需要額の変動



るな変動になるか、カウンターサイクリカルな変動になる。

次に、外部資金需要と外部資金供給との整合性の問題を考察しよう。先に述べたように、直接金融による資金供給はプロサイクリカルな変動を示す可能性が大きい。一方、間接金融においては、銀行はどのような資金需要の変動にも柔軟に対応する能力をもっている。Aモデルでの外部資金需要はプロサイクリカルな変動を示すので、直接金融とも間接金融とも整合性をもつ。しかし、Jモデルでの外部資金需要は、弱いプロサイクリカルな変動もしくはカウンターサイクリカルな変動を示すので、間接金融としか整合性をもたない。Jモデルでの外部資金需要が、直接金融による資金供給と組み合わせられた場合に、どのような結果が生じるかをみてみよう。Jモデルでは、好況期においては、比較的潤沢な内部資金が確保されるので、外部資金需要は比較的小さい。にもかかわらず、直接金融のプロサイクリカルな資金供給によって、膨大な資金供給が行われる。これは資金の過剰供給につながる。この過剰資金は、企業による過剰な設備投資や過剰な金融資産投資につながるかもしれない。さらに、先に述べたように、株式市場などでいったん需要と供給が乖離すると累積的な価格上昇が起きる可能性が高いので、この過剰投資は資産価格バブルを生むかもしれない。一方、不況期にはこれと逆のことが起きる。Jモデルでは、不況期においては、内部資

金はかなり小さくなってしまっているので、外部資金に対する需要は比較的大きくなる。にもかかわらず、直接金融の場合、資金供給量はプロサイクリカルに変動するので、不況期の外部資金供給は低下する。したがって企業は投資資金不足に直面することになり、過小投資が発生する。結局、雇用の弾力性が大きいJモデルが、直接金融中心の金融システムと組み合わせられると、不安定なマクロ経済状況が生まれる可能性が高くなる。

このように、雇用の長期性を保証する企業は、好不況に比較的左右されない安定的な外部資金を必要とする。間接金融は、このような需要に柔軟に対応する比較的安定的な資金供給を可能にすることによって、雇用保証を支える。また逆方向からみれば、企業と銀行との双方での長期的な雇用は、資金の貸し手と借り手の間での密接で長期的な関係を築く前提であり、両者の間での緊密な情報交換は、長期的な融資の継続を支える。このように雇用の長期性を保証する制度と、間接金融制度との間には、一方が他方を支え強化するという補完性が存在する。

注意すべきことは、この二つの制度のうち、一方が変化したときの、マクロ経済への影響が非対称的なことである。雇用が弾力化する方向へ雇用制度だけが変化した場合は、貸し手と借り手の間での密接で長期的な関係の構築が幾分困難になるだろうが、間接金融の存続は、企業の資金需要の変動に応じた資金供給をひきつづ

第4表 補完性の仮説と実証

	仮 説	実 証	
		日 本	米 国
雇 用 の 弾 力 性	Jモデル < Aモデル	0.20	< 0.61
利 潤 額 の 弾 力 性	Jモデル > Aモデル	3.97	> 2.84
外部資金需要の弾力性	Jモデル < Aモデル	下欄で代理	
借入金ストックの弾力性	Jモデル < Aモデル	-0.37	< 0.87

注：日本については大蔵省『法人企業統計』の製造業合計の四半期データを用いた。利潤額には「営業利益」を用いた。また借入金ストックは「短期借入金」＋「長期借入金」である。各値の対前年同期増加率を Y とし、通産省『鉱工業指数年報』の鉱工業生産指数の対前年同期増加率を X とし、 $Y=a+bX$ を推計式として、弾力性 b を OLS で推計した。推計期間は1975年第1四半期～2002年第1四半期である。

米国については、商務省 *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining and Trade Corporations* の All manufacturing の四半期データを用いた。利潤額は Income from operations である。また借入金ストックは Short-term loans from banks + Installments, due in 1 year or less, on long-term debt (a) Loans from banks + Long-term debt due in more than 1 year (a) Loans from banks である。推計方法は日本と同様である。FRB, *Industrial Production indexes* の製造業生産指数の対前年同期増加率を X として用いた。借入金ストックの弾力性については $Y=a+bX_{-4}$ を推計式として用いた。推計期間は1975年第1四半期～99年第4四半期である。

き可能にするので、マクロ経済への悪影響は小さいだろう。しかし、直接金融を拡大する方向に金融制度だけが変化した場合は、雇用保証を重視する企業は、必要とする安定的な外部資金の調達が困難になる。好況期には需要量を越える資金の調達が可能になるが、逆に不況期には調達資金は需要量を下回る可能性が高くなる。このような企業における資金の過剰や不足は投資の大きな変動を引き起し、マクロ経済の不安定化につながる。

IV 補完性の実証

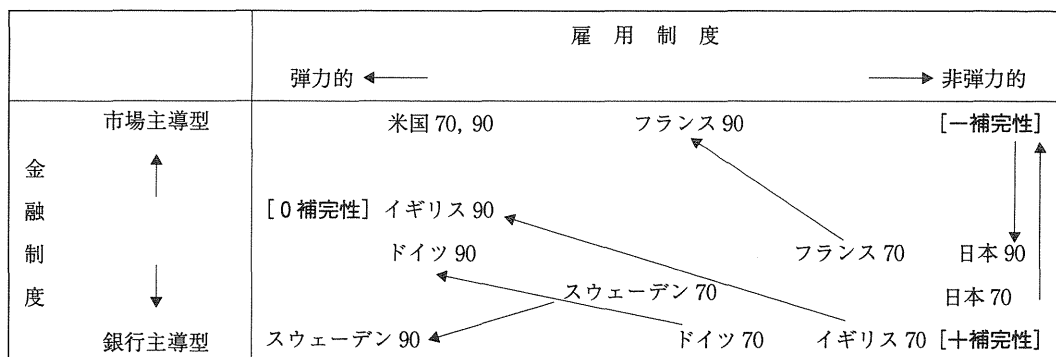
前節で述べた仮説の実証を試みよう。日本と米国の製造業の法人企業全体のデータを用いる。第4表に示すように、雇用の弾力性については、日本は米国の約3分の1である。また、利潤額の弾力性も仮説どおり、日本の方が大きい。外部資金需要の計測は困難がともなう。銀行は企業の借入需要に accommodate すると考えると、間接金融だけしか存在しない場合は、企業の借入金の額が、企業の外部資金需要量にほぼ対応すると考えられる。しかし、実際には間接金融と直接金融がともに存在する。直接金融が存在する場合、先に述べたように需要量と供給量と

価格の累積的增加や累積的減少が発生し、現実の外部資金需要量が本来の需要量から乖離する可能性がある。したがって、ここでは、企業の本来の外部資金需要に比較的正確に対応していると考えられる借入金の弾力性を、外部資金需要の弾力性の代理変数としてとらえる。借入金ストックの弾力性は、日本ではマイナスの値となり、カウンターサイクリカルな変動をしている。一方、米国においては、プロサイクリカルな変動をしている。この結果は、Aモデルでの外部資金需要はプロサイクリカルな変動を示し、Jモデルでの外部資金需要は、弱いプロサイクリカルな変動もしくはカウンターサイクリカルな変動を示すという前節で述べた仮説と一致している。

V 制度変化とマクロ経済的安定性の変化

第9図は、第1表のデータをもとにして、横軸を雇用の弾力性、縦軸を直接金融と間接金融との比率とする平面に、各国の位置をプロットしたものである。第Ⅲ節の仮説によれば、図の右下のコーナーにあたる位置は、非弾力的雇用構造と、間接金融中心の銀行主導型金融構造の組み合わせを示し、これはマクロ経済の安定性

第9図 雇用制度と金融制度との補完性モデル



注：「70」は、1970年代初めから80年代半ばまでの期間における各国の位置を示す。「90」は80年代半ばから90年代末までの期間における位置を示す。

にとつてはプラスの効果をもつ。したがって図では「+補完性」と記されている。一方、「-補完性」と記されている右上のコーナーは、非弾力的雇用構造と、直接金融中心の市場主導型金融構造の組み合わせを示し、これは、第Ⅲ節の最後で述べたように、マクロ経済の安定性にとつてはマイナスの効果をもつ。また、雇用が弾力的な場合つまり図の左の方では、銀行主導型金融構造とも市場主導型金融構造とも整合性をもつので、図では「0補完性」と記されている。イギリス、フランス、ドイツは、1980年代半ば以降、直接金融の比率を高めているが、それは雇用の弾力化と並行して行われた。そのため、図におけるこれらの国の位置は左上方向に移動している。もし雇用の弾力化が行われなかったとしたら、これらの国の位置は右上のコーナーに向かって移動し、その結果、マクロ経済の不安定化が生じたかもしれない。しかし、現実には1980年代半ば以降、金融改革と雇用改革が同時進行したために、多くの場合、この不安定化は回避され、市場主導型金融構造への移行はかなり成功している。

日本は、第9図ではほとんど位置を変えていないようにみえる。しかし先に示した第2図をみればわかるように、1980年代後半に直接金融が急増し、90年代には急減するという経過をたどっている。1980年代後半に日本の大企業はエクイティ・ファイナンス（増資、転換社債、新

株引受権付社債）を活発に行った。80年代前半の5年間ではエクイティ・ファイナンスにより、15.3兆円が調達されたが、80年代後半の5年間ではその4倍の66.6兆円が調達された。このように膨れ上がった資金は金融資産への投融資や、短期有価証券を含む手元流動性の増加を引き起こした（氏家編 [2002] 224ページ）。90年代に入ると、株価の下落が始まり80年代後半に積み上がった金融資産の収益性は急速に低下していった。90年代前半のエクイティ・ファイナンスは22兆円にとどまった。大企業の資金調達は、普通社債による調達にシフトしていくが、その伸びは小さい。このような日本の金融構造の変化は、第9図によれば、次のように理解できる。80年代後半に、日本の位置は、右下のコーナーから右上のコーナーに向けて移動したが、それによって、過剰投資によるバブルの形成とその崩壊後の投資停滞というマクロ経済の急激な不安定化が生じ、再び右下のコーナーに戻った。結局、間接金融中心の金融構造から、直接金融中心の金融構造への移行は、日本においては挫折した。

VI おわりに

Nell [1998] によると、大量生産経済においては、大量生産技術の成立という技術的变化やレイオフ制度や団体交渉制度などの制度的変化に起因して、雇用量と産出量がフレキシブルに

なる。他方で商品価格のサイクリカルな変動は弱まる。その結果、市場における需給ギャップは、価格変化を通じてではなく、数量変化を通じて調整される。このような市場調整パターンの変化が、大量生産経済におけるマクロ経済の実物的不安定性につながっている。ただし実際には、大量生産経済の実物面での不安定性は、国家のケインズ主義的経済介入や貨幣・金融システムの制度的強化によって、軽減されていると Nell は述べる。このような Nell の観点からみると、本稿は、雇用の弾力性の制度的差異に留意しながら、どのような金融システムが、マクロ経済の実物的不安定性を抑制するかという問題を考察した。本稿の考察の前提は、次のような間接金融と直接金融の性質の違いである。間接金融による銀行からの資金供給は、企業の資金需要に柔軟に対応することができる。これとは対照的に、株式市場など直接金融のルートからの資金供給は、本来的にプロサイクリカルに変動する傾向をもち、またこのルートで生ずる需給ギャップは、さらに大きな需給ギャップを生む可能性も高い。このことを前提に考察すると、雇用の弾力性が小さい経済においては、企業は、好況期、不況期を問わず、比較的安定的な外部資金調達を必要とするので、間接金融中心の銀行主導型金融構造だけが、マクロ経済的安定性をもたらす。また、このような経済において、直接金融中心の市場主導型金融構造が制度化されると、マクロ経済的不安定性が発生する。一方、雇用の弾力性の大きな経済においては、企業の外部資金需要はプロサイクリカルに変動するので、その供給は、銀行主導型金融構造を通じてでも可能であるし、市場主導型金融構造を通じてでも可能である。

【付記】 本稿は、文部科学省科学研究費補助金・基盤研究(B1)「経済制度の補完性と経済調整の安定性との関連の研究」(平成13-15年度、研究代表者、宇仁宏幸)の研究成果の一部である。

参考文献

- Amable, B., E. Ernst and S. Palombarini [2002] "Comment les marchés financiers peuvent-ils affecter les relations industrielles? Une approche par la complémentarité institutionnelle," *L'année de la régulation*, No.6, 2002.
- Boyer, R. (ed.) [1988] *The Search for Labour Market Flexibility*, Clarendon Press, Oxford. (井上泰夫訳『第二の大転換』藤原書店, 1992年)。
- Epstein, G.A. [1994] "A Political Economy Model of Comparative Central Banking" in *New Perspectives in Monetary Macroeconomics*, eds. by Dymski, G.A. and R. Pollin, University of Michigan Press, 1994.
- Franzese, R.J. and P.A. Hall [2000] "Institutional Dimensions of Coordinating Wage Bargaining and Monetary Policy" in *Unions, Employers and Central Banks*, eds. by T. Iversen, J. Pontusson and D. Soskice, Cambridge University Press, 2000.
- Hall, P. A. and D. Soskice (eds.) [2001] *Varieties of Capitalism*, Oxford University Press.
- Iversen, T. [2000] "Decentralization, Monetarism, and Social Democratic Welfare State" in *Unions, Employers and Central Banks*, eds. by T. Iversen, J. Pontusson and D. Soskice, Cambridge University Press, 2000.
- Soskice, D. and T. Iversen [2000] "The Non-Neutrality of Monetary Policy with Large Price or Wage Setters," *The Quarterly Journal of Economics*, February 2000.
- Nell, E. [1998] *The General Theory of Transformational Growth*, Cambridge University Press.
- 氏家純一編 [2002] 『日本の資本市場』東洋経済新報社。
- 宇仁宏幸 [2000] 「先進諸国の市場調整パターン」『経済論叢』第165巻第1・2号, 2000年1・2月。
- [2003] 「バブル崩壊後の日本, スウェーデン, ノルウェーの比較」『経済理論学会年報』第40集。
- 日本銀行 [2001] 『入門 資金循環』東洋経済新報社。

- 野下保利 [1995] 「金融構造と金融不安定性の諸類型」(青木達彦編『金融脆弱性と不安定性』日本経済評論社)。
- 高木仁・黒田晃生・渡辺良夫 [1999] 『金融システムの国際比較』東洋経済新報社。
- 古川陽二 [1999] 「イギリスにおける労働法の規制緩和と弾力化」『日本労働法学会誌』93号。
- 宮本太郎 [1999] 『福祉国家という戦略』法律文化社。
- 盛 誠吾 [1999] 「フランスにおける労働法の規制緩和と弾力化」『日本労働法学会誌』93号。
- 和田 肇 [1999] 「ドイツ労働法の変容」『日本労働法学会誌』93号。