

クラブ財としての公的金融と「民営化」問題

——日本政策投資銀行をモデルとして——

大 瀧 雅 之[†]

概 要

本稿では日本政策投資銀行（以下政投銀と略）を例として公的金融の役割と民営化問題について考察した。特に政投銀の情報生産能力に注目した。これについては、多くの実証研究が、政投銀が民間銀行の融資を引出すという、いわゆる「カウベル効果」の存在を認めている。すなわち政投銀の審査情報を利用し民間銀行も協調融資すると考えられている。

政投銀の情報生産能力の淵源は日本政策投資銀行法にある「中立性」と「公共性」にあると考えられる。どの企業グループにも属さないという「中立性」は、借り手に安心感を与え、融資に当たっての情報収集を容易にする。

ところで協調融資は、「クラブ財」と見なせる。融資に関する情報を生産提供するのが政投銀（クラブ）であってこれを共有し使用するのが民間銀行であると考えられる。そして政投銀の利潤を「クラブ」の使用料と捉える。このとき利潤極大化ではなく収支相償を前提とする「公共性」は、情報生産の本来の目的である民間銀行（「クラブ員」）の共同利潤を最大化できるという意味で優れている。

キーワード

公的金融，中立性，公共性，民営化，クラブ財

[†] この小論の作成においては、堀内昭義教授（中央大学）、花崎正晴氏（日本政策投資銀行）、尾崎雅彦氏（日本政策投資銀行）、竹村隆氏（日本政策投資銀行）、大野直志氏（日本政策投資銀行）らとの議論に依るところが大きい。また統計研究会金融班支笏湖コンファランスでの三井清教授（学習院大学）、福田慎一教授（東京大学）、櫻川昌哉教授（慶應義塾大学）のコメントからは、さまざまな示唆を受けた。ここに記して感謝する次第である。なおありうき誤りの責任がすべて筆者個人に帰着することは言うまでもないが、同時に、本稿の主張は日本政策投資銀行の公式見解との間にはなんらの関係も持たない。

1. はじめに

この小論の目的は、巷間一色に染まった観のある「公的金融批判」とその「民営化論」を、理論的観点から批判的に再検討することにある。2005年11月22日付の日経夕刊では、経済財政諮問会議による政府系金融機関の統廃合問題が掲載されており、そのなかで、本小論の中心となる「日本政策投資銀行」（以下政投銀と略）は、政府出資を残さない完全民営化がおどっている。これが活字となるころは、それも決着していよう。したがって本小論を綴る自体、「今更何を……」と言われる向きが多いやもしれない。

しかしながら「公的金融」分けても政投銀の民営化には、たとえそれが蠅螂の斧であろうとも、一言語らざるを得ない。当該銀行が有形・無形の形で醸し出してきた「公的機能」を再確認しておく必要があると考えられるからである。

さていわゆる「公的金融」の範囲は無限定に用いれば、郵便貯金制度を含んだ「財政投融资」システム全体に迄及んでしまう。かりにその資金の「出口」である「公的金融機関」に絞っても、そこには多様な目的を持つ機関が存在することは周知の事実である。またこのように「公的金融」という大きなシステムを一括りにして「批判」する些か性急とも言える「論文」・「記事」が、後を絶たないことも否みがたい。

詳しくは後述するが、このような現象は、社会主義の失敗とアメリカ経済の「隆盛」という世界情勢の変化を受けた上での、将来への深刻だが漠然とした不安という、現在の日本の抱える根本的な病理の一つの露頭と考えることができる。その意味で、「公的金融批判・民営化問題」はそれ自身が重要な経済問題であるだけでなく、今後の日本の経済政策の基本方針を左右しかねないという意味で、政治経済学的にもきわめて重要な問題と考えられる。

しかしながら、上述したように「公的金融」はきわめて多岐・多様にわたり、これを一括りにして議論するのは、危険でかつまた無意味であると考えられる。そこでここでは、比較的経済学的な先行研究が豊富な政投銀（あるいは旧日本開発銀行）に焦点を絞って議論を進める。

この小論の構成は、以下の通りである。第2章では政投銀および旧日本開発銀行（以下旧開銀と略記）の既存研究を整理し、経済学的見地から当該機関がいかなる機能を持ってきたと考えられるかについて考察・要約する。第3章では、それらの議論をもとに従来の業務・機能から一つの理想型としての政投銀の姿を、「クラブ財」と呼ばれるごくあり

ふれた標準的な経済学の理論から表現してみる¹⁾。そして構築された理論をもとに、政投銀の「民営化」の適否について分析する。第4章は結論である。

2. 政投銀（旧開銀）の機能とその評価

政投銀に関する先行研究には多数あるが、ここでは、日向野（1986）、堀内・大瀧（1987）、堀内・随（1994）、福田・照山・神谷・計（1995）、花崎・蜂須賀（1997）、大瀧・尾崎・大野（2005）について紹介する。

まず日向野（1986）は、旧開銀の審査能力の高さを部分的には評価している。しかしながら、当該銀行の中心業務である協調融資が「カウベル効果」と呼ばれる民間銀行誘導効果によって成功してきたのは、その審査能力によるものだけではなく、融資自身が旧通商産業省を中心とする「産業政策」を通じての政府のコミットメントを裏付けるものであり、それが民間銀行に「安心感」・「信頼」を与えたことによるものも大きいとしている。

この日向野（1986）による政投銀（旧開銀）融資が政府の暗黙のコミットと意味するという指摘は、当該機関の「日本政策投資銀行法」（以下根拠法）に定められた、

1. 「中立性」（第4条）：すなわち現状全額政府出資で特定の企業グループに属さないことのために、民間の錯綜した利害関係から距離を置くことが可能であること。
2. 「公共性」：「収支相償の原則」のもとで赤字にならない範囲で、非営利であるべきこと（根拠法第20条第3項）、および一般の金融の行う金融等の補完・奨励を行い一般金融機関と競争しないこと（根拠法第21条）

の実効性（effectiveness）を、額面通り無批判に受け取ってはならないことを意味している。すなわち政投銀が上部官庁の「政策立案」に纏わり、その私的収益性に疑問が持たれる融資を²⁾「政策性の高い」融資として、実施してきたことは事実である。

例えば、ひとつの深刻な例を挙げてみよう。「大店法」の改正に乗って80年代には、多くの地方都市の郊外に自動車がないと行けないような大規模なスーパー・ショッピングセンターが建設された。楽観的な経済成長の予想のもとでなされたこのような無軌道な都市計画が、いかなる結末を迎えたかは、現在の地方都市の惨状を見れば明らかであ

1) 無論ここでの議論は、現在・過去の政投銀のあり方を無批判・全面的に肯定することを目的としているわけではない。後述するように、殊に、政投銀内部で「政策性」の高い融資と呼ばれている分野について、筆者は懐疑的である。

2) 私的収益が上がらなくとも、「外部性」（externality）の存在により、経済全体では厚生を高めうるプロジェクトが存在することは事実である。しかしながら、このような「外部効果」の大きさが厳密に検討されてきた否かは、必ずしも明らかではない。

る。

すなわち駅前を中心とする旧商店街は、その客の多くをスーパー・ショッピングセンターに奪われた結果多くが倒産・閉店に追い込まれ、旧市街は殆どの地方都市で半ばゴーストタウン化している。一方、需要の伸びの予想を誤った郊外の大店の多くは、経営危機に瀕し、閉店・整理を余儀なくされているところが少なくない。このため再び旧市街地の再開発・大店の維持が叫ばれているが、現状をつぶさに見れば、これは容易なことではない。

政投銀が、これらの「政策性の高い」融資にコミットしていたことは事実である。また同行は当該都市政策の失敗を贖うための融資もしている。無論このような都市政策の失敗を、同行のみの責任に帰すのはあまりに酷である。むしろ主たる原因は、主務大臣を擁する国土交通省の国土計画の甘さに求められよう³⁾。

すなわち問題は、主務大臣が（根拠法 22~24 条）において財務大臣・国土交通大臣として定められており、これらの大臣が統括する省での政策立案に対して、人事構成上、同行が距離を持つことが、容易でないことである。かりに政投銀が個別融資案件あるいは「所轄官庁」の作成する「中期政策方針」そのものについて、金融機関としての観点から異なった見解を持ったとき、その際どれほど「自立性」を保持できるかは、きわめてデリケートな問題である。無論この問題は、先ほど挙げた「公共性」の問題と密接に関連している。

このような「政策性の高い」プロジェクトに関する融資は、仮にそれが謳うように著しい「外部性」を持つと仮定しても、その性質（排除不可能性）ゆえに⁴⁾、必ず赤字が発生し税金による補填が必要となる。このような融資に政投銀が過度にコミットすることは、その「公共性」（「収支相償の原則」）から云って望ましいものとは言えない。

また政投銀の融資が介在すること自体が、当該プロジェクトの受益・負担の関係を不明瞭にする危険もある。したがって日向野（1986）の議論を深刻なものとして捉えるならば、政投銀が公的存在として存続する限り（その可能性はきわめて低くなったが）、少なくとも今後このような「政策性の高い」プロジェクトに関与することには、より慎重であらねばならない。言い換えれば、「収支相償原則」を重視し市場との「親和性」を保とうとするなら、「市場性」（あるいは私的収益）の低い大きなプロジェクトに深く関与することには問題があろう。

さて第二の研究である堀内・大瀧（1987）に移ろう。当該論文では、より直接的な計量

3) 厳密には、関係機関・関係者への追加的な調査・インタビューが必要であるが、政投銀のこのような「政策性の高い」融資の占める比率は、現時点ではそれほど大きくないといわれている。

4) これは平たく言えば、「ただ乗り問題」（free-rider problem）が発生することを意味する。

分析（Granger テスト，計測期間：1954q4-1967q4）がなされ，次の結果を得ている．すなわちまず第一に，旧開銀融資が民間誘導効果（カウベル効果）を持ったと考えられるのは計測の対象となった9業種のうち，鉄鋼，農林水産，陸運に限られ，旧開銀融資が高度経済成長に与えた影響を過大評価してはならないことが指摘されている．

第二に，逆に民間銀行の貸し出しが旧開銀融資を誘発した産業として，機械，石炭の2業種が挙げられているが，このうち石炭産業については民間融資の減退が逆に旧開銀融資を誘発しており，先の農林水産を含めて，旧開銀融資にはいわゆる「産業調整」の色合いも強いことが指摘されている．

すなわち多くの「公的金融批判論者」は，現在の日本経済では資本蓄積が十分に進んだために，政府が成長促進を理由に「公的金融機関」を通じて資金補助をする「開発金融スキーム」は終焉を迎え，それ故に当該諸機関が不要であると主張する．しかしここでの計測結果から考えて，そもそも，旧開銀にマクロの資源配分（そこまで大きくなくとも主要産業の構造）を変えるほどの影響力があったと考えるには無理がある⁵⁾．

むしろ政投銀・旧開銀に経済厚生上資するところがある（乃至はあった）とするならば，それは事後的に見れば，「中立性」・「公共性」を基礎とした情報生産（審査能力）によって，情報の不完全性や民間銀行間の複雑な利害対立に基づく金融市場のフリクションを解消してきたところに求められよう．言い換えれば，政投銀・旧開銀の役割はマクロあるいは産業全体の構造を特定方向に誘導する（乃至はした）というよりも，ミクロ・個別でのさまざまな金融市場の補完・補正にある（乃至はあった）と考えるのが，自然である⁶⁾．

このような問題意識に基づき堀内・随（1994）は，マクロ経済の成長促進政策（開発金融）の一環としての機能よりも，旧開銀の主たる役割は，ミクロでの個別企業に関する審査による情報生産それに付随する協調融資，ないしは日向野（1986）の強調する政府・官

5) ややデータは古くなるが後述する堀内・随（1994）では，日本における「公的金融」のウエイトは，財政投融資全体でも，他国と比べて顕著に大きいわけではないことが紹介されている．また家森・西垣（2004）ではより詳細に各国ごとの公的金融の規模が比較されている．(i) そこでは，日本も1990年代前半まではある一定の伸びを見せているが，その後その動きは止まっていること，(ii) アメリカ・フランスは日本と比べても公的金融大国であることが推計されている．そして政投銀（旧開銀）はその中のひとつの機関にしか過ぎない．したがってその資金量から判断しても，旧開銀が「開発金融スキーム」が想定するような役割を果たしたとすることは不自然である．

6) このような考え方が，それぞれの時代の政投銀（旧開銀）関係者の意識にどれほど鮮明であったかには，大いに議論の余地がある．事実「根拠法」には，時代の要請を受けて，その設立目的が多岐にわたって記載されており（大瀧・尾崎・大野 2005 を参照），いかにも総花的である．そして少なくとも90年代前半までは，旧開銀融資は産業政策の一環であり，経済成長に寄与してきたという見解を持つ関係者が多かったと思われる．しかし堀内・随（1994）の指摘するように，日本の主幹産業である自動車会社や電気機械会社の急速な成長に，旧開銀は見るべき役割を果たしていない．すなわち彼らが確認しているように，確かに個別企業レベルでは，旧開銀融資は設備投資促進に有効な影響を与えてきたが，それを適用すべき有望な産業を的確に選別することは，少なくとも当時は容易ではなかったのである．

庁の政策方針の婉曲な伝達機能であると考え、それがどれほど旧開銀融資企業のパフォーマンスに影響を与えたかを分析している。

彼らは旧開銀融資を受けた企業と受けなかった企業の時系列特性（イヴェントスタディ：1968年度～88年度）を調べることにより、

1. 旧開銀融資は確かに設備投資を有意に促進させている。かつ旧開銀融資の開始は民間銀行の融資を誘引している（いわゆる「カウベル効果」の存在）
2. 旧開銀融資を受けた企業の金利費用は、その融資開始後に有意に増加している。その意味で旧開銀融資に伴う補助金効果を計測することはできない。
3. 「メインバンク安定企業」とそうでない企業の設備投資への旧開銀融資の影響を比較すると、後者への促進効果の方が大きい。そして旧開銀融資は後者に多く配分される傾向にあった。

ことを見出している。

これらのファクトファイディングから、彼らは、(i) それらがどのような内容を持つにせよ、旧開銀融資には「情報効果」が存在する、(ii) 旧開銀と「メインバンク」の生産する貸し手に関する情報には、少なくとも計測期間では類似した性格があり、そこで一種の競合が発生している可能性がある、との結論を導き出している。

言い換えれば、まず第一にファクトファイディング1から、少なくともこの時期に関する限り、巷間言われるところの旧開銀による「民業圧迫」が発生していたとは考えにくい。

第二に旧開銀の生産した情報が、(i) 借り手である企業の技術・人事・経営戦略をめぐる実質的な内容なのか、(ii) あるいは日向野（1986）や当該論文でも指摘されている、官庁と融資先企業の間の情報交換を円滑にする仲介機能なのかは、上述したように「政策性の高い融資」の多寡・適否を分析する上でも非常に重要である。

しかし、ここでの計測ではそれが分離されていない。だがファクトファイディングの3にあるように、生産された情報が「メインバンク」とある程度の類似性があるなら、それが(i)の性質を持つことは否定できないであろう。なおこの旧開銀と「メインバンク」の間の競合関係については、花崎・蜂須賀（1997）で再び議論する。

さらにファクトファイディング2は、いわゆる「開発金融」の存在に疑問を投げかける結果となっている。つまり「開発金融」（あるいは幼稚産業保護論）の教えるところによれば、当該産業・企業に規模の経済性・Marshall的外部性などによる「市場の失敗」がある場合には、低金利によって保護・育成することが社会的に見て望ましい（一種の補助金政策）。

かりにそれが旧開銀融資の多くを占めていたとするならば、2とは反対のファクトすな

わち、当該融資により金利負担が減少するという関係が観察されなければならない。したがってここからも、政投銀・旧開銀の主たる機能が、「開発金融」にあったと考えることには無理がある。

さらに福田・照山・神谷・計（1995）でも、co-integrationで評価した産業レベルでは「カウベル効果」が計測される例は限られるが、これを個別企業別に推計するとかなりはっきりした効果が認定されるとしている。

さて次に、花崎・蜂須賀（1997）について考えよう。かれらは、化学・電気機械産業のマイクロデータ（1981年度～90年度）を用いて、旧開銀および「メインバンク」の存在が、設備投資行動における内部資金制約・長期借入金制約に対していかなる影響を与えるかを分析している。その結果、

1. 化学においては、旧開銀融資の存在が有意に内部資金制約を緩和している。しかし電気機械においては、それほど明確な結果が得られない。この計測結果の違いは、旧開銀と当該二産業との間の歴史的な融資関係（track record）に基づくと考えられる。すなわち個別企業に関する情報の生産能力は、当該企業とどれほど長く「付き合い」きたかに依存する。言い換えれば、審査能力の蓄積には学習効果が働くと考えられるのである。
2. 内部資金制約は、特に旧開銀融資を受けかつ安定した「メインバンク」を持つ化学工業に属する企業において、顕著に緩和されており、その意味では両者には堀内・随（1994）で主張された競合関係は存在せず、むしろ両者の間には補完的な役割があると考えられる⁷⁾。しかし電気機械においては、このような明確な関係は存在しない。
3. 長期借入金制約は、化学だけでなく電気機械でも、旧開銀融資を受け安定した「メインバンク」を持つ企業において、顕著に緩和されている。

という実証結果を得ている。

すなわち旧開銀と民間金融機関では、融資のタイムスパンが異なるために、融資に当たって生産される情報に互いに補完関係にあるというのが、彼らの主張である。つまり民間金融機関は特に短期の融資が中心業務となるため、企業の運転資金等の短期の資金繰りなどにより密な情報を保有し、かつそのような情報の生産に比較優位がある。

一方旧開銀は、長期資金の供給に特化しているために、当該企業のプロジェクトの採算性や長期的な信用力を中心とした審査を実施する。かつ実際の融資に当たっては、当該企

7) 花崎・蜂須賀（1997）と堀内・随（1994）では、推計されている投資関数の形状が異なる。すなわち花崎・蜂須賀では、Hoshi-Kashap-Sharfstein（1991）流に、設備投資が内部資金の制約を受ける強さが、旧開銀との取引・「メインバンク」の有無によって異なると考えている。そして説明変数の一つである内部資金比率に係数ダミーを用いて、これを計測している。堀内・随（1994）は、設備投資に対して直接に旧開銀融資比率を回帰する方法をとっている。

業のモニタリングの一環として両者は互いに密に連絡を取り合い、意思決定をなしている。したがって両者の生産する情報は互いに補完的であると考えられるのである⁸⁾。

さて以上の経済分析を些か大胆に纏めれば、政投銀・旧開銀の主たる機能は、審査・融資を通じて借り手企業・金融環境などの情報を収集・生産・仲介するところにあると考えるのが、自然である。当該機関の規模および実証結果から考えて、「開発金融スキーム」の教えるようなマクロ的な「外部性」の内部化を目指した、補助金機構の一部であると考えするには、無理があるといえよう⁹⁾。

さらに「設置法」における「中立性」「公共性」の要求は、これから当該機関が社会的貢献をなしうるとするならば、きわめて重要なファクターであると考えられる。しかしながら先に議論したように、現在の政投銀（旧開銀）自身の統治構造には、必ずしもこの要求と整合的とはいえない部分も確かに存在する。次章では簡単な経済理論を用いて、現状を踏まえた上で、あるべき姿を探り同時にその「民営化問題」を考えてみることにしよう。

3. 一つの公的金融の理論と「民営化問題」

この章の目的は、これまでの章で述べられてきた政投銀を中心とした公的金融のあり方を、公共経済学におけるクラブ財の一つとして捉え、そのような観点からそのあるべき姿を考えてみることにある。

8) ここまで要約した論文が、いずれも日本が深刻な経済危機を迎える以前のデータに依存していることには注意を要する。すなわちいわゆる「メインバンク」機能に対して、懐疑的な研究も数多く存在する。たとえば Hanazaki and Horiuchi (2004) を参照されたい。またこれと同様な研究、すなわち旧開銀・政投銀が企業統治にいかなる影響を与え、かつ融資先企業が長期不況以降いかなるパフォーマンスを辿っているのかを分析することは、きわめて重要な研究課題である。また政投銀・旧開銀の審査手法については、たとえば、大瀧・尾崎・大野 (2005) を参照されたい。

9) 政投銀でのセミナーで、この機能をクラブ財理論で整理したとき、きわめて厳しい質問があった。すなわち政投銀（旧開銀）と類似の組織であった旧興銀が、なぜそのようなビジネスモデルを採用しなかったのかという質問である。この質問に対する暫定的な答えとしては、もともと「営利目的」であった旧興銀においては、後述する理論的予想が語るように利潤追求のために規模・貸出拡張路線を進まざるを得なかったというものである。「民営化」された政投銀も早晩同じ道を歩むことをなしとしないであろう。

3.1 クラブ財としての公的金融

さてクラブ財とは、次の諸性質を持つ財として定義される¹⁰⁾。

1. 一つのクラブが供給するクラブ財については、そのメンバーである限り、等量消費となる。すなわち、クラブ財はメンバー外の者が消費できないという意味で、排除可能性を持つが、ひとたびそのメンバーとなると、誰もが同じだけの消費を営むという意味で、公共財的性格を持つ。
2. 混雑現象 (congestion) が発生する。すなわち、クラブの規模を一定としたとき、メンバーのクラブ使用回数が増えれば、そこには混雑が生じ、構成員の効用を低下させると考えるわけである。

ではこのようにして抽象的に定義されたクラブ財が、これまで述べてきた政投銀の役割といかなる関係があるのだろうか。まずこの問題を検討しておこう。すでに前章までで絞り込まれてきたことだが、本稿では、政投銀の今後は特に「中立性」・「公共性」に根ざした情報生産機能の向上に重きを置くべきであると考えている¹¹⁾。

ただここで想定されている情報生産機能とは、従来強調されてきた「審査能力」(日向野 1986) だけではなく、DIP ファイナンス、PFI、シンジケートローンに象徴される「金融新技術」の開発をも含んだ広義のものである。

すなわち政投銀は、これら多くの民間金融機関に広く共有されるべき情報・金融インフラを生産し、そこからの対価を主たる収益のひとつとすべきではないかというのが、ここでの筆者の主張である。一般にこのような制度・インフラ・情報は強く外部性を持つために(一度開発されるとそれが容易に模倣されやすいために)私的なインセンティブに委ねると供給が過小になりがちである。したがってこれを全金融機関の共通財産として作り出すことには社会的な意義がある¹²⁾。

ただしこのようにして生産された情報は、Samuelson の公共財の概念とは異なり、排除不可能性を持たない。なぜならば情報生産組織(これをここではかりに政投銀と考えよう)

10) クラブ財に関する解説としては、Cornes and Sandler (1986) が優れている。本章も理論的には、これに負うところが大きい。なおクラブ財の考え方は、理論的な側面では「コモンズ」(commons) の望ましい管理法を静学的要素に限って捉えたものと考えることができる。「コモンズ」研究の蓄積・考え方について、宇沢 (2005) の第 8 章はさきわめて平易に紹介されており、初学者にも大いに参考となる。

11) 「中立性」・「公共性」が政投銀がクラブ財として機能するために何ゆえ重要となるかについては、大瀧・尾崎・大野 (2005) をも参照されたい。

12) ここでは、民間金融機関がこれら情報の共同生産に習熟する可能性を否定するものではない。もし民間だけでそのような生産ができるようになるのであれば、少なくともその分野での公的金融の役割は限定的となるだろう。

から顧客の形として受け取ることになるからである。しかしひとたびその顧客となれば、そこから自由に情報を引き出せるという意味で等量消費は成立する。このような意味で、政投銀を中心として公的金融の存在意義を「中立性」・「公共性」に根ざした情報生産にあるとするならば、確かに上述したクラブ財としての性質1を持つのである。

なお冒頭でも述べたことだが、いかなるグループにも属さないという「中立性」の原則は、情報提供者である企業の安心感を高めることは必定である。つまり彼らが提供した情報が、私的に流用される（それが合法的なものであるにせよ）懸念を払拭させると同時に、そのような信頼が、複雑な債権債務の利害関係の調停に役立つことは容易に想像される。その意味で「中立性」の原則はきわめて重要な働きをしているのである。また「公共性」の原則も、政投銀自身の経営規律を保つ上で同様に無視できない。

さてこのような情報生産機関の容量 (capacity) を一定としたとき、そこに一種の混雑現象が発生することも明らかであろう。たとえばシンジケートローンやDIPファイナンスを例にとって考えてみよう。そこでこれらローンのアレンジャーに「審査能力」を生かして、政投銀が就いたとしてみよう。しかし当該機関の人員・設備等が限られていることから、そのようなローンのアレンジメントには混雑が発生する。このために事務処理に遅滞を来したりして、参加銀行全体の収益に悪影響を与える可能性は十分にある。したがって、われわれの意味で公的金融の存在を考えると、これはクラブ財の性質2も保持していることが分かる¹³⁾。

3.2 クラブ財としての政投銀の最適規模

本節ではクラブ財の理論に則り、政投銀の最適規模を求めることが目的である。これによって抽象的にはあるが、政投銀のあるべき姿が求められ、次節で議論されるいわゆる「民営化問題」を議論する上での基礎が形成されることになる。

3.2.1 モデル

まずここで、政投銀の情報サービスを受けることで、一つの民間銀行に発生する利益 Φ_i を、

13) このような「クラブ財」による公的金融（特に政投銀）のあり方に対するアプローチは、より広義には宇沢弘文教授によって提唱されている「社会的共通資本」(social common capital) の概念に含まれるであろう。この考え方に関するわかりやすい説明としては、宇沢 (2005) の第5章がある。「社会的共通資本」についての、より厳密な定式化については、Uzawa (2005) を参照されたい。

$$\Phi_i \equiv \phi\left(\frac{X}{V}\right) \cdot v_i, \quad \phi' > 0, \phi'' < 0, \quad V \equiv \sum_{j=1}^n v_j. \quad (1)$$

としよう。ここで記号の意味を解説しておこう。まず ϕ は政投銀との協調融資一件当たりの収益で、 X は政投銀が情報提供サービスを提供できる能力を抽象的に表していると考えていただきたい。たとえば標準的な勤務状態で、民間から委託される案件をどれほどこなすことができるかを表していると考えてもよい¹⁴⁾。一方、 v_i は個別銀行が政投銀に持ち込む案件で、たとえばシンジケートローン・DIP ファイナンスの件数を思い浮かべていただければよい。 n はクラブ財としての政投銀を利用する顧客民間金融機関の総数である。

(1) には、次のような経済学的意味がある。すなわち V は政投銀にアクセスされる情報提供件数の合計である。したがって、比率 $\frac{X}{V}$ はそれらに比べて政投銀のキャパシティーにどれだけの余力があるかを表していると考えられるのである。言い換えれば、この逆数が先ほどのクラブ財の定義2に出てきた「混雑現象」の程度を表しているわけである。そして ϕ が単調増加関数であることは、政投銀に余力があるためにより質のよい情報が提供され、民間銀行もより多くの利益を得ることができることを表している。

次に政投銀の行動様式について考えよう。ここでは政投銀が「民営化」されず、「公共性の原則」に基づく「収支相償」すなわち独立採算で活動している場合を考える。そして政投銀の経営総費用 TC を、そのサービスに比例して必要とされる可変費用 $\alpha \cdot nv$ およびその維持費用 C (簡単化のためにその「プラットフォーム」の大きさ X のみ関数と考える) の和として考えれば、

$$TC \equiv \alpha \cdot nv_i + C(X), \quad C', C'' > 0. \quad (2)$$

とする。ここで C は政投銀の顧客となる企業によってすべて平等に負担されるものとしよう。

さらに政投銀が一行あたりに要求するフィー F を

$$F = f \cdot v_i \quad (3)$$

と考えよう。ここで f は民間銀行のアクセス一件あたりに課す変動フィーである¹⁵⁾。

すると個々の民間銀行 i はその利潤 π_i

14) 花崎 (2005) ではこれらの多様な情報・金融サービスの提供を「金融プラットフォーム」と呼んでいる。そのような文脈では X はそのプラットフォームの大きさ・広さを表している。

15) 政投銀は、直接的に情報提供のフィーという形で受け取っているわけではない。このようなフィーは、現実には、協調融資に参加することで得られる収益として現れていると解釈すべきである。

$$\pi_i \equiv \left\{ \phi\left(\frac{X}{V}\right) - f \right\} \cdot v_i, \quad V \equiv \sum_{j=1}^n v_j. \quad (4)$$

とし、これを最大化するような、 v_i を選択することになる。(4) を v_i に関して微分して、対称均衡だけに絞ると、最適アクセス数 v^* は、 x, n が与えられたもとでは、

$$\frac{d\pi_i}{dv_i} = \phi(\kappa) - \frac{1}{n} \phi'(\kappa) \kappa - f = 0, \quad \kappa \equiv \frac{X}{nv^*}. \quad (5)$$

をみたさなければならない。ここで κ は政投銀の供給余力、言い換えれば提供するサービスの質であり、「混雑度」の逆数である。

(5) の教えるところによれば、民間銀行一行当たりが政投銀に持ち込む案件の個数は、一件当たりから得られる限界的便益 $\phi\left(\frac{X}{nv^*}\right)$ から自らが案件を持ち込むことによって発生する混雑に基づくサービスの質の限界的低下 $\frac{1}{n} \phi'\left(\frac{X}{nv^*}\right) \frac{X}{nv^*}$ を減じた純便益と政投銀が提示する変動フィー f が等しくなる点に定まる。

さてこのような民間銀行の行動を与件としたもとで、最適な金融プラットフォームの大きさ、すなわち政投銀の最適規模 X^* を求めることにしよう。ここでは民間銀行はすべて同じ重要性を持ち、その社会的厚生は利潤によって評価されるものとしよう。するとこの際の社会的厚生 SW は (4) より、

$$SW \equiv \sum_{i=1}^n \pi_i = \phi\left(\frac{X}{nv}\right) \cdot nv - \alpha \cdot nv + C(X). \quad (6)$$

として表現されることになる。したがって解かれるべき社会的計画問題は、

$$\max_{X,v} SW(X,v) \equiv \max_{X,v} \left[\left(\phi\left(\frac{X}{nv}\right) - \alpha \right) \cdot nv - C(X) \right]. \quad (7)$$

と書き直すことができる。容易に分かるようにこの最適化問題は、先の κ に倣って $\kappa^* \equiv \frac{X^*}{nv^*}$ という新たな変数 κ^* を導入すれば、形式上その一階の条件は、

$$\phi(\kappa^*) - \phi'(\kappa^*) \kappa^* = \alpha, \quad (8)$$

$$\phi'(\kappa^*) - C'(X^*) = 0. \quad (9)$$

となる。

(8) は、 κ^* が社会的な見地からしたときの政投銀が提供すべきサービスの質（混雑度の逆数）であるが、これを (5) の κ と対比すると、 $f = \alpha$ （限界費用による価格付け）のもとでは明らかに異なっていることが分かる。すなわち民間銀行はその意思決定に当たって、自らのアクセスによって発生する政投銀のサービスの質の低下（混雑現象）のうち、自らに関係するものしか考慮に入れない（5の右辺第2項に $\frac{1}{n}$ が掛かっているのがそれを表している）。したがって、限界費用原理はうまく機能しない。

しかし実際には、社会的に見ればそれは他行に対しても混雑を発生させることを通じて、「迷惑」をかけており、社会的な最適性を評価する際にはこの効果をも考慮に入れねばならないことを (8) は物語っているのである (8 の右辺第 2 項の係数が 1 であることに注意されたい)。

したがって政投銀が社会的に最適なサービスを施すためには、「混雑税」(congestion tax) として変動フィー f を課さざるを得ない。その最適フィー f^* は、(5) と (8) を見比べることによって、

$$f^* = \alpha + \left(1 - \frac{1}{n}\right)\phi'(\kappa)\kappa. \quad (10)$$

であることが分かる。これは明らかに政投銀の顧客銀行数 n の増加関数である。これは参加銀行が増加するほど「混雑」が激しくなり、サービスの質を保全するためには、より多くの変動フィーを要求せざるを得ないからである。

では、この変動フィーから得られる総収入 $f^*(n) \cdot n \cdot v^*$ は、顧客銀行数 n が増加するにつれてどのように変化するのであろうか。するとまず、(8) と (9) から n が増加しても、 κ^* が不変である。同時に政投銀の最適規模 X^* も不変であることから、結局 nv^* も n に依存しない。したがって変動フィーから得られる総収入、

$$(f^*(n) - \alpha) \cdot n \cdot v^*,$$

は、顧客銀行数 n の単調増加関数である。

これに対し、政投銀の維持費用 $C(X^*)$ は変化しない。現状では、このような維持費用が実際目に見える形で民間銀行間で負担されているわけではない。むしろ財務省出資の形で間接的になされていると考えるのが自然であろう。したがって政投銀がより「開かれた機関」となり、その保有する知的資源によって多くの顧客を集めることになると、維持費用に実際必要となる財務省出資分

$$C(X^*) - (f^*(n) - \alpha) \cdot n \cdot v^*.$$

も減少することになる。これが政投銀の「knowledge bank」としての一つのあり方と考えることもできよう。つまりより多くの顧客に開かれた金融機関となることによって、顧客総体への負担増なしに財務省出資を節減できるのである。

3.3 いわゆる「民営化問題」と社会主義の負の遺産

この項では、クラブ財として捉えた公的金融の「民営化問題」の適否を検討する。ここ

で言う公的金融の「民営化」とは、以下のように定義される。すなわち「民営化」とは、政投銀に象徴される公的金融が「収支相償」の原則による社会的厚生を最大化を放棄し、政投銀個別の「利潤最大化」を目的として行動するように関連法案を改正することである。

ここで留意すべきは、政投銀という個別経済主体の利益を最大化することが、(括弧付きの意味のあるいは見かけ上の効率化)、必ずしも、社会的厚生を最大化に繋がるわけではないことである。すなわち従来の「民営化論」は、個別組織・企業の利潤(企業価値)最大化が向上することによって、一般に経済全体の効率も上昇するという暗黙の仮定の上に多くの支持を得てきた。

確かに一企業・組織の利潤や企業価値の上昇は目に止まりやすいし、「民営化」によってそれらが「改善」すれば、定めし経済全体での効率にも寄与するところがあるに違いないという考え方は、俗耳に馴染みやすいし、政治的支持も集め易いであろう¹⁶⁾。しかしながら、この問題はそれほど単純ではない。この問題をまず検討した上で、上述した公的金融を巡る「民営化論」について議論しよう。

さて当該企業が利潤を増加させるためには、二つの方法がある。一つは売り上げを増やすことである。今ひとつは製品一単位当たりの費用を低下させることである。

まずこのうち予備的考察として、第二のコスト削減の問題について考えておこう。すなわち昨今の道路公団等を巡るスキャンダルに象徴されるように、公企業の費用で測った「効率性」は一般に低いと考えられがちである。しかしながら、筆者の知見の限りでは、日本において公企業・私企業の費用面での効率性を巡る慎重な実証分析がなされたことはきわめて稀である¹⁷⁾。確かに「公務員」のモラル低下に基づく非効率性は軽視できない問題かもしれない。またJR、NTTの民営化によってサービスの向上が見られたことも否定できない事実であろう¹⁸⁾。

したがって費用節減の問題から、公的金融を含む公的機関の効率性を慎重に検討することは大いに意義のあることである。だがこのことは、本来公的管理にかかるべき組織が全く存在しないこと、すなわちあらゆる企業セクターが民営化されることが、社会全体の効率化に寄与するという主張に短絡するわけではない。

つまり市場経済とは確かに一つの優れた経済秩序であるが、それ自体が自己完結的なシ

16) 2005年11月21日付の日経新聞の朝刊では、自民党の中川秀直政調会長が、「民営化できると判断したのは、大胆な完全民営化が必要だ」と政投銀と商工中金の民営化について述べている。しかし問題の真髄は、民営化できるか否かではなく、民営化したときに国民経済の厚生が上昇するかどうかである。

17) 吉野(1994)は80年代以降では、政府系金融機関の経費率が最も低くなっていることを実証している。

18) しかし本年のJR西日本福知山線の凄惨な事故を思い起こすとき、短期的あるいは表面的なサービス向上が、真のサービス向上につながっているかどうかには、かなり慎重で入念な調査が必要である。

システムではない。それは「市場の失敗」(market failure) という深刻な問題をつねに内包しており、市場経済が全体として十全な機能を発揮するためには、利潤原理とは異なる公的あるいは中央集権的意思決定な必要な補助的部分が必ず存在するのである¹⁹⁾。

このような立場からすれば、現在の公的セクターに対する激しい批判は、やや大きさに云えば、旧社会主義の遺した一つの大きな負の遺産の影響と考えることができる。すなわち外的規律を免れ肥大した官僚制が、著しい社会的非効率・不公正をもたらすことは、その歴史が証明した事実である。そしてそれは旧ソ連の崩壊・アメリカ経済の「隆盛」を裏付けに、一足飛びに、公的・集権的意思決定の重要性を否定し徹底した利潤原理への懐疑なき「信仰」へと結びついている。

ここでの議論の要諦は、市場経済が十全に機能するためには補完的な公的意思決定が不可欠であるという否定しがたい事実と、そのような公的意思決定が外的規律を免れ無批判に肥大化したときの危険性を混同してはならないと云うことである。つまり、これまでの日本において公的セクターの官僚・公務員に対して規律付けに問題があったのではないかという指摘は、それら公的セクターが全く不要であるという主張には決して繋がらないのである。

議論は若干錯綜したが、このような問題意識のもとで、再び公的金融の「民営化問題」に戻ることにしよう。そこで当該金融機関が利潤をのぼすためには、コスト削減だけではなく、売り上げを上昇させる方法があることを思い出していただきたい。ここでは公的金融には十分規律付けが働いており、コストは十分削減されていることを前提とする。

さてこのとき政投銀が、平均費用と混雑税による価格付けを廃止し、「民営化」によって売り上げを伸ばしその私的利潤を追求しようとするれば、彼らが民間金融機関に対して要求するフィー f は社会的に見て不当に高いものにならざるを得ない。つまり政投銀には、顧客に対して過剰なサービス施すことによって、独占利潤を享受しようというインセンティブが生まれるのである。まず、このことを示しておこう。

まず変動フィー f を自由に設定できるときの政投銀の利潤 $\pi_{DBJ}(\kappa, X)$ は、民間銀行の政投銀に対する需要関数 (5) より、

$$\pi_{DBJ}(\kappa, X) \equiv \frac{\left\{ (\phi(\kappa) - \frac{1}{n} \phi'(\kappa) \kappa) - \alpha \right\} X}{\kappa} - C(X). \quad (11)$$

である。これを v について微分してみると、

$$\frac{\partial}{\partial v} \pi_{DBJ} = \left\{ -\frac{X}{\kappa^2} (\phi(\kappa) - \phi'(\kappa) \kappa - \alpha) - \frac{X}{n} \phi''(\kappa) \right\} \frac{\partial \kappa}{\partial v}. \quad (12)$$

19) この問題に関する平易な解説としては、たとえば大瀧 (2001) の第 5 章を参照されたい。

論 説

である。(12)の右辺第1項は(8)より、 $\kappa = \kappa^*$ ($v = v^*$)のとき特に0の値をとる。一方第2項は必ず負である。

したがってここから、「民営化」レジームに移行すると、政投銀にはより入念な情報生産し(v を低下させ)必要以上に(社会的に望ましい水準より)上質な情報を提供するインセンティブが発生する。これは民間銀行の需要曲線(11)に見られるように、「民営化」されると政投銀は各民間銀行が混雑を嫌うことを私的(独占的)に利用して、より高いフィーを課し過剰なサービスを施して利潤を最大化しようとするのである²⁰⁾

言い換えれば、(12)に見られるように社会的に最適な水準に提供される情報の質が決定されているとしても($\kappa = \kappa^*$ に決定され(12)の右辺第1項が0となっても)、民間銀行にはそれでもまだ自らが発生させる「混雑現象」によって発生する提供される情報の低下を防ぐために、さらに多額のフィーを支払う用意があるのである。

ところで、「民営化」によって過剰に上質な情報サービスが提供されると同時に、政投銀が提示するフィーが上昇することは、以下のように確認できる。すなわち、「民営化」により政投銀の混雑税が廃止されたもとの、民間銀行の逆需要曲線を再び、

$$g = \phi(\kappa) - \frac{1}{n}\phi'(\kappa)\kappa, \quad g' > 0. \quad (13)$$

と書いておこう。さらに「民営化」前に提供される最適な情報の質を((8)みたす κ) κ^* とし、「民営化」後に提供される過剰なそれを $\kappa = \kappa^P$ ((12)の値が0となるような κ)としよう。無論上での議論から明らかのように、

$$\kappa^* < \kappa^P,$$

である。このとき(8)、(10)から、

$$g(\kappa^*) - g^* = 0. \quad (14)$$

であることおよび $g' > 0$ を考慮に入れると、

$$g(\kappa^P) - g(\kappa^*) = g(\kappa^P) - g^* > 0, \quad \Rightarrow \quad g(\kappa^P) > g^*. \quad (15)$$

となり、たしかに「民営化」によって政投銀の提示フィーは上昇することになる。

さて最後に、「民営化」後の政投銀の規模がどのように変化するかを分析しておこう。ただしここでは、政府による規制がなく政投銀自身がそれを自由に選べるものとする。その利潤は(11)により与えられているから、これを X に関して微分することで、最適な

20) 最近「流行」の「富裕者層」への投資顧問サービスを想起すれば、このような現象が発生することはそれほど意外なことではなからう。

X^P は、

$$\frac{\partial}{\partial X} \pi_{DBJ} = \frac{(g(\kappa^P) - \alpha)}{\kappa^P} - C'(X^P) = 0. \quad (16)$$

である。ところで先ほどの議論から上式右辺第1項は、 κ^P の時の方が大きいから、最適な X^P は上昇する。つまり政府による何らかの規制がない限り、クラブ財として捉えた政投銀の規模は「民営化」によって拡大するのである。これは過剰な情報サービスを提供することで、設備一単位あたりの収益が上昇することから明らかである。

すなわち先に述べたように、政投銀には「民営化」によって、独占力を生かした顧客への過剰サービスにより、キャパシティ1単位あたりの収益を向上させることによって、より大きな組織になろうというインセンティブが発生するのである。

こうしてみると、「民営化」によって政投銀の利潤は増加し、同時により質のよい情報を生産するようになるのだから、一見すると良いことばかりである。しかしこの議論は、金融機関にとっての本源的業務である情報の生産という点で、問題があると言わざるを得ない。すなわち、その質及びそれがどれだけ広く共有されるか（伝播の広さ）は、長期的には経済の動向を大きく左右するものであろう。

このような提供される情報の質と伝播の広さとの比較表量と云った社会的見地からすると、政投銀の「民営化」は決して望ましいものではない。最後にこのことを確認しておこう。

社会的に見て最適な政投銀のあり方は、(7) の解 (X^*, v^*) によって表されるが、それは、政投銀の「民営化」後の利潤を用いて、次のように書き改めることができる。ここで (X^P, v^P, f^P) は「民営化」後の均衡を表している。そのときの社会的厚生を $SW(X^P, V^P, f^P)$ をとしよう。この準備のもとで、最適解の一意性から次の不等式が成り立つ。

$$\begin{aligned} SW(X^*, v^*) &\equiv \max_{X, v} \left[\left(\phi\left(\frac{X}{nv}\right) - \alpha \right) \cdot nv - C(X) \right] \\ &\equiv \left\{ \phi\left(\frac{X^*}{nv^*}\right) - f^* \right\} nv^* - \left\{ (f^* n - \alpha) v^* - C(X^*) \right\} \\ &> \left\{ \phi\left(\frac{X^P}{nv^P}\right) - f^P \right\} nv^P + \left\{ (f^P - \alpha) nv^P - C(X^P) \right\} \\ &\equiv \left\{ \phi\left(\frac{X^P}{nv^P}\right) - f^P \right\} nv^P + \max_{f, X, v} \left\{ (f - \alpha) nv - C(X) \right\} \\ &\equiv SW(X^P, V^P, f^P). \end{aligned} \quad (17)$$

不等式 (17) の意味するところは明確である²¹⁾。すなわち一番下の不等式に見られるように、政投銀の利潤を最大化する計画（「民営化」）は、「中立性」・「公共性」に裏付けら

21) $\max_{f, X, v} \left\{ (fn - \alpha)nv - C(X) \right\}$ が「民営化」後の政投銀の最大化された利潤を表している。

れた「収支相償」原則に則るよりも、質の高い情報が生産されているにもかかわらず、低い社会的厚生しか与えることができない。つまり「民営化」により、質の高い情報が生産され・より多くの利潤が発生することは、それ自体だけを取り出してみればまことに結構なことなのだが、本来の社会的厚生は民間銀行全体の利潤の大きさによって測られるべきものである。政投銀の「民営化」によるフィーの上昇は民間銀行全体により多くの負担を強いることになり、そのマイナス効果が高質の情報が生産されるメリットを上回ってしまうのである。

要約すれば、クラブ財として政投銀を中心とした公的金融を考えたとき、その「民営化」は当該諸機関の独占的行動を生起させるために、社会的に見れば却って経済厚生を低下させることになってしまうのである。すなわち「民営化」は、一企業体の業績が向上することが経済全体の厚生を高めるという素朴な直感によって支えられているが、それは経済を総体として適切に理解するためには、当該機関だけでなく、それに関連をもつ諸機関との関係までが考慮に入れられなくてはならないという現実を無視した考え方である。

4. 結 論

この小論では、政投銀をモデルとして公的金融の実際とそのあるべき姿について考察した。得られた結論は、以下の通りである。

1. 政投銀をモデルとして考えると、その現状での機能をいわゆる「開発金融スキーム」の中で捉えようとするのは、これまでの既存研究から考えて、適当ではない。同行の主たる業務は融資を通じた情報の生産・仲介、およびそれらを生かした複数の融資主体と借手との利害対立の緩和にあると考えられる。
2. しかしながら、外部性の存在を強調するいわゆる「政策性が高く」大規模な融資には、都市計画に象徴されるように、外的な規律付けを免れやすい。このために真の受益・負担関係が曖昧になり、そのような融資は社会的に見て過大となる危険性が大きい存在する。
3. 政投銀を、情報生産機関あるいはより広義に新しい金融手法の開発・普及といった金融制度のインフラ作りをめざした組織として考えれば、それは、金融に関係する経済主体が形成する一つの公的な「クラブ」（あるいはコモンズといってもよいであろう）として解釈することができる。このような公的な「クラブ」が社会的見地からみて望ましい行動がとれるためには、現行の「設置法」にある「中立性」・「公共性」はきわめて重要な要素である。

4. 「民営化」は確かに政投銀の利潤（独占利潤）を高めうるが、それはあくまで金融に関係する経済主体すべての負担の上で成り立つものであることを忘れてはならない。比喩的に言えば、「民営化」は政投銀を「高級クラブ」化させ不必要に密な情報・インフラサービスを提供させる代わりに、「民営化」による規模拡大が無視できるほどなら、本来政投銀の生産する情報を利用したがつている多くの経済主体を排除し兼ねないのである。

(2005年11月)

参考文献

- Cornes, Richard, and Todd Sandler (1986), *The Theory of Externalities, Public Goods, and Club Goods*, Cambridge University Press.
- Hanazaki, Masaharu, and Akiyoshi Horiuchi (2004), "Can the Financial Restraint Theory Explain the Postwar Experience of Japan's Financial System?" in *Designing Financial Systems in East Asia and Japan*, edited by J.P.H.Fan, M.Hanazaki, and J.Teranishi, Routledge: 19-46.
- Hoshi, Takeo, Anil Kashap, and David Sharfstein (1991), "Corporate Structure, Liquidity, and Investment: Evidence from Japanese Industrial Groups," *Quarterly Journal of Economics* February: 33-60.
- Uzawa, Hirofumi (2005), *Economic Analysis of Social Common Capital*, Cambridge University Press.
- 宇沢弘文 (2005), 『社会的共通資本と設備投資研究所——日本政策投資銀行設備投資研究所設立 40 周年を記念して』日本政策投資銀行設備投資研究所。
- 大瀧雅之 (2001), 『景気循環の読み方——バブルと不良債権の経済学』ちくま新書 289.
- 大瀧雅之・尾崎雅彦・大野直志 (2005), 「公的金融の社会的役割——日本政策投資銀行を中心として」2005 年度統計研究会金融班支笏湖コンファランス報告論文。
- 花崎正晴 (2005), 「金融プラットフォーム機能について」mimeo.
- 花崎正晴・蜂須家一世 (1997), 「開銀融資と企業の設備投資——エイジェンシー・アプローチに基づく実証分析——」浅子和美・大瀧雅之編『現代マクロ経済動学』第 11 章: 377-413.
- 日向野幹也 (1986), 『金融機関の審査能力』東京大学出版会。
- 福田慎一・照山博司・神谷明広・計聡・山中尚 (1995), 「製造業における政策金融の誘導効果」『経済分析』第 140 号, 経済企画庁経済研究所。
- 堀内昭義・大瀧雅之 (1987), 「金融: 政府介入と銀行貸出の重要性」浜田宏一・黒田昌裕・堀内昭義編『日本経済のマクロ分析』東京大学出版会。123-148.
- 堀内昭義・随清遠 (1994), 「情報生産者としての開発銀行——その機能と限界——」, 貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会。143-172.
- 家森信善・西垣鳴人 (2004), 「日本の公的金融——肥大化論と官業の特典論の再検証——」『フィナンシャル・レビュー』: 209-234.
- 吉野直行 (1994), 「寡占的金融市場における公的金融の役割」, 貝塚啓明・植田和男編『変革期の金融システム』東京大学出版会。119-141.