

第2章 公的金融のシェアと経済成長

小川 光

1. はじめに

我が国の公的金融機関には、「特定投資業務」および「危機対応業務」という2つの役割が期待されている。前者は、民間金融機関がリスクを取り切れない事業に対して、政策的観点から行う投資業務を指す。後者は、大規模な経済危機や地震、豪雨といった自然災害に際して、主務大臣が危機を認定した場合に、設備資金の貸し付けや社債の買い取りなどを通じて緊急に対応を行う業務である¹。この2つの区分のもと、平時においては、収益性のある事業について、民間金融機関が融資等の役割を担い、民間金融機関ではリスクが取り切れないものの社会的意義が政策的に認められる事業には、公的金融機関が役割を担う体制が取られている。

一方で、実態としては、公的金融機関が「特定投資業務」以外の分野、つまり、民間金融機関が担当すべき投資分野に参入して民間金融機関と競合している可能性が指摘されている。とりわけ、公的金融機関は、低利融資を可能にするサポートを受けていると言われており、それを武器に、本来であれば民間金融機関が担うべき分野に進出して、民間金融機関の活動を阻害しているのではないかという懸念が提示されている²。仮に民間金融機関の活動を阻害しているとすれば、それは金融機関の収益を低下させるのみならず、民間金融機関の融資行動が歪められることを通じて、他の資金需要者や資金供給者、ひいては、財政負担などを通じて国民にも影響することが懸念される。また、長期的にみると、官民分担がうまくなされないことが、投資されるべきではない事業に投資されたり、あるいは逆に、投資されるべき案件に資金が回らないなど、産業の成長を抑えたり、一国全体の経済成長にも影響する可能性がある。

しかし、このような懸念が現実のものとなっているかどうかを特定するのは難しく、過去の経験とデータをもとに類推するほかない。そこで、本章では、長期的な観点からみて、公的金融機関の存在が産業や経済の成長にどのような影響を与えてきたのか、より具体的には、金融市場における公的金融のシェアが拡大したり、金融機関の国営化がなされたりすることが、産業の活性化やマクロ的な成長にどのように影響するのかという観点で、海外の経験をもとに検証したいいくつかの研究を整理する。その中から、民間金融機関と公的金融機関の役割分担および、成長志向という観点からみた公的金融機関と政府の在り方に関する含意をまとめる。

¹ 具体的に災害関連で危機対応の認定を受けた事案とし、東日本大震災、平成28年熊本地震、平成29年6月～7月にかけての豪雨および暴風雨による災害がある。

² 例えば、日本経済新聞(電子版)「政府系金融の『民業圧迫』、異例の調査 会計検査院」平成30年2月28日などを参照のこと。

II. 公的金融の意義

市場経済における公的金融の在り方を考える際には、それが存在することによるメリットとデメリットを整理する必要がある。そして、時代によって変わるそれらの大きさを推量し、公的金融の活動領域と規模を模索するというのが自然であろう。Körner and Schnabel (2011)をもとにそのようなメリット・デメリットを整理すると、発展、社会、エージェンシー、および政治の4つの視点からアプローチすることが有用になる。

①発展の視点：これは、古くはGerschenkron (1962)によって提示された見方である。金融市場が未発達な国で、民間金融機関では十分に必要な個所に必要な量の資金を供給できない状況では、公的金融機関の存在は経済発展にプラスに働くと考える。とりわけ、能力や意欲などはあるにもかかわらず、情報の非対称性等の理由により資金提供を受けられない人たちに、公的金融機関が安全な投資機会を提供することによって彼らの人的資本蓄積が促され、またそれを通じて企業や産業の成長が達成されるとする。この見方に立てば、金融市場の発達が十分に進んでいない経済では、公的金融が一定の規模を占めることは、経済の成長にプラスに働くことになる。

②社会の視点：民間金融機関が私的な期待収益を基準に判断した結果として資金提供をしないプロジェクトであっても、そのプロジェクトの実施主体が考慮しない外部便益を社会全体に及ぼすと判断される場合には、社会的観点からそのプロジェクトへの資金供給が行われるべきである。インフラや高等教育などへの融資がそれに相当する場合が多い。また、サプライチェーンに代表される、経済関係が複雑に絡み合っている環境では、ネットワーク外部性が働きやすくなる。この場合には、民間金融機関による資金供給が過小になる恐れがある。そもそも採算性の観点から民間金融機関が立地せず、金融サービスが供給されていない地域に対しては、公的金融機関が金融サービスを提供することで、機会の平等を提供するという社会公正上の意義もある。

③エージェンシーの視点：金融機関に限らず、公的機関の経営者は、ソフトな予算制約に直面しやすく、事後的救済を期待した経営を行う誘因があるとされる。「公的」機関であるがゆえに、信頼性が担保される一方で、政府による保証があるがゆえに効率的な経営を行う誘因が低くなる可能性がある。また、公的金融機関の取り扱う投資案件の外部効果や公平性の観点からの社会的意義といったものの定量化は難しく、それが費用対効果をみえにくくし、結果として公的金融機関に伴う非効率性を温存しかねない。仮に、公的金融機関が民間金融機関に比べて非効率な活動を行う一方で、「公的」であるがゆえに資金供給を拡大するような場合、公的金融のシェア拡大は経済全体の資源配分を歪めて、経済成長にマイナスに働く。

④政治の視点：公的金融機関の活動に対しては、しばしば政治の意向が働きやすいとされる。利己的な政治家であれば、ある地域に公的金融機関が融資することが社会的にみて非効率

的であるにも関わらず、当該地域が自分の選挙区であるために、そこで実施される事業への融資を働きかけるなど、自身の再選の可能性が高まるような方向へ資源配分を歪める可能性もある。民間金融機関に対しては、このような働きかけを行うことは容易ではなく、公的金融機関のシェア拡大は、経済原則ではなく、政治原則に従った資源配分を促す可能性が高まり、経済成長などに対してマイナスに働く。

上記の4つの視点に立てば、公的金融のシェア拡大と経済成長の間には、以下のような関係があると考えることができる。「発展の視点」からすれば、金融市場が未成熟で、資金の貸し手と借り手のマッチングを効率的に行うことが困難な国では、公的金融機関の存在、あるいは規模拡大はプラスに働くことが予想される。「社会の視点」に立てば、基本的な社会インフラ建設に代表される外部性が強く働くプロジェクトを抱える国では、公的金融機関による支援によって、資源配分の効率化が促される。また、「エージェンシーの視点」や「政治の視点」からは、金融規制の強度やガバナンス、政治家、官僚の質といった政治に関わる経済主体や政治体制の質も大事であることがわかる。機会主義的な行動をとりやすいという意味で政治体制の質が低い国では、公的金融機関の存在と規模の拡大は資源配分を歪める要因として働き、経済成長にはマイナスになる可能性がある。

公的金融機関の活動にはプラスとマイナスの側面があるという以上の考え方にもとづき、公的金融機関の存在および規模が産業や経済の成長にどのような影響を与えてきたのかを明らかにしようとする研究が、海外諸国を事例としていくつかなされてきた。採用されている分析アプローチを大きく分けると、(i)国レベルのデータを用いた分析、(ii)産業レベルのデータを用いた分析、(iii)イベントを利用した疑似実験的な分析がある。ここでは、主に、(i)に属する文献を中心に、公的金融機関のシェア拡大と経済成長の関係を分析したいくつかの研究について、その内容とそこから導かれる見解を整理する。中長期的な経済成長という点に絞れば、公的金融機関の拡大がそれを促進するのであれば、現状の公的金融シェアは過小な状態にある可能性がある。逆に、公的金融シェアの拡大が経済成長にマイナスに働くのであれば、公的金融機関の民営化などを含め、公的金融シェアの縮小を必要とするだろう。また、公的金融機関のシェア拡大は、どのような経済環境にある国において正当化されるのか、といったことも併せて検討されてきた。これらについて、代表的な研究をもとに次節で整理していこう。

Ⅲ. 公的金融のシェア拡大と経済成長の関係

1. La Porta et al. (2002)

公的金融機関の存在と長期的な経済成長との関係の議論が始まるきっかけを提供したのが、La Porta et al. (2002) による研究である。彼らは、1970年時点における各国の金融市場の公的金融のシェアと、それ以降の各国における一人当たり実質GDPの伸び率に負の関

係があることを発見した。彼らの結果によれば、公的金融のシェアが10%ポイント高いと、一人当たり実質GDPの伸びが0.14-0.24%ポイント低くなるという。

La Porta et al. (2002) では、途上国、先進国を含めて最大92か国についての1970年から1995年のデータを用いた分析を行っている。基本となる推定モデルを要約すると、以下のように表される。

$$G_i|_{60-95} = a_0 + a_1IGDP_i + a_2PUBSHARE_i + \gamma X_{it} + e_{it} \quad (1)$$

ここで $G_i|_{60-95}$ は、国*i*の一人当たり実質GDP成長率を1960年から1995年にかけての年平均でとったもの、 $IGDP_i$ は初期時点(1970年)の一人当たりGDPの対数、 $PUBSHARE_i$ は1970年時点の金融市場に占める公的金融のシェアである。 X_{it} はそのほかのコントロール変数であり、教育年数、初期時点におけるGDPに占める民間融資残高の割合や銀行の総資産に占める商業銀行資産の割合、GDPに占める株式時価総額などを含んでいる。例えば、International Financial Statistics(IFS)のデータにもとづいて計算されるGDPに占める民間融資残高の割合は、Levine and Zervos (1998)をはじめ多くの研究で用いられている指標であり、金融仲介が経済にどの程度浸透しているかを捉えようとするものである。分析のカギとなる公的金融のシェアについては、各国の資産額の上位10行をピックアップし、それら10行の総資産額に占める公的金融機関の保有資産の割合によって定義している。彼らの定義のもとでは、分析対象にしているほとんどの国で、各国の上位10行で総債権(total claim)の75%以上を占めている。この指標で測ると、全ての国の公的金融シェアの平均は、1970年は56%だったものが1995年は40%まで低下している。OECD各国に限っても1970年に55%だった公的金融シェアは1995年には31%まで低下している。全体の傾向としては、英米法の体系に従っている国において公的金融シェアが小さく、ドイツ法、スカンジナビア法、フランス法体系と続く。La Porta et al. (2002) は、OECD諸国以外の国々についても同様の計算を行っており、社会主義国家における公的金融が高い傾向にあることなどが確認されている。

(1)式で着目すべきは、係数 a_2 の符号である。もし $a_2 > 0$ であれば、1970年時点の公的金融機関のシェアが大きいくほど、長期的な経済成長率を引き上げるということになる一方で、 $a_2 < 0$ であれば、1970年時点の公的金融機関のシェア拡大がその後の経済成長率にマイナスの影響を及ぼすということになる。そして、La Porta et al. (2002) の主要な推定結果は、 a_2 は-0.0014から-0.0235の範囲で有意に負の値をとるというものであった。結果の頑健性を確認するために、インフレや税、地理的条件に関する変数などをコントロール変数に加えた追加的な検証を行っているが、係数が有意でなくなるなど一部の結果が影響を受ける場合もあるが、係数自体が正の値をとることはなく、したがって、少なくとも1970年時点の公的

金融機関のシェアが大きいほどその後の経済成長にプラスに働いたということは観察できないとしている。

La Porta et al. (2002) の研究は、その後の公的金融を民営化する世界的な動きにも一定の影響を与えた。世界銀行のテクニカルレポートでは、La Porta et al. (2002) の推定結果にもとづいて、公的金融シェアの縮小が経済成長につながるとしている (World Bank, 2001, p.127)。そこでは、代表例としてバングラディッシュが出されている。バングラディッシュでは1970年時点での公的金融シェアが100%であったが、それを分析対象にした国の平均値である57%まで低下させていけば、経済成長率が年率で約1.4%増加して、2001年の時点で生活水準が50%以上も改善されていたらと報告を行っている。また、公的金融機関の民営化はIMFの勧告する政策の1つとしてよくみられるものだが、その政策の根拠を与える研究の1つになったとも考えられる。

2. Andrianova et al. (2012)

La Porta et al. (2002) の研究では、結果の頑健性を検証するために、分析対象とするサンプルを初期所得や金融市場の成熟度、財産権の保護の程度など、国の特徴に応じて分けて分析している。そのうえで、初期所得が低く、金融市場が未成熟で、かつ財産権の保護が弱い国々の間では、公的金融シェアの拡大は経済成長を低下させるという結果が出ている。具体的には、金融市場の成熟度で国のサンプルを分けてみると、市場の成熟度が中央値を下回る国をサンプルにして分析した場合、公的金融シェアが10%ポイント大きくなると経済成長率は0.034%ポイント引き下がる。これは全サンプルを対象にした場合に得られる0.017%ポイントの引き下げ効果よりも2倍の大きさとなる。

他方で、彼らの分析によれば、初期所得が高く、金融市場がそれなりに発達し、財産権の保護制度も確立されている国々では、公的金融の拡大と経済成長の間には非常にわずかな負の関係しかない、あるいは有意な関係がないという結果となっている。つまり、金融市場が成熟していたり、法整備がしっかりなされていたりする国では、公的金融シェアの拡大が経済成長に及ぼすマイナスの影響はかなり小さいか、ほぼゼロであることが予想できるのである。

この点を踏まえて、Andrianova et al. (2012)は、公的金融機関の存在とその後の経済成長の関係が、国ごとに異なる制度の質 (institutional quality) からどの程度影響を受けるのかに着目して、La Porta et al. (2002) の見解を再検討している。特に彼らが制度の質として新たな変数として着目したのは、「官僚の質 (bureaucratic quality)」であり、「財産権の確立度合 (index of property right)」についても、Kaufmann et al. (2008) によって作成されたガバナンスの質を示すデータにもとづいて改良している。具体的には、これらの指標によって、公務員の公正な採用制度や研修制度が確立しているか、官僚が政治的圧力を回避で

きる仕組みが備わっているかどうか等が測られている。そのうえで、彼らは、La Porta et al. (2002)の分析期間を延ばした1995–2007年のクロスカントリーデータを用いた分析を行っている。推定の際には、移行経済国ダミーと原油輸出国ダミーも加えている。移行経済国および原油輸出国は長期的な経済成長率が平均的にみて高い傾向があるためである。

Andrianova et al. (2012)の見解は、彼らの結果を要約した表1で示すことができる。表1のモデル1と2は、延長されたデータの下で再現されたLa Porta et al. (2002)の結果である。表1では省略されているコントロール変数の違いによって、モデル1とモデル2が区別されているが、いずれのモデルにおいても、初期時点における公的金融シェアが大きいほど一人当たり実質GDP成長率を低下させる結果を再現している。モデル1-1とモデル2-1は、それぞれモデル1とモデル2の推定式に官僚の質と財産権の確立度合を加えたモデルである。

表1 公的金融シェアの拡大が経済成長率に与える影響

	モデル1	モデル2	モデル1-1	モデル2-1
公的金融シェア	-0.0199***	-0.0152*	-0.0045	0.0012
官僚の質			0.0040***	0.0043***
権利の確立度合			0.0081***	0.0066**
R2	0.3403	0.5012	0.5416	0.6390

注1：*は10%、**は5%、***は1%水準で有意であることを示している。

注2：モデル1と2および1-1と2-1は、表中では省略されているコントロール変数が異なっている。

出所：Andrianova et al. (2012, p.453)の表1の一部を抽出

表1から分かることは、仮に「官僚の質」と「財産権の確立度合」を考慮しないと、確かに公的金融は経済成長の阻害要因になる可能性を示唆する結果を導くことになるということである。モデル1とモデル2の推定結果から、公的金融シェアが0%と50%の国を比べれば、後者の成長率は0.76～1.00%低くなる。しかし、Andrianova et al. (2012)の主要な見解は、モデル1-1と2-1に示さるよう、いったん各国の制度の質の差をコントロール変数として考慮すると、公的金融シェアが経済成長率に与える効果を示す係数の有意性は失われるということである。逆に、官僚の質と財産権の保護指標に関わる係数はプラスで有意となる。また、修正済み決定係数も、0.34 (0.50) から0.54 (0.64)に上昇しており、官僚の質や財産権の保護指標を加えたモデルの説明力が高くなることがわかる。

以上をまとめると、公的金融シェアの拡大が経済成長にマイナスの影響を与えるというのは、単に、公的金融シェアを表す変数が各国の官僚の質や財産権の保護度合を代理する変数として用いられてきただけであり、実際には、公的金融シェアは経済成長とは有意な関係がないということだ。つまり、金融機関が公的に所有されているかどうかという所有形態が問題なのではなく、公的金融機関を取り巻く制度の質が経済成長に影響を与えるということに

なる³。

3. Körner and Schnabel (2010, 2011)

Andrianova et al. (2012) と同様に、公的金融機関が経済成長にプラスに働くかどうかは、国の政治や制度の側面に大きく影響されることを示す研究として、Körner and Schnabel (2010, 2011) がある。使用するデータと分析方法はLa Porta et al. (2002) を踏襲し、途上国、先進国を含めて77か国についての1970年から2007年のデータを用いた分析を行っている。世界銀行の定義に従えば、77か国のうち29か国は高所得国であり、残りの48か国は中低所得国(低所得10か国、中所得38か国)に分類される。公的金融のシェアはLa Porta et al. (2002) と同じく、各国の上位10行のもつ総資産に占める公的金融機関の占有率を用いる。彼らの研究の最大の特徴は、国ごとの特徴を表す変数として、La Porta et al. (2002) でも考慮されていた金融市場の成熟度に加えて、各国の政治体制の違いを示す指標を4つ追加している点である。

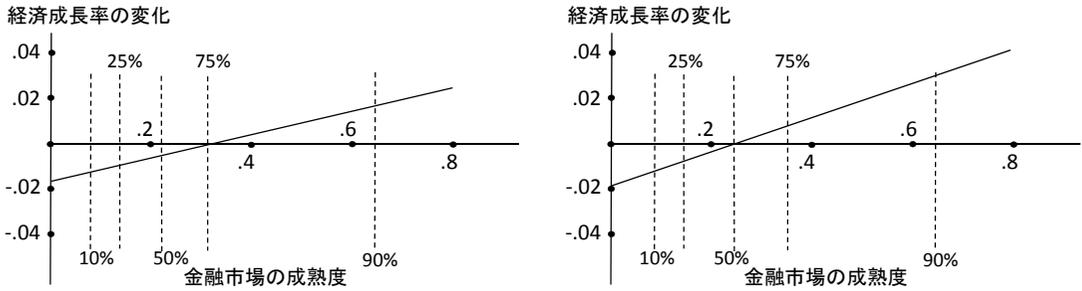
政治体制の質を表す指標として追加されているのは、民主化、政治的権利、汚職、官僚の質の4種類である。民主化指標は、Gurr et al. (2007) によって0から10の点数をつけられた指標を用いている。政治的権利の保護度合いは、0から7の点数をつけられた指標をFreedom-Houseが“Freedom in the World”として公表しており、それを用いている。官僚の質は1995年以前のものについてはPolitical Risk Services (PRS) が作成した指標を利用している。これは、公正な採用や研修を受ける体制が確立されているかといった項目に従って1から10で点数化されて計算されている。1995年以降についてはKaufmann et al. (2008) によって計算されたWorldwide Governance Indicators (WGI) を用いている。これもPRS作成の指標同様の9項目に加えて、政府への信頼性といった項目などから-2.5から+2.5の幅で点数化される。最後に、汚職については、1995年以前については、PRSが公表する1から10の点数で分類される汚職指標、それ以降はWGIの指標を用いている。これも先と同様に-2.5から+2.5の値をとる。

推定結果をもとに、彼らが示している見解を図1によってみてみよう⁴。図の横軸は1970年時点の金融市場の成熟度、縦軸は公的金融シェアを限界的に増やしたときにGDP成長率

³ Andrianova et al. (2012) は、経済が成長するほど公的金融シェアを引き上げるという逆の因果の問題に対処するために操作変数法を用いた分析も行っている。そこで用いている操作変数は2つある。1つは、ブラックマーケットプレミアムである。これは金融市場の質を表す指標である。この指標は公的金融シェアとは関連するが、長期的な経済成長とは関連しない変数である(操作変数と公的金融シェアの相関係数は0.48、一人当たりGDP成長率の相関係数は0.17である)。もう1つの操作変数は、推定期間の初期時点における銀行の破たんの程度を表す指標である。これも金融市場の質を表す指標である。これらを操作変数とした推定結果によっても、「制度の質」と「財産権保護の度合」を考慮すれば、公的金融シェアの拡大が経済成長にプラスに働くという結果を得ている。

⁴ 彼らは、分析期間を1970-1994年および1995-2007年に分けた分析も行っている。その際、前者の初期時点は1970年に、後者の初期時点は1995年に置かれている。分析の結果は、全期間を通じた分析と定性的には差異は見られない。

図1 金融市場の成熟度と公的金融の効果の関係

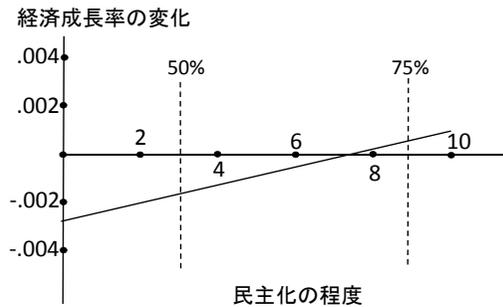


出所:Körner and Schnabel (2010, p.16) の図1を簡略化して図示

がどの程度変化するかをとっている。縦の点線は、左から金融市場の成熟度で測った下位10%, 25%, 50%, 75%, 90%に位置する国を表す。図1左図をみてみよう。金融市場の成熟度が低いほうから下位10%の国では、公的金融シェアの拡大は経済成長率を引き下げている。金融市場の成熟度が下位75%付近、つまり上位25%の国付近でようやく、その影響はゼロになり、金融市場の成熟度がかなり高い国のみで公的金融シェアの拡大が経済成長にプラスの影響をもたらすという結果になる。ここから、金融市場がかなり発達した国を除いて、おおむね75%の国では公的金融の拡大は経済成長にマイナスの影響を及ぼすという主張につながる。

ただし、この図は「政治の質」を考慮しない場合に得られた推定結果をもとに描かれている。「政治の質」が高ければ、金融市場の成熟度が低くても、それを政治的に補完することで、公的金融が経済成長にプラスの影響をもつかもしれない。あるいは逆に、金融市場の成熟度が高くても、政治の質が低いと公的金融の活動が経済成長にマイナスに働くかもしれない。「政治の質」を考慮した場合について、公的金融シェアが経済成長に及ぼす影響をみたのが図1右図である。ここでは、左図とは異なり、金融市場の成熟度がほぼ中位(50%)に位置する国で、公的金融シェアの拡大がGDPに与える影響はほぼゼロになり、それよりも上位に位置する国では公的金融のシェア拡大は経済成長にプラスの影響をもたらしている。つまり、政治制度の質をコントロールすると、公的金融シェアの拡大が経済成長にマイナスに働く国はおおよそ半分まで減少し、逆に金融市場が発達している残りの半数の国々では、むしろ公的金融シェアの拡大が経済成長にプラスの効果を持っているのである。

図2 民主化の程度と公的金融の効果の関係



出所：Körner and Schnabel (2011, p.425)の図2を簡略化して図示

次に、金融市場の成熟度を下位10%に設定したうえで、政治の質を表す変数の1つである民主化の度合との関係を示したのが図2である。これによれば、民主化度が下位75%(上位25%)の国では、公的金融シェアの拡大は経済成長にプラスの影響をもたらしている。民主化が十分に進展していない国では、公的金融シェアが大きいほど経済成長率は低下する一方で、民主化が進んでいる国では公的金融シェアが大きいほど経済成長率を引き上げる可能性を読み取ることができる。

Körner and Schnabel (2011)は、この結果について、金融市場が未成熟な国では、発展の視点にもとづく公的金融機関の存在意義よりも、金融機関に対するガバナンスが効かなかったりすることから生じる問題、すなわち、エージェンシーの視点もしくは政治の視点にもとづく公的金融機関のデメリットが強く出ているのではないかという見解を示している。他方で、公的金融シェアの拡大によって金融市場が発達した国でなぜ成長をもたらすのか、という理由については、この分析からははっきりしたことはいえないとしている。もしかしたら、「社会の視点」で示された公的金融の意義が大きいのかもしれない。すなわち、経済発展とともに経済関係が複雑化し、ネットワークなどを通じた外部性の影響が強くなっており、自己利益、短期利益を追求する民間金融機関に代わって、社会的便益まで考慮する公的金融機関が、それら外部性を内部化することを通じて、経済にプラスの影響を与えているとも考えられる。特に、官僚の質が高く政治的圧力を受けずに済む環境が整備されていたり、民主化が進んだ国民の監視が効きやすかったりする国では、公的金融の活動が社会的な資源配分を効率化し、それが経済にプラスに働く可能性がある。その意味では、「社会の視点」にもとづいた公的金融機関の存在意義が、政治の質が高い国、および金融市場が成熟した国では大きい可能性がある。もう1つの解釈は、金融市場が高度に発達した国では、ソフトな予算制約問題に代表されるエージェンシー問題が、むしろ民間金融機関で強く働いており、そのために公的金融機関のシェアが相対的に大きくなるのがそれらを緩和しているというものである。

IV. そのほかの研究

ここでは、La Porta et al. (2002) に端を発して以降、公的金融の存在と産業や経済の成長の間になどどのような関係があるかについて、マクロデータを分析したその他の研究について、その概略をみていく。次に、産業レベルのデータおよびイベントを利用した疑似的実験にもとづいて分析した研究について、主要なものを紹介する。それぞれの研究の概略は表2にまとめている。

Berger et al. (2004)は、La Porta et al. (2002) らと同様に、公的金融シェアの拡大が経済成長にマイナスの影響を持つという結果を示している。推定に際しては、経済的自由度や各国の慣習法のタイプをコントロール変数としており、一定程度、各国の制度的要因を取り込んでいるようにみえるが、いずれの変数も安定した有意性および符号とはなっておらず、のちに、Körner and Schnabel (2011)やAndrianova et al. (2012)が考慮した官僚や政治体制の質を反映しているものとはいえないかもしれない。また、彼らが使用したBankScopeのデータベースは、公的金融機関に関するデータが欠落しやすいという問題を抱えており、使用しているデータの特性から結果が導かれている可能性は排除できない。さらに、公的金融機関の影響は途上国の分析のみで考慮されており、先進国における公的金融機関の影響についての分析はなされていない。のちの研究では、金融市場の成熟や民主化の進展が進んでいない国では公的金融機関が経済成長にマイナスの影響を与える結果が出ていることからすれば、Berger et al. (2004)は先進国のデータを除いた分析であるので、La Porta et al. (2002)と同様の結果を示していることも自然な結果といえるであろう。

Onyshchenko and Chen (2017)も、一部の国においてLa Porta et al. (2002)と同様の結果を導いている。特に、公的金融機関の活動範囲が民間金融機関と競合しうる国(カテゴリ2)をサンプルにした場合、公的金融シェアが0%と50%の国を比べると、後者の経済成長率は0.70～1.17%程度低くなるという結果を得ている。他方で、公的金融機関の活動が厳格に国家事業に限定されている国(カテゴリ1)では、公的金融シェアの拡大は経済成長に関連する種々の指標とは有意な関係を示しておらず、公的金融シェアの拡大が経済成長にマイナスになるとはいえないという結果となる。特に、前者の結果はLa Porta et al. (2002)を支持するものであるが、この分析では、その後の研究が重要要素として示した政治の質や官僚の質といった、各国の制度的要素を含んだ分析とはなっていないこと、また、公的金融機関の活動が厳格に区別されている国のサンプルがブラジル、中国、インド、インドネシア、メキシコ、パキスタンと少ないことなどから、結果の信頼性に不安を残すものといえよう。

産業レベルのデータを用いた研究としては、Beck and Levine (2002)とBarth et al. (2013)がある。前者は、La Porta et al. (2002)と同じ公的金融シェア指標を用いて、銀行規制の強度や公的金融シェアが産業の成長に与える影響を推定しているが、推定結果のうち公的金融

表2 公的金融と成長の関係

データ	論文	期間	対象国・産業		概要
マクロ	Berger et al. (2004)	1993-2000	途上国28か国		公的金融シェア拡大は、年平均GDP成長率、中小企業の雇用率、GDPに占める融資総額に対して有意に負
	Onyshchenko and Chen(2017)	1997-1995	92か国	カテゴリ1	公的金融シェアと経済成長率の間には有意な関係はない
				カテゴリ2	公的金融シェアの拡大は経済成長率に有意に負
産業	Barth et al. (2013)	2007-2011	59か国3桁 ISIC 製造業		世界金融危機後は、公的金融シェアとGDP成長率は正の相関
	Beck and Levine (2002)	1980-1989	42か国36産業		公的金融シェアと産業の成長率の間には有意な関係はない
	Gur (2012)	1980-1989	59か国3桁 ISIC 製造業	成長が期待できる産業	公的金融シェア拡大は産業の雇用成長率に対して有意に負
				成長が期待できない産業	公的金融シェア拡大は産業の雇用成長率に対して有意に正
地域 (DID)	Cole (2012)	1969-2000	インドの1500地域		銀行国有化は、農業・地方での融資を拡大。貿易や輸送部門への融資の伸びを抑制。結果として成長にマイナス。
	Coleman and Feler(2015)	2005-2013	ブラジルの2601地域	世界金融危機時	公的金融機関の支店がある地域は、それが無い地域に比べて、貸出額・地域所得・企業数・賃金が高い。両者で雇用量と労働時間には差はない。
				世界金融危機後	公的金融機関の支店がある地域は、それが無い地域に比べて、貸出額・企業数・賃金が高い。両者で地域所得・雇用量と労働時間には差はない。

(注) Onyshchenko and Chen (2017)におけるカテゴリ1は、公的金融機関の活動領域が厳密に民間金融機関と区分けされているとされるブラジル、中国、インド、インドネシア、メキシコ、パキスタンの6か国、カテゴリ2は、それ以外の国を指す。

シェアに関わる部分をみると、公的金融シェアの大小が産業の成長に有意に影響を及ぼすという結果は観察されていない。後者の分析データにおいては、銀行の所有形態と2007年以降のGDP動向のデータが揃っている59か国を対象にした分析を行っているが、公的金融シェアと金融危機後の実質GDP成長率の間の相関係数は0.36(P値は0.005)と正の値をとっている。ただし、このBarth et al. (2013)の研究は、因果関係までみたものではないことに留意が必要である。

さらに、先行研究とは異なるアウトカム指標を用いた分析を行っているのがGur (2012)である。そこでは、公的金融シェアと雇用の成長率の関係をみている。公的金融機関の存在意義を発展の視点でみると、公的金融機関のシェア拡大は雇用の増加につながると考えられる。社会的収益の観点ではある事業を実施することが望ましいのに、私的収益上はペイしないので事業が実施されないものがありうる場合、公的金融機関にこの市場の失敗を補正する役割が与え

られ、借入制約に直面している個人や企業に資金を供給することで、それらの資金制約が緩和され、個人レベルでみれば人的資本蓄積が進むことで雇用の機会が増えたり、企業レベルでみれば雇用の場を拡大したりすることが可能になる。公的金融のシェア拡大によって雇用を増やすことは、格差や社会的緊張を緩和することにつながるので、公的金融の目的にも資することである。また、政治の視点で公的金融機関を見た場合も、やはり公的金融シェアの拡大によって雇用が拡大すると予想できる。政治家が地元への利益誘導を図る典型は、地域経済の活性化、およびそれを通じた雇用の拡大にあるからである。

このように、発展および政治、いずれの視点で公的金融を見たとしても、それが雇用に及ぼす影響の方向性は同じである。しかし、仮に公的金融の拡大が雇用を増やしたとしても、それが発展の視点に沿ったものなのか、政治の視点に沿ったものなのかによって、広く経済全体の効率性の観点からは、以下の2点において異なった評価を必要とする。

①発展の視点：公的金融シェアの拡大による雇用の増加は、労働市場における非効率性を解消し、労働の生産性を引き上げるという評価を可能とする。潜在的には生産性が高いにも関わらず十分に金融市場が発達していないがゆえに借り入れ制約に直面し、その他の低い生産性しか発揮できない部門に雇用されていた労働者が、その高い生産性を発揮できる部門への移動が可能になり、結果として、経済全体の生産性が高くなる。

②政治の視点：公的金融のシェア拡大が雇用の増大をもたらす場合、もともと生産性の低い部門の雇用環境の悪化を食い止めるためになされる可能性があり、その場合には、本来、労働資源を生産性の低い部門から高い部門に移動させるべきところ、低生産性部門の雇用を維持、もしくは、それを拡大する方向に働く。この場合、経済全体の生産性は高まるどころか、むしろ公的金融のシェア拡大によって雇用は維持もしくは拡大したとしても、経済全体の生産性は低下する可能性もある。

仮に②をもとにすると、公的金融シェアの拡大は、成長が停滞している生産部門の雇用にはプラスになるが、成長部門における雇用の伸びを低下させるという仮説を導くことができる。

果たして、公的金融は成長部門における雇用の拡大に資するのだろうか。また、発展の視点と政治の視点のいずれの見方に立った雇用拡大を行っているのだろうか。これを検証した研究がGur (2012)である。ここでは、ある国のある産業が成長を期待できる産業なのかどうかを、米国における雇用の成長で測っている。すなわち、米国においてある産業の雇用が成長しているということは、他の国においても、その産業が潜在的に成長できる可能性が高い産業であると考えるのである。そのうえで、米国のデータは除外した国々のデータを用いて推定作業を行い、公的金融のシェア拡大によって仮に雇用が促進されたとしても、それは主に成長が期待できない産業での雇用の増加となっており、雇用の伸びが期待できる生産性の高い産業における雇用の伸びを阻害していることが示されている。特に、公的金融シェアの拡大は労働集約的な産業、および中小企業が多い産業における雇用の伸びを増加させていることが明らかにさ

れている。

最後に、地域データをもとに差の差(DID)分析の手法を用いた研究を2つ紹介しておこう。1980年にインド政府は預金残高が20億ルピー以上の銀行を国有化し、それ未満の銀行は民間銀行とする制度改革を行った。Cole (2009)は、国有化された銀行の支店がある地域を処置群、民間金融機関の形態が維持された銀行の支店がある地域をコントロール群として、両者の間で銀行のパフォーマンスおよび地域の成長にどのような違いが出たのかを分析している。彼らの得た結果をまとめると以下の通りとなる。

第一に、1980年に国有化された銀行の支店がある地域とない地域では、預金と融資の伸びは、分析期間を通じて有意な差はなかった。第二に、国有化された銀行の支店がある地域では、農業部門および地方での融資を拡大しており、貿易や輸送部門への融資の伸びを抑制する結果となった。これらを通じて、銀行の国有化によって、農業から他の部門、すなわち製造業、貿易、サービスといった発展を駆動する部門への労働移動を阻害した可能性があること、結果として、貿易部門での雇用が0.2～0.4%低下した可能性があることが示されている。第三に、1980-90年にかけて農村地域での融資量は2倍になったにもかかわらず、井戸や灌漑地面積で測った農業部門のインフラ整備には変化が見られなかった。これらの数字から、銀行の国有化は、とりわけ農業部門への融資拡大をもたらしたが、農業投資増加の証拠はみられず、むしろ、1990年代の成長の低下につながったという見解を示している。

Coleman and Feler (2015)は、ブラジルを対象にして、2008年9月に始まる金融危機の後に生じた銀行の国有化が融資の拡大、生産の増加、雇用の拡大、所得の増加、景気悪化の回避にどの程度貢献したのかを分析している。ブラジルの国有銀行は、金融危機の直後に民間金融機関が貸し出しを減らしたのに対して、貸出量を大きく増やした。このような銀行の行動変化が地域に与えた影響は非常に興味深い。というのも、銀行の支店は地域に均一に分布しているわけではないからである。また、銀行からの融資は地域区分のなかで行われる。したがって、民間金融機関の支店が多い地域では、金融危機後に融資量が伸び悩んだ一方で、公的金融機関の支店が多い地域では、融資量が大きく増えたという形で地域間でのアンバランスが生じた。この状況を捉えて、経済環境が似通ってはいるものの、一方の地域には民間金融機関の支店のみが存在し、他方には公的金融機関の支店しか存在しない2つの地域をマッチさせて、両者を比べる方法によって、公的金融の影響を分析している。得られた結果は、以下の通りである。

第一に、公的金融機関の支店が立地している地域の貸出量は、民間金融機関の支店しか立地していない地域に比べて15%以上大きくなっている。この数字は、金融危機の最中でも、金融危機後でもほぼ変わりはない。第二に、公的金融機関の支店が立地している地域は、民間金融機関の支店のみが立地している地域に比べて、金融危機の期間中は地域所得が0.2%高くなっている。しかし、金融危機後は、両地域の間で有意な差は認められてない。第三に、公的金融機関の支店が立地している地域では、民間金融機関の支店が立地している地域に比べて、金融

危機の期間に1.4%、危機後は3.3%程度、企業数が多かった。第四に、雇用量と総労働時間については、公的金融機関の支店が立地している地域と民間金融機関の支店が立地している地域で有意な差はなかった。第五に、公的金融機関の支店が立地している地域は民間金融機関の支店が立地している地域に比べて賃金が危機の間は2.1%、危機後は3.3%高かった。加えて、大統領選挙の間に、勝利した労働党を支持する地域では、金融危機に伴う融資量の減少を超える融資が行われていたことを発見し、そこから、融資先の地域には政治的誘導があったと推測されるという見解を提示している。

さらに、彼らは、企業の新陳代謝や生産性への影響についても考察しており、総じていえば、公的金融シェアが高い地域では、企業の開業・廃業率が低く、生産性の伸びも小さかったとしている。特に、公的金融機関の支店が存在している地域では、民間金融機関の支店しか存在しない地域に比べて、危機の期間中は廃業率を3.6%低下させた一方で、開業率も2.0%低下させたとしている。ただし、危機後に両地域の間には有意な差はない。また企業当たり生産量は両地域の間で有意な差はなく、公的金融機関の支店の存在が企業の生産量を増やすという事実はみつからない。また、企業当たり輸出量は、公的金融機関の支店が存在する地域では、そうでない地域に比べて、危機の間に13.6%、危機後は36.8%低下させた。ただし、いずれも正の値をとってはいるものの統計的には有意ではないので、輸出を低下させたとまではいえないかもしれないが、いずれにしても、生産量や輸出量を増やしたという意味で企業の生産性を伸ばしたという事実は観察されない。以上より、Coleman and Feler (2015)の研究は、公的金融機関は融資拡大などを通じて、金融危機後の経済の落ち込みに対して、短期的には一定の対応を見せたと評価できるものの、その行動が自身の収益性の悪化につながると同時に、将来の経済成長の阻害要因になったことを含意できる結果を示している。

V. まとめと含意

最後に、以上の先行研究を踏まえて導かれる政策含意をまとめてみよう。

経済成長の観点から、公的金融シェアを縮小させるべきかどうかは、そう単純には判断できず、金融市場の成熟度や官僚の質、政治的影響力からどの程度自由かといった、制度の質と合わせて考えられるべきである。金融市場が成熟していない国では、民間金融機関を補完するという役割を公的金融機関に期待しがちであるが、制度の質が伴っていない状況ではエージェンシー問題が生じるがゆえに、公的金融機関の経営が非効率になったり投資先の選定が歪められたりすることなどを通じて、経済全体にマイナスの影響をもたらす可能性がある。そのような国では、公的金融のシェア拡大には慎重な姿勢をとるべきである。逆に、金融市場が成熟し、制度の質も高い国では、公的金融のシェア縮小を急ぐべきではない場合もある。諸外国を対象にした過去の研究からは公的金融の存在が経済成長にプラスに働く可能性が示される場合もある。

り、いまいちど、そのような環境において公的金融がどのような役割を果たしているのかを丁寧に検討する必要があるだろう。

Andrianova et al. (2012) 等の先行研究からいえることの1つは、長期的な成長の観点からは、公的金融機関に対する政治的影響をどこまで排除できるのかが重要だということだろう。しかしながら、公的金融機関と民間金融機関の行動の違いを検証した研究においては、前者が政治の影響を強く受けることを示唆する研究が多い。例えば、Dinc (2005)は、1990年代の新興国のデータを用いて、(金融機関間の効率性の差などはコントロールされたうえで)選挙の年には民間金融機関に比べて公的金融機関のほうが貸出量をより大きく伸ばすという事実を発見している。また、Brown and Dinc (2011)は、選挙前に比べて選挙後のほうが、経営状態の悪化した金融機関の救済が生じやすいことを明らかにしている。さらに、パキスタンの金融機関の貸出行動について分析したKhwaja and Mian (2005)は、企業のボードメンバーに政治家が含まれているほど金融機関から多くの融資を受けており、かつ、その融資が返済不能に陥る可能性が高いことを見出した。

Körner and Schnabel (2010)の分類に従うと、日本の金融市場の成熟度は全87か国のうち上位12か国に含まれていると同時に、政治の質についても政治的権利を除いて上位12～18か国に含まれている。しかし、日本の公的金融機関も諸外国ほどではないにせよ、政治的な意向の影響を受けている可能性はあるかもしれない。長期的な成長を志向するという観点から見た場合、日本の公的金融のシェアを縮小させることで長期的な経済成長につなげるという戦略よりも、公的金融機関が政治の影響を受けにくい制度の向上を図ったり、ガバナンスを向上させたりする方向での変化を求めていくという方向性もあるだろう。

マクロデータを用いた分析に比べると、本稿で取り上げた産業データを用いた分析の結果は、それほどクリアではないが、公的金融機関の存在が産業の成長にプラスに働いているという結果を主張することは難しいように思われる。そもそも公的金融機関は、民間金融機関がサービスを提供できない部門や領域でサービス供給をしている側面があるので、公的金融機関のパフォーマンスを効率性や短期的な収益性で測るべきではない。しかし、民間金融機関とは異なる領域での活動を通じて、市場の不完全性や外部性を補正し、人的資本の蓄積を進めたり資源配分の効率性を改善したりするなどして、長期的な成長に寄与することを目的にしている側面は無視できない。短期的には民間金融機関とは異なる領域で公的金融機関が活動する一方で、中長期的にはその活動を通じて経済の成長に貢献するという見方をすると、公的金融機関はその役割に課題を残している可能性を示す研究結果となっている。例えば、Cornett et al. (2010)が示したように、危機対応時に公的金融機関のパフォーマンスが民間金融機関よりも低下することや、Gur (2012)が示したように、公的金融機関が融資を拡大する役割を果たしている一方で、それが成長の見込みにくい分野に行われることで、結果として中長期的な成長に貢献していない可能性がある。

クロスカントリーのマクロデータを用いた分析では、公的金融機関が経済成長に与える因果の不透明さをぬぐい切れない。例えば、制度の質をコントロール変数として追加することで公的金融機関と経済成長の関係の統計的有意性が消えたり、その関係が逆転したりするなどの不安定さを残してしまう。また、産業データを用いた分析では、同じ国内の産業は、すべて同じ公的金融シェアに直面するので、公的金融シェアの大小で産業の成長の違いを議論することを難しくしている。加えて、例えば公的金融機関の融資がデフォルトする率が高いとしても、それが経営非効率性など公的金融機関自身を原因にしているのか、公的金融機関と民間金融機関の双方から融資を受けた企業側が単に公的融資から先にデフォルトを選択しているのかといったことの判別ができない。本稿で最後に紹介した処置群とコントロール群を使った分析には、マクロデータや産業データを用いた分析が抱える問題点を回避できる利点がある。その利点を生かした研究として本稿で紹介した研究からは、インドやブラジルという経済発展の度合いが日本とは異なる国の事例ではあるものの、いずれのケースにおいても、公的金融機関の存在が融資量の拡大という意味では経済にプラスに働いているが、その中身については、成長を促すというよりも、むしろ成長を減じる方向で作用していることが明らかにされた。生産性が低い、もしくは停滞している産業や部門に公的金融機関が融資をすることで、逆に生産性が高い産業や成長が見込める部門への資金供給が抑制されて、中長期的には経済の発展にマイナスになる可能性が示唆される。日本においても、いわゆる情報の非対称性や外部性に伴う資源配分の非効率性を改善するために公的金融が利用されているのであれば、中長期的な経済にもプラスになるが、仮に、本来市場において淘汰される事業に対して、政治的な影響にもとづく再分配的な融資を行う側面を強めるようであれば、日本の長期的な経済成長にとってはマイナスになることをこれらの研究は示唆している。

本稿で紹介してきたアプローチを使って日本の公的金融機関が中長期的な経済成長に与える影響を分析した研究は多くはないものの、例外的に丹羽（1986, 1990）が存在する。特に丹羽（1990）では、シンプルな回帰分析によって、高度経済成長期の日本において公的金融がマクロ経済（国民総生産）にどの程度の影響を持ったかを考察している。そこでは、公的金融も民間金融も国民総生産にはプラスに働いていたが、公的金融のほうがその影響は多少大きかった一方で、石油危機後にはその効果は観察されなくなったという結果が示されている。そして、公的金融のほうが長期的により大きな効果をもった理由として、比較的大きな投資案件が公的金融の資金で賄われる傾向があったからではないかとしている。

我が国の金融機関について考察した研究のなかでは、公的金融機関と民間金融機関の効率性の違いなど、ミクロの視点にもとづくものは多い。他方で、公的金融機関が中長期的に産業や雇用、地域や一国の経済成長にどのような影響を及ぼしたのかを考察した研究は少ないようである。生産性や経済成長といったマクロの観点に立った公的金融機関と民間金融機関の役割分担に関する分析は今後とも必要であろう。

参考文献

- Andrianova S., Demetriades P. and Shortland A. (2012), Government Ownership of Banks, Institutions and Economic Growth, *Economica* vol.79, 449-469.
- Barth, J., Capiro, G. and Levine, R. (2013), Bank Regulation and Supervision in 180 Countries from 1999 to 2011, NBER Working Paper No. 18733.
- Beck, T. and Levine, R. (2002), Industry growth and capital allocation: Does having a market- or bank-based system matter?, *Journal of Financial Economics* vol.64, 147-180.
- Berger A., Hasan, I. and Klapper L. (2004), Further Evidence on the Link between Finance and Growth: An International Analysis of Community Banking and Economic Performance, *Journal of Financial Services Research* vol.25, 169-202.
- Brown, C. and Dinc, S. (2011), Too Many to Fail? Evidence of Regulatory Forbearance When the Banking Sector Is Weak, *Review of Financial Studies*, vol.24, 1378-1405.
- Cole, S. (2009), Financial development, bank ownership, and growth: Or, does quantity imply quality?, *Review of Economics and Statistics* vol.91, 33-51.
- Coleman, N. and Feler, L. (2015), Bank ownership, lending, and local economic performance during the 2008–2009 financial crisis, *Journal of Monetary Economics*, vol.71, 50-66.
- Cornett, M., Guo, L., Khaksari, S. and Tehranian, H. (2010), The impact of state ownership on performance differences in privately-owned versus state-owned banks: An international comparison, *Journal of Financial Intermediation* vol.19, 74-94.
- Dinc, S. (2005), Politicians and banks: Political influences on government-owned banks in emerging countries, *Journal of Financial Economics* vol.77, 453-479.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays.*, The Belknap Press of Harvard University Press, Cambridge, MA.
- Gur, N. (2012), Government ownership of banks, job creation opportunities and employment growth, *Economics Letters* vol.117, 509-512.
- Gurr, T. R., Jagers, K. and Marshall, M. G. (2007). *Polity IV Project: Political Regime Characteristics and Transitions, 1800–2007*, Arlington, VA: Center for Systemic Peace and Center for Global Policy at the George Mason University.
- Kaufmann, D., Kraay, A. and Mastruzzi, M. (2008), Governance matters VII : Aggregate and individual governance indicators 1996-2007, Policy Research Working Paper No. 4654, World Bank.
- Khwaja, A. I. and Mian, A. (2005), Do Lenders Favor Politically Connected Firms? Rent

- Provision in an Emerging Financial Market, *Quarterly Journal of Economics* vol.120, 1371-1411.
- Körner, T. and Schnabel, I. (2010), Public ownership of banks and economic growth: The role of heterogeneity, *MPI Collective Goods Preprint*, No. 2010/41.
- Körner, T. and Schnabel, I. (2011), Public ownership of banks and economic growth: The impact of country heterogeneity, *Economics of Transition* vol.19, 407-441.
- La Porta R., Lopez-De-Silanes, F. and Shleifer, A. (2002), Government Ownership of Banks, *Journal of Finance* vol.57, 265-301.
- Levine, R. and Zervos, S. (1998), Stock markets, banks, and economic growth, *American Economic Review* vol.88, 537-558.
- Onyshchenko, V. and Chen, B. (2017), Influence of State Banks on Economic Growth: A Cross-Country Analysis, *Financial Markets, Institutions and Risks* vol.1, 44-54.
- World Bank (2001). *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*. Oxford: Oxford University Press.
- 丹羽明 (1986), 公的金融とマクロ経済：我が国高度成長期の場合, *關西大学経済論集*, 36(2-4): 257-282.
- 丹羽明 (1990), 公的金融と経済成長. *關西大学経済論集* 39(6): 1063-1096.