

第2章 少子高齢化社会の進展下での金融セクターの役割*

花 崎 正 晴

1. はじめに

日本では少子高齢化が不可避免的に進展し、社会保障制度や労働市場などに深刻な影響を及ぼしつつあることは、周知の事実である。また、資金の流れに着目すると、生産年齢人口の減少および高齢世帯の増加に伴い、家計貯蓄率が低下傾向を辿り、貯蓄の稀少性が高まるという効果が顕在化しつつある。その場合に、その稀少な家計貯蓄を、いかに生産的な投資プロジェクトに向かわせることができるかが、国民経済的に重要な課題となる。

本稿では、企業金融の近年の動向を明らかにしたうえで、少子高齢化の進展に伴う家計貯蓄率低下という課題を克服するためには、どのような金融システムが望ましいのか、そして金融セクターに望まれる役割は何かについて論じる。そして本稿の主要な結論として、金融仲介機関としての銀行が企業金融において果たすべき役割が、金融取引の新しいパラダイムのなかで、ますます重要性を増していることを指摘する。

2. 少子高齢化の進展と貯蓄率低下

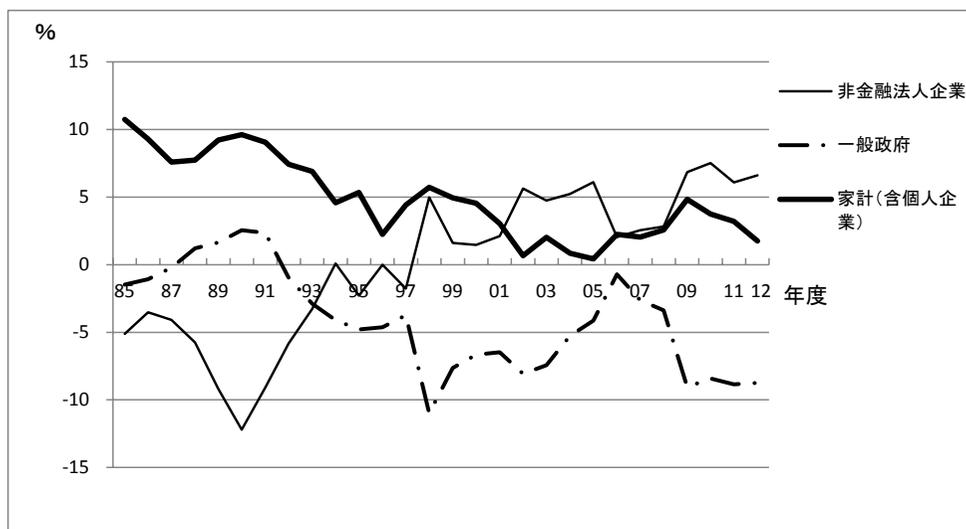
家計部門の消費と貯蓄の問題は、現在支出するか将来支出するかの選択の問題である。そして、現在の消費が将来の消費に対してどの程度選好されるかについての尺度である家計の時間選好率が与えられたもとで、消費あるいは貯蓄は、所得、金利、資産残高などの経済変数の関数であると考えられる。ゆえに短期的には、所得、金利などが循環的に変動する限りにおいて、家計貯蓄も循環的かつ従属的な推移を示す。しかしながら、そのような循環的変動がならされる中長期的の期間で見れば、所得、金利、資産残高などの変数の現状および将来展望を踏まえて、家計貯蓄の構造が浮き彫りになる。

図1では、1985年度以降の制度部門別純貸出・純借入の対GDP比率の推移が、描かれている。同図は、貯蓄と投資の差額を、それがプラスの場合には純貸出、逆にマイナスの場合には純借入と表示するもので、同図で家計を示す折れ線は、概ねマクロ的な家計貯蓄率の推移を反映す

* 本稿の基礎となるプレゼンテーションに対して、金融調査研究会の清水啓典先生（座長兼主査）をはじめとする第1研究グループメンバーの方々から有意義なコメントを頂戴した。記して感謝申しあげたい。

るものと理解することができる¹。家計の純貸出対GDP比率は、1985年度には10.7%という高率にあったが、その後は変動を伴いながらも低下基調を辿り、2012年度には1.8%となっている。

図1 部門別純貸出・純借入の推移（対GDP比）



原データ) 内閣府「国民経済計算」

家計部門の貯蓄率低下現象は、アメリカでも1980年代以降観察され、その要因に関してはいくつかの研究事例がある。それらの代表格が、Bosworth, Burtless and Sabelhaus (1991) である。彼らは、アメリカの家計サーベイデータを入念に調べ、人口動態の変化、所得分配の変化、そして不動産や金融資産のキャピタルゲインが、それぞれ家計貯蓄率の低下に寄与しているか否かを検証した。

彼らの研究の理論的支柱となっているのが、貯蓄のライフサイクル仮説²である。ライフサイクル仮説は、各個人が一生のうち限られた労働期間のみにしか所得を稼得することができないという制約条件のもとで、生涯の効用の現在価値を極大化するためにはどのように行動するであろうかという問題意識から導き出されている。

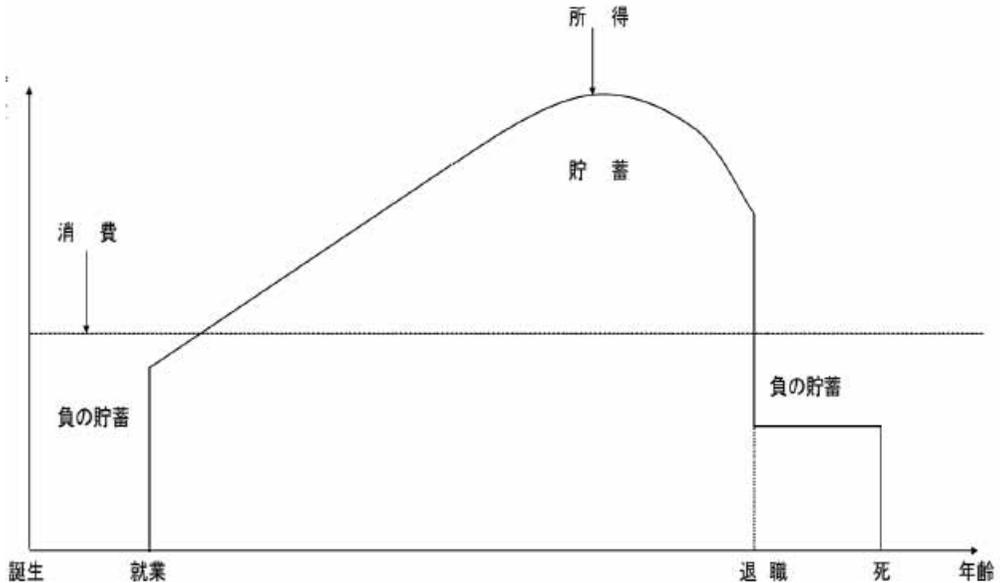
その基本的な考え方は、図2に示されている。同図では、ある代表的な個人の誕生から死亡までの貯蓄と消費パターンが描かれている。その個人は、就業以前の幼年期には消費ニーズを満たすために親の収入に依存することとなる。その期間、その個人の貯蓄はマイナスとなる。その後成年となり就職すると所得を得ることができるようになり、その所得が増加するにつれて自分の消費を賄うのみならず、家族を扶養するとともに老後に備えて貯蓄をする。老年とな

1 純貸出あるいは純借入とは、貯蓄投資バランスに資本移転の受払を加えた概念である。

2 Ando and Modigliani (1963) を参照。

り退職後は、年金などの収入は期待できるものの、主に就業期間に蓄積した資産を取り崩すことによって消費水準を維持する。

図2 ライフサイクル仮説の基本的考え方



一方、日本の家計貯蓄率が1980年代に国際的にみて高めであったこと背景については、林文夫氏やチャールズ・ユウジ・ホリオカ氏などを中心に、多くの実りある研究がなされている³。なかでも従来から有力なのがライフサイクル仮説にもとづく議論である。すなわち、戦後の高い経済成長率とそれを支えた豊富な労働人口、欧米先進国に比べて見劣りする資産水準、国際的にみても高価な住宅購入費などを強調すると、ライフサイクル仮説に立脚して高貯蓄率が説明できるというのである。

日本の高貯蓄率の説明要因としてライフサイクル仮説とは異なる考え方が、林文夫氏によって提示されている。林氏は、「全国消費実態調査報告」などのデータを入念に検討し、日本の高貯蓄率は、戦後極めて低い資産水準からスタートした家計が、子孫の繁栄を願って富の蓄積に努めた結果であると考えた。すなわち、子孫への遺産が高貯蓄の最も重要な要素だという彼の見解はダイナスティ・モデル（王朝モデル）と呼ばれ、日本の家計が老年期においても貯蓄を積み増す行動に、説得的な論拠を提供したのである。

ライフサイクル仮説が、基本的に利己主義的な行動様式を前提としているのに対して、ダイナスティ・モデルは、世代間の利他主義に立脚している点で、対照的な考え方である。また、

3 Hayashi (1986)、Hayashi, Ando and Ferris (1988)、Hayashi, Ito and Slemrod (1988)、Horioka (1990)、Horioka (1991)などを参照。

将来の家計貯蓄率の動向についても、両者は異なるインプリケーションを有する。すなわち、人口高齢化が急速に進展しつつある状況とすれば、ライフサイクル仮説にもとづく家計貯蓄率は着実な低下が予想される。一方、ダイナスティ・モデルでは、高齢者も貯蓄を積み増すことから、貯蓄率の低下は限られた範囲にとどまるであろう。

図1に示されているとおり、日本の家計貯蓄率は1990年代以降低下していった。これは、中長期的には人口高齢化の影響が支配的になり、日本の家計貯蓄率は低下傾向を辿るというライフサイクル仮説にもとづく予測を支持するものであったといえよう。

家計貯蓄率の低下に伴い、家計貯蓄の稀少性は高まっており、その貯蓄をいかに有効に利用できるかが、金融システムの制度設計および金融機関のあり方にとって、重要な課題となる。

3. 近年の企業金融動向

本節では、日本の非金融法人企業を分析対象として、企業金融動向を考察する。戦後の日本の経済発展プロセスにおいては、銀行を中核とする金融機関が、家計部門の貯蓄を吸収しその資金を非金融企業部門に提供する役割を果たしてきたとの基本認識から、銀行を中心とする金融システム（bank-centered financial system）が、企業部門に対する資金供給とコーポレート・ガバナンスの両面で有効性を発揮してきたという見方が定説になっている⁴。

一方、高度成長が終焉した1970年代後半以降には、金融・資本市場の自由化や国際化が進展した結果、旧来の銀行中心の金融システムは陳腐化し、必然的に銀行を中心とする金融システムから資本市場の機能に依拠した金融システムへの移行が進んでいるあるいはそのような移行が積極的になされるべきとの議論が盛んになっている⁵。

本節では、このような定説が果たして妥当なのか否かという視点を踏まえて、企業金融に関する長期動向を整理する。

3.1 日本企業の資金調達動向

財務省の「法人企業統計」を基礎資料として、非金融法人企業のフローの資金調達動向について概観する。金融・保険業を除く全規模、全産業ベースの法人企業の負債および資本勘定そして損益計算書から、内部調達額および外部調達手段としての借入金、社債、増資そして買入債務による調達額（純増ベース）を算出し、それらの金額をGDPデフレーターで実質化し、年代順に1年次平均の積み上げ棒グラフとして示したのが、図3である。年代区分は、高度成長期（1961年度から1973年度）、オイルショックによる混迷と安定成長期（1974年度から1986年度）、バブル期（1987年度から1990年度）、バブル崩壊後の期間（1991年度から1996年度）、金融危機期（1997年度から2002年度）、そしてアメリカ発の金融危機発生までの景気拡大局

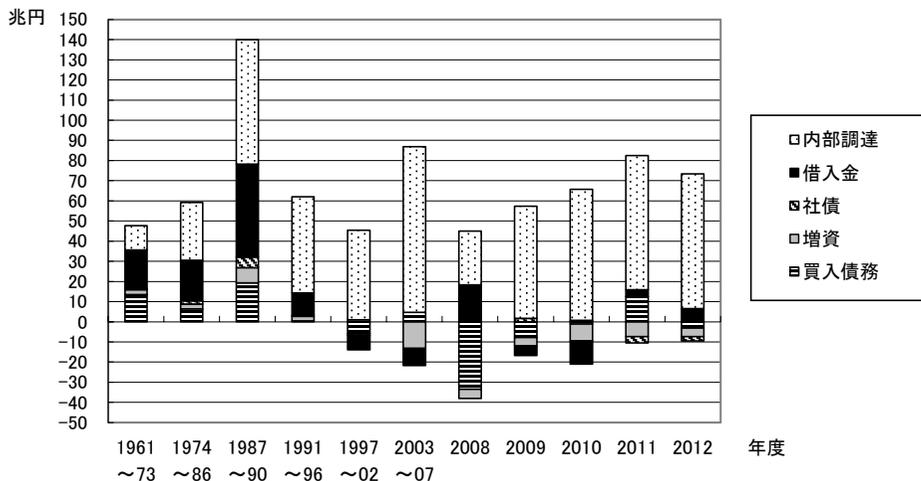
4 例えば、Aoki and Patrick (eds.) (1994) を参照。

5 Hoshi and Kashyap (2001)、池尾 (2006)、池尾・柳川 (2006) を参照。

面（2003年度から2007年度）の6区分に加え、リーマン・ショックが勃発した2008年度から2012年度にかけては各年の数値を表示している。

図3 法人企業の資金調達動向

全産業



注) 各年度末の残高の増減額をGDP デフレーターを用いて実質化（2000年価格基準）したのち当該期間で集計し、1年度平均に換算している。ただし、内部調達は、内部留保と減価償却の合計。増資は、資本金、資本準備金および新株予約権の増減額の合計。

原データ) 財務省「法人企業統計年報」

上述のとおり、それぞれの棒グラフは実質化された1年度当たりの金額で表示されているため相互に比較可能となっている。その点を踏まえて総資金調達額についてみると、バブル期が年平均140兆円と他の期間に比べて圧倒的に多額の調達が行われていることがわかる。このような多額の調達は、バブルを膨らませた要因であるとともにバブルの帰結であるという両面がある。いずれにせよこの時期の企業行動が異常性をはらんでいたことは、この膨大な調達額からも容易に推察できる。

バブル期を除外して全体を概観すると、高度成長期には、借入金と買入債務を中心とする外部資金調達が、絶対額（36兆円）においても総調達額に占めるウェイト（75%）でも、他の期間に比べて最も高いレベルにあることがみてとれる。これは、旺盛な設備投資意欲や潜在的に大きな市場を目指した事業拡張余地のなかで、それらを実現するために積極的に外部資金を取り入れてきたものと解釈できる。

企業の外部資金調達は、高度成長期が終焉しオイルショックが日本経済に大きな負のインパクトを及ぼして以降、趨勢的に減少している。外部資金調達の代わりに、資金調達の主役となっているのは、内部資金調達である。その額は、高度成長期には12兆円に過ぎなかったものが、

バブル期に62兆円にまで達し、その後も40兆円強で推移したのち、2003年度からの拡大局面では82兆円にまで膨れあがっている。2008年度のリーマン・ショック時には、企業収益の大幅減により、内部資金調達も大きく落ち込んだが、その後回復し、2010年度以降は70兆円に迫る水準となっている。

外部資金調達の内訳をみると、高度成長期から1980年代に至るまでは、借入金が総じて主たる調達手段であったが、1997年度からの金融危機および2003年度からの拡大局面においては、借入金が返済超過によりその残高が減少するという現象が顕在化している。ただし、2008年度のリーマン・ショック時には、企業の収益性悪化と資本市場の機能不全により借入金は純増し、その後純減に戻ったものの、2011年度以降には再び借入金は増加しつつある。

一方、バブル期には活発なエクイティ・ファイナンスの寄与により、かなりの調達額を示した社債と増資であるが、その後は総じて低調に推移している。

3.2 金融仲介機能はもはや不要か

「法人企業統計」にもとづく以上の分析で明らかにされたように、高度成長期には外部資金調達への依存度が高かった企業部門ではあるが、バブル崩壊後から今日に至るまでの期間には、外部資金調達への依存から脱し、代わって内部調達への傾斜を強めていった。この傾向は、国民経済計算における部門別の純貸出／純借入の推移を示した先にみた図1によっても、別の角度から確認することができる。日本では伝統的に、家計部門が貯蓄超過主体で、投資超過主体が企業部門という構造となっていた。そしてその両部門の金融を仲介し、家計部門から企業部門への貸出を円滑に実現してきたのが、銀行に代表される金融仲介機関の基本的役割であった。ところが、図1で示されているとおり、1990年代に入って企業部門における純借入対GDP比率は急速に縮小し、1998年度にはついに純借入主体から純貸出主体へと転じ、その傾向は今日まで続いている。

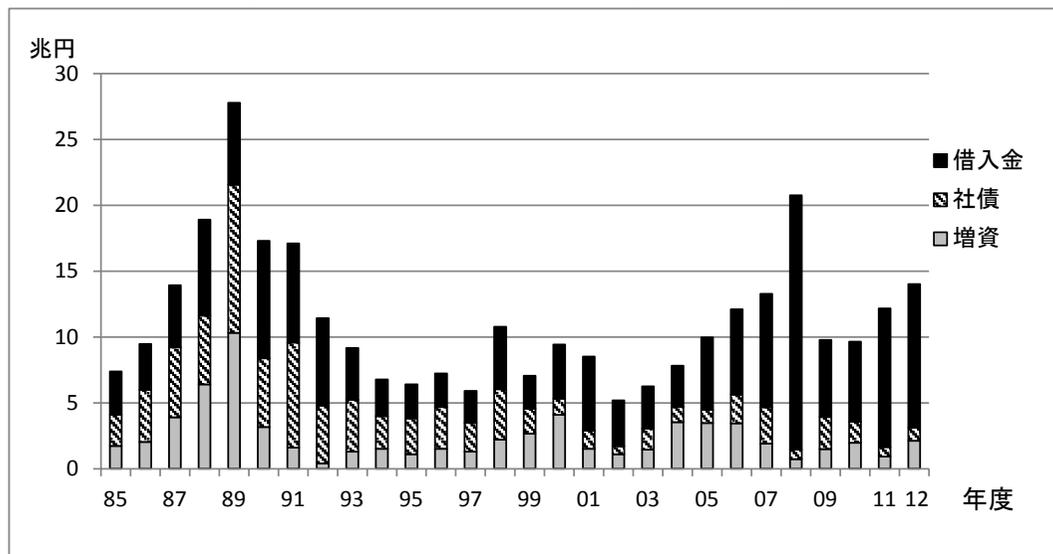
したがって、1998年度以降には、企業部門と家計部門の資金余剰分によって、一般政府の資金不足分が穴埋めされるという構造が定着している。周知のとおり、政府の資金不足分の多くは、国債や地方債といった債券で調達されており、一般政府部門にとっては整備された公共債市場の存在は極めて重要である。一方、企業部門の資金余剰が定着しているとすれば、家計部門の貯蓄を企業部門の投資に振り向けるという銀行による金融仲介機能は、もはや不要であるとの見方もできるかもしれない。

しかしながら、もう少し注意深い議論が必要である。経済主体とりわけ企業部門に属する各企業が、一律にほぼ同程度の資金余剰を抱えているとすれば、外部資金の調達は不要であるから、伝統的な銀行の金融仲介機能の存在意義は乏しくなる。しかしながら、集計量として企業部門が資金余剰の状態にあるとしても、個別の企業レベルで資金不足の状態にある企業が存在すれば、金融仲介には一定の役割があるかもしれない。そのあたりの状況を正確に把握するた

めには、個別企業データにもとづく分析が必要である。したがって、次には金融保険業を除く全上場企業を対象とする日本政策投資銀行の企業財務データバンクの個別企業に関する情報を利用して、企業金融動向を概観しよう。

図4は、有価証券報告書の情報をベースとして、上場企業のなかで残高の純増ベースでみて外部からの資金調達プラスとなっている企業を抽出し、それらの企業のみ資金調達動向を示したものである。ここでの外部資金調達手段としては、借入金、社債、増資を指している。

図4 外部資金調達がプラスの企業の資金調達動向



注) 対象企業は、一部、二部、新興市場上場企業。
原データ) 日本政策投資銀行「企業財務データバンク」

同図で明らかなおとおり、外部資金調達額のピークは、バブル期である1989年度の28兆円であり、その後バブル崩壊とともに大幅減となり、1993年度以降は概ね10兆円を下回る低水準にまで落ち込んだ。しかしながら、2002年度をボトムとして2003年度からは景気回復や金融危機からの脱却を背景に増加傾向を辿り、2006年度、2007年度には12兆円台と1992年度を超える水準にまで回復し、さらに、リーマン・ショックが発生した2008年度には21兆円とバブル期の1989年度に次ぐ多額の調達を記録している。2009年度と2010年度は、2008年度の高額調達の反動もあり10兆円弱にまで減少したが、2011年度には再び増加に転じ、2012年度には14兆円に達している。

3種類の外部資金調達手段別動向をみると、社債と増資による調達は、ともに1989年度がピーク（社債：11兆円、増資：10兆円）であり、その後は大幅に減少したのち、低いレベルで変動と繰り返しながら、今日に至っている。なお、リーマン・ショックが発生した2008年度と欧州のソブリン危機が表面化した2011年度には、資本市場の機能が低下した影響などにより、増資と社債による調達は、ともに1兆円にも満たない少額にとどまっている。

一方、借入金は、1988年度から1992年度にかけて6兆円から8兆円程度の高水準を維持したのち、1990年代半ばには2兆円台の低い水準にまで減少したが、その後は変動を伴いながらも増加し、2007年度には9兆円とバブル期とほぼ同水準にまで回復している。そして、2008年度の調達額は、19兆円と過去最高水準であった。2011年度以降も、10兆円を上回る高水準を保っている。

以上の上場企業データにもとづく分析によって、次の諸点が明らかにされた。第一に、近年全体として資金余剰となっている企業部門ではあるが、各企業は同質的ではなく資金不足により外部から資金を調達している企業は相当数ある。第二に、外部から資金を調達している企業に関してみると、借入金と比較的安定的かつ近年においては主要な調達手段である。第三に、株式や社債という資本市場調達は総じて変動が大きく、近年にはリーマン・ショック等の影響もあり低調に推移している。

4. 金融システムを巡る論点

4.1市場型金融システムと仲介型金融システムの概念比較

Allen and Gale (2000) が指摘するように、金融システムの理念型として市場型金融システム (market-based financial system) と仲介型金融システム (intermediary-based financial system) をあげることができる。前者の代表はアメリカやイギリスであり、後者は日本やドイツなどが典型であり、銀行を中核とする金融システム (bank-centered financial system) と呼ぶこともできる。

企業金融の側面についてみると、一般に市場型金融システムでは多くの市場参加者が企業情報を収集し、企業の経営状態をモニターしようとするから、情報機能の面では市場型金融システムが仲介型金融システムより勝っているかもしれない。しかしながら、話はそれほど単純ではない。市場型金融システムの場合には、他の経済主体が実施した企業モニタリングの結果が、価格などの情報を通じて広く顕示されるために、各経済主体は自らコストを払ってモニタリングをするインセンティブが乏しくなるという欠点がある (フリー・ライダー問題)。むしろ、仲介型金融システムの一つのタイプであるリレーションシップ・バンキングでは、フリー・ライダー問題を緩和して銀行と企業間でパレート効率的な情報のやりとりがなされる可能性がある。

また市場型金融システムには、価格などの取引条件に透明性が高く、流動性や効率性の面で優れており、加えて流通市場を通じてリスクの移転が容易であるというメリットがある。もっとも、そのようなメリットを発揮させるためには、信頼できる格付けのシステム、投資家保護の法制度および定型化された実効性のある契約などの市場インフラの整備が、必要不可欠である。

市場型金融システムと仲介型金融システムにはそれぞれ長所と短所があり、どちらかが絶対

的に優れているとはいえない。また、一国の金融システムにおいて、両者は必ずしも代替関係にあるわけではなく併存可能であり、ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティ市場のように、両者の機能を折衷したような組織や機構も存在している。

市場型金融システムの一つの代表例が、直接金融（direct finance）である。その概念を最初に体系的に整理したGurley and Shaw（1960）によれば、直接金融とは企業などの最終的な借り手が家計などの最終的な貸し手に対して、金融仲介機関を通さずに直接的に本源的証券（primary securities）を販売する金融方式であり、企業が発行する社債や株式を家計が購入する場合などがその典型である。これに対して、仲介型金融システムの典型ともいえる間接金融（indirect finance）とは、最終的な貸し手と最終的な借り手との間に銀行などの金融仲介機関が介在して、貸し手にとってのリスクの低減や取引費用の節約を図るものである。

4.2 「貯蓄から投資へ」の疑問

日本において、家計部門の金融資産を預貯金から証券投資へとシフトさせることを目的とした政策のスローガンとして用いられているのが、「貯蓄から投資へ」である。これは、小泉内閣が発足後の2001年6月に閣議決定された「今後の経済財政運営及び経済社会の構造改革に関する基本方針」（いわゆる骨太方針2001）において、「21世紀にふさわしい安定した金融システムを構築する。直接金融を重視したシステムに円滑に移行するために個人の株式投資にかかる環境整備を行うなど証券市場を活性化する。」ための具体的措置として「個人投資家の市場参加が戦略的に重要であるとの観点から、その拡大を図るために、貯蓄優遇から投資優遇への金融のあり方の切り替えなどを踏まえ、税制を含めた関連する諸制度における対応について検討を行う。」とされたのが始まりである。そして、具体策として、2003年には預貯金の利子所得にかかる税率が20%に据え置かれる一方で、株式の配当および譲渡所得に関する税率を20%から10%に引き下げる証券優遇税制が導入された。証券優遇税制は、2013年末で打ち切られたが、代わりに2014年1月からは、株式関連投資から得られる利益への課税を、年間100万円を上限に非課税とする少額投資非課税制度（NISA）がスタートした。

しかしながら、上述したとおり、市場型金融システムが仲介型金融システムに比べて絶対的に優れているとの論拠は薄弱である。また、後述するように、グローバル化した現代の金融資本市場のもとでは、株式投資にかかるリスク管理は困難性を高めており、個人にリスクな資産選択を奨励することが個人の資産形成にとって必ずしもプラスになるとは言えず、国民経済の観点からして望ましいとは決して言えない。

個人の株式投資に関しては、その機会が制度的に十分に確保されるべきことは言うまでもないが、直接金融への移行を促すために、個人の資産ポートフォリオ選択のなかで預貯金よりも株式投資を政策的に奨励することが、正当かつ合理的であるとは言い難い。つまり、長期的な金融システムの設計の問題として、直接金融への移行や株式投資の促進を図ることが、国民経

済的にみて正しい方向性であるという見解には疑問なしとしない。

5. 金融取引の新しいパラダイム

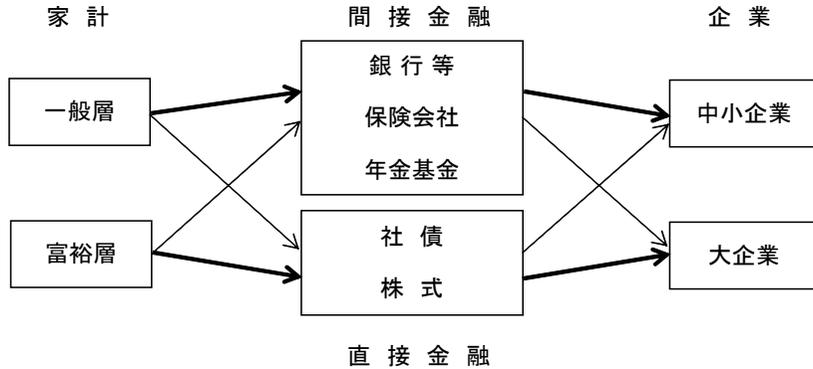
Allen and Gale (2000) およびAllen and Santomero (1998) は、金融仲介機能を巡るパラダイムが変化しつつあると論じている。すなわち、伝統的な金融仲介理論によれば、その主たる機能は取引費用を引き下げ、借り手との情報の非対称性の問題を緩和することであると考えられていた。しかしながら、デリバティブ取引に代表されるように、金融技術の高度化や複雑化に伴い、金融取引におけるリスク管理の困難性は増している。そして、金融仲介機関には、高度な金融技術力を駆使し多様な市場を利用して、リスクを移転、変形、そして再配分することが求められているというのである。換言すれば、金融技術に明るくない個人や一般企業にとっては、リスク管理の困難性が増していることにより、金融市場への参入はハードルが高くなり、むしろ金融仲介機関を利用するインセンティブは高まっていると理解することができる。

事実、昨今の金融市場を取り巻く状況を確認すると、1997年のアジア通貨危機を皮切りに、1998年にはロシア危機・LTCM危機、さらに、2007年のサブプライム危機、2008年のリーマン・ショックそして2010年からはギリシャ危機および欧州のソブリン危機など、グローバルな金融資本市場において、危機的な状況が頻発している。また、金融技術の進歩に伴い、複雑な証券化の進展や各種デリバティブ、CDS等の新商品の開発も進んでいる。これらの状況のもとでは、情報の非対称性の問題は深刻化し、リスク管理はますます困難化している。

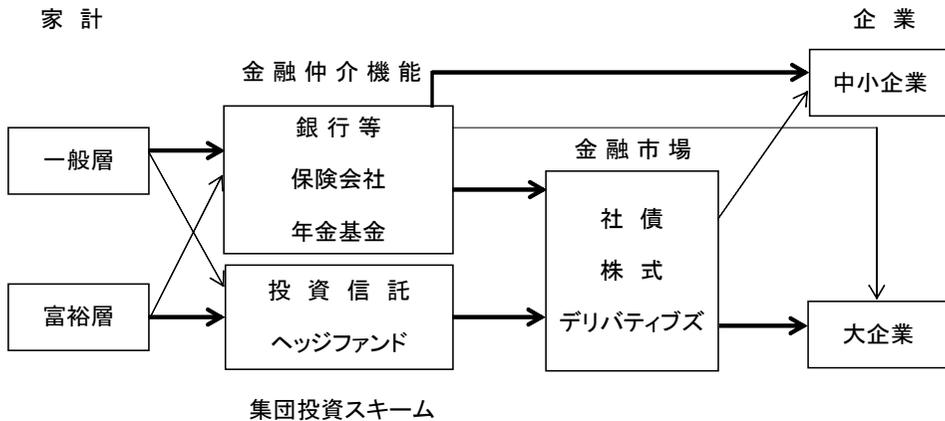
このような構造変化を前提とすれば、直接金融か間接金融かといった従来のパラダイムの意義は薄れ、金融仲介の機能と市場メカニズムとが有機的に結びつく新しいパラダイムが重要性を増している(図5)。すなわち、最終的な貸し手の代表である家計部門は、金融市場に直接アクセスする代わりに、リスクとリターンの選好度に応じて、銀行や保険会社等の金融仲介機関に資金を預けるか、投資信託やヘッジファンド等の集団投資スキームに資金を拠出するかである。そして専門的な知識にもとづきリスクを管理することができる金融仲介機関や集団投資スキームの運用主体は、集めた資金を金融市場で運用し、結果的にそれらの資金が最終的な借り手である企業等によって設備投資などに利用される。ただし、中小企業や一部の大企業では、伝統的な間接金融方式と同様に、金融仲介機関から市場を介さずに相対取引で資金を調達するチャンネルも残るであろう。

図5 金融取引のパラダイム変化

1) 伝統的パラダイム



(2) 新しいパラダイム



注1) 矢印は、資金の流れを示す。

注2) Allen and Gale (2000) 図15.1および図15.2を参考にして作成。

6. 金融セクターの使命

日本は、少子高齢化の進展とともに家計貯蓄が減少傾向を辿り、貯蓄の稀少性が高まりつつある。また、上述の金融取引の新しいパラダイムのもとで、金融仲介機関としての銀行の役割が、ますます重要性を増すことを指摘した。

そのような家計部門の貯蓄を、企業の生産的な投資プロジェクトに効果的に振り向けていくという、国民経済的に重要な役割を銀行が果たしていくためには、次のような観点を充実させていくことが必要とされよう。

第一は、情報生産能力の深化である。銀行の審査機能は、銀行と企業との間の情報の非対称

性の問題を改善し、プロジェクトが良質なものであるか悪質なものであるのかを見極め、ひいては銀行のリスクを低減させる効果を発揮する。このような企業やプロジェクト審査が、銀行の情報機能の基礎であることは疑いないが、内外のマクロ経済動向調査や環境、地域、各種格差問題などを含む経済社会のサステナビリティに関する調査・研究なども、銀行が金融資本市場にアクセスするうえでは必要不可欠の情報活動となるであろう。

第二は、投融資手段の充実である。日本の銀行の伝統的な資金提供手段は、シニアローンであり、借り手が財務危機に陥った際には再交渉して貸出条件が変更されるのが一般的であった。このような伝統的手法は、今後も一定の有効性を有すると判断できるが、加えて、シンジケート・ローン、ストラクチャードファイナンス、アセットファイナンス、資産担保融資などの企業や事業特性に対応した融資商品も、積極的に活用すべきである。また、エクイティ、DIPファイナンス、メザニンファイナンスなどのいわゆるリスクマネーは、新規事業や成長企業支援、事業再生、新製品開発などに有効性を発揮し、また銀行の資金が資本市場にアクセスすることによって、金融資本市場ひいては日本経済の活性化に、大いに効果が期待できる。

金融は、経済社会にとって重要な制度的インフラであり、金融機関の活動は、元来社会性や公共性が高いものである。銀行は、高度な情報生産能力と多様な投融資手段を有効に駆使することによって、実体経済への付加価値を創出するとともに、少子高齢化社会のもとでのサステナブルな発展に、積極的な貢献を施すことが大いに期待される。

(2015年4月脱稿)

参考文献

- 花崎正晴 (1996), 『アメリカの貿易赤字 日本の貿易黒字－金融国際化と不均衡調整問題－』東洋経済新報社
- 花崎正晴 (2008), 『企業金融とコーポレート・ガバナンス－情報と制度からのアプローチ』東京大学出版会
- 池尾和人 (2006), 『開発主義の暴走と保身－金融システムと平成経済』NTT出版
- 池尾和人・柳川範之(2006), 「日本の金融システムのどこに問題があるのか－市場型間接金融による克服－」池尾和人・財務省財務総合政策研究所 (編著) 『市場型間接金融の経済分析』第1章 3-26.
- Allen, Franklin and Douglas Gale (2000), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Allen, Franklin and Anthony M. Santomero (1998), “The Theory of Financial Intermediation,” *Journal of Banking & Finance*, Vol.21, 1461-1485.

- Ando, Albert and Franco Modigliani (1963), "The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests," *American Economic Review*, Vol. 53, No. 1, 55-84.
- Aoki, Masahiko and Hugh Patrick (eds.) (1994), *The Japanese Main Bank System: Its Relevance for Developing and Transforming Economies*, Oxford University Press.
- Bosworth, Barry P., Gary Burtless and John Sabelhaus (1991), "The Decline in Saving: Evidence from Household Surveys," *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 183-241, Brookings Institution.
- Gurley, John G. and Edward S. Shaw (1960), *Money in a Theory of Finance*, The Brookings Institution. (桜井欣一郎 訳『貨幣と金融』至誠堂 1961年)
- Hayashi, Fumio (1986), "Why Is Japan's Saving Rate So Apparently High?" Stanley Fischer, ed., *NBER Macroeconomics Annual*, MIT Press, Cambridge, MA.
- Hayashi, Fumio, Albert Ando and Richard Ferris (1988), "Life Cycle and Bequest Savings: A Study of Japanese and U.S. Households Based on Data from the 1984 NSFIE and the 1983 Survey of Consumer Finances," *Journal of the Japanese and International Economies*, 2, 450-491.
- Hayashi, Fumio, Takatoshi Ito and Joel Slemrod (1988), "Housing Finance Imperfections, Taxation, and Private Saving: A Comparative Simulation Analysis of the United States and Japan," *Journal of the Japanese and International Economies*, 2, 215-238.
- Horioka, Charles Yuji (1990), "Why Is Japan's Household Saving Rate So High? A Literature Survey," *Journal of the Japanese and International Economies*, 4, 49-92.
- Horioka, Charles Yuji (1991), "The Determinants of Japan's Saving Rate: The Impact of the Age Structure of the Population and Other Factors," *Economic Studies Quarterly*, Vol. 42, No. 3, September 1991.
- Hoshi, Takeo and Anil Kashyap (2001), *Corporate Financing and Governance in Japan*, MIT Press.