

池 尾 和 人

『日本の金融市場と組織』

—金融のミクロ経済学—

東洋経済新報社 1985.3 viii+231 ページ

第1章「情報の経済学と金融論」。競売買市場以外の取引形態の存在、および中間業者(middleman)の存在は市場の完全性(情報の完全性と取引費用の不在)を前提とした伝統的理論では説明不可能であって、これらは1970年以降 Akerlof, Spence, Rothschild, Stiglitz などによって急速に発展させられてきた「情報の経済学」によってはじめて理論的に解明されうる。情報の経済学は今までは主として労働市場に応用され、一定の成果をあげてきた。しかし金融取引は本質的に異時点間にわたる取引であり、将来は不確実で、その情報は不完全であるから、金融市場も情報の経済学によって分析・解明されるべき対象である。情報の経済学的なアプローチを金融論の分野に積極的に取り入れて、日本の金融に関する見方の再編成をおこなうことが本書の意図である。

本章後半では、情報の経済学が簡略に解説される。期待効用理論、暗黙の契約理論(Azariadis)、品質不確実性と逆選択(Akerlof)、シグナルの理論(Spence)、依頼人・代理人問題(Stiglitz & Weiss, Shavell)などの紹介がなされる。

第2章「金融取引と仲介業者の役割」。金融取引とは異時点間の所得の交換を目的とした取引であるから、貸倒れ(信用)リスクと金利リスクが必然的に付随する。そしてこれらリスクについての情報は稀少であり、その認定には費用がかかる。金融取引では最終的貸手と最終的借手の間に金融仲介機関が存在するのが通例である。金融仲介機関が存在する理由は、(1)広義(情報コストを含む)の取引費用の節約と(2)リスク負担の軽減である。“生産された”情報そのものを売買するには、情報の外部財的な性質と、情報の価値はそれを購買した後でないと判明しないという二重の困難が付随するから、これらを回避するために情報を“体化した”間接証券が発行される。金融仲介機関は間接証券を発行することによって、

最終的貸手に流動性を創出し、総資産のリスク特性を変化させる。それが可能である理由は資金集中のために分散投資が可能になり、リスクが低減する、最終的貸手相互間でリスク・シェアリングがなされる。金融機関自身によってリスクが負担されるからである。わが国の“メイン・バンク制度”は、企業と金融機関との間のリスク・シェアリングの制度であると解釈されるが、近年大企業の資金力の向上、および金融自由化の進展でそのメリットは失われつつある。わが国の金融機関の“協調融資”も政府金融機関が主導的な役割をはたしてきたリスク分担の組織であったと解釈される。中央銀行、預金保険制度もともに“再保険の仕組み”として理解できる。

第3章「金融システムの比較分析——高度成長期と国債大量発行情形」。戦後日本の金融の歴史的経験を、高度成長期はローン型システム（顧客市場、非公開市場、流通市場の欠如）、国債大量発行情形以後は債券型システム（競売市場、公開市場、流通市場をもつ）に移ったと類別して把握する。ローン型の特質は取引条件の相対交渉による決定、貸出金融機関と借手企業との間の暗黙のパートナーシップの成立、政府の介入の容易性などである。ローン型では金利は多くの情報媒体のうちの1つに過ぎない。債券型金融システムでは金融機関、非金融企業、政府の関係は単に市場ベースのものとなり、金利が主要な情報伝達手段となり、需給調節の中心要因となる。静学的効率性の観点からは債券型がよりすぐれた作動特性を示すかも知れないが、『意図的な開発戦略がとられるべきある種の歴史的局面ではローン型の方が適格的である可能性は否定できない』。国債の大量発行により日本の金融システムは、ローン型から債券型に徐々に移行してきた。また日本の金融自由化は、規制撤廃であると同時に市場決定を中心とする債券型金融システムへの移行を意味する。

この移行をもたらした根本的要因は国債の大量発行、金融自由化の国際的要求といった“外生的”なものであるのか、それらは促進要因にすぎず、真の要因は企業と銀行の関係の変化、実物投資や企業の内容についての情報の外部伝達の一般化などであるのか、更に解明されるべき論点であろう。

第4章「情報の非対称性と信用割当——貸出市場の分析枠組(I)」。本章と次章が理論的な中心をなす部分である。この章では Stiglitz and Weiss の理論的業績に依拠して、保険用語でいう逆選択の存在から、貸出市場における信用割当の問題が、完全情報-競売市場モデルを前提とするジャッフェ=モジリアーニと違った枠組によ

って論じられる。すなわち貸手と借手の間の情報の非対称性(前者が情報劣位、後者が情報優位)の認識から出発し、貸出が「大まかな類型化」によっておこなわれる場合(小口貸付など)には、貸出金利の引上げは投資プロジェクトの失敗の確率の低い借手から当該貸出市場からの退出がはじまる。銀行の貸出の実効収益率(期待値)は、ある特定の貸出金利の水準において最大となる。この実効収益率の最大値が、貸出の需給を一致させるワルラス均衡的市場価格を下回る場合には、銀行は信用割当をおこなう。そうでない場合には需給は市場の価格によって清算される。この理論フレームによって、人為的低金利政策、貸出金利の硬直性、金融の二重構造などが“合理的”行動の結果として解釈される。さらに拘束預金は金利規制を回避して実効金利を高めるという側面の外に、個々の借手の貸倒れ確率を伝達し、有効なシグナルとしての役割をはたす可能性をもっており、金利規制後も拘束預金が存在する“合理性”があることが理論的に展開されている。

第5章「継続的取引と暗黙の契約——貸出市場の分析枠組(II)」。本章では、貸出について個々に審査が費用をかけておこなわれ、個別性の認定がなされる場合が分析される。銀行と取引企業との関係は永続的な顧客関係を特質とすると言われるが、とくにわが国ではメイン・バンク制度にみられるように両者は親密な関係にある。労働市場の分析で一定の成果をあげている「暗黙の契約理論」を援用して、顧客関係にもとづく貸出金利の硬直性は、銀行と企業とがリスクを分担するための経済合理的な行動の帰結であることを示すのが本章の意図である。銀行と企業とが協調的行動をとり、将来の不確実性のリスクを分担しようとするならば、貸出を競売買的なスポット市場で決定するよりも、顧客関係にもとづく継続的相対取引で決定する方が、双方にとってパレート優位となる。更に本章の後段では「暗黙の契約理論」を用いて、通信的不確実性(情報の非対称性)を導入することによって、信用割当の発生を立証する。もし銀行と借手企業との間に確固とした顧客関係が形成されており、不断に情報格差の縮小がなされるような場合には、信用割当は生れない。

第6章「貨幣供給と日本の金融政策」。中央銀行が金融政策を運営する場合に、ハイパワード・マネー供給を制御できるか否かが本章の課題である。トービン・ブレインード型の資産市場の一般均衡モデル(4部門、5もしくは6金融資産)を用いて分析がなされる。短期的には、インターバンク市場資産、国債、現金、預金、日銀貸出

などはストック量の調整が可能であるが、実物資産は投資(フロー)によって、すなわち時間をかけてのみ調整が可能である。民間銀行の貸出も顧客関係による相対取引であるから、流通市場は存在せず、個々の取引者にとっての貸出の残高は瞬時に調整されるものではない。貸出残高は与件として取扱われねばならない。この場合には中央銀行のハイパワード・マネー供給量のコントロール能力は短期的には限定されたものとなる。しかし諸金融市場間の分断の程度が縮小するにつれて、そのコントロール能力は向上する。

第7章「公的規制と自由化・国際化」。預金者は銀行に比して情報劣位にあり、両者の関係は具体的な裏づけを欠いた、預金者の銀行にたいする主観的確信を基礎としたエイジェンシー関係であり、その関係は脆弱性をもつ。両者は対等ではない。預金者保護と信用秩序の維持は預金者を収奪から保護し、取付けなどの預金者の過剰反応から金融システム全体が崩壊することを防ぐことを内容としている。しかし公的規制の必要性は、市場規律の強さと反比例する。

以上本書の内容を各章にわたって要約してきた。不確実性の経済学、その流れとしての情報の経済学はすでに労働経済の分野に応用され、かなりの成果をあげてきている。本書はそれらを金融の分野に応用し、金融に固有の諸現象を情報の経済学という視点から理論的に解明しようとする斬新的な試みである。と同時に日本の戦後の金融システムの制度的特徴を、この新しい視点から批判的に解釈しようとする野心的な労作である。著者自身も認めるように、個々のトピックについての突込んだ検討は必ずしも十分ではなく、また実証研究は今後の課題として残されているが、本書は、わが国の金融理論の分野における新しい貴重な貢献である。ただ、情報の経済学は“ミクロ理論”であり、これを基に“個別金融市場の理論、”さらに統合的な“マクロ金融理論”へといかに集計的理論を構築していくかは金融論の学徒の重要な任務であり課題である。

〔三木谷良一〕