

【書 評】

池 尾 和 人

『銀行リスクと規制の経済学』

—新しい銀行論の試み—

東洋経済新報社 1990.6 ix+228 ページ

銀行を取りまく環境は、ここ10数年間のうちに大きな変化を遂げ、変化の大きな波はさらに数年は続くであろう。しかも、その変化は、少なくとも3つの異なる内容を持っていると思われる。第1は、銀行が以前から参加していた預金市場、短期金融市場などの市場の変化である。第2は、派生証券を含めた新しい商品、新しい市場の誕生と、それに伴うこれまでにない資金運用法の登場である。第3は、制度的な変化であり、BIS規制や銀行業と証券業の業際規制の見直しのような制度的改革がそれにあたる。このような変化は、当然のことながら、銀行の直面するリスクの内容を変え、銀行に対する規制の役割や、望ましい規制の在り方をも変えるであろう。したがって、そのような状況に対応した銀行リスクの評価の枠組みと、それに基づく銀行規制の分析は、その問題の大きさによって重要であることはもちろん、現時点における銀行理論・金融理論が対応すべき急務としても重要である。

池尾和人氏の『銀行リスクと規制の経済学』は、そのような要請に答えようとするものと言ってよいであろう。本書は、最近のファイナンス理論の成果を、銀行のリスク評価に応用し、さらにそのリスク評価手法によって銀行規制の分析を行ったものであり、その理論的な先進性は高く評価できる。日本においては、いわゆる金融論とファイナンス理論、もしくは証券理論が、研究・教育の双方の局面において、ともすれば分離されているように思われる。例えば、金融論の教科書においては、資金の需要者たる企業サイドの分析は、MM理論とその限界が紹介される程度であることが多い。これは、金融・資本市場の相互依存関係がより強まっていると考えられる現在において、憂慮すべき事態であると評者は考える。本書は、緊密な関係にある両分野を同時に視野にいられた分析を志向する先駆的な試みと言ってよく、その方向性は正しいと考える。

本書の構成は、次の通りである。

まず、第1章「銀行の経済的機能」は全体の序論である。銀行の提供する金融サービスを、Diamond(1989)にしたがって、資産サービス、負債サービス、変換サービスの3つのカテゴリーに分け、各サービスの内容と、それぞれに伴うリスクや規制との関わりを著者の視点から整理し、全体の構成と意図を述べている。ただ、ここでは多くの話題が提供されているが、そのすべてが以下の本論で取り上げられるわけではない。特に、銀行の情報の機能への著者の取り組みは、「はしがき」にも触れられている著者の前著に盛り込まれている。

第2章以下の基調をなすのは、オプション・先物などの派生証券に関わるファイナンス理論の銀行リスクへの応用であるといつてよいであろう。それは、視点を変えれば、最近のオフ・バランス・シート活動に対応した銀行理論の開拓とも言えよう。

本書は2部構成となっており、第2章から第4章までの3章からなる第I部「銀行リスク」では銀行のリスク評価の枠組みが与えられる。第2章「条件付き請求権分析」は、本書の基本的分析用具の提示を行っている章であり、ブラック・ショールズのオプション評価式の株式への適用と、それに基づく株式評価や企業負債価値の評価方法が示されている。これは、株式を企業資産に対するオプションと見なして評価するいわゆる破産オプション・モデルであるが、この解説は分かりやすく、具体的な計算プログラムも示されているので、オプション評価理論に明るくない読者にも受け入れやすいであろう。第3章は、利率リスクに関するファイナンス理論の成果を紹介したものであるが、こちらの解説も分かりやすい。第4章は、Diamond-Dybvig(1983)のBank Runモデルに依拠しつつ、銀行の流動性リスクと政府によるセイフティ・ネットの役割を議論している。

第II部「銀行規制」は第5章から第7章までの3章からなり、第I部で与えられた枠組みを利用した銀行規制の分析が行われる。第5章「セイフティ・ネット」は、第4章の議論を受け継ぎ、セイフティ・ネットの提供を議論している。セイフティ・ネットの提供には、保証の対象となる銀行自身のリスク評価が必要であるが、ここで、第I部で提示されたオプション評価理論が銀行に応用される。池尾氏は、銀行リスクを破産オプション・モデルの応用に

よって計測し、フェアな預金保険料率の計算も行っており、実証的にも興味深い。第6章「資本構成と債券譲渡」は、銀行の自己資本比率規制と債券譲渡(ローン・セール)を扱っている。この章では、通説とは異なる注目すべき2つの結論が導かれている。第1は、自己資本比率規制自体は銀行のリスク度を高めないことである。第2は、保証的業務型のオフ・バランス・シート活動であるローン・セールの積極的意義である。第7章「業際規制と制度改革」は、銀行業と証券業の業際規制問題を取り上げ、組織形態とリスク遮断効果の分析を行い、望ましい組織形態がセイフティ・ネットの在り方に依存することを示している。

以上見てきたように、本書は、分析手法において斬新なだけでなく、自己資本規制や業際規制などについて注目すべき結論を提示しており、それらは一読に値するものである。また、本書の第II部は、銀行規制を巡る様々な議論を取り上げて評価して・検討を加えており、サーベイとしても高い価値を有する。例えば、第5章では、セイフティ・ネットの改革の諸構想として、早期閉鎖提案と狭義銀行案を取り上げて検討しているし、第7章では業際規制問題を考える上で、どのような経済分析が必要かを手際よく整理している。評者は、このような本書の内容と方向性を高く評価するものである。しかし、より多くを望む意味で、あえてコメントを加えてみたい。

まず、本書の主要な分析用具は破産オプション・モデルであるが、それが適用されることの意味を確認しておきたい。言い方を変えれば、想定している経済において、どのような主体、市場、不確実性が仮定されているのか、ということの確認である。ブラック・ショールズ式は、その前提条件が認められるならば、リスク評価に関する強力な分析用具となるが、同時に分析用具としての便利さが先行してしまう危険も有している。

これは、本書の内容に対するコメントとは言えないかもしれないが、ブラック・ショールズ式の導出は、オプションとそのオプションの対象となる原資産によって構成される無危険ポートフォリオと、無危険資産との無裁定機会条件から導かれる。つまり、株式を破産オプションとして評価する場合には、企業資産と株式に関する裁定取引が可能市場が存在する事が前提となる。それは認めうるとしても、銀行の株式を破産オプションで評価する場合には、銀行資産自体のリスクを評価して取り引きする市場が

必要である。例えば、第6章で取り上げられているローン・セール市場のような市場が必要なのである。

銀行の場合、貸出債権などの銀行資産に関する裁定が可能であろうか?あるいは、銀行資産と同じペイ・オフを持つ資産を構成する複製取引戦略が可能であろうか?さらに言えば、貸出債権のような銀行資産が幾何ブラウン運動にしたがうと仮定する場合、借入れを行う企業側にはどのようなリスクが想定されているのであろうか?第2章で与えられているような危険負債の確率過程は、単純な幾何ブラウン運動ではない。また、第5章には、預金が預金保険の存在によって無危険資産となる、とする記述があるが、この場合、預金以外の無危険資産の存在が仮定されているのだろうか?

すなわち、破産オプションに対するブラック・ショールズ式の背後にあるはずの市場の構造や市場の均衡条件、あるいはリスク評価を行う主体が誰であるか、といったモデルの実体的構造のイメージが、やや不明瞭であるように思われるのである。また、様々な結論がどのような設定から導かれたのか不明であるケースも散見される。例えば、第6章では、投資費用が一定の場合、自己資本比率規制の強化が直ちに銀行のリスク負担を増大させないという議論が展開されるが、その結論の留保事項として、投資費用が可変的で資本市場が不完全な場合には過小投資の可能性があるという指摘がなされる。しかし、この留保事項のケースでは、ブラック・ショールズ式の利用は理論的には不可能と思われるのである。想定する経済によって、破産オプション・モデルが妥当しない場合があることを考慮すれば、破産オプションとは違った設定のリスク評価も考えてよいのではないだろうか。

もちろん、これらの点が本書の価値を減じるとは思われない。ブラック・ショールズ式が適用可能な状況を前提としたモデルとして本書の分析を捉えることは可能である。むしろ、評者が力点を置きたいのは、銀行リスク評価の方法として、ブラック・ショールズ式以外の可能性も考えられる、という点である。ファイナンス理論の応用であれば、非完備市場における危険証券の評価という方向もありうるし、第3章の利子率リスク評価を銀行資産の評価に応用する方向もあろう。逆に、ブラック・ショールズ式をベンチマークとして、他のリスク評価基準と比較することも可能ではなからうか。

さらに言えば、本書の第II部の銀行規制の分析

は、規範的分析としての性格を持っていると思われるが、その規範がいま一つ明瞭でないようにも思われる。もちろん、本書には多くの話題が取り込まれており、そのそれぞれについて検討が行われるため、議論の道筋が必ずしも直線的でないことがそのような印象を与える一因であろうから、幾分は致し方ない。また、基本的には社会的厚生立場からの価値判断を行おうとしていることは理解できる。しかし、前述の経済の構造が見えにくい点とも関連するのであろうが、判断基準が社会的厚生であるのか、預金者の厚生であるのか、政府の厚生であるのか、銀行の厚生であるのか、直ちに判断できない議論もあるように思われる。例えば、規制が銀行のリスク負担を増やすかどうかは、たしかに重要な問題である。しかし、社会的厚生という見地から見た銀行のリスク負担増加の評価は、社会全体のリスクの構造に依存し、簡単に判断しえないことであろう。もちろん、本格的な社会的厚生の分析は本書の分析枠組みを超えるものであろうから、この点も本書の評価と言うよりは、この研究の今後の発展に対する期待である。

最後に次のことを指摘しておきたい。最初に述べたような銀行を取りまく環境の大きな変化を考えれば、ファイナンス理論の成果を取り入れた新しい銀行論という方向は必然と言ってよい。本書はその先駆的な試みであって、その意義は大きい。このような方向の研究が本書を契機として活発化することを期待したい。

参考文献

- Diamond, D. W. (1989), "Asset Services and Financial Intermediation," in Bhattacharya, S. and G. M. Constantinides, eds., *Financial Markets and Incomplete Information*, Rowman and Littlefield Publishers.
- Diamond, D. W. and P. H. Dybvig (1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy* 91(3), pp. 401-419.

[井上 徹]