

情報・期待と金融制度

清水 啓 典

第1節 序

最近の不確実性や情報の経済学の発展に伴って、このような観点から金融市場の現象を解明しようとする研究は経済学のなかでも最も急速に拡大しつつある分野である。しかしこれまでのところ、情報の経済理論に基づく金融市場の説明は、そこで意味されている情報の内容が不明確であったり、また逆に情報をきわめて限定された形に定義していたり、あるいは結論がモデルの特定の仮定に決定的に依存しているといった種類のものが多く、情報が金融市場において非常に重要な要素であるとする一般的な認識以上に、具体的な政策的インプリケーションを持った結論や、現在の金融市場が直面している多くの問題に対して示唆を与え得るような成果が生れているとは言い難い。その理由の一つは恐らく、情報というものは、それが余りに広範な概念であるために、その特質を定義しないで用いた場合には様々な対立する主張が可能となること、またそれを厳密に定義すると逆に現実的に興味の薄いモデルとなる、という二面性を持っているためであろう。しかも、研究者の関心のあり方に依存して、制度的内容をどれほどモデルに導入するかによっても、結論に大きな違いが生じてくる。しかし、金融市場の問題ほど制度を考慮しなければならない問題はないといってもよい。その上、現在最も重大でまた差し迫った解決を迫られている問題の一つは、金融制度再編成のあり方である。

そこで以下では、第2節において、情報を巡る問題点と金融市場の制度・慣行の関わりを検討し、従来の理論では金融仲介機関、特に銀行業の特殊性につ

いていずれも十分な説明が行なわれていないことを明らかにする。そこで第3節では、銀行貸出の持つ特殊性を検討し、それが借手のキャッシュ・フローの不確実性に対処するための手段であり、契約の柔軟性が重要な要素であることを指摘する。第4節では、そのような銀行の特性が、金融自由化の中で失われていく傾向にあり、それが証券化の動きを促しているという点を指摘する。最後の第5節においては、情報との関わりで金融制度を考える際に重要と思われる問題点とそれへの接近方法を挙げ、第6節で各節の結論を簡単に要約する。

第2節 情報と金融仲介機関—従来の理論

金融仲介機関の本質、或は、それがどのような役割を果たしているのかという問題については、Gurley and Shaw (1955) に始まる多くの研究がある。しかし、最近特に注目されるのは、Akerlof (1970) を契機とし、情報の経済理論の発展に基づいた数多くの研究が、この問題を再び新しい観点から取り扱っていることである。代表的なものとしては、例えば、Leland and Pyle (1977), Campbell and Kracaw (1980), Fama (1980), Stiglitz and Weiss (1981), Diamond (1984), Fama (1985), Boyd and Prescott (1986), Bernanke and Gertler (1987) などがある。そこで以下では、これらの研究を通じて明らかになっている金融仲介機関についての理論の大筋をごく簡単に整理し、批判的に検討した上で、次節において、銀行業の本質的な特徴は何かという点に関する理論を提示することにした。

そこで、情報という観点からの金融仲介機関に関する第1の考え方は、金融市場における情報の非対称性に注目する理論である。既によく知られているように、Akerlof (1970) の指摘した非対称情報下の逆選択の存在、即ち、売手が商品の品質について買手よりもすぐれた情報を持っている場合、買手は平均的な品質に対して支払いを行なうため、悪い品質の売手は良い品質の売手の犠牲において高いプレミアムを得ることになって、良い品質の売手は市場から退出し市場が正常に機能しないという問題が、この新しい金融仲介機関に関する理論の中心的な役割を果たしている。Leland and Pyle (1977), Campbell and

Kracaw (1980), Diamond (1984), 等によると, 金融仲介機関は借手の内部情報を部外者に比べてより低いコストで知ることができるという有利な立場にあるために, 借手に関する情報を生産してそれを他の経済主体に伝達するという, 情報生産者としての機能が仲介機関の役割であるとされる。この場合, 問題となっているのは借手と貸手の間にある情報の非対称性である。従って, 借手が全ての情報を貸手に対して開示する場合には, この点が金融仲介機関の本質的な機能であるとは言えないことになる。

次に, 第2の考え方は Brainard and Tobin (1963), Fama (1980) などによるもので, 金融仲介機関は要求払預金の発行を通じて記帳システムによる決済サービスを提供し, ポートフォリオ管理を行なっている主体であるとするものである。これによれば, 仲介機関の特徴は負債面にあり, 資産面については他の主体と何等変りはないことになり, 金融仲介機関は本質的にはヴェールであって, 経済活動自体に影響を与えることはない。

これらに対して, 最近特に有力になっている第3のアプローチは, Fama (1985) に始まり, Bernanke and Gertler (1987) や Bhattacharya and Gale (1987) 等にも共通するもので, 金融仲介機関の中でもとりわけ銀行の特徴は, その資産が他に有力な代替財を持たない特殊なものである点にあるとする考え方である。Fama (1985) によれば, 銀行の譲渡可能定期預金証書 (CD) は要求払預金とは違って取引・決済サービスを提供しているわけではなく, コマニカル・ペーパー (CP) のような公開市場における同一リスクを持つ他の証券と同じ譲渡可能な証券に過ぎない。事実 CD と CP の利率率は同一であるが, CD には準備預金が必要とされるので, その分だけ資金調達のコストは高い。従って, そのより高いコストは銀行からの借手が負担しているはずであり, 銀行貸出は保険会社などの他の仲介機関の貸出に比べて, 借手により高い対価を支払わせる何か特別な性質を持っているはずだ, という考え方である。

そこで以下では, この3つの考え方について順次検討することにしよう。まず, 第1の情報の非対称性に関しては, 例えば Stiglitz and Weiss (1981) のように, 逆選択の存在が金融市場の不完全性を生む可能性が多数の研究者によ

って指摘されている。しかし、現在の金融機関や制度は、そのような市場の不完全性に対する最適な反応の結果として形成されたものだと考えることもできるであろう。例えば、Akerlof (1970) の指摘するような逆選択が生ずるためには、買手にとって品質の特定できない商品が、①同一の市場において、②同一の価格で、取引されるという2つの条件が必要である。ところが、金融仲介機関の貸出が顧客市場での相対取引であるということは、それぞれの取引が別個の市場で行なわれ、また、別個の価格付けが行なわれていることを意味する。貸出の品質を特定するために、審査による金融仲介機関の情報機能が重要な役割を果たすことに疑問の余地はないが、それに加えて、顧客との相対取引という形態自体も、逆選択という市場の非効率性を避けるための工夫と考えることができる。このほかにも、金融市場において逆選択を避けるために慣例的に用いられている方法は数多くあるのに対して、逆選択によって市場の非効率性が生ずるということを論証したとされる議論には、いずれも厳しい仮定があって、それらの仮定を変更することによって、その結論が大きく異なってくるものが殆どであるといつてよい。

例えば、そのような論文のうち最も有名なものの一つとして Stiglitz and Weiss (1981) では、すべてのプロジェクトの期待収益は同一であるが、収益の分散が異なっているという仮定に基づいて、情報の非対称性の存在のために信用割当が生ずることが示されている。しかし、de Meza and Webb (1987) が明らかにしたように、プロジェクトの期待収益自体が異なり、リスクをプロジェクトが成功する確率の大小で定義したモデルでは信用割当は生じないし、また、期待収益が同一の場合でも、借入契約のみならず株式による資金調達も可能であれば、情報の非対称性による非効率性は生じないのである。しかも、たとえ情報が非対称であっても、借手のプロジェクトが平均よりも高い成功確率を持つものであったならば、借手は自己資本を最大限そのプロジェクトに投入することによって、その投下資本に対して市場で得られるよりも高い収益を得ることができるはずである。従って、銀行は借手に対してまず自己資金で最大限の資金調達をするよう要求する。その場合、もし借手が最大限の自己資本を

投下することをためらえば、それはそのプロジェクトが平均以下の収益しか得られないものであることを借手が開示したことになるので、貸出は実行されない。このような形で銀行は借手の情報を知ることができるので、貸出に当たってはまず最大限自己資本で調達を行なわせた上で、その不足分を融資するという貸出形態が一般的となっているのである。

このような情報の非対称性を回避する工夫としては、これ以外にも担保・保証制度がある。完全な担保（1年以上の担保率）¹⁾を確保しておけば、プロジェクトのリスクは借手か、または借手をよりよく知っているはずの保証人がすべて負うことになるので、それを要求することで貸手は借手の持っている情報を開示させることができる。しばしば、担保や保証については、その評価や実際の回収可能性に曖昧さがある点が指摘されるが、この制度は、情報の非対称性や借手のモラル・ハザードを回避する手段としても重要な意味を持っているために、金融市場において古くから世界的に広範に利用されている制度として定着しているのだと考えることができる。

以上のような点を考慮すると、情報の非対称性によって金融市場に非効率性が生れる可能性は否定し得ないし、それが銀行の専門性を特徴付ける要因の一つではあるにしても、既に銀行はそのような非効率性を回避するための様々な手段を講じているので、これが現在の金融市場における大きな問題であるとは考えにくい。逆に言えば、借手がすべての情報を貸手に開示するような場合には、金融仲介機関の存在意義が消滅することになるからである。また、一般に金融仲介機関の特徴をその情報生産機能にあるとする諸研究に共通の欠点は、情報生産という言葉によってどのような種類の情報が生産されるのかという点で、必ずしも明示されないままになっていることである。

そこで次に、銀行の特徴は決済サービスを提供することにあるという考え方をみよう。確かに、現在の規制の下では決済サービスは銀行に特徴的なものであるが、異業種間の提携、例えばクレジット・カード業と証券業との提携などを通じて銀行を介さずに決済サービスを提供することには、技術的には何の問題もない。規制が全く存在しない世界では、要求払預金も銀行以外から提供さ

れることになるであろう。つまり、この考え方によれば、銀行の特殊性とは規制があることによってのみ存在し得るものである。しかし、はたしてそのような世界では銀行に独自の機能はないのだろうか。

そこで、これに対立する第3の主張が、銀行の特殊性はその資産側にあるとする考え方である。この第3の考え方、即ち、銀行貸出が借手に高いコストを支払わせる何か特殊な性質を持っていることの証拠としては、Fama (1985) 以外にも、James (1987) による興味深い研究がある²⁾。彼は銀行借入と私募債の発行、及び普通社債の公募のそれぞれに対して、株価がどのように反応するかを調べた結果、株価は銀行借入の発表を受けて上昇するのに対して、保険会社の引受けによる私募債発行と普通社債の公募の発表に対しては下落することを見出している。しかも、私募債と普通社債の公募に伴う株価下落の影響は、それによって調達した資金を銀行借入の返済に充当する場合に最も大きい。このことは、銀行貸出は、他の金融仲介機関の貸出とも異なった、何か特別のサービスを提供していることを示唆している。

その銀行貸出の特殊性について Fama (1985) は、それが部外者には知りえない内部情報を持った主体との間に交わされる契約という意味での内部負債であり、その内部情報を得る上で、銀行は借手の預金歴を監視することができるという有利な立場にあると述べている。さらに銀行貸出は、他の通常の取引での支払いが行なわれたあとの資産に対する請求権であるという意味で、優先順位の低い契約であるので、より優先順位の高い取引契約をしている主体は、銀行が貸出を行なっているかぎりにおいては、自ら費用を掛けて借手を調査する必要がない。つまり、銀行は短期貸出更新の際に審査を繰り返すことによって、他の契約主体に対してもその借手の安全性を示すシグナルを送ることになるので、それは借手にとってはより高いコストを支払うに値するサービスであるというのである。

このような銀行貸出の情報集約的な財としての特殊性は、銀行資産の大部分について有効な流通市場が存在せず、そのためにこそ銀行にとっては取付けが大きな問題となるという点にも表われている³⁾。銀行債権が自由に流通するの

であれば、銀行は流動性について心配をする必要はないからである。事実、証券化されて販売される銀行債権は、明確な担保に裏付けられた安全性の確実なものに限られている。このような銀行貸出の特殊性は確かに重要な特徴であるが、ここでもやはり問題となる情報とは具体的にどのような種類の情報かについては、いぜん明確ではない。また、このような議論のもう一つの問題は、それが貸手側のインセンティブのみを問題とし、借手が銀行貸出に対しては何故高いコストを支払うかという点の分析が十分でないと思われる点である。そこで、以上のような従来の議論を考慮した上で、次節では銀行の特殊性とは何かという問題を考えることにしよう。

第3節 銀行貸出の特殊性

前節で見た情報生産者としての銀行の理論で主として問題にされていたのは、借手と貸手の間にある情報の非対称性を解消するという意味での銀行の役割であった。しかし、既に述べたように、情報化の進展によってその意味での情報コストは着実に低下しているし、銀行には逆選択を回避する制度・慣行もある。しかし、借手にも不明な将来に関する不確実性は、情報の非対称性が存在しなくとも残るものである。そして、借手にとって最も重要な点は、この将来に関する不確実性をいかに回避するかという点であろう。

借手にとって最大の課題の一つは、言うまでもなくいかに最悪の事態に対するヘッジを行なうか、即ち、倒産を回避する手段を講じておくかという点にある。倒産とは、必ずしもプロジェクトの成功、不成功と同一事ではなく、直接的には流動性の問題である。倒産とは、直接的には手形・小切手が不渡りとなること、即ち、ある取引の決済時点で銀行に決済残高が不足していることである。重要な点は、倒産とは銀行を通ずる決済における決済残高の不足、より具体的には、手形・小切手を用いた決済における取引銀行口座の残高不足を意味する⁴⁾。そして、この決済残高の不足に対して、貸出を行ない倒産を回避するか、あるいは貸出を拒否して取引を停止するかは、その決済を実行する銀行の判断にかかっている。換言すれば、銀行は決済サービスと貸出との双方の業務

を行なっているためにこそ、その決済サービスを利用している借手がデフォルトするかどうかを決定する立場にいるのである。

そこで借手にとって重要なことは、決済残高が不足しないように流動性を管理することであるが、将来に渡るキャッシュ・フローには常に不確実性が伴う。それ故、キャッシュ・フローに予想外の変動が生じたとき、短期契約である銀行貸出は、返済計画等の変更が容易であるという特徴を持っているために、そのような不確実性に対処する手段として最も適したものである。このリスケジュールリングの容易さ、契約変更の弾力性という点が証券市場における資金調達と比べた銀行貸出の最大の特徴にはかならない。ところが、従来の議論は全てこの点を無視しており、プロジェクトの資金調達の面にのみ注目し、キャッシュ・フローの管理という銀行貸出の最も特徴的な側面を見逃しているように思われる。そこで以下では、このような点に注目した、銀行貸出のモデルを考えることにしよう。

今、借手はその借入期間 n 期後の予想収益が R_j である投資プロジェクト j を持っているが、それが成功するか否かは n 期 ($n \geq 3$) にならなければ判明しないと仮定しよう。 n 期間を通じた銀行にとっての収益 R_j^B は次の通りであるとするとする。

$$R_j^B = \begin{cases} nrK^B + R_j + T & \text{if } R_j < K^B \\ (1+nr)K^B & \text{if } R_j \geq K^B \end{cases} \quad (1)$$

ここで、 r は貸出利率、 K^B は銀行からの借入金額、 T は担保の評価額である。プロジェクトの最終的な収益は n 期まで確定しないが、銀行は各期ごとに利子として rK^B のキャッシュ・フローを受け取り、それを受け取っているかぎりは、プロジェクト自体に問題はないと判断するものとする。従って、この場合の銀行にとってのリスクは、 n 期にこのプロジェクトに対する融資の元本が回収可能か否かという点だけである。

ところで、借手の企業はプロジェクトの遂行過程で、予想できないキャッシュ・フローの変動に直面する。銀行を通ずる決済における流動性不足は直ちに倒産を意味するから、企業はキャッシュ・フローの不確実性に対処するために、

決済残高を保有しなくてはならない。そこで、借手の企業がキャッシュ・フローの不確実性に対処するために保有すべき流動性は、以下のように示すことができる⁵⁾。

保有する決済残高を L 、その機会費用を i とし、決済残高不足が生じたときのコストを c とする。ネットのキャッシュ・アウトフローの確率密度関数を $f(d)$ とすると、決済残高保有の期待費用 E は次の通りである。

$$E = L \cdot i + c \int_L^{\infty} f(d) dD \quad (2)$$

この費用を最小化する最適残高保有量 L^* は、 $f(d)$ を正規分布であると仮定して、(2) 式を L に関して微分しゼロと置くことによって求めることができる。

$$L^* = \bar{D} + s\sqrt{2 \log_e(c/r \cdot s \cdot \sqrt{2\pi})} \quad (3)$$

ここで、 \bar{D} はネット・キャッシュ・アウトフローの平均値、 s はその標準偏差である。

ここで、 c は上に述べた通り企業倒産のコストそのものであるから、少なくともその企業の株価評価総額に匹敵する極めて高い値である。それ故、たとえ L は c の増大に対して比例以下の割合でしか増大しないとはいえ、倒産を引き起こさないために保有すべき最適決済残高は非常に大きな金額となる。だが、企業にとって常時このような決済残高を保有することは大きなコストを伴う。そこで企業は、通常は決済残高として \bar{D} を保有し、それを上回る決済残高の必要が生じたときに銀行借入によってその必要に対処すれば、不要時にあえて余分の決済残高を保有するコストを回避することができる。企業は数ヶ月以前になれば、保有残高を上回る決済残高の必要が生ずるか否かを予めほぼ確実に予測することができるので、その資金計画に基づいて銀行借入を行なうのである。しかし、キャッシュ・フローの予測が正確に行なえるのはある程度の短期間についてであるし、それもお変更の可能性がある。そこで、このように短期的に変動する不確実な借入需要に対処するには、審査の間隔が短く、契約内容の変更が大きなコストを掛けることなく可能な銀行の短期貸出が最適な手段である。

このように決済残高の調達は企業の存続にとって最も重要な要素であるから、その調達可能性の確保は借手の倒産確率を減少させ、安全性を高めることになる。これが前節で述べた、銀行貸出が特殊であることの2つの証拠、即ち、銀行貸出に対しては借手が他の市場での調達資金に対してよりも高い金利を支払っていること、及び株価が銀行借入に対しては正の反応を示すことの理由であろうと思われる。アメリカにおいては、企業が銀行にわざわざ費用を支払って、緊急の際の借入限度額（クレジット・ライン）を設定しておくということが行なわれるのも、同じ理由から理解することができる。また、大企業であるほど直接金融による資金調達が多いのも、単に契約コストの問題のみならず、そのような企業はキャッシュ・フローが安定しているということも大きな要因であろう。しかし、そのような企業でもやはり、同時に銀行から短期借入をも行なうことによってキャッシュ・フローの不確実性に対処しているのである。

また銀行としては、預金・決済サービスの提供を通じて借手のキャッシュ・フローの変動を知ることができる。つまり上記のモデルで言えば、(3)式における平均決済残高 D' とネット・キャッシュ・アウトフローの標準偏差 s とを知ること、及びそれらの季節変動や過去からの変動傾向などを知ることによって、借手のデフォルトの確率や資金需要の性格、また長期的な業績の推移などに関する情報を、特別のコストを掛けることなく蓄積することができる。これが、銀行が借手を監視する情報生産者としてコスト優位にあるといわれることの本質である⁶⁾。このような機能が、借手の取引が多くの銀行に分散して行なわれている場合よりも、一銀行に集中して行なわれている場合に、よりの確に発揮されることは言うまでもない。また、借手企業の側も決済を一つの銀行に集中した方が(3)式の s を低下させることによって必要な決済残高の総額を低下させることができるというキャッシュ・マネジメント上の利点から、一つの銀行に決済口座を集中させる誘因を持っている。これがメイン・バンクの生れる理由であり、その情報生産者としての役割でもある⁷⁾。

また銀行にとっても、プロジェクトに対する n 期の長期貸出とは別に、このプロジェクトを成功させて貸付元本を回収するためにも、借手が短期的な流動

性不足に陥ったときには、短期の融資を行なうことによってプロジェクト自体を存続させなければならない。これが、通常銀行が借手に対して、長期と短期双方の融資を行なっている理由である。しかも、上記のような理由から、長期プロジェクトの業績見通しについても、キャッシュ・フローの長期的動向を観察し、計画と対比することによって部外者には得られない情報を得ることができる。だが、プロジェクトに対する長期融資は証券市場を通ずる資金調達と代替性が高い。それ故、銀行の特殊性を考慮するためには、長期のプロジェクト融資に付随して、同時に短期貸出を行なっているという側面に注目しなければならないのである。

第4節 銀行関係の変化と証券化

以上のような銀行貸出の特殊性を証券と対比して考えると、銀行貸出は基本的には私的経済主体間の個人的契約であるので、契約期日以前の早期返済、契約期間の変更やリスケジュールング、また契約金額の変更などに関して常に再交渉の余地があり、その契約には大きな柔軟性と裁量の余地がある。言い方を換えると、それが明示的な契約であるかどうかにかかわらず、銀行は借手が流動性不足に陥り、他の手段による資金調達が困難になったときに貸出を行なうという役割がその本質である、ということになる。これはキャッシュ・フローの不確実性に対処するためにとりわけ有用な性質で、計画外の事態が生じたときの最後の寄りどころというべきものである。しかし、銀行としてはそのような貸出を行なうためには、その計画外の事態の生じた原因を知っていなければならないので、貸出期間にわたって借手の行動を監視しておく必要があり、借手はその行動を報告し、借入金の使途などについて一定の制約を置くことなどについての合意が行なわれる。

このような銀行の役割はいわゆるメイン・バンク機能に対応するものであるが、Cumming (1987) はこのような銀行と借手との関係を「銀行関係 (Banking relationship)」と呼び、その変化について興味深い分析を行なっている。即ち、アメリカにおいては、1970年後期以降利率の変動が激しくなったため、

銀行貸出については自由に早期返済ができるという性質によって、高金利での貸出が優先的に早期に返済された結果、銀行は不利な貸出を行なわざるをえない状況に追い込まれたのである。これに対して銀行は、貸出やクレジット・ラインの縮小や回収を行ない、貸出枠の設定についてはその対価を支払うよう要求し、更に長期債権の売却や、また固定金利での貸出を変動金利での貸出に変更することによって、リスクを借手に転嫁する手段を取ったのである。しかも、貸出活動を借手にとってぜひとも必要な要素だけに限定し、不利な要素を除去しようとした結果、貸出債権の売却が行なわれるようになった。このような銀行の対応は、特にその業績を資産の増加率ではなく株価収益率で見るという傾向のなかでは、銀行の評価を高める方向に作用したと思われる。

しかし、借手にとっては、そのような対応全体が銀行関係の価値を減少させてきたのである。貸出やクレジット・ラインの縮小は当然銀行の魅力を低下させるし、貸出枠の設定にその対価を支払うのであれば、貸出枠は伝統的に銀行関係にある銀行からでなくとも、他の銀行から個別に購入することができる。貸出契約の柔軟性の喪失、より明示的な契約などは、キャッシュ・フローの不確実性に対処する手段としての銀行貸出の本質的な意味を失わせることになった。しかも、競争の激化による銀行経営自体の悪化傾向は銀行の流動性調達力に疑問を生み、困難な時期に融資が受けられるという借手の銀行に対する信頼感が失われて、銀行関係の価値が低下してきたのである。その結果、最も信用力のある借手はより有利な条件の証券市場で資金調達を行なうようになり、証券市場の拡大が促されたのである。

しかも、技術進歩に伴う競争の激化によって、銀行の行なっていた各種サービスが他の非銀行部門から提供されるようになり、借手は例えば、貸出、クレジット・ライン、預金サービス、などをそれぞれ別個の機関から調達することによって、そのコストを低下させることができるようになった。更に、先物、オプション市場や、現先市場などを利用することによって、金融市場のリスクを個別に管理する方法も発達してきている。このように、銀行の持っていた本来の特殊性が失われてきつつあることが、証券化を促進し、銀行の市場シェア

一の低下を生んでいるのである。

このように銀行と借手の間に銀行関係が存在するという事は、外国銀行がシェアを伸ばしにくい大きな原因とも考えられる。というのも、外国銀行には最後の貸手としての機能や、資本調達に関する制約、ひいては国益の対立といった観点から、最終的な信頼を置きにくいからである。また、日本においても商工総合研究所(1988)による興味深いアンケート調査が行なわれている。それによると、中小・中堅企業がメイン・バンクとしての銀行に期待する役割として最も大きいのは、いつでも借入が行なえるという資金調達の柔軟性であり、それと同じ割合で、借入枠が確保されていることが挙げられ、金利水準についての考慮は、かなり低い優先順位しか持っていないのである⁸⁾。

このように考えると、最近の証券化の動きの原因の一つは、銀行自らが生み出したものであるということが出来る。短期的な利潤極大化行動の結果、銀行本来の魅力を減少させ、その結果証券化の動きを加速して、長期的なシェア低下を招いたのである。情報化の進展によって、低下させることのできる不確実性と、そうでないものがある。借手と貸手の間の情報の非対称性、あるいは空間的な情報の非対称性は大きく減少してきたとあってよいが、しかし、将来に関する不確実性は減少したわけではなく、むしろ変化が早くなったことによって増大しているとも考えることができよう。そして、このような将来にかかわる不確実性、つまりキャッシュ・フローの不確実性に対処するための貸出の柔軟性の価値は、ますます高まっているとも考えられるのである。

ここで注意しておくべき点は、銀行の借手に対する最後の貸手としての機能は、困難な時期に融資が受けられるかどうかという期待に依存しているということである。借手は、銀行を取り巻く様々な状況変化やその見通し、銀行との日々の交渉経過、他の借手への対応、自らの業績推移など入手可能なあらゆる情報に基づいて、将来の銀行の対応に関する期待と、それに基づく信頼を形成する。その意味で、今後日本においても金融自由化が進展し金融機関の間の競争が激化する過程で、銀行がどのような対応をするかは、その後の銀行のシェアに決定的な影響力を持つものと思われる。また、金利変動幅の拡大や競争

激化の過程で、各個別の銀行の中にも銀行関係の価値を高め得る銀行と、その信頼感を喪失する銀行が出てくると思われる。各種金融機関が同質化し、証券化が進展しつつあるなかで、銀行借出の本質が借手のキャッシュ・フローの不確実性に対処する低コストの手段であるという点を確認しておくことは、各経済主体にとってのみならず、現在の日本経済が直面する課題である金融制度の再編成に当たっても、重要なことであろうと思われる。

第5節 合理的期待と金融制度

さて、以上検討してきたように、金融市場では情報の非対称性やキャッシュ・フローの変動、またプロジェクト収益の不確実性などに対処するために、既に確立された制度や取引慣行、及びそれを裏付ける法体系が整備されており、そのような制度的環境のなかで、現在の金融取引が行なわれている。そこで問題は、技術進歩やそれに伴う情報化の進展によって、その制度的環境自体が変更を迫られているという点にある。従って、このような問題に答えるためにはぜひとも、問題となっている制度を明示的に導入してその変化の影響を見ることができるモデルが必要である。このような作業は今後の金融制度研究に課せられた大きな課題であり、もちろん本稿の範囲を遙かに越えるものであるが、以下では情報化の進展という観点から、そのようなモデルを考える際に重要となる問題、即ち、情報と制度との関わりをどのようにとらえるかという点について考えておこう。

情報と金融制度との関わりを検討し、何らかの意味のある政策的インプリケーションを得ようとする際に留意すべきことは、金融制度というものはそれ単独で存在するわけではなく、その国の歴史的経緯のなかで形成された経済主体の期待との関連が重要だという点である。例えば、戦後の日本の金融制度の安定性、いわゆる信用秩序が維持されてきた最大の要因は、金融制度自体にあったというよりも、金融機関は倒産させないという政府の暗黙の政策にあり、それが政府の行動様式を通じて公衆に理解されていたことにあると言っていることができる。そのような政策は明示的に公表されていたわけではないが、事実とし

て金融機関の倒産は生じておらず、金融機関が競争制限的諸規制の体系によって守られていること、またそのような政策が政府の目的に添った合理的なものであり、将来とも維持されるであろうことを公衆が理解していたのである。

このような問題は、合理的期待の概念を用いれば最も明瞭に理解することができる。即ち、経済主体は将来に渡る自らの効用を最大化しようとしている動学的ゲームのプレイヤーと考えることができるので、将来の経済環境に関する予想を持っていないければ、現在の行動をも決定することができない。そこで、各経済主体は様々な情報に基づいて将来を予測するが、明確な政策や制度は将来に渡る政府や各経済主体の行動に制約を加えることを通じて、経済主体に対して将来に関する情報を与え、それによって明確な予想形成を促し、将来に関する不確実性を減少させる役割を果たしている。しかし、政策が発表された通りに予想形成に影響を与えるには、それが実行されることを公衆が信頼していなければならないが、そのような信頼は政府の過去の行動、発表された政策の合目的性、それを実行する政府の意志と能力など、様々な情報に基づいた公衆の判断の結果生れるものである。その意味で制度は単なる政策よりも変更されにくいので、より明確な予想形成に役立っている。

例えば、中央銀行の最後の貸手機能と預金保険制度は、支払準備不足の銀行に融資を行なうという意味では同一の役割と目的を持っているが、最後の貸手機能の場合は、それが実行されるか否かが予め預金者に知らされていない。しかし、制度としての預金保険の場合には、全預金者が公平に取り扱われ、払い戻しが行なわれることが予め決められているし、それが現に実行されることを預金者が信頼しているからこそ、取付けの発生を未然に防止することができるのである。このように期待の持つ役割を考慮しなければ、米国において中央銀行だけが存在していた時には依然として生じていた取付けが、預金保険制度が発足して初めて生じなくなったという事実を説明することができない⁹⁾。以上のように、制度や政策のなかには、それが経済主体に将来に関する情報を与えることを通じて経済活動に影響を及ぼしているものが多い。言い換えれば、予想は制度や政策と同様の影響を与えているのである。

従って、近い将来変更が予想される制度や政策は、その体系の不確実性を減少させるという意味での役割を果たさないし、逆に、確実な情報に基づいた明確な予想であれば、それが経済主体の行動に対して制度や政策と同様の、あるいはそれ以上の影響を持つこともある。例えば、現在大きな問題となっている銀行業と証券業の分離原則についても、近い将来にその緩和が予想されているために、それに備えた商品開発や人材の確保、海外での提携によるノウ・ハウの蓄積といった活動が既に進展している。預金金利の自由化についても、その具体的スケジュールが発表された時点で既に、人員削減や合併・提携、利鞘確保のための融資先選別、といった動きが生ずる。また、リスクの大きなプロジェクト、特に対外的な融資については、銀行団による協調融資が行なわれる傾向があるのも、現在の制度的環境の下で大規模なデフォルトが生じた場合には、政府が何らかの救済措置を取らざるを得ないことを期待した上での行動と解釈することができるのである。

ところで、情報化の進展によって生じた明確な変化の一つは、政府部門の民間部門に比した情報優位が相対的に大きく低下したことである。経済活動の多くの分野で民間部門の方が政府よりも遥かに優れた情報を持っているし、政府の行動は民間部門によって相当程度予測可能なものになっている。言い換えれば、ケインジアンといわゆるハーベイ・ロードの仮定が妥当しなくなってきつつあるという現実である。最近の信頼、あるいは名声に関する経済分析に見られるように、政府と民間部門をそれぞれ動学的ゲームのプレイヤーと考え、そこでのナッシュ均衡解として経済政策の影響を検討しようとする分析の発展は、情報化によって政府の優越的な地位が失われてきたという事情を反映したものと考えることができよう¹⁰⁾。民間部門の反応を一定と前提してファイン・チューニングを目指す政策は、その実態的な根拠を失っていると言ってよいのである。その意味で、制度の立案自体も民間部門の活動から独立ではあり得ず、政策担当者も民間部門の反応を探りながら、制度の変更を模索するといった傾向が次第に顕著になりつつある。このことは、いわゆる時間的非整合性問題を引き起す可能性があるもので、これが今後金融制度の再編成に関わる問題を理論的

に分析しようとする場合にぜひとも考慮すべき重要な視点である¹¹⁾。

第6節 要約

金融自由化の進展に伴って金融制度の再編成が大きな問題となっているが、今後のあるべき金融制度を構想する上で、金融市場における情報の役割や銀行業の本質的な特徴を明らかにしておくことは、金融制度再編成問題のコアとも言うべき重要性を持っている。

本稿では、第2節での情報と金融仲介機関の役割についての従来の諸理論の検討を通じて、金融市場におけるさまざまな制度や慣行が、情報の非対称性に基づく逆選択を防ぐために機能しており、それによって逆選択の問題は銀行業にとってはそれほど深刻な問題ではないことを明らかにした。次に第3節では、銀行貸出の特殊性は、その契約内容の変更が容易であるために、短期のキャッシュ・フローの不確実性に対処するためにとりわけ有用な手段であること、更に、その役割は銀行が決済手段を提供していることと密接に関わっており、銀行の生産する情報とは、借手のキャッシュ・フローを観察すること、その計画との対比、変動傾向などを知ることによって、生れるものであることを指摘した。第4節では、そのような銀行業の特徴は最近のアメリカにおいては失われつつあり、それが金融の証券化と銀行のシェア低下を促したことを述べた。今後日本においても同様に、利子率水準の変動幅の拡大や、各種金融機関の同質化、他業種からの各種金融サービスの提供の増加が予想されるので、このことは、金融制度の再編成に当たっても重要なインプリケーションを含んでいると思われる。最後に第5節では、情報と金融制度の関わりを理論的に検討し、意味のあるインプリケーションを得る上での課題と思われる点、即ち、情報が期待に与える影響、期待と制度の類似性、及び動学的非整合性問題などに注意すべきであり、これらの問題の分析に当たっては合理的期待の概念を応用することが非常に有用であることを指摘した。

現在、日本経済の最大の課題のひとつである金融制度の再編成に関して、具体的な指針となり得るような分析を行なうには、本稿で考慮したような諸点を

基礎として、今後、情報化の進展と制度的環境をモデル化して明示的に考慮し、動学的観点からの効率性を分析し得る理論的フレームワークの構築が必要であろうと思われる。

* 本稿作成にあたって、宮沢健一教授と吉野昌甫教授より有益なご示唆を得たことに御礼を申し上げておきたい。もとより、本稿の内容はすべて筆者のみの責任である。

- 1) この定義については、拙稿 (1981), (1980) 参照。
- 2) 同様の研究として Mikkelson and Partch (1986) がある。
- 3) Gartler (1988), Bhattacharya and Gale (1987) 参照。
- 4) 倒産の発生は直接的には、手形・小切手が不渡りとなり銀行取引が停止されることを指す。従って、支払いが銀行を介さずに現金だけで行なわれている場合には、契約上の問題は生じて、直接の倒産を引き起こしにくい。保守的な企業が現金による支払いを行なうのはこのためである。
- 5) ここには予備的残高需要の分析をそのまま応用することができる。Whalen (1966) 参照。
- 6) 例えば Diamond (1984) 参照。
- 7) もちろん、取引銀行の数の決定には、資金調達上のリスク分散、競争関係への配慮など他の要素も考慮されるため、取引銀行やメイン・バンクが一つであるとは限らない。
- 8) これは中小・中堅企業 2,000 社を対象に行なわれたアンケート調査であり、メイン・バンクの特色として企業の評価の高い順に、①融資決定までの時間が短い (62.6%)、②借入れ額が大きい (61.3%)、③借入れ金利が最も低い (46.5%) となっている。
- 9) 拙稿 (1988), 第 1 章第 7 節参照。
- 10) 例えば, Barro and Gordon (1983), Backus and Driffill (1985), Cukierman and Meltzer (1986) 等, 参照。
- 11) Kydland and Prescott (1977), Fischer (1980), Kotlikoff, Persson, and Svensson (1988), 拙稿 (1988) 等, 参照。

参考文献

Akerlof, G., "The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism," *Quarterly Journal of Economics*, 84, (August 1970).

- Backus, D. and Driffill, J., "Rational Expectations and Policy Credibility Following a Change in Regime," *Review of Economic Studies*, 53, (1985).
- Barro, R. and Gordon, D., "Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy," *Journal of Monetary Economics*, 12, (1983).
- Bernanke, B. and Gertler, M., "Banking and Macroeconomic Equilibrium," In *New Approaches to Monetary Economics*, Barnett, W. and Singleton, K. eds., New York, Cambridge University Press, (1987).
- Bhattacharya, S. and Gale, D., "Preference Shocks, Liquidity and Central Bank Policy," In *New Approaches to Monetary Economics*, Barnett, W. and Singleton, K. eds., New York, Cambridge University Press, (1987).
- Black, F., "Bank Funds Mangement in an Efficient Market," *Journal of Financial Economics*, 2, (December 1975).
- Boyd, J. and Prescott, E., "Financial Intermediary-Coalitions," *Journal of Economic Theory*, 38, (April 1986).
- Brainard, W. and Tobin, J., "Financial Intermediaries and the Effectiveness of Monetary Control," *American Economic Review*, 53, (May 1953).
- Campbell, T. and Kracaw, W., "Information Production, Market Signalling, and the Theory of Financial Intermediation," *Journal of Finance*, 35, (September 1980).
- Cukierman, A and Meltzer, A., "The Credibility of Monetary Announcement," In Neumann, M., ed., *Monetary Policy and Uncertainty*, Nomos Verlagsgesellschaft, Baden-Baden, Germany, (1985).
- Cumming, C., "The Economics of Securitization," *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, (Autumn 1987).
- de Meza, D. and Webb, D., "Too Much Investment: A Problem of Asymmetric Information," *Quarterly Journal of Economics*, 102, (May 1987).
- Diamond, D., "Financial Intermedaion and Deligated Monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, (July 1984).
- Fama, E., "Banking in the Theory of Finance," *Journal of Monetary Economics*, 5, (January 1980).
- , "What's Different Aboaut Banks?" *Journal of Monetary Economics*, 15, (January 1985).
- Fischer, S., "Dynamic Inconsistency, Cooperation, and the Benevolent Dissembling Government," *Journal of Economic Dynamccs and Control*, 2,(1980).

- , “A Framework for Monetary and Banking Analysis,” *Economic Journal*, 92, (March 1983).
- Gertler, M., “Financial Structure and Aggregate Economic Activity: An Overview,” *Journal of Money, Credit and Banking*, 20, (August 1988).
- Gurley, J. and Shaw, E., “Financial Aspects of Economic Development,” *American Economic Review*, 45, (September 1955).
- James, C., “Some Evidence on the Uniqueness of Bank Loans,” *Journal of Financial Economics*, 19, (1987).
- Kotlikoff, L., Persson, T., and Svensson, L., “Social Contract as Assets: A Possible Solution to the Time-Consistency Problem!” *American Economic Review*, 78, (September 1988).
- Kydland, F. and Prescott, E., “Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans,” *Journal of Political Economy*, 85, (1977).
- Leland, H. and Pyle, D., “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation,” *Journal of Finance*, 32, (May 1977).
- Mikkelson, W. and Partch, M., “Valuation Effects of Security Offerings and the Issuance Process,” *Journal of Financial Economics*, 15, (1986).
- Stiglitz, J. and Weiss, A., “Credit Rationing in Markets with Imperfect Information,” *American Economic Review*, 71, (June 1981).
- , “Incentive Effects of Terminations: Application to Credit and Labor Markets,” *American Economic Review*, 73, (December 1983).
- Whalen, E., “A Rationalization of the Precautionary Demand for Cash,” *Quarterly Journal of Economics*, 80, (May 1966).
- 清水啓典, 「銀行貸出市場の価格メカニズム」, 『ビジネス・レビュー』, 27 卷 4 号, (1980 年 3 月).
- , 「銀行貸出市場の構造と貸出金利の『硬直性』」, 『一橋論叢』, 86 卷 4 号, (1981 年 10 月).
- , 「合理的期待と政策評価」, 『商学研究』 28, (1988 年 3 月).
- 宮沢健一, 『制度と情報の経済学』, 有斐閣, 1988 年.
- 商工総合研究所, 「金融機関利用動向実態調査—中小企業とメイン・バンクの関係を探る」, 『商工金融』, 昭和 63 年度第 8 号, (1988 年 11 月).

(一橋大学教授)