

新エコノミクス・シリーズ 金融論（日本評論社）

はじめに - 「早く起きた朝は・・・」

朝目覚めてパソコンの株価画面を見ると、日経平均が3万円を超えている。思えば、あの頃、ほとんどの家計が持つ金融資産は銀行預金や郵便貯金だった。もちろん、中には政府が有利な条件を付けて売った個人向け国債を持っている人もいたが。暗に陽に元本保証された資産しか持っていないのだから、誰もまじめに経済情報など集めようとしなない。こうした状況が、銀行やその監督者である官僚機構の専断を許し、バブルの後始末を長期化させたはずなのに。事態の変化にとって大きかったのは、税制の転換と市場インフラの整備だった。政府は、旧来の金融システムを守ろうとすればするほど、その中核にある銀行を痛めつけると悟り、危険資産の保有に対する優遇税制と徹底した情報開示の仕組みを設けたのだった。きっと、いまごろ隣家のおじさんも早起きして経済ニュースに目を凝らしているだろう。市場メカニズムを中核に据える金融システムは、ときにいやになるほどの不正や不安定性を招くことがある。でも心配はしていない。いまや、皆が監督者であり、真剣に情報を求めシステムの透明性を望んでいるからだ。なにしろ、リスクをとっているのだから。(201X年X月X日「国民皆投資構想の実現を祝して」)

本書の目的 - 「市場メカニズムを中核に据える金融システムの理解」

1990年代、日本は予想を超える金融の機能不全に直面しました。地価・株価は持続的に下落し、銀行は多額の不良債権を抱えるようになりました。こうした事態は、銀行が経済で果たすべき役割を麻痺させました。一方で「貸し渋り」、「貸し剥がし」といわれる健全な金融仲介の収縮、また他方で「追い貸し」といわれる不健全な金融仲介の拡張をもたらしたのです。

こうした中、90年代には金融行政に関わるスキャンダルも次々と露見しました。銀行が企業を監視し、その銀行を官僚機構が監督する仕組みが機能していないことが明らかとなり、市場メカニズムを抑圧する規制過多の金融システムに批判が高まりました。しかし、その一方で、銀行がまさかの破綻をする、企業が資金繰りに行き詰まり倒産するという事態が連続すると、これ以上市場の破壊的な力を解放してよいのか、という市場メカニズムへの忌避の感情も生まれました。日本の金融システムは、こうした市場メカニズムへのアンビバレンスの中で漂流を続けてきたといえます。

翻って考えると、90年代を迎えるまで、日本の金融システムに対しては、次のような賞賛が流行していました。メインバンク・システムを中心とする長期的な融資関係が企業の安定成長を可能にし、密な人間関係に基づく情報の共有・信頼の醸成が金融に関わるモラル・ハザードを抑制すると。高度成長の歴史にも裏付けられて、「市場メカニズムを越えた日本の資本主義」といった論調まで現れたこともありました。90年代には、それが180度逆転し、長期的な融資関係における意思決定の硬直性や非効率性の温存、あるいは密な人間関

係に基づくクローニー資本主義のモラル・ハザードへの脆弱性を糾弾することが流行したのです。

こうした論調逆転の背景には、90年代にIT分野をはじめとする新産業の立ち上げに成功し復調を果たしたアメリカ経済と停滞する日本経済の対比があったことは疑いありません。金融システムを比較したとき、日本に比べて、アメリカはより市場メカニズムの活用に重きを置いたシステムを作り上げていたからです。ところが、21世紀に入り、アメリカ経済が株価急落とともに変調を来し、さらにエンロン、ワールドコムなど急成長企業の不正会計事件が露見するようになると、再び市場メカニズムを中核に据えるシステムへの不信感が高まっています。

こうしてバブル崩壊から10年余の時間を経ても、日本において「望ましい金融システムはいかにあるべきか？」という問いは十分な解答を得ることなく放置されているように見えます。このように完全に錯綜してしまった金融システムに対する理解をときほぐすには、金融が経済で果たすべき役割は何かという原点に立ち返り、健全な金融システムが備えるべき要件を理論的に詰めていく必要があります。本書を通じて金融理論の知識を深める目的はここにあります。

今般の日本のケースに限らず、過去において金融をめぐるなされた論争のほとんどは、結局のところ「市場メカニズムを金融システムの中でどのように活用すべきか？」という問題に関わるものでした。(銀行の大規模な破綻を伴った20世紀前半の恐慌の折にも、その対応においてある国は“右”へ行き - 銀行の金融システムにおけるプレゼンスを制限し、市場インフラの整備に向かった -、またある国は“左”へ行った - 銀行に金融仲介ルートを集約し、それを国家統制の下に置いてコントロールした - ことを思い出してください。) こうして幾度となく繰り返される議論の整理のために、本書で強力に主張されるのは、以下の点です。

- 1、市場メカニズムを抑圧する金融システムは、決して高いパフォーマンスを上げられないわけではない。それどころかある条件が満たされる下では、非常に高いパフォーマンスを上げるかもしれない。
- 2、それにもかかわらず、市場メカニズムを抑圧する金融システムが、長期にわたって高いパフォーマンスを上げ続けることは難しい。とくに、そのようなシステムが成功すればするほど、その成功の前提条件が崩れていくという逆説的な状況が生まれる。
- 3、したがって、一時的な迂回があっても遅かれ早かれ市場メカニズムを抑圧する諸要因を経済から除去し、市場メカニズムを中核に据える金融システムを打ち立てる必要がある。

本書では、議論を整理するために金融システムを「銀行を中核に据える金融システム(銀行中心のシステム)」、「市場メカニズムを中核に据える金融システム(市場中心のシステム)」の2つに分けて話を進めます。その上で、第1に「銀行中心のシステム」が市場メカニ

ムを抑圧する要因を多く内包しているにもかかわらず、高いパフォーマンスを上げる場合があること、しかし、そうした僥倖は永続するものとはなりにくいことを論じます。そして、第2に「銀行中心のシステム」との比較という視点から、「市場中心のシステム」がもつ特徴を議論し、その全体像を理解していきます。

本書が、こうした議論の進め方で、「市場中心のシステム」の理解を目標とするのは、日本経済が成長の成功からバブルの崩壊を経て停滞に陥り、いままさに「銀行中心のシステム」から「市場中心のシステム」への転換をいかに成すべきかという課題に直面しているからです。とくに、本書では、抽象的な金融理論を理解するにあたって、読者の皆さんが、自然に日本の金融システムの過去・現在・未来をイメージできるように配慮し、理論と現実のフィードバックを図ります。

あらかじめ、本書のスタンスを明確化すると、それは「金融においても市場メカニズムの活用が問題解決にとって極めて重要である」というものです。ただし、本書をジャーナリスティックな“市場原理主義”からはっきりと分ける点は、問題解決に役立つ十分に機能する市場は、はじめから存在するものではなく、様々な困難を越えて創出されるものという立場を採っているところです。

一方、本書では、情報の非対称性や契約の不完備性などの存在に着目するあまり、つまるところ市場メカニズムの活用には否定的な議論を展開してしまう近年散見される間違いも慎重に避けます。この否定論のおかしなところは、市場の不完全性を所与のものとして、市場メカニズムでは問題は解決しないと主張する点にあります。そこでは、不完全な市場では市場メカニズムが十分に機能しない、というトートロジーが述べられているに過ぎません。これでは市場の機能を向上させるべく続けられている多くの努力が意味のないものとなってしまいます。

本書は、情報の非対称性や契約の不完備性などの問題も、長期的には市場メカニズムによって解決されると考えています。市場の不完全性が人々に不利益をもたらしているならば、市場の機能を改善する行為それ自体が人々に歓迎され利潤機会となる局面が生じるはずだからです。もちろん、そうした機会を生かすためには、市場の機能を改善するという「経済行為」を支える金融技術の進歩が不断になされると同時に、規制などによる人為的な妨害がなされず人々が常に進歩を受け入れる準備をしている必要があります。こうした市場の機能というそれ自体「経済的な財」を供給するサイド、需要するサイド、双方の的確な意思決定のためにも、金融理論が多くの人にしっかりと把握されていることはたいへん有意義なことでしょう。本書が、少しでもその役に立てるならば大きな喜びです。

本書の構成

本書は、第1部「基礎編」、第2部「応用編」の2つのパートから構成されます。第1部では、「金融とは何か?」、「望ましい金融システムが備えるべき要件は何か?」という問題を理論的な見地から考えます。とくに、金融システムを「銀行中心のシステム」と「市場

中心のシステム」に類型化し、それぞれの特徴を議論します。また、第 1 部では、以上の議論を行いながら、同時に金融を考える上で有用な経済学の様々な概念についても説明します。経済学に登場する様々な概念をそれぞれで覚えこむのではなく、具体的なトピックに即して「使える」形で知ることが大事だからです。章立ては以下のとおりです。

- 1 章：金融とは？
- 2 章：金融取引の阻害要因（1） - 情報の非対称性
- 3 章：金融取引の阻害要因（2） - 契約の不完備性
- 4 章：金融市場と金融機関
- 5 章：銀行中心のシステム
- 6 章：市場中心のシステム

第 2 部では、以上の理論的な分析を応用して、望ましい金融システム改革を考えるヒントになるいくつかのトピックスを取り上げます。とくに、金融に関わる各プレーヤーが「市場中心のシステム」の中にあってどのような影響を受け、また、どのようにシステムに関与していくのかという問題を中心に議論し、人々が持つシステム改革への誘因を探ります。章立ては以下のとおりです。

- 7 章：金融システムの改革 - 経済成長と投資機会の質的变化
- 8 章：金融機関と市場 - 資産証券化と価格シグナルの解放
- 9 章：企業経営と市場 - 「市場との対話」と「市場の一時的排除」
- 10 章：資産運用と市場 - 戦略的代替性・補完性とシステムの安定性
- 11 章：金融、法、そして政治 - ルールの多様性と内生性
- 12 章：システム改革をめざして - 「市場」応援団の形成

金融論 - The Next Generation

伝統的な金融論には、市場の不完全性を所与と考え、市場では解決困難な問題に対処するメカニズムとして、銀行などの金融機関や政府規制の存在意義を探る傾向がありました。しかし、こうした体系は、市場の機能自体がダイナミックに向上する今日の金融システムを分析するときには、ミスリーディングなものになりやすいことが認識され始めています。

たとえば、伝統的な体系では、銀行は資金提供者と調達者の間に存在する情報の非対称性を解消する情報生産者として理論化されてきました。日本のメインバンク・システムの存在意義を探る研究の背景には、こうした理論のバックアップがあります。しかし、このような銀行の機能は、もともと情報開示や契約履行の仕組みが整えられていない未発達な資本市場に対して、市場を介さない金融取引を実現するためのやむを得ない「代替物」として正当化されているという視点も忘れてはなりません。そのような視点を忘れ理論化さ

れた銀行の機能を普遍的なものとしてしまうと、まさに銀行がもつ市場代替性ゆえに、市場の発展を押し止める制度や慣行を正当化する論理の逆転が生れかねないからです。

とりわけ、先進国においては、伝統的な銀行業務の収益性が、経済発展と共に低下していく傾向が指摘されています。このような傾向の存在は、経済発展と共に利潤機会を求める人々の創意工夫 - 金融技術の革新や金融商品の開発 - によって市場の機能が時間を通じて変化していく現実と深く関連しています。伝統的な銀行業務の市場代替的な性格は、こうした市場の機能向上のダイナミズムと相克するものになってしまいがちなのです。実際、このコンフリクトに気づき、それを回避しようとした国では、銀行が資本市場に代わって金融取引を実現する市場との「代替物」から、自らを市場に組み込みその機能を支える市場との「補完物」への変身に向けて、存亡を賭けた新たな業務創造を続けています。そうでない国では、日本の“失われた10年”に見られるように、時間の経過と共に非効率化していく金融機関を経済が抱え込んでしまい、そのさらなる衰退を避けるために市場抑圧的な規制を撤廃できなくなるという本末転倒の環境が生れてしまいます。

こうした例からもわかるように、「市場が不完全なとき、何が必要か」という問題と「市場の不完全性を除去するには、何が必要か」という問題は同一ではなく、その解答は相反することさえあります。本書では、この2つの問題への解答をしっかりと区別するために、議論の力点を伝統的な金融論とは異なるものへ意識的にシフトさせていることをお断りしておきます。さあ、それではいよいよ次世代の金融システムを見据えるための新しい金融論の世界に出発しましょう。

対象とする読者の皆さん

本書は、金融論の理解に不可欠な初級事項はもちろんのこと、その最新トピックス - したがって、その成否についても論争が進行中のトピックス - についても積極的に取り上げ“思い切った”議論を行なっているところに従来の教科書との大きな違いがあります。したがって、本書は、金融論を始めて学ぶ学部生の皆さんの勉学だけでなく、金融論に関して一定の知識を持っている大学院生の皆さんの討議、リアル・タイムで実務に携わる社会人の皆さんの知識の理論化にも役立つように作られています。「型に嵌った教科書では刺激が少なく飽きてしまう」と思う一方、「変幻自在な談論も理論の裏づけを欠き問題だ」と考える皆さんは、是非本書を手にして下さい。本書を読みながら、「この議論には賛成」、「あの議論には反対」と同意や批判をするうちに、本書の記述を超えて皆さん個別の経験や知識を反映した金融論が、強固な論理に支えられて出来上がるはずだからです。様々な考え方の相違を背景にして今も続く論争の中から、やがて日本の金融に本当の光が差すことを心から期待してやみません。