

資金の効率的な循環による金融市場の活性化  
～金融システムからのアプローチ～

専修大学 望月ゼミナール

石毛寛子 鈴木克奈 山崎祐一郎

池原佳介 及川大和 齊藤瑠美 島根香織 松平一元

# 目次

<b>1</b>	<b>序章</b>	<b>2</b>
<b>2</b>	<b>現状分析</b>	<b>3</b>
2.1	銀行分野における要因	3
2.2	証券市場における要因	3
2.2.1	市場の流動性	3
2.2.2	情報の非対称性の存在	4
2.3	資金の効率的な循環	4
<b>3</b>	<b>間接金融における考察</b>	<b>6</b>
3.1	信用リスクの管理について	6
3.2	規制が適切に働かない	6
3.2.1	市場規律の弱体化	6
3.2.2	政府の失敗	7
<b>4</b>	<b>直接金融における考察</b>	<b>9</b>
4.1	株価と情報	9
4.1.1	株価の決定要因	9
4.1.2	裁定評価理論	9
4.2	情報の非対称性	10
<b>5</b>	<b>金融市場における政府</b>	<b>12</b>
5.1	求められる政府の役割	12
5.2	市場保全	12
5.3	市場補完	12
5.3.1	資金配分状態に影響を与えるもの	13
5.3.2	預金者・契約者・投資家保護というような金融システムの安定の確保	13
<b>6</b>	<b>終章</b>	<b>15</b>
<b>7</b>	<b>おわりに</b>	<b>16</b>

## 1 序章

1990年代、日本経済は低迷の時期を辿っていた。そして1990年代後半に企業の過剰債務の危険性が発生し、企業は債務返済や設備投資を抑制する圧力を受け、銀行への依存度を低下させた。その様な影響により、日本の金融システムは不安定な状況に陥った。そのため金融機関はリスクを恐れ、新規貸し出しを増加させられず金融仲介機能は低下するという金融危機が起こった。

金融危機を受けて、金融市場における市場の失敗が顕在化してくる事となった。そして、生産性の高い企業に効率的に資金が供給されていないという問題が発覚してしまった。その問題を解決する対策をこの論文では述べていく。

この論文の構成は、第2章では金融市場全体の現状分析をし、そこから資金が効率的に循環していないことを示した。そして第3・4章では金融市場の阻害要因を詳しく分析するために間接金融と直接金融に分けて考察を行った。それを踏まえて第5章ではこれまでに示した金融市場の問題を解決する政府の役割を示し明確にした。そして第6章で分析の結果をまとめて私たちの意見を述べた。

結論として、政府が適切な時期に適切な対応を行っていくことが必要である、と考えた。

## 2 現状分析

### 2.1 銀行分野における要因

1980年代、金融の自由化が起こった。金融の自由化により金融業、銀行業における競争条件は非常に高まりを見せた。そのため、金融機関をめぐる経営環境は著しく厳しいものになっている。新業務への対応の仕方や市場戦略などの適否が、金融機関経営を大きく左右するようになってきた。そして金融の自由化によりもたらされた規制緩和により、企業などの資金調達者にとって銀行融資に代わる資金調達手段の選択肢が増え、銀行融資とその他の資金調達手段の競合が活発になった。その結果、金融システムにおける伝統的な銀行業、つまり預金という手段で多数の人々から資金を集め、それを貸付の形で、主として企業へ融資するという業務は、重要性を次第に失っていった。

そして1980年代末にバブルが起こったことにより、さらに伝統的な銀行業務分野の重要性が低下していくこととなった。そのため預金獲得、そして貸付の競争が高まり、査定をあまり行わずに、リスクが高く見通しの立たない企業でも融資をするようになった。

だがバブルが崩壊したことにより、これらの企業に対する債務が不良債権化するようになった。しかし不良債権は日本の特有の問題ではなく、同時期に世界各国で見られた。日本の不良債権比率が大きくなったのは、日本の金融システムが持っているより根本的な欠陥、より具体的には市場メカニズムの抑圧、有効な競争状態の欠如、そして見当違いの政府の所産であると考えられる。さらに、1992年に日本では健全経営規制を目的に国際決済銀行(BIS)の自己資本比率規制が導入された。これにより銀行は自己資本比率を保つように経営をするようになった。そのため銀行は、不良債権を抱えつつ、自己資本を保とうとしたために、貸出しを低下させた。つまり貸し渋りが起こったのである。

つまり1980年代以降、間接金融システムの根本的な欠陥が顕在化してきた。

### 2.2 証券市場における要因

効率的な直接金融市場とは、流動性が高く、企業の情報が株価に正確に反映されている市場である。そこで求められるものは、流動性のある競争的な市場整備と、情報の非対称性を減らしていくことである。

#### 2.2.1 市場の流動性

はじめに市場の流動性についてみていく。1990年代半ばまで、金融市場には競争を阻害する規制がかけられていたため、証券市場も効率的な市場とはいえなかった。そもそも証券市場の本質的機能としては、価格発見機能と資金配分機能があげられ、それらの機能を発揮するためには自由な競争条件の確保が必要である。しかし、1990年代半ばまでの状況下ではその確保がなされていなかったため、これらの機能も十分に働いていなかった。

まず、価格発見機能とは流通市場において機能するものである。これを阻害するものとして、株式委託手数料の固定制がある。これは株式委託売買業務を柱とする証券会社経営に与える影響を考慮したものであった。しかし取引手数料が固定制のもとでは、競争的で

効率的な株価形成ができない。だが、1990年代半ばからこの株式委託手数料が自由化されていった結果、価格が多様化し、証券取引を扱う取引業者間での価格競争が可能になった。

次に、資金配分機能であるが、これは発行市場におけるものである。この市場においても、株価維持のために市場への新規株式の供給を抑制するという趣旨から、上場株式数や株主数、株式時価総額、純資産額など、厳しい上場基準の設定がされていた。しかし、これも自由な競争条件を排除することにつながり、産業資金の供給という株式発行市場の本来の機能を損ない、結果として適正な資金配分を歪めることになっていた。

だが1998年の取引集中原則撤廃によって、国内外の各取引所の間や、取引所と証券会社の店頭における証券売買などとの間の、市場間競争は激化していった。それに対応して、日本の各証券取引所は上場基準の大幅な緩和を進めたため、新規上場企業は増加傾向にあり、証券市場の競争は活発化した。

しかし新たに株式公開される銘柄は、成長性は高いもののその分リスクも高い。そのため規制緩和が行われた一方で、定期的に企業が投資家向けの情報を開示することが従来よりも要求されるようになり、上場に当たって新たに基準を設けられたものもあった。また、東京証券取引所は2003年に上場廃止基準も改め厳格化した。このように取引集中原則の撤廃によって証券市場は競争的になったが、新たなリスク管理などの問題点に対応して基準を設けられることとなった。

このように政府がさまざまな規制緩和を進めたことで、競争的な直接金融市場に向かい、証券市場の本来の機能が高められていった。

### 2.2.2 情報の非対称性の存在

次に情報の非対称性についてみていく。直接金融市場において、株価が投資家の行動を決定する大きな要因となっているため、企業の情報が株価に正確に反映されていることが必要となる。しかし実際には情報の非対称性が存在しており、企業の内部の情報が市場に全て反映されることは起こりえない。

情報の非対称性の少ない市場に近づけるために、政府は公正・透明な取引の枠組みを設けるために、様々なルールを整備した。

具体的には、企業会計原則があげられる。1996年に政府が構想した会計基準に沿って改革が進められた結果、企業は2000年以降の決算期から、連結重視、時価主義、および退職給付会計などによって特徴付けられる新しい基準に則して財務諸表を作成し、開示している。これによって、企業の経営実態は以前に比べてはるかに透明度を増し、かつタイムリーに企業外部の利害関係者に伝わるようになった。

だが情報の非対称性は現在においても生じている。

### 2.3 資金の効率的な循環

以上この章で述べてきたように、間接金融市場・直接金融市場ともに市場の根本的な欠陥や情報の非対称性というような阻害要因がある。それによって資金が本来供給されるべき生産性の高い企業に効率的に供給されていないという非効率が生じてくる。本来、市場の論理がしっかりと働いていれば、生産性の高い企業には効率的に資金が循環すると考え

られる。だが、これらの阻害要因の存在が市場の失敗を発生させ、本来の市場の論理を妨げてしまっているのである。そういった資金の非効率的な循環を効率的な循環にするためにはどうすべきかについて、以下の章で考察していく。

### 3 間接金融における考察

#### 3.1 信用リスクの管理について

銀行などの金融機関は、その業務を遂行する過程で、何がしかのリスク負担が強いられる。このため銀行経営とは、自己の活動に伴うリスクを管理することにあるといえる。しかし銀行の得る利潤は、リスク負担の見返りという面がある。そのため銀行のリスク管理は、自己資本額の範囲内で、もっとも望ましいリスクとの組み合わせで実現する。

近年、特に信用リスクに関心が集まっている。信用リスクを削減するためには、保有資産の分散化がきわめて重要である。たとえば、特定の地域や産業に集中的に貸出を行っていた場合には、その地域や産業の盛衰と貸出の健全性は一連托生の関係になってしまう。

この意味で、銀行の負う信用リスクの大きさは、個々の資産の質とともに、それらの集中度にも依存している。したがって、信用リスクの管理は、個別の与信案件ごとに加えて、ポートフォリオ・ベースでもとらえられなければならない。

しかし、バブル崩壊後、デフォルトの危険性が高まったため、信用リスクも拡大した。

#### 3.2 規制が適切に働かない

通常、銀行経営の健全性については、市場からの規律と政府の介入により、監視しコントロールするメカニズムがある。だが、これらの規律が適切に機能しなかったために、銀行経営の健全性に対する圧力が働かなかった。

以下では、これらについて触れていく。

##### 3.2.1 市場規律の弱体化

銀行に資金を預けている預金者は、預けている銀行が倒産をしてしまい預けていた預金払い戻しされないという可能性を避けたいために、その銀行が健全に経営をしているかどうかを監視する。つまり、預金者は市場から様々な情報を手に入れ、そしてその銀行に危険を察知したなら、預金の払い戻しを行う。このように、金融機関の行動に対して、預金者や投資家たちが経営状態を把握し健全な経営状態になるよう事前的な「市場規律」を与えなければならない。

だが現実にはセーフティーネットの存在により、市場規律は適切に機能してこなかった。セーフティーネットは、個々の金融機関が経営破綻をしたときにそれを事後的に処理し、その経営破綻に伴う社会的費用を分担するメカニズムである。しかし、この銀行の経営リスクの事後的な分担であるセーフティーネットを悪用するモラルハザードに直面する。

セーフティーネットの存在により、預金者などは銀行の経営破綻の損失を回避することができた。それゆえ、銀行の経営状態を注意深く監視するインセンティブが働かなくなってしまった。預金者や投資家が個々の銀行に経営内容に対して監視を怠るようになることは、個々の銀行経営に対して金融資本市場からの規律付けメカニズムを排除することである。そのため、政府が市場が変わって銀行に健全経営を効果的に求めることを怠れば、銀行のリスク選択が過度に拡大する潜在的な危険が発生する。

### 3.2.2 政府の失敗

セーフティーネットが包括的なリスク分担を内包していて、リスク分担の仕組みが包括的であればあるほど、その仕組みはモラルハザードに対して脆弱となり、市場規律のメカニズムが弱体化していくこととなる。よって、包括的なリスク分担を安定的に存続するためには銀行のモラルハザードをいかに抑制するかということになる。そのために、市場に代わって銀行経営を監視する政府の監視機能の必要性が高まってくる。

金融機関に対する規制は、大きく事前的規制と事後的規制に分けられる。事前的規制に競争制限規制がある。多くの金融業では、自由な参入は法律で制約されている。各種の金融業務分野間の相互参入を禁止したり、制限したりする業務分野規制も参入規制の1つである。さらには新商品、価格、店舗にまで規制がかけられていた。このような様々な規制を加えて金融機関を管理すると同時に、護送船団方式と言われるような手厚い保護をしてきた。護送船団方式の目的は、経営効率の低い金融機関でも経営が続行できるのに十分なほど低い水準に預金金利を設定し、金融機関を守ることであった。

金融機関にとっては、競争制限的規制は好都合である。それはレント<sup>1</sup>を享受できるからである。しかし、このレントは必ずしも効率的に運営されているとは限らない。過大な人員を抱え続けたり、価値に見合わない賃金に用いられたりする可能性がある。つまり、競争制限規制は非効率な銀行経営を存続させる可能性がある。金融自由化や金融革新の進展により、徐々に金融機関の競争は促進されつつあるが、日本の金融自由化は政府の厳格なコントロールのもとで、きわめてゆっくりとしたテンポで進められた。そのため、銀行業における競争は低い程度に留まっている。

事後的な規制に銀行の健全経営規制がある。これは金融当局が個々の銀行のポートフォリオのリスクや自己資本に一定の要求水準を課すことによって、銀行の債務超過の危険を引き下げることが目的としている。だが浅子・福田・吉野(1997)によると、少なくとも1980年代後半までは、日本のセーフティーネットの体系において健全経営規制はほとんど重要な役割がなかった。政府は、いくつかの健全経営規制を導入したが、それらは形式的なものに留まり、実効性に乏しかった。

1993年にBIS規制が完全に実施された。その内容は、定められた基準に従って計算される自己資本比率を、一定水準以上に維持することを銀行に義務付けたのである。その特徴は、リスク・ウェイト方式を採用したことである。具体的には、BIS規制は、0, 10, 20, 50, 100%の5段階のリスク・ウェイトを設け、各資産分類ごとに適用するリスク・ウェイトの大きさを定めている。例えば国債は0%、地方債は20%、抵当権の設定された住宅用貸付は50%、民間企業向け貸付は100%と設定されている。

いま、金融機関が $n$ 種類の資産を保有しているとし、その各々の保有額を $A_i (i = 1, 2, \dots, n)$ とする。また、自己資本額を $K$ とする。このとき、金融機関の保有資産総額は、 $\sum_{i=1}^n A_i$ であり、自己資本比率 $k$ は、

$$k = \frac{K}{\sum_{i=1}^n A_i} \quad (1)$$

で与えられる。しかし、BIS規制は、この $k$ の値を8%以上に保てと要求しているわけで

<sup>1</sup>参入が妨げられている場合の独占利潤や寡占による超過利潤のことをさす

はない。BIS 規制の要求は、

$$\frac{K}{\sum_{i=1}^n w_i A_i} \geq 0.08 \quad (2)$$

にほかならない。ただし、 $w_i$  は資産  $i$  に適用されるリスク・ウェイトの値を示すものである。

ここで、金融機関に資産に適用されるリスク・ウェイトの平均値は、 $\sum_{i=1}^n w_i A_i / \sum_{i=1}^n A_i = \omega$  である。この  $\omega$  の値が大きいほど、BIS 規制の観点からは、その金融機関はよりリスクの大きい資産ポートフォリオに抱える比重が高いということになる。

(2) 式は、

$$k \geq 0.08\omega \quad (3)$$

と書き換えられる。よって、 $\omega$  が金融機関の保有資産のリスクの程度を反映する指標であるといえる限りにおいて、BIS 規制はリスク関連的な自己資本基準システムであるといえる。

しかし、BIS 規制の導入による副作用が危惧されている。それは、株の含み益が自己資本比率  $k$  の分子に含まれるため、株価が急落した場合には、 $k$  の減少する危険が付きまとう。またリスクウェイトの高い企業への貸し出しを回収し、リスクウェイトの低い国債を購入すると、 $k$  は自動的に高まる。このような状況では、 $k$  を基準以上に保つために、「貸し渋り」が起こりやすいのである。

以上のことからわかるように、これまでの政府の介入による監視は適切に働かなかった。

## 4 直接金融における考察

第2章で述べたように、効率的な直接金融市場のためには、企業の情報が十分に株価に反映していることが必要になる。そこで、この章では株価の決定要因と情報の非対称性について述べていく。

### 4.1 株価と情報

#### 4.1.1 株価の決定要因

株価は配当、金利、リスクプレミアムの合計によって決定される。資産を国債や預金などによって保有する場合、将来も同一のキャッシュフローを持つため無リスクとなる。しかし、株などの証券で保有する場合、株価は状態によって価格が変化するため、リスクを持っている。このリスクの代償として得られる利益が、リスクプレミアムである。

仮に、このようなリスクプレミアムが含まれる株価を正確に予測できるならば、証券を通じた資金は効率的に配分される。しかし情報の非対称性が発生する場合、その予測は阻害されてしまう。企業の経営情報が不完全であれば配当は不確実であるし、リスクプレミアムを正確に求めるためには完全情報が必要不可欠になる。

リスクプレミアムの均衡価格を決定する方法として、裁定評価理論（APT理論）があげられる。これは以下の議論によって説明される。

#### 4.1.2 裁定評価理論

まず、この理論の前提としてあげられているものは、以下の4つである。

1. 市場の完全性（競争市場、無摩擦、完全情報、無限分割可能性）
2. 期待の同一性（全ての投資家が収益率の分布について共通意見を持つ）
3. 各証券の発行数量が一定（供給曲線は垂直）
4. 投資家は合理的な行動をとる（期待効用の最大化に向けて行動）

これを踏まえたうえで、次のように株価を決定していくモデルである。

はじめに議論を単純化するために、ファクター  $F$  が2つとノイズ  $e$  であらわした証券  $i$  の収益率発生装置を置く。

$$R_i = a_i + b_{i1}F_1 + b_{i2}F_2 + e_i \quad (4)$$

$e$  はノイズであるため期待は0になることから、上の式の期待を表したものの、つまり期待収益率は、

$$\begin{aligned} E(R_i) &= a_i + b_{i1}E(F_1) + b_{i2}E(F_2) \\ R_i - E(R_i) &= b_{i1}f_1 + b_{i2}f_2 + e_i \end{aligned}$$

となり、これがリスクプレミアムをあらわしている。

第  $k$  ファクターの価格、あるいは第  $k$  ファクターの限界的なリスクプレミアムを  $\lambda_k$  とおくと、証券  $i$  の期待収益率は、

$$E(R_i) = \lambda_0 + \lambda_1 b_{i1} + \lambda_2 b_{i2} \quad (5)$$

となる。 $\lambda_0$  はリスクとは無関係な固定的な収益部分なので、無リスク証券の収益率  $R_F$  とおく。したがって、

$$E(R_i) - R_F = \lambda_1 b_{i1} + \lambda_2 b_{i2} \quad (6)$$

となる。

このように、リスクプレミアムは、システムティック・リスク  $b$  (各ファクターに対する感応性) を説明変数とする線形モデルとして表現することができる。

この裁定評価理論を用いることで株価は予測することができるが、先に示したように、この理論での前提条件には市場の完全性がおかれている。これは現実の市場とは乖離している。とりわけ完全情報の市場を確保することは難しく、すでに述べたように常に市場には情報の非対称性が存在している。

## 4.2 情報の非対称性

以上のように、株価を決定する際には完全情報が前提とされるため、情報の非対称性を最小限に減らす必要がある。ではその情報の非対称性はなぜ起こるのか。

金融市場においては、投資家、仲介機関、企業との間にエージェンシー関係が存在する。すると依頼人、つまり資金の貸し手は、代理人である借り手の経済状態や、計画している設備投資、あるいは新規事業などについて、十分に情報を持つことは難しい。さらに借り手は自分が持っている不利な情報を隠すことによって、貸し手に対して有利な借り入れ条件を得ようとするインセンティブがはたらく。この結果、企業内部あるいは仲介機関は、資金の貸し手に比べ多くの情報を有するようになるため、エージェンシー関係の間に情報量のギャップが生じてしまうのである。

また、このギャップの存在のために様々なコストが生じてしまう。例えば企業が自社の情報を市場に開示する際に必要なコストや、モラルハザードを回避するために、依頼人が代理人の行動を監視するためにかかるモニタリングコストなどである。

このようにして情報の非対称性は生じてしまうのである。そこで、証券市場において生じてしまう情報の非対称性への対策として、インサイダー取引規制などがあげられる。基本的に、企業の業績見直しの突然の変更、技術開発の成功、画期的新商品の発売、業務提携による経営力の強化など、企業の将来収益を左右するような情報が公表されると、株価はそれらに敏感に反応する。そのため証券取引所は、そのような情報が投資家の間に周知徹底されるまでの期間、売買を停止することもある。しかし、企業の内部者や取締役、取引先などは、そのような情報を未公開の段階で知ることができる可能性がある。それらの人々はその企業の株式を不用意に売買すること、つまりインサイダー取引をすることによって、企業内部の関係者であるインサイダーと他の投資家との間で公平性を欠くことに

なってしまう。そのため、インサイダー取引に対して罰則を定めて禁止する規制が設けられている。

このように、政府は市場における情報の非対称性を減少させることとともに、それを管理する必要性も求められる。

## 5 金融市場における政府

上記に示されているように間接・直接金融には、生産性の高い企業に資金が十分に供給されていない要因が存在する。そのため私達は、そのような阻害要因を排除するために政府の適切な介入が求められると考えた。

以下では、今後求められる政府の在り方について考察していきたい。

### 5.1 求められる政府の役割

近年、金融市場において自由化等の変革が起こったことによってまた新たな問題が生じてきている。その問題を解決するために、第3・4章で述べてきたように政府の存在が必要となる。政府の主な役割として、市場保全と市場補完の2つがある。

市場保全の主な内容としては、金融市場機構をよりよく機能させることを目指す、というものである。そして2つ目の市場補完とは市場保全を完璧に行ったとしても生じてしまう市場の失敗を是正するというものである。

以下の節でこの2つの役割について詳しく述べていく。

### 5.2 市場保全

政府が行う市場保全の役割とは、主に制度の設備・保持と競争政策の2つである。市場機構が円滑な機能を果たすためには、その下支えとなる制度的基盤（インフラストラクチャー）が必要となる。その制度的基盤の形成を整備・保持することがまず1つ目の役割である。具体的には、市場機構では需給バランスを調整して均衡しようとする力が働くが、それは法制的整備・会計ルールの導入・品質基準の決定・情報開示を強いる規制というような制度的基盤がある程度確立していることが必要不可欠である。そのため、政府は積極的に制度の設備・保持をしていかなければならないのである。

また市場機構が望ましい成果を得るためにはさらなる競争的な環境を作ることが必要となる。これが2つ目の競争政策という市場保全である。ここでいう競争的な環境とは、新規参入を促進するような条件整備がされて、常に新規参入（民間）が行われていることである。そのため独占的な企業を（独占化を目指す企業行動）を規制して市場機構のパフォーマンスを低下させないようにしなければならない。

### 5.3 市場補完

政府が行う市場補完の役割も2つある。1つ目は、主に金融機関と最終的な資金調達者との間に生じる市場の失敗を是正するための、資金配分の状態に影響を与えるような関与である。また2つ目は、主に最終的な資金提供者と金融機関の間に生じる市場の失敗を是正するための、預金者・契約者・投資家保護による金融システムの安定性の確保である。

以下でこの異なる2つが必要となった具体的な要因を示し、政府の対応について考察する。

### 5.3.1 資金配分状態に影響を与えるもの

金融機関と最終的な資金調達者との間に生じる市場の失敗の要因として、情報の非対称性・不完全情報・市場の欠落の3つが挙げられる。

#### 1. 情報の非対称性

金融機関の主な仕事の1つとして、審査や監視（モニター）の活動を行うことである。しかしいくらそうした活動を行ったとしても、金融機関と最終的な資金提供者との間の情報の非対称性は解消されない可能性がある。そして、情報の非対称性があるとき、それによる資源配分の非効率化生じてしまう可能性がある。例をあげて言うなら、信用割当の発生や不正確な株価の決定である。この場合こうした問題を解決するために、政府は情報を公開させるような規制をかけるなどの対策をとると考えられる。

#### 2. 不完全情報

不完全競争については、前節などで述べたとおり市場保全の段階で政府は競争的にしようとするが、金融市場の場合は通常行われる競争政策の展開を難しくさせる特性を持っている。なぜならば、最終的な資金調達者の状態に関する情報は、全ての市場参加者に明らかではなく、その最終的な資金調達者に対する審査・監視活動に従事している特定の金融機関にのみ知られているに過ぎない。こうした金融市場の情報構造は、取引関係のロックイン（封じ込め）効果をもたらし、双方独占的な状況を生み出しやすい。この場合、こうした市場自体に根差した情報構造の改善にはこの節の最初で述べた情報の非対称性を緩和していくということが必要となることは明らかである。

#### 3. 市場の欠落

市場の欠落については、著しくリスクが大きなものときに発生する。特に規模の小さな金融機関の場合にその金融機関がリスクを負いきれないとき資金提供を行うことはできない。

以上のように、金融機関と最終的な資金提供者との間に市場の失敗が生じる可能性がある。その結果として最終的な資源配分の状態が非効率なものにとどまるおそれがある。このようなおそれが現実となっている状況においては、政府が資金配分の状態に影響を与えるような関与を行うことで効率的な金融市場となる。

### 5.3.2 預金者・契約者・投資家保護というような金融システムの安定の確保

金融機関と最終的な資金提供者との間に生じる市場の失敗の要因として、この2者間には情報の非対称性が避けがたいことや金融の自由化・規制緩和によっておこるモラル・ハザードがあげられる。そうした場合に政府がとることは主に2つのことであると考えられる。結論から述べると情報の非対称性によって損なわれる社会利益の増進と、モラル・ハザードに対する早期是正措置である。以下でそれぞれの市場の失敗の要因について詳しく述べる。

まずは情報の非対称性が市場の失敗の要因となっているときである。情報をあまり持っていない最終的な資金提供者が情報を得るためにはエージェンシー・コストがかかる。

まずはエージェンシー・コストがかかるために積極的に情報を得ようとししない場合である。このとき金融機関と最終的な資金提供者の関係を考えると、信用によって成り立っているといえる。そのため、1つの金融機関が信用を失うような行動をとった場合、その金融機関に留まらず、最終的な資金提供者の信用は金融機関全体で低下する。そして金融機関を監視するという政府への役割が果たされていないために、最終的に政府への信用を損なうことになる。そうした過程の中で最終的な資金提供者が金融機関に対して払戻し請求が発生する。払戻し請求が発生するということは最終的な資金提供者の立場から考えれば当然の行動といえるが、市場全体で考えると金融機関の安定供給に支障がでてしまうと他にその波及効果として企業活動・国民生活にまで損害をもたらすことにつながってしまう。そのため、政府は金融機関の監視と情報の非対称性の緩和が重要課題であるといえる。

以上のように、情報の非対称性が市場の失敗の要因となっているときには政府の信用を損なわない、すなわち金融機関の信用の維持をして破綻させないように監視すること、また、最終的な資金提供者が積極的にエージェンシー・コストを支払わないため政府が負担しエージェンシー・コストの抑制をして預金者の保護をしようとする、という2つのことを行うと考えられる。結局この2つは社会利益の増進を目指すということになる。

次に2つ目の要因であるモラル・ハザードである。この問題は今までも存在していたセーフティー・ネットによって生じるものと金融の自由化による規制緩和によるものがある。前者について例を挙げるならデフォルト・リスクプレミアムである。後者の規制緩和については緩和された規制の中に金融機関が実際にモラル・ハザードの抑制という働きをしていたと考えられるからである。このようなことを受けて政府は緩和した規制の代替となる規制を導入したり、セーフティー・ネット自体の見直しを行うことが必要であった。しかし、政府は多くの規制緩和を行った1990年代にこの対応をとることができず、不良債権問題が生じてしまった。

これを受けて、モラル・ハザードが市場の失敗の要因となっているときには、政府は早期に是正措置をとらなければならないといえる。この早期是正措置がとられることによって金融機関と政府に規律を与えることもできると考えられる。

## 6 終章

以上のように金融市場全体を見てきた。

間接金融の場合は、金融自由化の進展により、伝統的な銀行業務の収益性を低下させる圧力がある程度は働いたと考えられる。だが、むしろ日本の金融自由化は厳格なコントロールの下で、極めてゆっくりとしたテンポで進められた。そのために、金融機関における競争は低い程度に止まっていた。そして銀行経営は市場規律を受けることはなかった。包括的なセーフティー・ネットの存在は、市場が銀行経営に及ぼす規律付けの力をいっそう弱めたのである。さらに政府の監視機能も適切に働いてこなかった。低い競争条件と市場規律・政府の監視機能が働いてこなかった状態が、金融機関の非効率を生み出した。

そして直接金融の場合は、規制緩和など政府の動きに伴って、金融市場は流動性の高い市場、情報の非対称性の少ない市場に向かっていったと考えられる。しかし、それらの規制緩和などに伴う新たな弊害が発生した。また現在の直接金融市場における阻害要因、とりわけ情報の非対称性には、いまだ改善の余地が残されている。企業や仲介機関、投資家が、各々の利益を求めているだけでは情報の非対称性が発生してしまい、市場の失敗が起こる。

そのため、市場保全や市場補完の役割を担う政府が持続的に市場へ介入することが必要となる。そして市場整備を行うことで市場の失敗を是正し、生産性の高い企業に効率的に資金の供給が可能になる。

そうして生産性の高い企業に効率的に資金の供給が可能に出来れば、本論でもテーマとして取り上げている金融市場の活性化が達成されたと考えた。

## 7 おわりに

今回のインナー大会のテーマは金融市場の活性化である。そこで私たちの班では、資金が効率的に循環をすることにより金融市場全体が活性化すると考え、この論文を書いた。論文では間接金融と直接金融の両方を扱ったために、双方ともに分析が浅くなってしまった。

この論文の反省は根拠となるデータが一切取り入れられていないことである。また考察に偏りがあるところも否めない。そのような問題は、私たちの計画性の無さによるところではないかと思っている。

この論文を基にして、間接金融・直接金融のさらなる分析を今後行なっていきたいと思う。

## 参考文献

浅子和美、福田真一、吉野直行編『現代マクロ経済分析 - 転換期の日本経済 - 』、東京大学出版局、1997年

安達智彦『証券経済論』、岩波書店、2003年

岩田規久男『金融』、東洋経済新報社、2000年

大村敬一、浅子和美、池尾和人、須田美和子『経済学とファイナンス』、東洋経済新報社、2004年

北坂真一『現代日本経済入門』、東洋経済新報社、2001年

千田純一、岡正生、藤原英郎『日本の金融システム - 新たな課題と求められる姿』、中央経済社、1997年

堀内昭義『金融システムの未来 - 不良債権問題とビックバン - 』、岩波新書、1998年