

研究ノート

間接金融と直接金融の中間形態としての 市場型間接金融

小 谷 範 人

Market Based Indirect Finance as Intermediary Form between Bank Based Financial Systems and Market Based Financial Systems

Norito Kodani

本稿では、金融システムに関する先行研究を基に、間接金融（銀行中心の金融システム）と直接金融（資本市場中心の金融システム）の基本的な機能のうち両金融の中間形態である市場型間接金融に関連のある、モニタリング活動、質的資産変換機能、負債再編（リストラ）、資本市場のフィードバック機能について比較分析する。そしてそれぞれの機能について、日本の金融システムおよび市場型間接金融との関連についても整理し、市場型間接金融はいかなる意味で両者の中間形態であるべきかについて考察を行う。

キーワード：モニタリング、質的資産変換機能、負債再編、価格シグナル、リスク
シェアリング、シンジケートローン、投資信託

目 次

1. はじめに（本稿の目的）
2. 間接金融と直接金融の機能の分析
3. 間接金融と直接金融の中間形態の市場型間接金融
4. おわりに

1. はじめに (本稿の目的)

わが国では、不良債権処理が峠を越し、金融システムが安定性を取り戻しつつあるが、日本の金融システムは間接金融 (Bank - based Financial Systems ; 銀行を中心とした金融システム (以下間接金融)) が優位にあり、依然として銀行に与信リスクが集中する構造になっている。

間接金融と直接金融 (Market - based Financial Systems ; 資本市場を中心とした金融システム (以下直接金融)) はそれぞれ資源配分機能や効率性において優れた部分と、必ずしもそうでない部分を有しているが、バブル崩壊に伴う不良債権問題の発生等を背景に間接金融の信用リスクが集中する構造が問題視されている。また、金融市場では間接金融が大きな比重を占めており、歴史的経緯からしても短期間に直接金融の比重が大幅に高まる状況には無いと考えられる。

このため、将来二度と不良債権問題に伴う金融システム不安を起ささないためにも、間接金融優位の金融システムを見直し、直接金融の市場機能を取り入れた、間接金融と直接金融の中間形態である市場型間接金融システム構築の必要性の認識が高まっている¹。

本稿では、金融システムに関する先行研究を基に、間接金融と直接金融の基本的な機能のうち、両金融の中間形態である市場型間接金融に関連のある、モニタリング活動、質的資産変換機能、負債再編 (リストラ)、資本市場のフィードバック機能について比較分析する。これにより、間接金融だけだと何がよくて何が悪いのか、直接金融だけだと何が良くて何が悪いのかについて整理し、市場型間接金融はいかなる意味で両者の中間形態であるべきかについて考察を行いたい。

本稿の構成は以下の通りである。第一に、比較金融システム論の関する先行研究に基づき間接金融と直接金融の機能の優れている部分、およびそうではない部分について比較分析する。第二に、間接金融と直接金融の機能の整理をし、市場型間接金融はいかなる意味で両者の中間形態であるべきかを考察する。

2. 間接金融と直接金融の機能の分析

本節では、銀行中心の金融システムである間接金融と資本市場 (証券) 中心の金融システ

1 金融審議会 (2002) は、「我が国の金融システムを、産業金融モデル (間接金融) も存続するが、市場金融モデル (市場型間接金融) の役割がより重要となるという意味で、市場機能を中核とする複線的金融システムへと再構築することが必要である」と述べている。

ムである直接金融の機能について、その優位性を持つ部分と必ずしもそうでない部分を、金融システムの類型や設計に関する先行研究を通じて比較分析する²。

2. 1 間接金融と直接金融の機能の比較優位性

まず最初に、銀行中心の間接金融と資本市場に基礎を置く直接金融の比較優位性について分析を行っている先行研究をいくつか紹介する。

Allen (1992) は、米国や英国のように株式市場に基礎を置いた金融システムと日本やドイツのように銀行に基礎を置いた金融システムのそれぞれの役割（長所や短所）を整理している。銀行の重要な役割として以下の4つの機能を挙げている。①企業に対する代理モニタリング、②長期間にわたるリレーションシップ（コミットメント）、③銀行貸出の再交渉の容易さ、④借手についての多様な情報を収集するインセンティブ機能を挙げている。一方、株式市場の優位性として、①投資家間の効率的なリスクシェアリングの実現、②株価が投資の効率的な配分のシグナルを与えること、③多数の投資家の企業活動に対するチェック機能指摘している。

Bhattacharya and Thakor (1993) は、金融仲介機能の次の6項目を疑問点として挙げている。①金融仲介機関の存在（なぜわれわれは金融仲介機関を持つのか）、②信用割当（なぜ銀行は借入人に対し高金利を要求せず貸出を拒むのか）、③流動性の変換機能（なぜ銀行は流動負債に対して非流動的な資産を供給するのか）、④満期変換機能（銀行の満期変換機能とは何か）、⑤銀行規制（銀行は規制されるべきか）、⑥借手の資金調達選好と市場のミクロ構造（資本の全般的配分における金融仲介機関のこの機能は資本市場のミクロ構造にどのように影響されるか）。

Steinherr and Huveneers (1994) は、金融市場を市場システムと銀行システム（ユニバーサル銀行）に分け、①代理モニタリング、②顧客情報の所有、③リスクの多様化、④利害関係の衝突、⑤業務の革新性など10項目を考察し、なぜ国により金融構造は異なっておりそれが重要なのかの理論的分析を行っている。また、世界18カ国の88の主要銀行における財務指標を基に、市場システムと銀行システムにおける収益性とリスクとの関連についての実証分析を行っている⁴。

2 池尾 (2006) は、GurleyとShawが定義する間接金融と直接金融の定義は、資金提供者の側からみた区分であり、資金調達者の側からみたものではない。途中で資産変換があるかないかが、本来の定義での間接金融と直接金融の違いである。投資信託その他のファンドは、資金の最終的な配分先の決定をファンド・マネージャーに委託しているという点で、間接金融とみなせるという立場に立つと、わが国のみならず、例外なく全ての先進国の金融システムについて、「間接金融の優位」が見られるということになると述べている。

3 実証分析の結果、銀行システム（ユニバーサル銀行）は、その優れたモニタリングや情報収集能力により、リスクとリターンのより良いトレードオフを達成するとの結論を得た。

Thakor (1996) は、金融システムの活動が実物経済へ影響を及ぼす伝達経路として、①情報の非対称性に伴うモニタリング活動、②信用割当、③信用創造機能と銀行破綻の影響、④ローン・コミットメント、⑤負債再編（リストラクチャリング）、⑥資本市場のフィードバック機能の6つのメカニズムを挙げ、両システムの機能の比較を行っている。

このように近年は、経済発展と関連づけて金融システム（間接金融と直接金融）の基本類型（architecture）や設計（design）などの概念的枠組みの分析を行う「比較金融システム論」の研究が活発に推進されている。

以下では、上記で紹介された間接金融と直接金融の諸機能のうち、両金融の中間形態である市場型間接金融に関連のあるモニタリング活動、質的資産変換機能、負債のリストラ、市場情報のフィードバックの4機能について比較整理する。

2. 2 モニタリング活動

(1) 先行研究の整理

金融仲介機関によって果たされている重要な経済的機能の一つは（情報の非対称性⁴を背景とする）借手の信用力に対するモニタリングである。

銀行は貸出先の信用度とか将来性に関する情報についてコストをかけて獲得し、貸出の審査を行う（スクリーニング）。この結果銀行は、貸出先の非常に特定された個別情報を占有（information monopoly）することになる。そして、それ以降の貸出は、比較的lowコストで追加情報を得たり、貸出先の経営監視（モニタリング）を行いながら、実行されるため、長期継続的な取引関係が生じる。

Diamond (1984) は、金融仲介理論は金融仲介機関のモニタリング情報費用の最小化に基づいていると述べている。銀行は貸手（預金者）を代表して借手をモニタリングすることにより、貸手と借手との間のインセンティブ問題を解消し、情報生産コストを最小化できる。一方、市場取引（直接金融）は多くの貸手がそれぞれ借手をモニタリングするための無駄や、ただ乗り問題（a free-rider problem）が生じる。このため、代行モニタリング（delegated monitoring）を行う銀行（間接金融）は、モニタリングの情報収集コストにおいて、市場取引より優位性を持つと主張している。

Ramakrishnan & Thakor (1984) も同様の見解を示している。単体の情報生産者よりも情報生産者の連合体としての金融仲介機関（銀行）の方が情報生産コスト（借入人のスクリ

4 情報の非対称性は、「逆選択（adverse selection）と「モラルハザード（moral hazard）」の2つに分類される。「逆選択」とは、資金の貸手から見て最も望ましくない借手が、最も積極的にお金を借りようとする問題である。「モラルハザード」とは、資金の貸してから見て望ましくない行動を借り手がとる危険性のことである。

ーニングコスト)を削減できる。なぜなら、個々の情報生産者の信頼性に欠ける情報に伴うモラルハザードから生じるインセンティブコストは、情報生産の連合体のグループ規模が大きくなれば減少するからであると説明している⁵。

Dewatripont & Tirole (1994) は Diamond (1984)、Ramakrishnan & Thakor (1984) などの意見を踏まえ、市場での証券発行におけるモニタリングコストと企業の資金調達について次のように述べている。証券発行において、資金提供者がそれぞれ独自に情報収集するとすれば、モニタリングコストの重複は大きな無駄となる。また、全ての資金提供者が他人の情報に頼るフリーライドに走ってしまうと、真面目にモニタリングする人がいなくなってしまう問題も生じる。こうした事情から、証券の発行により資金を調達するのは、既に市場で高い評判を確立している企業か、自己資本が充分で倒産確率が低い企業に限られてしまう。他方、中小企業等は厳しくモニタリングする必要があるため、証券発行には不向きである。そもそも情報は単一の主体が収集するのが効率的であるという意味で自然独占の性格を持っている。支払能力を信用してもらえないような企業は銀行借りに依存するのが効率的である。

Boyd and Prescott (1986) は、Diamond (1984) の主張を一步進め、金融仲介機関は、借手と貸手が多ければ多いほどモニタリング(契約)コストが低下するため、できるだけ多くの相手と契約を結ぼうとする点があると述べている。また、銀行のスクリーニング活動が社会的に有益なプロジェクトへの投資を増大させ、社会的に有益でないプロジェクトへの投資を縮小させるとしている。

King and Levine (1992) は、成長理論の中で無形資産への投資も取り上げ、銀行のスクリーニング活動が資産評価の難しい無形資産への投資を高め、それは生産性の上昇をもたらし、経済成長を促進していると論じている。

Gale (1992) はこれまでの考えとは異なる意見を主張している。銀行はスクリーニング技術を得るのに費用がかかるので、銀行のスクリーニング能力は有限であり、他方で借手は銀行借入申し込みを行うのに費用がかかると仮定し、銀行貸出を伴う均衡もあれば、逆選択のために銀行貸出をほとんどあるいは全く伴わない均衡("financial collapse")もあることを示している⁶。

5 金融仲介機関の存在理由として次のように述べている。情報生産者はリスク回避的であり報酬は不安定であるため、情報生産者は共同することにより互いに直面するリスクを削減することにより便益を得る。もし、各情報生産者により使われる指標が不完全に相関していれば、通常は報酬のプーリングからのリスク分散の便益を期待できる。

6 一つの銀行しか貸出を行わない場合、信用割当の可能性が生じるため優良な借入人は借入を行わず(逆選択)、不良借入人のみとなってしまいスクリーニングは機能しない、一方、全ての銀行が貸出を行えばスクリーニング機能がうまく働き情報が充分得られ、貸出もスムーズに行われる。このため、"financial collapse"は銀行間の調整の失敗(coordination failure)から生じる(Gale 1992)。

つまり、一つの銀行しか貸出を行わない場合、信用割当⁷の可能性が生じるため優良な借入人は借入を行わず（逆選択）、不良借入人のみになってしまいスクリーニングは機能しない。一方、全ての銀行が貸出を行えばスクリーニング機能がうまく働き情報が得られ、貸出もスムーズに行われる。このため、“financial collapse”は銀行間の調整の失敗（coordination failure）から生じるのである。

(2) 市場型間接金融との関連

銀行の情報生産機能⁸や監視（モニタリング）機能は、日本特有の慣行であるメインバンクシステムを通じて、高度成長期には有効に働き効率的な資源配分に貢献した。しかし、メインバンク以外の取引銀行のただ乗り（free rider）問題⁹などに伴い銀行の貸出額が増加し、また不動産関連融資の拡大と相俟ってバブルが形成され¹⁰、バブル崩壊後に不良債権問題が深刻化した。

市場型間接金融の代表的取引であるシンジケートローンでは、アレンジャー（通常借手のメインバンクが就任）が融資条件を借手と交渉するとともに借手の信用リスク等について審査（スクリーニング）を行う。両者が条件面で合意すればアレンジャーはシンジケート団を組成し、シンジケート団の金融機関と借手が融資条件について交渉し、合意がなればアレンジャーが契約書を作成し調印手続きが行われる。

融資実行後は、エージェント（事務幹事行、通常はアレンジャーが兼務）は各参加金融機関への元利金支払を行うとともに、シンジケートローン契約書の貸出制限条項の履行を管理する。よって、参加金融機関はモニタリングコストの節約が可能となる。

このように、シンジケートローンではアレンジャーがローン組成の段階で借手の審査（スクリーニング）を行い¹¹、そしてローン実行後は借手の事後管理（モニタリング）を行っている。このため、シンジケートローンは間接金融におけるモニタリング機能が発揮されるとともに、幅広く金融機関が参加するなど市場取引（直接金融）に近い取引が行われる融資形

7 信用割当とは、情報が不完全ななかであって、利潤最大化を目的とする銀行は、貸出市場が超過需要であっても、貸出金利を引き上げようとはしない行為を示す。信用割当の生起理由を、Stigritz and Weiss (1981) は、銀行の期待収益が、逆選択あるいはモラルハザードのために、貸出利子率の単調増加関数ではないということに求めている。

8 銀行は貸出先の信用度とか将来性に関する情報に対しコストをかけて獲得し、貸出の審査（スクリーニング）を行い、貸出先の非常に特定された個別情報を占有（information monopoly）することを情報生産機能という。

9 資金の借手の行動を監視するには高い費用がかかるため、一般の取引銀行はメインバンクが監視してくれることを期待し、それにただ乗りしようとする。

10 馬場・久田（2001）は、バブル生成期の土地担保価値の上昇は、不動産関連貸出を中心に、銀行のモニタリングに対する意識・必要性を低下させたとして述べている。

11 シンジケートローン参加金融機関は、組成の段階で必要な追加情報の提供を求めるなど借手の情報を分析し（スクリーニング）、シンジケート団に参加するか否かを判断することになっているが、アレンジャーの審査情報に頼る傾向があると考えられる。

態といえる。アレンジャーは、信用リスクの分散が図れるとともに、参加金融機関は貸出債権の転売が可能のため、貸出ポートフォリオのリスク分散が可能となる。

2. 3 質的資産変換機能

(1) 先行研究の整理

銀行の役割は種々あるが、中でも重要なものはQAT (qualitative asset transformation : 質的資産変換) 機能である。Bhattacharya and Thakor (1993) は金融仲介機関理論の分析の中でQATとして資産変換機能 (Liquidity transformation) と満期変換機能 (Maturity transformation) を取り上げている。

銀行は流動性預金 (liquid liabilities) を非流動性貸出 (illiquid assets) に変換し流動性を創造する資産変換機能¹²あるいは信用創造 (liquidity creation) 機能¹³を持つ。銀行の資産変換機能は、預金者が予測不可能な動揺により解約の時期の選択に混乱をきたしている時に銀行によって提供されるサービスであると説明している。

また、銀行は期間の短い預金 (負債) を期間の長い貸出 (資産) に変換する満期変換機能¹⁴を持つが、これは銀行の流動性供給の結果生じる。銀行は、資産と負債の期間のミスマッチにより潜在的な過少投資 (underinvestment problem) を引き起こし、証券化が行われる。これにより、伝統的な満期変換機能は、銀行は資産ポートフォリオを預金でファイナンスすべきか、または資産に裏付けられた証券を売ることにより行うべきかという根本的な議論に変わるとしている。

Boot and Thakor (2000) は、銀行の役割として、スクリーニング (事前審査)、モニタリング (事後の監視)、流動性の変換の3つを挙げている。これらは全て銀行のリレーションシップ貸出の一部であり、銀行と借手だけが入手している借手特有の情報を含んでいる。

これと対照的に、投資銀行とアンダーライターで構成される資本市場は、リレーションシップ貸出よりもトランザクション貸出に焦点を当てた、一定の距離をおいた関係 (arms length) に基づく貸出とみられると述べている。

Bhattacharya and ThakorとBoot and Thakorは、資金調達における銀行と資本市場の違

12 資産変換機能により、預金者は金融仲介の過程で借り手の発行する金融商品 (本源的証券) にかえて、資産価値が安定的でかつ流動性に富み容易に換金可能な金融商品 (間接証券) を銀行から受け取り保有することで、信用 (返済) リスク負担が軽減されるが、銀行は危険度の高い本源的証券を保有することになり信用リスクを抱える。つまり、信用リスク負担は預金者から銀行へ移転する。

13 銀行に当初預けられた預金が貸出と預金の繰り返しの過程を経て、全体として当初預金の何倍かのネーサプライ (預金通貨) が創造されていく過程を銀行の貨幣創造機能、そして同じプロセスで信用 (貸出) が作り出される過程を銀行の信用創造機能と呼ぶことがある。

14 満期変換機能により、銀行は相対的に満期の長い本源的証券を保有する一方で、預金者に相対的に満期の短い間接証券を発行することになる。このため、銀行は金利変動リスクを抱えることになる。

いは銀行の質的資産変換機能と資本市場の仲介機能 (Brokerage) の違いとも言えると述べている。Bhattacharya and Thakorは資本市場の仲介機能として、証券の売買業務 (Transaction services)、投資、ポートフォリオマネジメントアドバイス業務 (Financial advice)、債券格付け業務 (Screening and certification)、銀行ローンの斡旋業務 (Origination)、証券発行業務 (Issuance) を挙げている。

Dymski, Epstein and Pollin (1993) は、信用創造や支払手段の提供を行う主体は、貸出が返済されないデフォルト・リスクを負うほか、貸手が自らの債務の満期前に返済されない資産契約を行えば、流動性リスクを負い、さらに変動金利で借りて固定金利で貸せば、金利リスクにさらされると述べている。

そして、リスクの最小化は銀行の目標の1つであるが、利潤獲得と市場シェアの最大化という銀行の他の目標と競合せざるを得ない。リスクに関する不完全性を前提にすれば、貸手は競争圧力によって「群集心理的行動」により当然払うべき注意を怠ったまま過剰貸出を行うであろうという興味深い指摘を行っている。

(2) 市場型間接金融との関連

銀行 (間接金融) の金融仲介における質的資産変換機能は、銀行が信用リスクと金利変動リスクを負担することになり、資源配分の効率性を高めることに貢献しているといえる。ただし、銀行の信用リスク負担機能は平時であれば効率的であるといえるが、バブル生成期に信用リスクが銀行に集中し、バブル崩壊後は巨額の不良債権を抱えることになり、金融仲介機能が麻痺し日本経済の長期低迷の大きな要因となった。

銀行の信用リスク負担構造を背景とした金融仲介機能の麻痺という事態を二度と招かないためにも、銀行のみが信用リスクを抱える間接金融システムを見直し、信用リスクの分散が図れるシンジケートローンや、証券化、そして投資信託のような市場型間接金融の導入を進める必要がある。

直接金融においては、最終的貸し手が借り手の金融商品 (本源的証券) を自己のリスクで購入するため、両者の間に入り金融商品の売買を仲介する証券会社は信用リスクを有しない。つまり、金融商品を介してリスクが証券会社から借手へ移転するのである。このため、証券会社は経営の安定化が図れる。

一方、資金の出し手は自己責任で借り手の返済リスクを保有するため、借り手の情報が十分に投資家に提供されないという情報の非対称性の問題もあり、資本市場へ資金が十分に流入しないという要因になる。

このため、直接金融は資源配分という点では、間接金融に劣後しているといえる。また、資本市場での新興企業の資金調達を容易にし、経済を活性化するためには、資金の出し手の

リスク負担があまり高くないような（マイルドリスク）資金の流れのスキーム形成を検討する必要があると考えられる。具体的には、比較的リスクの低い金融商品である投資信託を通じた家計の資産の資本市場への流入拡大が望まれる。

2. 4 負債のリストラ

(1) 先行研究の整理

金融的に困窮している借手の負債をリストラ（debt restructuring）する方法は実物経済に影響を与える。Thakor（1995）はSabani, Lの説として、負債のリストラについて以下のように説明している。銀行は借手特有の独占情報を蓄積し、それは銀行が金融的に困窮している借手の負債をリストラすることによりリレーションシップを守るインセンティブを与えると論じている。そして、競争的で市場優先のアングロ・サクソン型の資本市場では、銀行優先のドイツ・日本型金融市場に比べ銀行によるリストラは少ない。このようにリストラについては、競争（資本市場）とコミットメント（銀行）の潜在的な緊張が存在する。

これに対して、Berlin and Mester（1992）は極めて異なったアプローチを行っている。Berlin and Mesterは調整（coordination）の困難により、貸出取引制限条項が銀行によってよりも資本市場において再交渉されるのは難しいと論じている。これは、銀行貸出は資本市場借入に比べ関係者が少ないため取引コストやhold-up問題¹⁵を軽減できることを意味している。また、政府の規制として契約書を変更するには債券所有者の3分の2以上の合意が必要とされる1939年の信託契約書法（the Trust Indenture Act of 1939）も市場負債の取引コストの増加に繋がっていると説明している。そして、銀行は厳格な制限条項を盛り込んだ貸出契約の交渉を行う傾向があるが、もし正当性があれば制限条項の再交渉を前向きに行うと述べている。

(2) 市場型間接金融との関連

間接金融では企業への貸出において、情報生産活動やモニタリングを通じて異時点間の与信リスクを平準化（分散）しようという傾向が見られる [池尾（2006）]。つまり、企業業績の悪化が一時的で循環的なものである場合企業を支援（債務のリストラ）し、与信リスクの分散（平準化）をはかろうとする傾向がある。このため、間接金融は企業の安定的経営の観点からは望ましいといえる¹⁶。

15 リレーションシップ・バンキング貸出が銀行にとって情報独占をもたらし、それが借手をしぶしぶ銀行借入をさせたり、高い貸出金利を課すことになるというもの [滝川（2007）]。

16 資本市場では、取引が1回ごとに見直されるため平準化作用が働かず、企業業績の悪化により取引の見直し、または取引の停止にいたる。このため、企業業績の悪化が構造的なものである場合、企業の事業再編を促し速やかに構造調整が行われれば景気への悪影響はあまり無く、直接金融は望ましい。

しかし、企業業績の悪化が構造的である場合は銀行が企業支援（リストラ）を行うことにより、企業の事業再編（再建）を遅らせることとなる。1990年代における企業業績の悪化は構造的なものであったにもかかわらず、銀行が追い貸しや債権放棄などの債務のリストラを行うことにより抜本的な事業再編が行われず結果的に不良債権が拡大し、金融システム不安増幅の要因となった。

資本市場では、取引が1回ごとに見直されるため平準化作用が働かず、企業業績の悪化により取引の見直し、または取引の停止にいたる。このため、企業業績の悪化が構造的なものである場合、リストラを促し速やかに構造調整が行われれば景気への悪影響はあまりなく、直接金融は望ましいといえる。これに対し、企業業績の悪化が一時的で循環的なものである場合、銀行からの貸出が得られない企業は資金調達ができなくなり、景気への悪影響が考えられる。

シンジケートローンは間接金融（貸出取引）であるが、契約書上での投資家と借手企業の権利義務の明確化、将来のローン債権の流通性などが前提になっており、社債発行における市場型取引と似かよっている面がある。このため、借手が金融的に困窮していても借手の負債をリストラする義務は無く、また貸出制限条項の見直し（再交渉）は通常行われないと考えられる。

2. 5 資本市場のフィードバック機能

(1) 先行研究の整理

資本市場はシグナル（企業利益に関する情報を含む）を発することができる。資本市場による追加情報は、重要な実物経済への効果を伴って、多様な目的のために利用されうる。

Grossman (1976) (1978)、Grossman and Stiglitz (1980) は、株式市場の投資家は多様な情報を持っており、「株価は情報を伝える」働きをするとともに、これが「株価は情報を集める」働きをすることとなり¹⁷、株価が投資の効率的配分のためのシグナルを与えていると論じている。

Allen (1992) はこの理論を発展させ、一般的に株式市場はより改善された経営の意思決定のためのシグナルを与えていると論じている。そのほかの株式市場の優位性として、株式市場が投資家との間で効率的なリスクシェアリング¹⁸を実現していることや投資家に対し企

17 Grossman (1976) は、次のように説明している。ある企業の情報を持つ (informed) トレーダーがその企業の株式を売買することにより株価に影響を与受ける。企業の情報を持たない (uninformed) トレーダーは現在の株価から企業の情報を集め、将来の株価を予測する。

18 株式市場の横断的なリスクシェアリングおよび銀行の異時点間のリスクシェアリングについては、本稿3節を参照されたい。

業がどういう行動を行っているかをチェックするインセンティブを与えることになると主張している。また、企業の行動のチェックについて、株式市場は銀行に比べ企業行動のチェックを行う回数が多いという強みを持っていると指摘している。

Thakor (1996) は、社会的に有益な投資に関し Boot-Thakor の理論として銀行融資と資本市場調達はいずれも実質的な効果を持っていると述べている。銀行融資に伴う実質効果は社会的に優先すべき投資を借入人に実行させるのに効果的であり、資本市場調達に伴う実質効果は企業経営者への投資プロジェクトの改善を促すことになるマーケットにより提供されるフィードバック機能から生じると論じている。

Allen and Gale (2000) は、近年の金融市場の技術革新に伴う仲介機関の役割について次のように述べている。より洗練され高度化した市場の発展は仲介機関に対して新しく幾分異なった役割を提供している。近年の市場では新しいリスクヘッジ機会の開発とともに、リスクヘッジに対する戦略の立案や有効な対応（仲介）を行う専門家が増えている。それらの専門家は、一般の投資家と違い複雑な証券、ポートフォリオなどを評価できる金融技術を持っている。このため、仲介機関は企業や個人が金融市場への参加が可能となる非常に重要な役割を果たす。仲介機関が無ければ、市場参加のための情報防壁は投資家が新しい市場で利益を獲得するのを妨げるであろうし、そうなれば市場自体が存続できないであろう。同時に、金融市場は仲介機関のコストを削減し、仲介機関の顧客は以前よりもリスクヘッジをより効果的におこなうよう仕向けるであろう。

(2) 市場型間接金融との関連

上で見たように、資本市場においては借手の情報が価格情報（株価）として公開され¹⁹、情報の非対称性の問題がやや軽減される。このため、多数の投資家の参加（リスクシェアリング）が可能となり、幅広く資金の供給が行われるため投資（資源）の効率的配分が促進される。また、市場取引は規模の経済が働くため、標準化された金額の大きい金融取引（例えば社債等）に適しており、資金調達コストの軽減が可能となる²⁰。

なお、Dewatripont and Tirole (1994) が述べているように、大企業は資金の出し手の認知度が高く、情報公開の度合いは少なくて済み市場からの効率的な資金調達が可能となる。一方中小企業の場合は、投資家が信頼できる情報を市場に提供するのは難しく、銀行貸出へ

19 池尾 (2006) は、複眼的な評価が可能となると述べている。

20 馬場・久田 (2004) は、市場取引が効率的に機能するためには、法制、税制、その他諸規制、会計制度、決済制度・慣行等の仕組みを整備する必要があると指摘している。堀内・池尾 (2004) は、投資家の権利に対する法的保護が弱ければ、市場取引は成立しないと述べている。

の依存を余儀なくされる。ただし、この方が中小企業にとり安定的な資金調達が可能となり、機動性に富み効率的と言えようが、調達コストは市場調達に比べて高くなる。

間接金融では銀行に信用リスクが蓄積される構造になっているが、直接金融（市場取引）では企業情報が公開され効率的なリスクシェアリングが行われやすい。例えば、市場型間接金融の一つである投資信託ではAllen and Gale（2000）が指摘しているように、個人と市場を結びつける株式のポートフォリオ投資の専門的な仲介機関が介在している。このため投資信託の拡大は、個人を含めた一般投資家によるマイルドなリスクシェアリングが図られることから、金融システムの安定化に寄与するとともに、新興市場にリスクマネーが供給され、経済の活性化に寄与するといえる。

3. 間接金融と直接金融の中間形態の市場型間接金融

前節では、間接金融と直接金融の機能におけるモニタリング、質的資産変換機能、負債再編、資本市場のフィードバック機能の4つの機能を整理した。そして、それぞれの機能について市場型間接金融との関連についても検討を加えたものが図表1である。この結果を踏まえ、両金融の金融システムの安定性についての比較と両金融の補完性について考えてみたい。

3. 1 間接金融と直接金融の金融システムとしての安定性

間接金融、直接金融のいずれも良い点があれば悪い点があり、それぞれ金融システムにおいて存在意義を有している。強いていえば、平時において間接金融は経済の安定性に寄与し、直接金融は経済の効率性に寄与するといえる。

このため、間接金融だけ、あるいは直接金融だけでは安定的で効率的な資源配分が行われないため、金融システムを安定的にそして効率的に運営するためには、両者が車の両輪として存在する必要がある。

ただし、構造的な大きな変化（外的ショック）が生じる場合には以下の要因に伴い、間接金融システムの優位性が揺らぎ金融システムの安定性が損なわれると考えられる。

第一に、間接金融では質的資産変換機能（信用創造機能）で見たように、銀行が信用リスクを負担する構造を有しているのに対し、直接金融では幅広い投資家が信用リスクを保有する構造となっている。わが国では、90年代後半以降銀行が不良債権処理に追われ内部留保利益が枯渇し、信用リスクを負担する体力が限界に達したために銀行の倒産が多発し金融システム不安の発生を見た。一方で、証券会社は信用リスクをほとんど所有しなかったため、株価低迷に伴い収益的に大幅に落ち込んだが、証券会社の破綻事例は比較的少なかった。

図表1 市場型間接金融と間接金融・直接金融の機能の比較

間接金融と直接金融の評価基準	市場型間接金融との関連	間接金融 (銀行中心の金融システム)	直接金融 (資本市場中心の金融システム)
モニタリング (スクリーニング)	シンジケートローンでは、アレレンジャーが参加金融機関を代表し、スクリーニングとモニタリング機能を発揮し、また幅広く金融機関が参加するなど市場取引(直接金融)に近い取引が行われ、双方で信用リスク分散が可能となる。	情報の非対称性軽減に伴う銀行のモニタリング活動により、情報生産コストの最小化が可能となり、市場取引に対しコスト優位性を持つ。 (Diamond, Ramakrishnan, Thakor, Dewatripont, Tiroleほか)	銀行はスクリーニング技術を得るのに費用がかかるので、銀行のスクリーニング能力は有限。(Gale) 借手の情報が価格情報として公開され、情報の非対称性が軽減され、多数の資金の参加が可能になり、資源の効率的配分が促進される。
質的資産変換 (QAT) 機能	平時であれば質的資産変換機能は資源配分の効率性向上に寄与。バブル生成期に信用リスクが銀行に集中し、バブル崩壊後銀行は巨額の不良債権を抱えることになった。信用リスクの分散が図れるシンジケートローンや証券化、投資信託のような市場型間接金融導入を進める必要がある。	銀行は流動性預金を非流動性貸出に変換する資産変換機能(信用創造機能)と期間の短い預金を期間の長い貸出に変換する機能を持つ。銀行はそれぞれ信用リスクと金利変動リスクを負担することにより資源配分の効率性に寄与。(Bhattacharya, Thakor, Bootほか)	証券会社は質的資産変換機能を持たず、リスクは貸手へ移転されるため経営の安定化が図れ、預金取り付けのような信用破壊は生じない。
負債再編 (リストラ)	シンジケートローンは間接金融であるが、社債発行における市場取引と似かよっており、借手が金融的に困窮していても借手の負債をリストラする必要はなく、貸出取引制限条項の再交渉は通常行われない。	金融的に困窮している借手の負債をリストラ(企業支援)する方法は、実物経済に影響を与える。銀行は、借手特有の独占情報を蓄積し、借手の負債を再編することによりリレーシップ関係を維持する。 (Thakor, Sabaniほか)	関係者が多く調整困難なため、貸出取引制限条項が再交渉されるのは銀行よりも難しい。 (Berlin, Mester)
市場情報の フィードバック	投資信託では投資家によるマイルドなリスクシェアリングが行われるため、投資信託の発展は金融システムの安定化に寄与するとともに、リスクマネーが新興市場に供給されるため経済の活性化に資する。	大企業は資本市場での資金調達が可能だが、中小企業は銀行への貸出への依存を余儀なくされる。資金調達コストは市場調達に比べ割高だが、安定的で機動性に富む調達ができる。 (Dewatripont, Tirol, Boot, Thakor)	借手の情報が株価として公開され、情報の非対称性の問題がやや軽減されるため多数の投資家の参加(リスクシェアリング)が可能となり、幅広く資金の供給が行われ資源の効率的配分が促進される。 (Grossman, Stiglitz, Allenほか)

第二に、金融システムの安定に資するリスクシェアリングという点では、間接金融と直接金融はそれぞれ特有のリスクシェアリング機能を持っていることが挙げられる。

Allenn and Gale (2000) は、リスクシェアリングを資本市場で効率的に行われる横断的なリスクシェアリング(cross-sectional risk sharing)と、銀行をはじめとする金融仲介機関で効率的に行われる異時点間のリスクシェアリング(intertemporal smoothing of risk)の2つに分類している。前者はある与えられた時点において個人投資家の間でリスクの交換

が可能となる。後者は、一時点ではリスク分散が出来ず、時間をかける必要があり、世代間のリスクシェアリング (intergenerational risk sharing) と資産の蓄積 (asset accumulation) の二つから構成されるとしている²¹。

銀行等が有する異時点間のリスクシェアリング機能は、平時であれば有効に働き金融システムの安定性に寄与するが、銀行と企業との長期的な関係を崩すような構造的変化が生じたときは (例えばバブル崩壊による経済・金融危機の発生)、異時点間のリスクシェアリング機能は麻痺し金融システムの安定性が損なわれると考えられる。

第三に、情報の非対称性を軽減するモニタリング機能を見ると、間接金融は平時においては情報生産活動を通じ、直接金融に対しコスト優位性を有し投資を増大させ経済成長の促進に寄与するが、メインバンク以外のただ乗り問題も抱える。

日本ではバブル形成時にメインバンク以外のただ乗り問題と不動産担保によるモニタリング機能の低下等を背景に銀行貸出の増加を見、バブル崩壊後不良債権問題が深刻化し金融システム不安を招いた。また、銀行の負債再編 (リストラ) 機能による銀行の貸出面からの企業支援が不良債権の傷口を深めたと指摘されている。

一方、直接金融では借手の情報が価格情報として公開され、情報の非対称性が軽減され、多数の投資家の参加が可能になり、上で見たように借手の信用リスクの分散が可能となり、バブル崩壊時においても証券会社の破綻は比較的少なかった。

なお、中小・零細企業は大企業と違い、資本市場 (直接金融) にアクセスすることが困難であり、銀行 (間接金融) はモニタリングを通じ情報生産機能を発揮し長期にわたり取引を行うため、中小企業²²の資金調達面において大きな役割を担っている。

このように、外的な一時的な変動 (株価の下落等) が生じた場合、直接金融においては企業や家計では悪影響を受け景気悪化へ繋がるが、間接金融では一時的な変動ショックは銀行が吸収するため、景気悪化への度合いは少ないといえる。しかし、大きな構造的な変動が生じた場合、間接金融では変動のショックを吸収できず金融システム不安が生じ、経済成長に多大な悪影響を与えることとなる。このため、長期的にはわが国における間接金融優位のシステムを見直す必要があると考えられる。

図表2を見ると、日本の企業の資金調達における金融機関 (銀行、信用金庫、信用組合等) 借入 (フローベース) の比率は低下傾向にあるが、金融機関の貸出残高は2006年3月末で492兆円と依然重要な地位を占めており (同時点の株式時価総額582兆円、社債発行残高64兆

21 Thakor (1996) は、資本市場ではリスク・エクスポージャーをヘッジするさまざまな手段があるからであり、銀行は望ましい世代間の富の移転やリスクシェアリングを得るために必須の長期コミットメントが可能となるからであると説明している。

22 大企業と中小企業合わせて約270万社あるが、そのうち269万社 (99.8%) が中小企業である。

図表2 日本の企業の資金調達構成推移

(%)

	1980年度	1990年度	2000年度	2005年度
借入	42.2	36.8	36.0	26.4
有価証券	18.0	29.4	31.9	42.3
社債	2.1	1.8	4.8	3.8
株式	14.0	25.0	26.5	37.5
外積	1.8	2.6	0.6	1.0
CP	-	0.8	0.9	0.5
企業間信用	24.3	14.7	16.1	14.2
その他	37.2	18.3	15.1	16.6
合計	100.0	100.0	100.0	100.0
(兆円)	477.4	1,348.3	1,205.4	1,279.0

(注) 企業部門は民間費金融法人企業

円)、銀行の破綻による金融システム不安が再び生じない金融システム構築が必要である。

3. 2 間接金融と直接金融の補完性

間接金融と直接金融は上で見たように代替的な関係にあるのは明らかであるが、補完的な関係にもあるといえる。滝川(2007)は、J.K.Sewardの企業の最適な資金調達に関する論文から、資本市場と預金仲介金融機関(あるいは間接金融と直接金融)は補完関係にあり、経済の効率性は資本市場と預金仲介金融機関の共存によって高められると説明している。

Allen and Gale(2000)は、従来は間接金融と直接金融は代替的な関係にあったが、近年金融技術の発展や金融商品の高度化を背景に銀行等の金融仲介機関の役割が増し、間接金融と直接金融の補完性が進んでいると述べている²³。

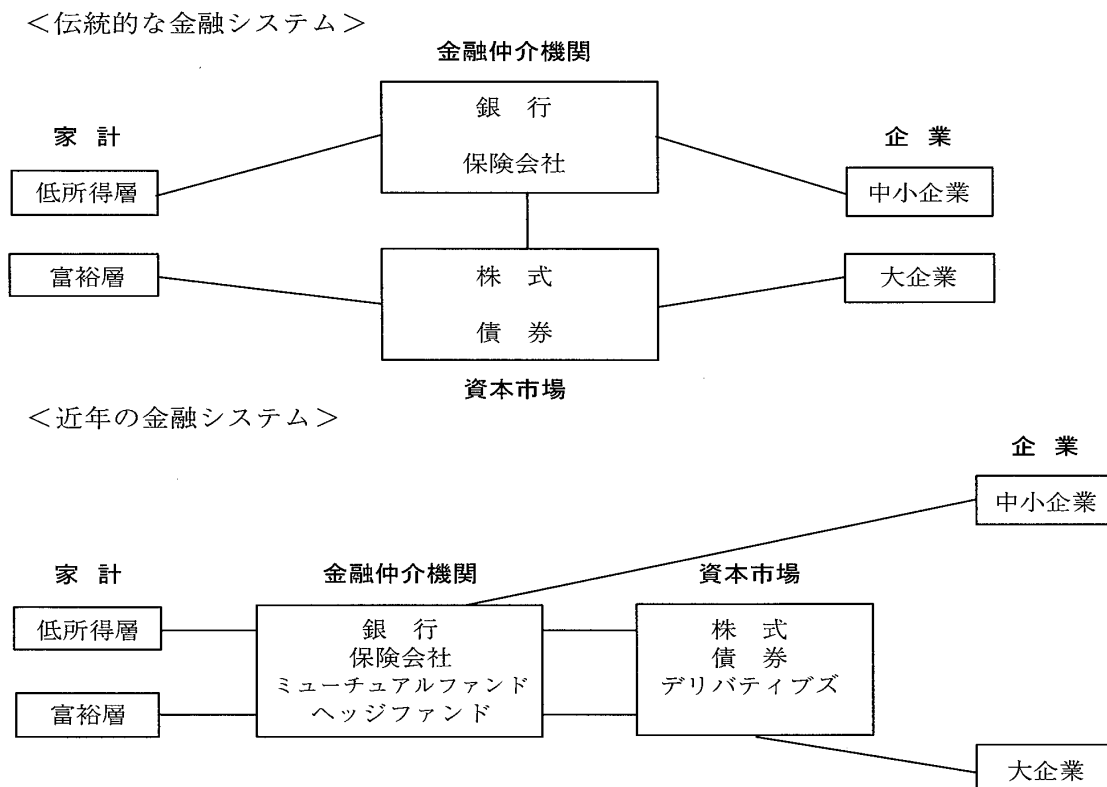
図表4に見られるように、伝統的な金融システムにおいては、銀行や保険会社は低所得の家計と中小企業との資金仲介を主に行い、資本市場において富裕層による運用や大企業による調達が行われてきた。

しかし、近年銀行はミューチュアルファンド(投資信託)等のファンドを通じて資本市場との関わりを深めている。また、デリバティブ市場において、銀行はより重要な地位を占めてきている²⁴。つまり、ほとんどの家計はミューチュアルファンド等を利用して資本市場と

23 Thakor(1996)は、間接金融と直接金融は性質が異なり、競争的な関係にあると捉えがちであるが、直接金融(資本市場)における技術革新が間接金融(銀行)にリスクマネジメントの分野で新しいビジネス機会を提供しており、両金融は補完関係にあると述べている。

24 馬場・久田(2001)は、銀行はデリバティブ商品を顧客に店頭で販売しているが、銀行自体のポジションは市場で調整しており、デリバティブ市場の参加者はほとんど全て銀行等の金融仲介機関となっていると述べている。

図表4 金融システムのパラダイム変化



(出所) Allen and Gale (2000)

結びついており、多くの富裕層はプライベートバンキングサービスやヘッジファンドを利用するようになっている。

日本では金融ビッグバンの進展や低金利構造を背景に投資信託や債券等の銀行の窓口販売、証券仲介業務等が増えており、銀行と証券会社がともに収益的に潤っているが、これは両金融システムの補完関係の例といえよう。

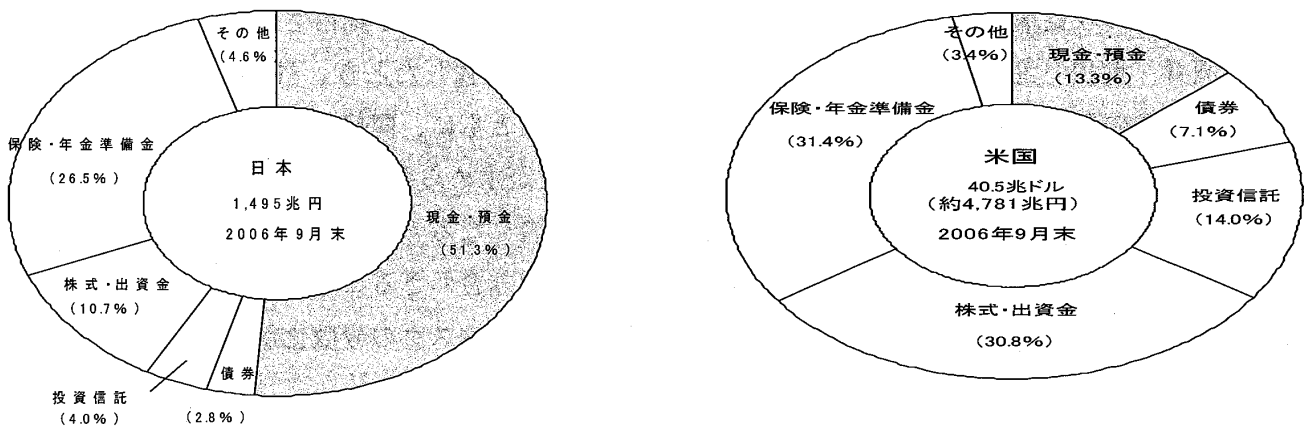
3. 3 市場型間接金融はいかなる意味で両金融システムの間態であるべきか

上記の比較から、1990年代後半以降に生じた金融システム不安を二度と引き起こさないために、そして金融システムの機能強度と頑強性を高めるためにも、間接金融を中心としつつも、直接金融の市場機能を取り入れた、両金融の間態である市場型間接金融の構築が必要といえる。

具体的には、シンジケートローンや証券化の拡大による銀行のリスク負担軽減（リスクの間接金融から直接金融への移転）が図れる市場型間接金融の構築が重要といえる。

また、わが国では家計の金融資産構造は間接金融に関連する預貯金の比率が高く（図表5）、

図表5 日米の家計の金融資産構成



(出所) 日本銀行ホームページ資料より作成

直接金融に関連する株式等リスク資産の比率が非常に低い。これは直接金融の資源配分における効率性を損なっているといえる²⁵。このため、家計の金融資産構成のひずみ是正の点からも、市場機能を活用した間接金融の一種である投資信託²⁶の拡大を通じた市場型間接金融の構築が望まれる²⁷。

それから、上述の間接金融と直接金融の補完関係の点でいえば、市場型間接金融としてのシンジケートローンは両金融の補完関係を促進する形態であると言える。

例えば、債券の利回りは発行企業の信用リスク等に基づいて変化し債券の金利や価格が公表されているが、転売市場での売買を前提としたシンジケートローンではそれぞれの信用リスクに対するプレミアムが付いた金利がアレンジャーにより開示されている。このため、銀行貸出に近い形態のシンジケートローン市場が発展し一般のシンジケートローンのプライシングが公表されるようになれば、資本市場におけるようなリスクに見合ったリターンが得ら

25 70年代の石油ショックに伴う株価下落により、家計資産における株式所有比率の高い米国や英国では家計資産の目減りに伴い消費が減少し景気に悪影響を及ぼしたが、家計資産に占める銀行預貯金の比率が高い日本やドイツ、フランスでは株価下落が経済に与えた悪影響は少なかったと述べている。一方、80年代の世界的株価上昇時には、米国や英国では資産効果に伴い消費が増えたが、日本、ドイツ、フランスでは消費の伸びは高くなった。[Allen and Gale (2000)]

26 伝統的な「間接金融」の場合、資金調達者の破綻リスクは銀行に遍在することとなる。「市場型間接金融」に期待される役割の一つは、伝統的な「間接金融」の問題点が顕在化した、いわゆる不良債権問題の反省に立って、幅広い投資主体がリスク負担を行う資金の流れの構造を作るといえるものである [池尾ほか (2006)]。つまり、投資信託のように金融機関だけでなく幅広く一般投資家が参加して、広く薄くリスクを負担 (マイルドリスクテイク) できるような市場型の金融形態が望まれるのである。

27 堀内・池尾 (2004) は、家計部門によるリスク負担が拡大しないのは、家計のリスク選好の問題というよりも、適切な金融手段が提供されないからだと指摘している。

れる金利形成が進み、銀行の貸出金利の適正化が促進されると考えられる。そしてこれにより、銀行の収益基盤が向上し、金融システムの安定性が増すことが期待される。

酒井・前田（2004）は、「アメリカの金融システムと比較したとき、日本の金融構造は、直接金融の発達がいまだ未成熟であることを認識するとともに、間接金融構造にいかに関心を引き出す仕組みを導入するかという視点が求められている」と述べているが、この問いについては、市場型間接金融の導入が1つの答になるのではないかと考える。

次節では、間接金融（銀行）と直接金融（証券）が組み合わさることにより、つまり両者の中間形態と位置付けられる市場型間接金融により、信用リスクの分散化が図れ金融システムの効率性が発揮されることについて実証研究を行う。

4. おわりに

本稿では、間接金融と直接金融の基本的な機能について比較分析し、そこから市場型間接金融はいかなる意味で両者の中間形態であるべきかについて考察を行った。

今後は、本稿と『尾道大学経済情報論集 Vol.6, No.1』で論じた、市場型間接金融により信用リスクの分散化が図れ、金融システムの効率性が発揮されることについての実証研究を合わせ、一つの論文とするよう検討いたしたい。

<参考文献>

- [1] 池尾和人（2006）『開発主義の暴走と保身 金融システムと平成経済』NTT出版
- [2] 池尾和人ほか（2006）『市場型間接金融の経済分析』日本評論社
- [3] 金融審議会（2002）「中期的に展望した我が国金融システムの将来ビジョン」
- [4] 酒井良清・前多康男（2004）『金融システムの経済学』東洋経済新報社
- [5] 高田創・柴崎健（2004）『銀行の戦略転換 日本版市場型間接金融への道』東洋経済新報社
- [6] 高橋琢磨（2006）『金融はこれからどう変わるのか』金融財政事情研究会
- [7] 滝川好夫（2007）『リレーションシップ・バンキングの経済分析』税務経理協会
- [8] 筒井義郎（2000）『金融分析の最先端』東洋経済新報社
- [9] 内藤純一（2004）『戦略的金融システムの創造「1930年モデル」の終焉とその後にくるもの』中央公論社
- [10] 仁科一彦、大野弘明（2006）「新しい金融システム－研究成果と展望」『貯蓄経済理論研究会年報 第21巻』所収 郵便貯金振興会貯蓄経済研究室
- [11] 馬場直彦・久田高正（2001）「わが国金融システムの将来像－変革の圧力と金融当局の

- 役割』『金融研究 第20巻第4号』所収 日本銀行金融研究所
- [12] 堀内昭義 (1990) 『金融論』東京大学出版会
- [13] 堀内昭義・池尾和人ほか (2004) 『日本の産業システム 9 金融サービス』NTT出版
- [14] Allen,F., 1993, “Stock Markets and Resource Allocation” in:C.Mayer and X.Vives,eds.,
Capital Markets and Financial Intermediation, pp.81 – 116 (Cambridge University Press)
- [15] Berlin,M. and L.J.Mester., 1992, “Debt Covenants and Renegotiation” Journal of Financial
Intermediation, 2, pp.95 – 133
- [16] Bhattacharya.S. and A.V.Thakor., 1993, “Contemporary Banking Theory” Journal of Financial
Intermediation, 3, pp.2 – 50
- [17] Boot,A.W.A., A.V.Thakor and G.F.Udell., 1987, “Competition, Risk Neutrality and
Commitments” Journal of Banking and Finance, 11, pp.449 – 471
- [18] Boot,A.W.A., A.V.Thakor. and G.F.Udell., 1991, “Credible Commitments, Contract
Enforcement Problems and Banks: Intermediation as Credibility Assurance” Journal of Banking
and Finance, 15, pp.605 – 632
- [19] Boot,A.W.A., S.I.Greenbaum. and A.V.Thakor., 1993, “Reputation and Discretion in Financial
Contracting” The American Economic Review, Vol.83,No.5, pp.1165 – 1183
- [20] Boot,A.W.A. and A.V.Thakor., 2000, “Can Relationship Banking Survive Competition?” The
Journal of Finance, Vol.55,No.2, pp.679 – 713
- [21] Boyd,J.H. and E.C.Prescott., 1986, “Financial Intermediary – Coalitions” Journal of Economic
Theory,38, pp.211 – 232
- [22] Dewatripont.M. and J.Tirole., 1994,The Prudential Regulation of Banks,The MIT Press, (北村
行伸／渡辺努訳『銀行規制の新潮流』(1996) 東洋経済新報社)
- [23] Diamond,D.W., 1984, “Financial Intermediation and Delegated Monitoring” Review of
Economic Studies, Vol.51,No.166 , pp.393 – 414
- [24] Diamond,D.W. and P.H.Dybvig., 1983, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity” Journal
of Political Economy, Vol.91,No.3 ,pp.401 – 419
- [25] Dymski.G.A., G Eqstein. and R.Pollin.eds., 1993, Transforming the U.S. Financial
System:Equity and Efficiency for the 21st Century,M.E.Sharpe,Inc, (原田善教訳『アメリカ金
融システムの転換 21世紀に公正と効率を求めて』(2001) 日本経済評論社)
- [26] Gale,D., 1993, “Informational Capacity and Financial Collapse” in:C.Mayer and X.Vives,eds.,
Capital Markets and Financial Intermediation,pp.117 – 155 (Cambridge University Press)
- [27] Grossman,S., 1976, “On the Efficiency of Competitive Stock Markets Where Trades Have
Diverse Information” The Journal of Finance, Vol.31,No.2, pp.573 – 585

- [28] Grossman,S.J. and J.E.Stiglitz., 1980, “On the Impossibility of Informationally Efficient Markets”
The American Economic Review , Vol.70,No.3,June pp.393 – 408
- [29] Ramakrishnan,R.T.S. and A.V.Thakor., 1984, “Information Reliability and a Theory of Financial
Intermediation” Review of Economic Studies, Vol.51,No.3, pp.415 – 432
- [30] Steinherr.A. and C.Huveneers., 1994, “On the Performance of Differently Regulated Financial
Institutions :Some Empirical Evidence” Journal of Banking and Finance ,18, PP.271 – 306
- [31] Stiglitz.J.E. and A.Weiss., 1981, “Credit Rationig in Markets with Imperfect Information” The
American Economic Review, Vol.71, pp.393 – 410
- [32] Stiglits.J.E. and B. Greenwald., 2003,Towards a New Paradigm in Monetary Economics,
BANCA COMMERCIAL ITALIANA, (内藤純一・家森信義訳『新しい金融論 信用と情報
の経済学』(2003) 東京大学出版会)
- [33] Thakor.A.V., 1996, “The Design of Financial Systems:An Overview” Journal of Banking and
Finance, 20, pp.917 – 948
- [34] Thakor.A.V., H.Hong. and S.I.Greenbaum., 1981, “Bank Loan Commitments and Interest Rate
Volatility” Journal of Banking and Finance, 5, pp.497 – 510