

経済活動における金融部門の役割

The Role of the Financial Sector in Economic Performance

アンソニー・M・サントメロ**

要 約

序論

金融部門が実体経済に与える影響は微妙かつ複雑である。金融機関が他の企業と区別されるのはバランスシート上の実物資産の割合が比較的小さいからである。このため金融機関が実体経済に与える直接の影響は比較的小さい。しかしながら金融市場および金融機関が経済活動に与える間接的な影響は極めて重要である。金融部門は時間と空間を越えて、貯蓄資金を流動化し資金を配分する。さらにサービスの支払いばかりではなくリスクをヘッジ、集積、分配、値付けすることによって、企業や家計が経済の不確実性に対処できる、一層重要な金融商品を提供する。金融部門が効率的であれば、財およびサービスの生産や取引のコストとリスクが軽減し、従って生活水準の向上に重要な役割を果たす。

本論では効率的な金融システムを維持するための政府の役割に焦点を当てながら、金融部門と経済活動との関係について考察を行う。

第1章 金融部門がない場合の貯蓄、投資および経済活動

比較にあたっての明確な基準を設けるために、金融部門がない場合の経済活動を検討する。

第2章 単純化された金融部門の機能

預金者と投資家との間の直接的な金融取引が行われる単純化された金融部門を導入する。ここでは金融仲介者を導入するが、彼等は投資家の直接的な債務関係を、預金者の選好する金融仲介者自身の間接的な債務関係に変えてしまう。この章では、金融部門を導入することによって実物投資の量および質がどのように改善され得るのか、またそれによって一人当たりの所得がどのように増加し得るのかを検討することに力点が置かれている。

第3章 金融のフローを支える規制

効率的な金融部門を支えていることについて政府の役割を検討する。

金融機関は市場の暴落に対してもろい。これは金融機関の負債の大部分が短期で非市場性の要求払い預金であるのに対し、資産は非市場性の比較的長い期間の投資であるため、一度、金融機関の支払い能力に対する疑念が生じると、預金の取り付けが起こりやすい。また、一部の金融機関へのショックによって、それ以外の金融機関が危機的状況になり、

* 本論文の要約及び翻訳は財政金融研究所研究部で行ったものである。尚、本論文は、Richard Herring (University of Pennsylvania)との共同論文である。

** ペンシルベニア大学ウォートン・スクール教授

実体経済にダメージを与える。このような連鎖を回避することを目的として整備されてきたのがサーキット・ブレーカー・システムである。このシステムは一般的によく機能しているが、逆に預金者の金融機関に対する監視機能を低下させ、金融機関のリスクを大きくする可能性がある。

効率的な金融市場の育成における政府の役割については安定的なマクロ経済状態の維持が最も重要であり、金融市場の信用秩序維持のために決済システムを管理することや、資本市場での情報偏在の弊害を除去することがあげられる。

第4章 過剰規制と規制回避

金融部門に対する政府の介入は必ずしも有益ではない。政府の規制によって、金融システムには手数料、準備預金、税等の直接のコストがかかる。さらに、規制の結果、市場価格はゆがみ、競争が妨げられ、富の移転が生じる。また、金融市場における競争は既存の規制に対して最も影響を及ぼす。科学技術と金融理論の進歩によって金融のイノベーションが進展し、電気通信の進歩によって国境を越えた取引コストが低下する以前は、国家の官僚は国内の金融市場および金融機関に対する規制をかなり自主的に施行することができた。現在でも官僚は自主的に振る舞い続けるかもしれないが、より煩わしい規制の結果、金融サービスの受け手と出し手は少しでも規制の緩い商品や場所に移行しようとし、従って規制対象そのものがなくなり、規制の変更が促されるかもしれない。いくつかの国の官僚が国際金融ビジネスにおける自国のシェアを拡大しようとするにつれて、このような流れはますます激しくなっていく。電気通信と電算化という科学技術の流れによって、金融サービスの受け手、出し手ともに、厄介な規制をくぐり抜けるのが容易になったように思われる。このため安全性、健全性、インサイダー取引、税制に関する国際的な規制の調和ばかりでなく、金融機関の全体的な規制の削減の要望が出されるようになった。

第5章 効率的な金融制度から得られる利益

現在の世界経済において金融機関の構造は柔軟性を求められ、かつコングロマリット化が進行している。こうした金融コングロマリットの形成は、別々の会社が各々特定の分野を扱う場合より収益性が向上するという範囲の経済性を追求したものである。しかし金融コングロマリットの形成の結果、いくつかの潜在的な範囲の非経済性も発生する。また、金融技術の発展によって中小専門金融機関でも効率的な金融サービスの提供が可能になってきた。従って、金融サービスを提供する上でどのような形態が最も効率的であるかを前もって断定しないことが重要であり、複数の形態が存在することで最適な企業の組織構造の下での潜在的利益を実現できるのである。

第6章 国際金融市場の慎重な監督

最も効率的な金融部門を育成する政策、規制を把握するために、金融部門に関係のある政策と規制の評価を行う。金融機関の取扱い分野が増えれば、その分規制も増加し、それに伴って非効率性も大きくなる。逆に規制を制限すれば、金融機関と債権者（預金者）に対する保護は減少するが、市場参加者がそのことを承知していれば、市場は有効なものになる。効率性を実現するにあたっては安定したマクロ経済的環境、競争を阻止するよりもむしろ促進するような規制、安定と信用を保証する政策が必要である。こうした政策を用いれば、実物部門で最大限到達可能な生活水準が提供され得るという目的にそって、金融システムは資本の配分、リスクの集積、分配、再分配といった本来の機能を果たすことが保証される。

第7章 要約と結論

効率的な金融システムは資源の最適配分を促進する。即ち、各市民の消費の可能性を拡大し、企業家や政府にとって資金を有効なものとする。金融機関や金融市場が効率的である時、資本は最も高度にリスク調整された収益を提供すると期待される一番有望なプロジェクトに配分される。また、幅広く整えられた金融手法によって、預金者や投資家はリスクと収益とのより好ましい交換取引が可能となる。

しかしながら、効率的な金融市場は法律、慣習、規制といったインフラを必要とする。効率的な金融システムが要請されるもののほとんどは信用である。金融制度の信用は、投資家が価値を貯蔵するために非生産的な資産を購入するより、むしろ金融市場や金融機関を通じて貯蓄することを促す。こうした信用は金融機関や金融市場の適切な規制によって促進され、金融サービスの利用者に自らが公平な扱いを受けることを保証している。

有効な規制を備えた効率的な金融構造は政府の監視、監督の援助とともに競争市場の利益を兼ね備えている。ところが、こうした規制は等しく金融界を抑圧し、金融フローを混乱させ、近接する金融センターへ機能を移す可能性がある。悪い規制が存在することが全く規制がないより悪いかどうかは議論の余地のある点である。だが重要な点は、より有効な金融規制にむけての行動が経済的厚生を改善するという点である。

問題は金融システムの安全性、健全性についての信用を促進するために十分な規制的監視を維持しながら、静的かつ動的に有効な金融システムの育成に努めることである。過去において、規制者の一部は過少というよりもむしろ過剰に規制するという誤りを犯しがちであった。しかし現在の競争的な国際金融市場において過剰規制というこの傾向は維持できなくなっている。もし維持すれば、機能が失われ、機関は衰退し、経済は沈滞する。国際的に競争的かつ、国際市場において良好に機能するのに必要とされる資本によって実体経済が支えられるような、動的な金融構造を追求する以外に現実的な選択はないのである。

序 論

金融部門が実物経済に与える影響は微妙かつ複雑である。金融部門が他の企業と区別されるのは、バランス・シート上の実物資産の割合が比較的小さいからである。このため金融機関が実物経済に与える直接の影響は比較的小さい。にもかかわらず、金融市場および金融機関が経済活動に与える間接的な影響は極めて重要である。金融部門は時間と空間を越えて貯蓄を流動化し、信用を供与する。重要なことは、金融部門は支払いサービスばかりでなくリスクをヘッ

ジ、集積、分配、値付けすることによって、企業や家計が経済の不確実性に対処できるような重要な生産財を提供することである。金融部門が効率的であれば、財およびサービスの生産や取引にかかるコストとリスクとを軽減し、したがって生活水準の向上に重要な役割を果たす。

本論では、効率的な金融システムを維持するための政府の役割に焦点を当てながら、金融部門と経済活動の間関係についての考察を行う。議論はいくつかの章に分けて進めて行く。第1

章では、比較のための基準を明確にするために、金融部門がない場合に経済活動がどのようなものになるかを検討することから始める。第2章では議論を進めて、預金者と投資家との間の直接金融取引を行う単純化された金融部門を導入する。そこでは金融の仲介者というものを考えるが、彼らは投資家の債務を、預金者の好むような金融仲介者自身の債務に置き換えるのである。この章では、金融部門によって実物投資の量および質がどのように改善され得るのか、またそれによって一人当たりの所得がどのように増加し得るかに力点が置かれている。

第3章では、効率的な金融部門を支えている政府の役割が検討される。ここでは、いくつかの金融機関が暴落に弱い理由と、このことが経済機能に対して与え得る結果について説明を行う。そして、サーキット・ブレーカー・システムの再検討を行うが、このシステムは金融システムの一部に対する衝撃によって他の金融機関が破壊され、実体経済がダメージを受けることを回避するために社会的に発展してきたものである。さらに、効率的な金融市場育成における政府の役割についても考察を行う。

第4章では、金融部門に対する政府の介入が必ずしも有益ではないことを明らかにする。金融構造および実体経済両面で、規制の持つ潜在的で有害な影響について再検討を行う。また、規制がもたらす最終的な効力を左右する競争力に力点を置く。科学技術と金融理論の進歩によって金融のイノベーションが促され、電気通信の進歩によって国境を越えた取引のコストが低下する以前は、国家の監督機関には国内の金融市場および金融機関に対する規制については相当程度の自主性が確保されていた。現在でも監督機関は自主的に行動し続けるかもしれない。しかし、規制がより煩わしいものとなると、金融サービスの受け手と出し手は少しでも規制の緩い商品や場所に移行しようとし、したがって規制対象そのものがなくなってゆき、規制の変更が促されるかもしれないのである。このダイナミックな過程は、幾つかの国の監督機関がよ

り多くの国際金融ビジネスを活発に求めるにつれてますます激しくなっていた。電気通信と電算化の科学技術的な進展によって、金融サービスの受け手、出し手ともに、厄介な規制をくぐり抜けるのが容易になったように思われる。このため、安全性、健全性、インサイダー取引及び税制に関する規制を国際的に調和のとれたものにする要望だけでなく、金融機関の全体的な規制を削減する要望も出されるようになった。

第5章では、現在の世界経済において発展しつつある金融機関の構造について考察を行う。こうした構造変化を引き起こす利点を明確にすることに注意を向けて、多国籍金融機関や専門会社の形成過程について再検討を行う。多国籍金融機関の形成の結果発生するコストだけでなく、潜在的な社会的便益についても検討する。その後で、社会が最適な企業組織構造から得られる潜在的利益を実現できるような適切な政策および規制について分析を行う。

第6章では、最も効率的な金融部門を育成する政策、規制を明確にするために、金融部門に関係のある政策と規制の評価を行う。ここでは効率性というものに、安定したマクロ経済環境、競争を阻害するよりもむしろ促進するような規制及び安定と信頼を保証する政策基準が必要とされることが示される。こうした政策を用いれば、実物部門が最大限到達可能な生活水準を提供することができるように、金融システムが資産の配分、リスクの集積、分配、再分配といった本来の機能を果たすことが保証されるであろう。第7章では簡単な要約と結論が述べられている。

・金融機関が存在しない場合の貯蓄，投資

および経済活動

経済活動の拡大に金融機関がどのような役割を果たしているかを理解するためには、金融機関のない状況を基準として話を始めるのが有効である。金融手段のない状況では、各家計は必然的に自前で金融の機能を行きし、貯蓄や投資の決定も、そうした資産を社会の他の地域で使った場合の機会費用を考慮せずに自主的に行われる。

経済活動に影響を及ぼす基本的な三つの決定、すなわち(1)いくら貯蓄し、貯蓄のフローをどのように配分するか、(2)いくら消費に回すか、(3)手持ちの資産ストックをどのように配分するか、といったことは、家計の機会、現在および将来見込まれる収入、嗜好、健康状態、家族構成、物やサービスの費用、個々人の将来的信用に依存している。家計間でパートナー取引が行われている場合でも、生産の専門化は多少進行するであろうが、専門化の程度は家計が自前の金融を行うという必然性のために著しく限定されたものになる。

金融フローの構造は「資金フロー」と呼ばれる分析手法によって把握することができる。経済を通じての資金の流れをたどるにはこれは有効な手法である。この方法はほぼ半世紀の間、経済の金融面および実体面との相互作用を評価するために使われてきた(Copeland(1955), Goldsmith(1965))。その分析方法で基本となるのは、各経済主体の一定期間、通常は1年、を通じた調達及び運用の報告書である。今論じているケースでは、経済主体は家計であり、調達と運用の勘定(第1表参照)には個々の家計のバランス・シートの一年を通じた変化が反映されている。したがって金融手段が存在しないという仮定の下では、資産はすべて実物資産であり、負債は存在しない(第1表では、後に論じる金融手段に関わる部分は灰色になってい

る)。実物資産の変化、ここでは財の貯蓄、は貯蓄もしくは純価値の変化を反映しており、また貯蓄の減少にともなって実物資産も減少する。

表1 家計の資金調達と運用

運用	調達
△ 実物資産	△ 自己資本 (貯蓄)
△ 株式	△ 金融負債
△ 直接金融資産	△ 海外金融負債
△ 間接金融資産	
△ 政府債	
△ 海外資産	
△ 総資産	△ 総負債と自己資本

個々の経済主体の調達及び運用の勘定を統合すれば、経済全体の資金フローのマトリクスが得られる。例として2つの家計を考えよう。このケースは第2表に示してある。第2表には他の部門も記されているが、ここでは部門間をつなぐような金融手段は存在しないことを仮定しているのでこれらは無視してかまわない。後で論じるこれらの部分は灰色にしてある。

この例では、各家計の状況を以下のように設定する。家計1は現在所得の80単位を貯蓄しているが、家計2では40単位しか貯蓄していない。仮に、各家計がそれぞれの実物資産に対してまったく同じ率で収益をあげられるように生産の機会が配分されているとすれば、この経済は金融部門なしでやって行けるのである。しかし、投資機会や意図した貯蓄というものは家計間で大きく異なりがちなことから、こうした結果はほとんどありえない。さらに、貯蓄の多い家計の方がその貯蓄に比例してより多くの投資機会を手に行けるといえるという保証はないのである。

表2 金融部門のない経済における資金運用表

部 門	家計1		家計2		非金融企業		金融機関		それ以外		総 計	
	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達
貯 蓄		80		40								120
実 物 資 産	80		40									120
株 式												
直 接 金 融 資 産												
金 融 負 債												
間 接 金 融 資 産												
海 外 資 産												
海 外 負 債												
総 計	80	80	40	40							120	120

例えば、もし家計2が家計1の投資機会よりかなり高い収益をあげられる投資機会に投資をしようとしても、その投資が家計2の現在の貯蓄を大きく超過するならば十分な貯蓄がなされるまでその投資は延期されるであろう。同様に、家計1が魅力的な投資機会を持たない場合、家計1は収益の低い投資計画を行うか貯蓄に向ける額を減らすかもしれない。社会の貯蓄フローの配分が非効率であり、投資全体の効率が他の状態よりも低いのである。資本構成の質と将来の産出の量とも損害を被り、またこの経済の生活水準も、家計1がその資産を債権と引換えに家計2に移転しようとする場合よりも低くなるのである。

債権とは、その保有者が将来他の経済主体から支払いを受ける権利を与えられた契約である。実物資産とは違い、債権によってその保有者が一定の物質的なサービスを受けられるわけではない。むしろ債権の価値は、一定の支払いがあ

る期間の後に戻ってくると期待されることにある。債権は価値のまとまりであり、また時間を越えた所得再分配の手段であるが、これは貯蓄者が実物資産の投資機会から期待できる一定のサービスよりもはるかに魅力的なものである。

以上の単純な例を仮定すると、家計1と家計2の間で契約を結ぶことが考えられる。家計1の実物資産と引き換えに、家計2は家計1に対して、家計1が実行可能な投資機会よりも魅力的な支払いの型を約束するような債権を出すことができる。この家計1と家計2の資産の再配分によって、この社会の資本構成における収益は増加し得るのである。事実、家計1自身の実物投資機会よりも魅力的な債権に投資すれば、家計1の貯蓄は増加し、その結果資本構成の質ばかりでなく総量も増加する可能性すらあるのである。^(注1)

(注1) 金融商品からより多くの収益が得られれば、貯蓄を助長されるが、その反面貯蓄者は低い金利の貯蓄を資本ストックに仕向ける。このように理論的には貯蓄金利全体の期待収益の影響はあいまいである。各国の経験的研究ではこの問題は解決していない。金融商品からより多くの収益を得られると家計は実物資産より金融商品に貯蓄を配分する(また開放経済のもとでは、海外から国内資産にシフトする)。効率的な金融市場では金融債権は高い、しかもリスク調整された収益が得られる事業に向けられるため、貯蓄金利が上がらなくても、収入と総貯蓄は上昇する。

・単純化された金融部門の機能

2 - 1 直接金融請求権の伴った経済

金融部門がどの程度、経済に影響を与えるか調べるために、前述した直接金融請求権（実物資産に投資している人々の負債を所有している最終的な貯蓄者が保有する請求権）を導入してみよう。もっと簡潔に説明するために、経済に流通部門を導入しよう。企業は、直接金融負債を発行する事によって得た資金で、実物資産に投資する事に特化する一方、家計は、貯蓄とこれらの金融請求権に投資する事に特化していると、想定しよう。金融請求権は、資金運用表の中では企業の負債勘定としてみいだせるが、家計の資産としても計上される。しかし、実物資産はそれらを所有する部門のバランス・シート上のみ、計上される。部門の関係は、一部門の全ての数字を足し合わせる事によってのみ、見いだすことができる。もちろん、集計は、（起り得るならば）部門内の金融相互作用の詳細を明らかにするだろう。というのは、金融資産と金融負債は相殺されており、ある一部門の実物資産とは、その部門の各単位の実物資産の総計を意味しているからである。

表3の資金運用表は、このようなシステムを説明している。表3は、表2の資金運用表と3点で異なっている。すなわち、(1)企業は実物資産の大半を所有している。(2)家計は、かつては、ほとんどの実物資産を所有していたが、今ではその代わりに、企業に対する直接的な金融請求権を保有している。(3)家計貯蓄は、より生産的な用途に実物資産を再配置することによって高められるであろう所得水準を反映して（勝手に）10%ずつ増大してきた。

どのような要因によって、このような資産の再配置は可能になるのか。また、何が原因で家計は実物資産を企業に対する直接金融請求と交換するようになったのか。単純な答は企業が提

供する直接金融負債は、実物資産そのものに投資することから得られると予想するよりももっと魅力的な収益率を約束するからというのが簡単な答えである。要するに、彼らは、実物資産から金融請求権の購入にシフトする。というのは、そうすることが、より収益性が高いと判断したためである。しかし、この回答は、貯蓄者が実物資産をあきらめて、直接金融請求権に乗り換えるために克服されなければならないいくつかの重要な障害物を無視している点で皮相的である。

基本的な問題は、一旦、貯蓄者が直接的に実物資産に投資しなくなったら、その行動が金融投資の収益を決定するような人々のパフォーマンスについて心配しなければならないことである。貯蓄者は、立派な投資決定を行う企業を選択しなければならない。即ち、極めて生産的な機会に恵まれた能力のある企業と貧しい見通しを持った無能な企業を区別する事の困難さが存在しているのである。さらに彼らは自分自身がモラルハザードに陥る心配をしなければならない。すなわち、企業が貯蓄者から資源を取り入れたならば、企業はコミットメントを尊重しないかもしれない。利益に反する選択とモラルハザードから身を守るために貯蓄者は、貯蓄の再配分をどうするかを決定するためにかかりの量の資源を費やさなければならない。その行動の中には以下のようなものが含まれる。(a)企業に関する情報を収集し、分析すること、(b)貯蓄者を利用する企業の機会を制限するような契約を交渉すること、(c)企業のパフォーマンスを監視する事、さらに、必要であれば、(d)契約を守らせることである。貯蓄者である各個人がこのようなコストを被り、企業のファイナンス欲求が相対的に個々の貯蓄者の資源に比べて大きいならば、情報及び取引のコストは、非常に大きく

表3 直接金融請求権を伴った閉鎖経済における資金運用表

部 門	家 計		非金融企業		金融機関		政 府		それ以外		総 計	
	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達
貯 蓄		130										130
実 物 資 産	10		120									130
株 式	20			20								20
直 接 金 融 資 産	100			100								100
金 融 負 債												
間 接 金 融 資 産												
海 外 資 産												
海 外 負 債												
総 計	130	130	120	120							250	250

なるので直接金融は実行できなくなる。

金融市場のインフラは、このようなコストを低減させている大抵の先進国で発展した。会計基準、情報公開法、格付機関は、こうしたものがあれば、個々の貯蓄者が負担するであろう情報のコストを低下させている。慣行や証券法、司法上のシステムを定める事は、金融契約を交渉したり、遵守させたりするコストを低減する。銀行家は、直接証券の発行を引き受け、最終的な貯蓄者に分売するために小口額面に分け、借り手のニーズと貯蓄者の嗜好性をマッチすることを容易にするかもしれない。これらの市場、慣行、制度のために、少額の貯蓄者がこれらの取引に係わり、その富を再配置することによって、与えられたリスク水準に対してより大きなリターンを達成することが可能になる。直接請求権が取引される流通市場の発達には、また、預金者が喜んで実物資産を直接金融請求権に交換させる機会を増やす。最近までの直接請求権の取引価格を公表する組織化された市場と同様、貯蓄者と投資家をマッチする仲介者は、直接金融取引の効率性を高める。彼らは、新発の直接請求権の値付けや分散化した経済活動を調整する際、価値のある価格シグナルを送る。また、仲介者の出現によって、新たな直接金融請求権の発行の際の調査及び情報コストは低下する。

さらに、直接金融請求権に対する流通市場の流動性への信頼のおかげで、貯蓄者は償還期限が長い請求権を受け入れるようになる。実際、流通市場は、直接金融請求権を売却する計画を持ってない貯蓄者にとってさえ価値がある。不確実性は経済生活の特徴として広がっており、所有しているポートフォリオの再配置や消費を増やすために、流動的な流通市場で直接金融請求権を売却できれば、貯蓄者が喜んで実物資産を金融請求権に交換するのを促進する貴重な手段となる。

この流通市場における流動性は、定価で直接請求権を売買するディーラーを通して高められる。彼らが、そうすることができるのは、このような請求権の在庫を所有しており、他の市場参加者よりもうまく潜在的な売り手と買い手にアクセスすることができるからである。仲介サービスの提供によって、ディーラーは、市場に対して別の水準の信頼性をもたらす。さらに、家計部門が喜んで直接金融取引に関わる機会を増加させる。

2 - 2 金融仲介を伴った金融部門

それにもかかわらず、取引と情報に対する費用がかかるため、何人かの貯蓄者が企業に対する直接金融請求権を購入するのが困難になる人

もいる。貯蓄者と借り手がこのような取引と情報のコストを著しく減少させることができれば、金融仲介が盛んになる機会が生まれよう。金融仲介者は直接金融請求権を購入し、自社の負債を発行する。本質的には、金融仲介者は直接請求権を間接請求権に変換しているのである。このような機関にとっての基本的な理論根拠は、最終的な借り手が支払う金額と最終的な貯蓄者が受け取る金額が一致するまで仲介が行えるため、直接取引で必要と思われるスプレッドよりも貯蓄者と借り手を仲介する方が安く行えるということである。もし、間接的な請求が最終的な貯蓄者にとってより魅力的であり、最終的な借り手が最終的な貯蓄者へ直接ではなく金融仲介者を通しての方がより魅力的な価格で直接請求権の販売を行えるならば、金融仲介者は、金融システムを効率的に動かせる。

金融部門は、多くの機関（銀行、貯蓄銀行、協同組合、保険会社、投資銀行、ミューチュアル・ファンド、金融会社や、その他の機関）を通じて貯蓄者や投資家へ多くの異なった金融商品を提供している。機関は、生産ラインに沿って分けられており、別個に規制が行われている国もある。例えば、大抵の国では、預金獲得機関は保険会社とは区別され、規制されてきたのが普通だった。また、預金獲得機関を証券会社と区別するのが伝統である国々もある。しかし、金融機関を区別してきた垣根が徐々に消滅している。（傾向については、セクション で検証する）

議論の便宜上、典型的な金融機関として貯蓄金融機関をとりあげる。貯蓄機関は、通常、生産ラインに沿った金融機関の分離を要求する国内で最大の金融機関であり、かつ専門化を要求しない金融コングロマリットの核である。さらに、貯蓄機関は決済システムの中で中心的な役

割を果たしており、各先進国内で、また徐々に国際的にも規制されている。

直接金融請求権のみの経済での資金運用表（表3）と金融請求権の直接と間接両方の経済での資金運用表（表4）とを比較すると、金融に関するより複雑なパターンが読み取れる^{（注2）}。家計部門は保有する直接金融請求権の多くを間接金融請求権一すなわち金融会社に対する請求権に変換した。同様に、非金融機関のほとんどの直接金融請求権が金融会社によって保有されている。また、個々の家計の借入規模は直接金融請求権を発行する固定費用を保証するほど大きくはないことから、家計部門は金融機関からの借入について比較的良い機会を得ているといえる。金融仲介機関の導入が資本配分を改良し所得レベルを上昇させるという仮説通りに、家計部門の貯蓄と不動産資産は増加した。この例でも総家計貯蓄が130から140に増加した点に注目されたい。

しかし、どのようにすれば金融機関は、家計部門と非金融会社との直接的な市場取引よりも効率的に預金者と投資家を結び付けることができるのであろうか。借入者や預金者にとって仲介機関が比較的効率的であるということにはいくつかの要因がある。第1に、金融仲介機関は家計部門よりも低コストで、かつより多くの専門的知識を用いて信用価値に関する情報を収集し選択することができる。また信用価値に関する情報が機密なものや独占的なものであった時には、借入者は格付機関や市場全般の多数の個人の貸手に情報を公開するよりも金融仲介機関と取引する方を好むであろう。

第2に、交渉やモニタリングや金融契約の実行の取引費用は、家計部門よりも金融仲介機関のほうがより少ない。なぜなら、法律や実務の専門スタッフを抱える固定費用への投資によっ

（注2） 部門によって循環を組み合わせる慣習によって多くの複雑さが隠されてしまっている。金融会社間の金融循環は、しばしば他部門に対する循環に大変広く関係している。例えば、外国為替市場での銀行間取引は総量の凡そ90%を占めており、またユーロカレンシー市場での銀行間取引は事実上全体の3分の2を占めている。

表4 閉鎖経済における資金運用表

部 門	家 計		非金融企業		金融機関		政 府		それ以外		総 計	
	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達
貯 蓄		140										140
実 物 資 産	20		139		2							161
株 式	15			20	11	6						26
直 接 金 融 資 産	20				109							129
金 融 負 債		15		129		116						260
間 接 金 融 資 産	100		10									110
海 外 資 産												
海 外 負 債												
総 計	145	145	149	149	122	122					416	416

て実現されうる規模の経済が存在するためである。さらに、借入者のその他の金融取引を扱うことによって、金融仲介機関は債務者の信用価値の変化をモニターするのに良いポジションにある。

第3に、金融仲介機関は借入者の好む性質を持つ直接金融請求権を、預金者の好む性質をもつ間接請求権に転換することができる。これは、借入者が比較的長期にわたって多くの量を必要とし、一方、預金者は短期間に少額の請求権を持つのを好むために起こる。多くの預金者を抱えることによって、金融仲介機関は借入者と預金者の両方の選択の便宜を図ることが可能となる。

第4に、金融仲介機関はリスクを減らすことやヘッジすることにおいて、比較優位を持っている。予想が全く相関していない異なる借入者の直接請求権を多く購入することによって、金融仲介機関は、ポートフォリオ内のそれぞれの直接請求権から成る同じサイズのポートフォリオと比較して、直接請求権のポートフォリオの価値の変動を減らすことができる。多様化によって、金融仲介機関は被るさまざまなリスクを減らし、ヘッジする費用を減らす。

結論としては、金融仲介機関は借入者のリスクのある、長期的な、非流動的な直接請求権

を、預金者の好む安全な、短期の流動的な請求権に転換することができる。実際、貯蓄機関では相当な比率のこれらの間接請求権を要求に応じて額面で買い戻しすることができ、決済システムの重要な一部となっている。それゆえ、高度に発達した金融システムにおいては、家計部門が比較的直接的な金融請求権をもつことが少ないということは驚くことではない。例えば米国においては、直接的な金融請求権の10%程度しか家計部門によって保有されていない。

2 - 3 金融部門の完成：政府および海外部門の追加

より現実的な資金循環表は2つの追加的部門を含んでいるため、われわれの例とは異ってくる。第1は政府部門であり、これは2つの別個の方法で資金循環に影響を及ぼす。金融部門に対してマネーサプライの準備金を提供する負債を発行する。また、税収が政府支出を下回る程度まで支払いをファイナンスするために負債を発行する。現代の政府は、政府行動をファイナンスするために貯蓄を求めて競い合うために、ますます深く資本市場に参入してきた。財やサービスの購入のために政府支出が望まれることや、所得の再分配がしばしば税収を超えることから借入ニーズが発生する。この不足を

表5 開放経済における資金運用表

部 門	家 計		非金融企業		金融機関		政 府		そ の 他		総 計	
	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達	運用	調達
貯 蓄		145					33				33	113
実 物 資 産	25		152		2		7			28	186	28
株 式	17			32	11	9			15	2	43	43
直接金融資産	20				119		10				149	
金 融 負 債		17		139		110		40				306
間接金融資産	100		22								122	
海 外 資 産	2		5		20					27	27	27
海 外 負 債		1		8		33		10	42		42	52
総 計	164	164	179	179	152	152	50	50	57	57	569	569

ファイナンスするために、財務省は他の借入者との競争の中で直接請求権の供給者として市場に参入する。

さらに、各国の経済がますます相互依存が深まるにつれ、あらゆる種類のクロスボーダーの金融取引があたりまえとなった。生産の国際分業と同様に、金融サービスにおける比較優位を基本とする国際分業は能率を高めるものである。金融資産の取引に対し国を開放することは、原始経済に金融手段を導入することで観察したのと同様の優位性を提供するものである。世界の貯蓄がより効率的に配分されることによって全ての国の国民所得が増加するであろう。

海外の機関との競争もまた、費用を削減し製品の範囲を広げようとするイノベーションを刺激するものである。さらに、より広い範囲の金融手段は多様化の範囲を広げ、国の特殊なリスクを減らすものである。クウェートは、国際的に多様化した資産のポートフォリオを維持することでリスクを減らす効果を示す、厳然たる、しかしタイムリーな例である。

表5には政府部門と海外部門を含めた完全な資金運用表が示されている。この例では、世界資本市場に対し経済を開放することの利益に対応して、家計貯蓄が146増加している。政府に

は33の赤字が見られるが、これは同じだけの国内貯蓄の縮小を引き起こしている。さらに政府は国内投資家に対し50-40、また海外投資家に対し10の負債を発行している。これらの資金は国家のインフラといった実物資産に7の投資が行われ、ある種の活動を奨励するための援助の貸出といった国内金融請求権の購入に10の投資が行われる。

海外部門によってこの表は完成される。この例では経済は28の赤字を現在計上している。この不足分は、国内経済に負債と株式の両方を供給するネットの資金流入によって、また国内経済が保有する海外資産を引き下げることによってファイナンスされている。

・金融フローを支える規制

金融部門の経済に与える影響を考えると、金融機関や金融市場が規制を必要とするということは驚くに値しない。規制は投資家（資金供給者）と同様に債券の発行者（資金需要者）にも恩恵を与える。規制はまた、情報収集コストを引き下げる点で、金融仲介者やその顧客にも有益である。そのうえ金融機関は安全であるという信用の維持はマクロ経済の安定にとって不可欠である。（Guttentag and Herring（1987）and Santomero（1992））我々は、まず金融仲介者の一つの重要なカテゴリーである銀行に対する規制と管理を吟味し、次に金融市場の規制について検討したい。

3 - 1 銀行はなぜ規制を正当化するのか

今まで見てきたように、銀行には構造的なもろさがある。なぜなら、銀行は額面償還を約束してきた短期負債を使って完全には市場化されていない直接請求権の所有者に資金供給しているからである。加えて、銀行は借入側、預金者双方に利益のある、期間変換のサービスを行っているが、それによって銀行はリスクを負うことになる。^{（注3）}

我々が見てきたように市場の不完全性は銀行の保有する貸出債権の基本的な特徴である。^{（注4）}銀行が持つ直接的請求権については不完全な市場しか存在しないということは、市場は銀行の資産価値について情報を直接提供しないということを意味している。このため、間接的請求権の保有者（預金者）は銀行の支払い能

力をすぐに評価することは出来ず、銀行の資産の市場価値が預金負債の約束された価値を上回っていると断定できないのである。

預金者は引き出したいときにいつでも預金を引き出すことができると思われる銀行に資金を預ける。投資の基準はおよそ不確定的で、最初から明確に定めることはできない。従って、金融機関は短期だが期日が不確定な預金で資金調達した不完全な市場性資産を使って、長期に投資するという、厄介なポジションを持っている。もし（十分大規模な銀行であり）預金が無作為に引き出されるならば、引き出し行為は統計的に予見可能である。しかし、もし預金者が銀行の支払い能力について関心をもつようになれば引き出しは組織的になり、銀行の流動性が損なわれ支払い能力が欠如してくる。

実際、不完全な市場性資産をかかえる銀行の経営者は資産価値を批判的に評価する情報を制御し、資産価値が低下していると評価する情報を隠そうとするかもしれない。銀行の経営者は情報の開示を遅らせることで資産価値が回復する時間を確保し、預金者が取付け騒ぎをおこさないことを望むかもしれないのである。

勿論、銀行の経営者には不完全な市場性の貸出債権の価値が悪化していることを隠すという動機があり、またその能力があるということに預金者は気づいている。預金者はまた、銀行が普通高い比率でレバレッジしているため、貸出債権のわずかな価値の低下でも純資産価値の大きな低下を招くということも認識している。故

（注3） 銀行規制の理論的根拠の議論はBlack, Miller, Posner(1978), Corrigan(1987), Guttentag, Herring (1987, 1988), Kareken, Wallace(1978), Santomero(1992)を参照。

（注4） なぜ多くの事業貸出が市場性を有しないのか、また、なぜ証券以上に、そのような貸出が資金調達者に好まれるのか、その理由についての広範な議論についてはGuttentag, Herring(1986c), Santomero(1988)を参照。

に、もし悪いニュースが銀行の貸出債権の価値に対する疑惑を呼ぶようなことになれば、貸出先の企業には支払い能力があると銀行の経営者が断言したにもかかわらず、債権者は即座に銀行の純資産価値の評価を下げるだろう。

もし預金者が額面価格での預金債権の払い戻しを即座に要求しなければ、債権者の信用の失墜による深刻なダメージをうけることはない。説明する時間があれば、銀行は純資産が本当にプラスであるということを読得できるだろう。仮にそれができなくとも十分な時間があれば、支払い能力のある銀行は損失なしに預金債務を支払うことができる。しかし、もし預金者が額面価格で即座に預金債権の払い戻しを提示すれば、銀行は損失覚悟で不完全な市場性しか持たない貸出債権の流動化を急がねばならなくなるだろう。この場合、銀行はいつも支払いよりずっと高い金利で借りなければならぬか、借入人の投資期日以前に貸出金を回収しなければならない。

一旦、取付けが始まれば、取付けは自己増大する傾向にある。銀行にとって不利な価格で貸出債権を売り、非常に高いレートで借入れを行っているといったニュースは、現在の預金者ばかりでなく、潜在的な預金者の信用をも崩してしまう。十分な時間があれば銀行が負債を全て償還できると信じる人々までもが取付けに加わったり、取付けに伴って貸出債権の流動化を急ぐあまり、かかる費用が銀行を支払い不能状態にする恐れがあると考えられるのも当然であろう。(注5)

知識のある預金者は、最も市場性のある貸出債権ははじめに売り払われるため、流動性の欠如に伴う損失は取付けが起きるにつれて大きくなる傾向にあることを知っている。また、銀行

の純資産がゼロに近づくほど、銀行の経営者は業務をやめ、次第に一か八かの賭けをするようになることが分かっている(Herring and Vankudre (1987))。このように、事実であろうとなかろうと、資産価値の低下により支払い不能の可能性があるという認識を持ってしまえば、銀行の純資産を徐々に破壊する行動をとる債権者を誘発し、やがて支払い不能が現実のものとなる可能性がある。

この取付けに対するもろさは、厳密な意味での一銀行やその顧客の個人的な関心というより、公的な政策の問題である。なぜなら一銀行の支払い能力の信用の失墜は他の銀行の信用の失墜につながるからである。このような取付けは3つの経路を通じて起きる。(1)銀行から流出した現金は再び銀行制度のもとに預金されないため、銀行は準備預金を取り崩す。(2)銀行は破綻になった銀行に対する債権が実際にある、またはあると疑われる。そして(3)他の銀行の預金者は、自分が預金している銀行が破綻に陥った銀行と同じ衝撃にさらされていると疑う。

破綻した銀行から現金が引き出されると、現金は他の銀行にも再預金されず、銀行は流動性危機に直面する。しかし、もし金融当局が銀行の準備預金の水準をもとにもどすように素早い行動をとれば、この取付けの原因は中和される。現代の金融当局のほとんどは銀行の準備預金を統制する責任があると自認しているため、我々はこの取付けの原因を歴史的関心事としてしか認識していない。(注6)

一方、預金取扱機関が破綻した預金取扱機関に債権を有しており、かつその債権が債権者たる預金取扱機関の資本金にほぼ相当する大きさのものである場合は取付けが起こるであろう。この危険は一日物の銀行間信用が決済銀行の

(注5) 「悪い決算報告、他の銀行の破綻の一般的な観察、否定的な政府見通しや黒点」などによる、期待のシフトにより引き起こされる銀行破綻に銀行が巻き込まれるモデルについてDiamond, Dybvig (1983)を参照。

(注6) Benston, Kaufman(1986)は取付け騒ぎが広がる原因について分析し、金融危機の原因となったという、ごく限定的な証拠を発見している。

資本金にほぼ相当する国々の支払い決済制度においてとりわけ深刻である。(Humphrey (1986))。(注7)

銀行間リスクのタイムリーなデータ(上記の例では資金フローを相殺したものであるが)が不足しているため、銀行間市場での取付けの可能性が高くなってしまふ。ある銀行がトラブルにまきこまれたとき、別の銀行がこの銀行に対するエクスポージャーを把握するのはしばしば困難であり、債権を有する他の銀行の当該銀行に対するエクスポージャーも把握が難しい。また、ノンバンクの債権者は時宜を得た情報はほとんど入手できない。このため、ある銀行が破綻し、2つの銀行が相当な銀行間取引をしているならば、取引相手の銀行の支払い能力についての関心が高まる(Guttentag and Herring (1985, 1986 b, & 1987), Faulhaber, Phillips and Santomero (1989), and Herring (1985))

最後に、ある銀行が破綻した銀行と似通ったポジションをとっており、同一の経済的混乱によって状況が悪くなると考えられるならば、破綻もまた伝わってしまうだろう。大手銀行が破綻したときには、これはもっと重大な問題となる。銀行が大きければ大きいほど、破綻は一般の関心をひき、一般の銀行制度や、とりわけ似通った大手銀行の信用を危うくする可能性が高まる。さらに大手銀行の破綻は普通、横領や他の特殊な原因によるよりも、むしろ大きな意味で資産の価値に影響を与える経済的混乱が原因となって起こる。大手銀行は同じ国内市場、国際市場で競っているため、一般に同じ様な費用と需要状況に直面し、同じ様なポートフォリオ

を持つようになる(Mayer (1975))。

取付けの可能性が明らかである一方で、とりわけ近年では取付けが必ずしも金融危機の重大な要因になるとは限らない。(注8)金融のセーフティ・ネット、即ち銀行制度を保護する一つの制度的メカニズムは銀行破綻の連鎖を防ぐ事に大部分は成功している。こうした連鎖が関心の的になっているため、セーフティ・ネットが存在しているのである。

3 - 2 セーフティ・ネットの役割

一つの銀行から別の銀行へショックが伝播することが金融危機を引き起こすかもしれないが、(注9)これを防ぐために、ほとんどの国々は銀行制度からショックの拡大を防ぐ、金融のセーフティ・ネットを発展させてきた。図1に描かれたように、セーフティ・ネットは様々な段階で金融危機が起こるのを予防する一連の手段として考えられている(Guttentag and Herring (1989))。

金融危機のごく初期の段階では銀行が支払い能力を失うようなショックにさらされる。経済状態の悪化がこうしたショックが起こることを助長したり、銀行の経営者がより大きなリスクを負うことに合意したり、あるいは銀行の資本ポジションが悪化したりするためこのような事態に陥る。(注10)

もしショックが引き金となり債権者に銀行の支払い能力に対する疑問を抱かせるようなことになれば、前節で検討したように、銀行制度を通じて流動性問題、支払い能力問題が広まり、銀行破綻に到る。(第1図の中央列に描かれて

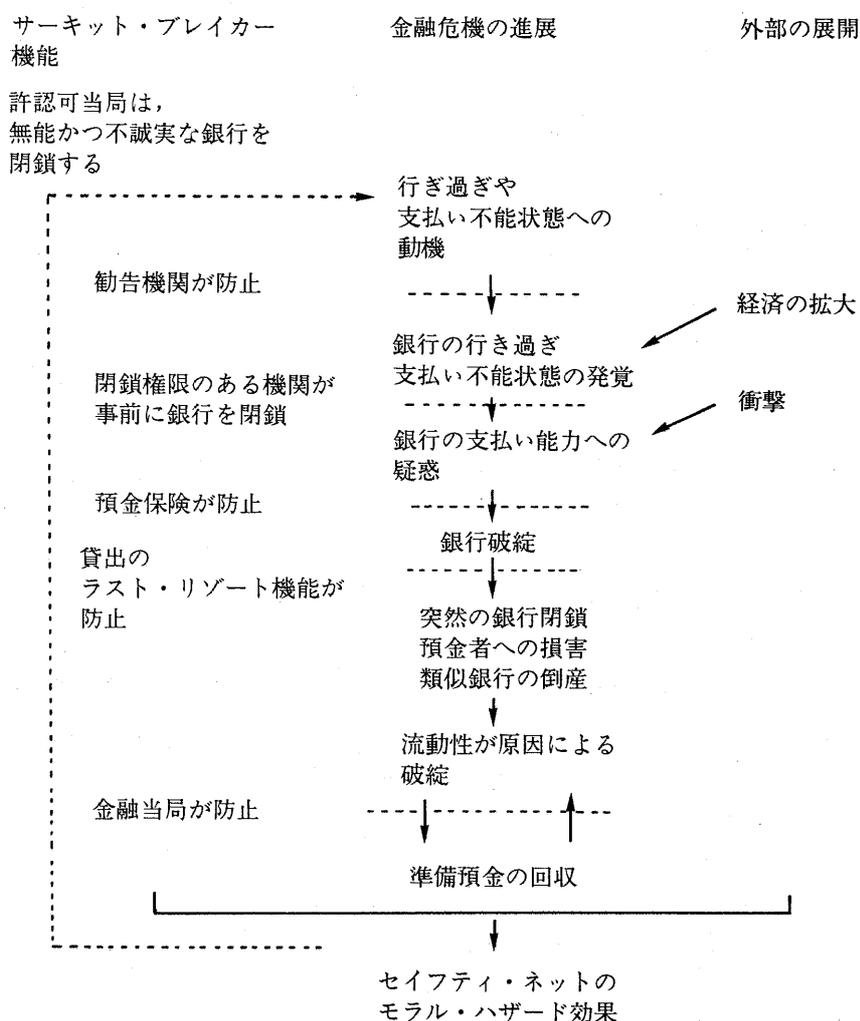
(注7) 1984年4月30日のContinental Illinois National Bankが倒産する直前、66の銀行が資本を越えた額、113の銀行は資本の50%から100%の額でContinentalに資金をさらしていた。Finance and Urban Affairs, Committee on Banking(1984)の付表参照。

(注8) Saunders(1987)は研究をまとめ、戦後、取付けの広がりを示す証拠はほとんどないと結論している。

(注9) 取引残高、資金調達者、支払い制度に対するインパクトに焦点をあてた銀行破綻の社会的費用についての議論はGuttentag, Herring(1987)を参照。

(注10) 好景気により銀行経営者は衝撃の可能性を過少評価するようになり、その結果、不本意ながら過度の支払い不能状況に陥るといふ油断ならない可能性がある。(Guttentag, Herring(1984, 1986a))

第1図 銀行のセイフティ・ネット



いる)この一連の出来事は金融のセイフティ・ネットの構造の動機づけになっている。セイフティ・ネットに含まれるサーキット・ブレイカーはいくつもの点でこの一連の出来事を止め、金融構造と実体経済の健全性を保つように設計されている。特定の機能を付加する政府機関は国によって異なり、ある機能は特定の国の特定の政府機関に割り当てられているので、セイフティ・ネットの構成要素は機能の見地から記述するのが最も良い。

- ・免許機能は債務超過のエクスポージャーを持つようとするような、軽率で、不適任で不誠実な銀行の経営者を審査する。
- ・ある銀行の経営者が支払い能力を危うくするようなショックに銀行をさらす場合、勧告機関がそれを防ぐ。
- ・銀行が債務超過と思われる状態になり、大きな金融不安が起きるのを勧告機関が防げない場合は、銀行が支払い不能に陥り預金者に損失が及ばないうちに、閉鎖権限を

(注11) 銀行の「閉鎖」とは当局が経営者による銀行の制御をやめさせることを意味する。閉鎖は他行との合併、整理、当局が容認した新しい経営陣の下での経営、またこれらの行為の組み合わせを含む。さらに進めた議論はGuttentag, Herring(1982)を参照。

有する政府機関が銀行を閉鎖させる。(注¹¹)

・たとえ閉鎖権限を有する機関が預金者の損失を防ぐ行動に遅れても、公的あるいは民間の明示的あるいは非明示的な預金保険機能が預金者を取付け騒ぎから防ぐ。

・たとえ突然に銀行が閉鎖されたとしても預金保険は同様のことが起こりうると考えられているような他の銀行の預金者の信用を維持することによって取付けを防ぐ。

・たとえ他の銀行で破綻が起きたとしても、貸出のラストリゾート機能は預金者の払い出し要求に応え、資産の強制執行と価格の下落を防ぐだろう。

・たとえ別の破綻がおきても、金融当局は現金に対する国民の需要のシフトによって引き起こされる銀行制度全体として利用可能な準備預金量の減少を防ぐことができる。

こうして破綻のダメージを受ける銀行を初期の衝撃を直接受けた銀行だけに限定することができる。

主要先進国では、金融のセイフティ・ネットを含む様々なサーキット・ブレイカーによって1銀行の問題が制度全体に打撃を与えることを防ぐことに、一般的には成功を収めている。例えばアメリカではセイフティ・ネットは1930年代に構築されたが、こうしたことを事実上防いできた。

しかし、セイフティ・ネットはあまりにも成功を収めたということは重大である。預金者が損失に対して保護されているという確信を持ってしまい、モニターするインセンティブに欠け、銀行の行動を制御できなくなってしまうからである。また、銀行がより大きなリスクを負っても、預金者はより大きな補償を要求しないので、危険なポジションをとることによって、株主に対し期待利益を増やすことが可能であると銀行経営者は思ってしまう。このことは第1図において、債務超過に陥る動機からモラル・ハザードというセイフティ・ネットのフィードバック効果によって示されている。

3 - 3 なぜ金融市場は規制を正当化するのか

第2章でみたように、金融市場 資金市場、債券市場、株式市場、先物市場、オプション市場を含む は経済の効率性を高める重要な役割も演じている。金融市場は家計と企業にリスク負担、リスク分散機会を提供し、経済の中での各参加者の比較優位に従って生産活動の専門化を促進する。

金融市場はまた、経済のすみずみまで分散化した決定を調整するのを助ける重要な情報源を提供する。金利や株価は株主によって消費や貯蓄に割り当てられたり、彼らの幸福のための貯蓄となったりする。また、企業はどのような投資プロジェクトを選択するか、いかに資金調達するかといった情報を金融市場から得ている (Merton (1989))。

ファンダメンタルな価値から離れた価格が生じたり、参加者が市場から引き上げることによって引き起こされる金融市場の破綻は経済的富に打撃を与える可能性がある。このため金融市場に関する政府の総合的な目標は不確定な環境のなかで時間と空間を越え経済資源を効率的に分配、移転、発展させることにある (Merton (1990))。このためには競争を促し、金融契約と情報を保全し、金融制度の信用という公的利益を維持することが必要となるだろう。

発行市場については、リスクが把握され、情報が公正、正確に時宜を得て提示され、取引費用が極力低く抑えられ、資金が最も高価でリスク調整された報酬として利用者に割り当てられ、量的制限を行うより極力信用リスクが値付けされるような環境づくりを当局が行おうとしている。また当局は流通市場や派生的市場を広範で厚みがあり、弾力的かつ流動性のある市場にしようとしている。流通市場に流動性があれば発行市場での発行コストが下がり、長期資金を真の投資として有効に機能させる。発行された債権はいつでも広範で懐が深い流通市場で売却したり派生的市場でヘッジすることができるという信用があれば、投資家は長期新発債の購入意欲を高める。その信用が揺らげば、発行市

場での新規発行コストが高くなり、量的な制約が増加する。発行市場、流通市場、派生的市場についてのこうした目標は、多様な手段を通じて達成されるかもしれない。

3 - 4 金融市場の効率性を高める規制

3 - 4 - 1 安定したマクロ経済状況

政府が金融市場の機能を効率的にするために政府が行うことができる最も重要な貢献策はおそらく安定的で首尾一貫したマクロ経済政策を行うことであろう。これは金融市場における予見的な介入と安定した財政政策から成り立っている。発行市場において債券の発行を通じ直接的に介入したり（第2図・A）、流通市場において中央銀行の公開市場操作を通じ介入したり（第2図・B）、金融市場で活発に活動している金融機関に貸し出すこと（第2図・C）により、政府は金融市場に参加する。

加えて、租税と政府支出政策は総需要や金融に対する需要に影響するだけでなく、証券を選択する際に強い影響を与えるだろう。民間の資金調達者は普通、資金調達を決定するときに租税の影響を最小限にとどめようとする。同じように、投資家は税引き後利益の観点から証券を評価し、また投資家は限界税率に影響されるだろう。税率を頻繁に変化させれば、収入の本質的な分配をもたらす、資産の大規模な再分配を導くため、金融市場を分裂させる可能性がある。

加えて、税構造自体も金融市場に対して相当大きい影響を与える。配当金、利子収入、インフレ調整後の利益キャピタル・ゲインに対する課税の不均衡は、投資家が特定の金融資産を選好するという、人為的動機を生み、金融市場での資金の効率的な分配を阻害する。また、もし金融取引に重税が課せられたならば、重大なゆがみが生じる。市場は重税の結果として文字どおり不経済になるか、実質的な金融活動が外国市場かオフショア市場に移ってしまう。こうしたことから、税の程度は状況に応じて考慮さ

れるべきである。課税はたとえ絶対額では小さくても、短期間では金融商品の移転コストや利回りに比べると大きいものになっている。このように、全資産価値に対して比較して小さく見える税率でさえ、秩序ある効率的な市場にかなりの悪影響を与える。

しかし、たとえ政府がマクロ経済環境を安定させようとしても、予期しない衝撃が起こるのは避けがたいため、政府が実体経済へ衝撃が波及したり拡大しないように金融市場での価格の変動に耐えうる、弾力性のある金融市場構造を構築することも重要である。このため金融市場のマクロ経済構造に注意を払う必要がある（Santomero（1991 a））。

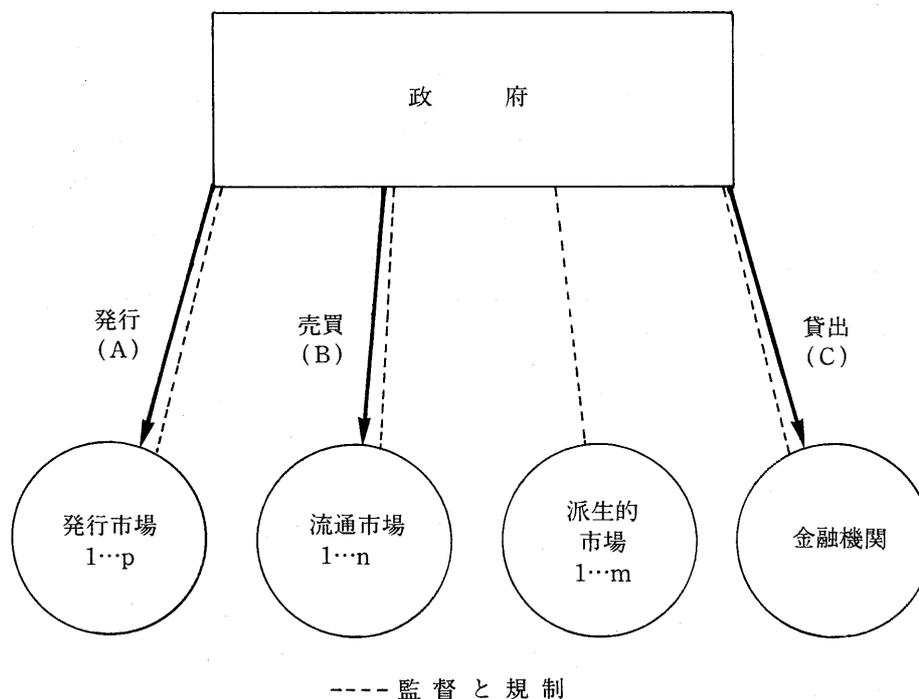
3 - 4 - 2 資本の必要条件と衝撃の移転

前節では、我々は銀行規制に際してのある特徴的な理論的根拠を強調した。すなわち、流動性危機は広がりやすく、銀行制度に打撃を与える可能性があるということである。基本的には、これは外部性、即ち個人預金者及び銀行が意思決定を行う際には考慮にいれることがない潜在的に重要な社会的費用があるということである。規制による政府の介入についてのこうした理論は、銀行以外の金融市場参加者についてもあてはまるだろうか。

金融資産のポジションをもつ大証券会社は、次々に銀行の信用を失墜させるような相互関係を持っている。大証券会社が破綻すると、他の証券会社は倒産した企業に対して債権を持っていると疑われるだろう。顧客は自分の証券会社が最初に倒産した証券会社が破綻する原因となったショックと同じショックにさらされると疑うかもしれない。

しかし、証券会社は銀行とは4つの重要な点が違う。第1に顧客資金は証券会社の資産とは通常、厳密に区分されている。このため、証券会社の倒産がこうした証券会社に対する債権者の損失につながっても、顧客の損失にはならないだろう。第2に運用マネージャーは利益の特別な利率を保証する債務契約を結ぶわけではないので、債権を最初に償還しようとする動機に

第2図 政府の役割



欠ける。第3に証券会社のポートフォリオは通常、市場性証券から成っているが、こうした市場性証券は評価が容易で、倒産時にも顧客に対しては最小限の被害しか与えないで、他の会社に譲渡することが可能である。第4に多くの国において実体経済において金融市場が果たす役割は銀行制度ほど中心的なものではない国が多く、経済活動に対して起こり得るショックはそれほど厄介ではない。

にもかかわらず、多くの国では監督担当者は、彼らが金融債権とみなしているオープン・ポジションによって変化する証券会社の自己資本にたいして規制をしようとしている。その理論的根拠は「ショックが連続して発生し、重要な市場参加者の支払い能力に対して懸念が発生しても、市場の効率的な機能に対する信用がむしばまれないように、金融機関は十分な資本を有していなければならない」ということである。

1987年10月19日の株価の急落は国内の証券市場に脅威的な速さで広がったが、ほとんどの証券会社は倒産せず、他の企業を危機に陥れるような大きな倒産は一つも無かった (Loehnis, 1990)。さらに、1990年には大証券会社であるドレクセル社 (Drexel Burnham Lambert) が倒産したが、市場への悪影響は最小限にとどまった。^(注12) 勿論、これは監督当局や市場参加者は危機を回避するために巧妙に介入したか、あるいは必要資本規制や他の規制は1987年10月に市場が経験した非常に大きいショックでさえ吸収するに十分であった証拠である。しかし、こうしたことは、証券会社間でのショックの伝播は銀行間でのショックほど深刻に受けとめられないということも示している。

3 - 4 - 3 決済制度の保全

取引が決済される前に取引相手が倒産するという可能性があるため、市場参加者は購入しよ

(注12) この企業グループが倒産したとき、国債市場への質への逃避はわずかで、すぐにもとの状態に回復し、ダウ平均も実際には前日の終値を上回って引けている。

うとする証券を評価するだけでなく、取引相手の信用価値や決済制度の信頼性をも評価しなければならない。決済過程に対する懸念は担保の価格をゆがめ、資金の流れを混乱させる（Herring（1991c））。

政府は明らかに国内および海外の決済制度を保全することに関心がある。アメリカ政府もそうであるが、例えば国債の決済に関してブック・エントリー制度（帳簿記入）を発展させるなど、政府は明らかに決済制度の改善に有効な役割を演じている。しかし、民間機関である、グループ・オブ・サーティ（国際経済・金融問題協議会）が国内証券市場の決済制度の改善に指導的役割を果たしてきたことも忘れてはならない。グループ・オブ・サーティ（国際経済・金融問題協議会）は民間取引所と政府は取引のマッチングと決済の時間を縮小させる。究極の目的は金融取引決済についてデリバリー・アゲンスト・ペイメント制度（証券受渡しと代金支払いの同時履行制度）の確立、振替制度や国際間取引を容易にする預金のネットティング・メカニズムや、国際的取引を促進する標準化ナンバーリングシステムの利用にある。これは明らかに政府と市場参加者の意向が重なり合う領域である。

3 - 4 - 4 情報優位な証券会社からの顧客保護の規制

金融市場を効率的に操作するための中心的役割を果たしているものは、意思決定がなされる際に使用される金融情報の信頼性である。金融市場は公正で透明な規則や手続きに従って機能し、投資家利益を第一に考慮しているという信頼は公共善である。そのような市場に対する信頼は金融市場の流れを活発にし、金融市場が時間と空間を越えて資源を配分する効率性を高める。しかし、この公共善は不足しがちである。なぜなら、厳格な管理規約を遵守しようとする個別証券会社の利益は全体的な利益より小さいからである。非倫理的な企業は倫理的な企業が確立した評判にただ乗りし、利益を吊り上げる

ために顧客の相対的な知識の無さを利用することが出来るかもしれない。

顧客、とりわけ小さな顧客は投資を決定する際に与えられた金融情報やサービスを評価することが困難である点に問題がある。実際、決定がなされ、財務上の結果が発表された後でさえ、十分かつ良質なアドバイスがなされたにもかかわらず、好ましくない結果が不運にも起きたのか、それとも能力が無かったり不誠実であった結果なのかを判断することは困難である。数多くの金融サービスの質を評価することは困難であるため、顧客は正反対の選択を行ったりモラル・ハザードに陥ったりしやすい。第1に、投資や取引の実行のための代理人に無能力もしくは不誠実な会社を選ぶ可能性がある。第2に、モラル・ハザード、企業や代理人が他者の顧客の利益をないがしろにして自己の利益や自分の顧客の利益をあげようとする可能性がある。要するに、情報のない顧客はだまされやすく、無能力で不注意なのである。

顧客と繰り返し取引を行うことができるという期待によって企業の所有者達はこうしたことが彼らの評判に関わっているという理由付けを得る。顧客から得られる期待利益が極端に大きいか、企業の従業員の利害と所有者の利害が異なる場合を除いて、このことが逆の選択をしたり、モラル・ハザードに陥るといった情報量の乏しい顧客の危険性を減じる。しかし、単に企業の評判が重要であることだけでは、情報の非対称という問題に対する完全に満足な解決策とはならない。実直な取引を行っているという評価を確立するには時間がかかるため、証券会社の質を最重要視することが、かえって、証券業界への参入を制限するようになる。この結果、完全競争市場で行われるより、取引費用が高くなるだろう。このため規制当局が事前に会社の質を評価する『フィット・アンド・プロパー・テスト』を確立することは有意義であろう。

民事上や刑事上の制裁を規定する法を厳格に適用することは、証券市場、商品、証券会社の信用を維持することを助けることになる。こ

うしたことは、顧客をきちんと扱うといったことや、社員が会社の評判を高めるように行動することを確実にするような監督上の手続きを採用するインセンティブも与える。

3 - 4 - 5 情報優位な証券の発行者からの投資家保護の規制

投資家はしばしば、証券の発行者に関する情報といった面で不利益を被る。こうした不利益は投資家の資源の程度によっても変化する。大投資家は関連するデータを発行者に開示させたり、データを分析する専門的見識を持つ動機を持っているし、影響をもっているかもしれない。小規模な投資家はそのような影響力も専門的見識も持ち合わせていない。このため、会計規則を標準化したり、企業の財務見通しに関してのデータの定期的な開示を求めたり、データを収集し分析するといった規模の経済の利益を、小規模な投資家であっても受けることができるように、格付業務を発展させるといったことは有益であるだろう。

より多くのお金をより少ない決定権者が管理するということである。ほとんどの先進国において貯蓄の機関化の傾向が見られる。個人は徐々に、保険会社、年金基金や 뮤チュアル・ファンドに貯蓄するようになり、自分自身では直接市場取引をしなくなる。なぜならば、大企業は証券会社や発行者を注意深く監視するだけの資産と動機を持ち合わせており、情報が偏っているといった問題はおそらく以前よりも重要でなくなってきたからである。にもかかわらず、金融市場は公正であるという信頼、つまり全ての投資家が情報をいつでも利用することができる、証券会社が顧客を第一に考えるということは、国際的な競争を行っている国内金融市場には重要なポイントである。

3 - 5 融通のきく社会的に有益な金融改革者 コンピューターのハードウェア・ソフトウェア、通信、金融理論の発展により、金融改革の速度は増してきている。そのような変化は市場

に存在する機会に対処した民間部門の試行の結果であると考えられる。Merton (1989) は改革過程を進める3つの制度的な力をあげている。(1) リスクシェアリング、リスクプール、ヘッジ、現時点では使えない資金の時間、空間を越えた移動のための機会を設け、市場を完全なものにしようとする需要。(2) 取引費用の軽減または流動性の増加。(3) 取引相手もしくは代理人のパフォーマンスの原理が不完全にしかモニター出来ないといった、非対称な情報しか得られないことにより、エイジェンシーコストが減少すること。これら3つの力すべてが経済の効率性を改善し、社会的福祉を高める改革をもたらす。

加えて、Mertonが示しているように、金融の革新は税、規制や会計規則を避けようとすることによって引き起こされる。こうした革新は資源を浪費し社会的繁栄を減少させるかもしれないが、こうしたことは避けられない訳ではない。規制が非効率的であるとき(次の章のいくつかの例を参照)、規制を取り除くのがより望まれる解決策ではあるが、こうした革新のいくつかは経済の効率性を高める。

企業家はおしなべて金融イノベーションを導入する責任がある。しかしある重要な例では、政府はイノベーションのプロセスにおいて積極的な役割を演じ続けている。例えば、アメリカ政府は抵当証券の証券化に重要な役割を演じ、その結果、以前は地方市場ごとに分かれていたが、統一的な国内市場が成長した。イギリスではインデックス債を発行することによって、民間では確実に供給することができないインフレのリスクをヘッジする手立てを供給し、投資機会の増加に貢献した。金融制度における政府の役割はしばしば無視されるが、それは潜在的に有益である。金融イノベーションの推進は金融部門や広く一般に対して大きな価値を加えるのである。

個人客を保護し、場合によっては金融革新を導入することに加えて、政府は市場を保全するためにイノベーションを導入する速度をゆるめることも必要だろう。金融のインフラへの潜在

的なインパクトを考慮しないで個人的な利益を追求すると、イノベーションを導入することから潜在的な問題が生じてくる。これは別の意味で公共財の問題になりうる。というのは安全で信頼できる金融のインフラをもつことは全ての人々の関心事であるが、金融イノベーションを導入する企業家は金融のインフラに対して与える潜在的なインパクトを考慮するインセンティブに欠けるからである。

それは発明家が一単位あたりの費用は少ないが通常の10倍の荷物を運ぶことができる新しい非常に強力なトラックを発明したようなものである。発明は発明家には非常に利益をもたらすが、強力なトラックは2つの大都市を結ぶ橋の重量制限にぎりぎりだったとする。発明家はこの要因を考慮にいれて発明しなかった。しか

し、競合者が類似した強力なトラックを導入し、^(注13)同時に2台が橋の上で交差したら、橋は崩壊し、こうした新製品の所有者が損失を被るだけでなく、通常の交通の流れにも悪影響を与える。このような災害を防ぐ政府の役割は重要であるが、注意深く安全性と効率性のバランスを取る必要がある。政府の取る簡単な解決方法はある重量以上のトラックを全て禁止することである。実際、短期的にみると、これだけが実現可能な救済方法であるかもしれない。しかし、もし発明が十分な効果を生み出せば、政府はイノベーションに対応するようなインフラの改善に投資するべきであろう。場合によっては制限も必要かもしれないが、それは一時的なものとするべきであろう(Merton, 1990)。

・ 過剰規制と規制回避

第3章では規制と監督によって金融システムの効率が向上する場合を考えた。しかし、その時点で議論を終わらせてしまっただけでは、誤解を招くことになる。すべての規制が効率を向上させることに資しているわけではないのである。実際、多くの規制は金融部門の現在の効率の水準を低下させ、金融システムの能力を借り手や投資家の変化しつつあるニーズに適応させることを妨げている。

政府の規制によって金融システムに様々なコストがかかる可能性がある。これらのコストは規制政策を実施するに当たって、明確に考慮されなくてはならない。

こうしたコストには以下のものが含まれる。

- ・ 手数料、必要準備金、税金などの直接的な費用
- ・ 経済資源の誤配分をもたらす規制の結果生じ

た市場価格の歪み

- ・ 民間の取引者間での補填されない富の移転をもたらす規制、および
- ・ 納税者から金融市場参加者への過小評価された公的保証を通じての富の移転

これらのコストのうち第一の例はおそらく最も明らかであろう。中央銀行あるいは財政当局の行為の結果発生したコストは、産業部門から政府部門へ直接的な移転効果がある。(たとえ金融サービスの利用者がこうしたコストを負担するとしても)。例として、イタリアでは要求払い預金に対し高水準の無利子の支払い準備が課せられているし、スウェーデンでも現在は廃止されているが移転税が存在していた。

第二の型のコストは、規制が存在することによって市場のシグナルが歪められてしまったと

(注13) 金融革新の世界において、模倣的革新の導入はたいへん速いスピードで進んでいる。これは金融革新が特許権を与えられなかったからである。

きに発生する。保険者による強制的填補，異なる現実リスクに対する統一的な価格付け，実質資産および金融資産双方への移転税といったものすべてのために，その影響を受けた財の市場価格は実質経済価値を正確に反映しなくなってしまうのである。このために「課税された」金融商品に対する需要は減少し，その金融商品を提供している機関の市場シェアは歪められてしまう。「同等な条件の活動の場（level playing field）」に関する議論では，通常，様々なタイプの規制の歪曲的影響と競争力と市場シェアへの関係が中心となる。

規制の第三のコストは部門間の横断的な影響が中心となっている。規制によってある部門が他の部門より優遇されている限りにおいては，そうした規制の包括的評価の中には社会的繁栄への移転の影響を含んだものであるべきである。部門間の移転の例としては，預金金利および貸出金利の上限規制がある。こうした上限規制に拘束力が有る場合には，規制によってある部門から他の部門に助成を行っていることになる。このために直接的な富の移転が起こり，また資源配分の歪みが生ずるのである。

結局，いくつかの規制は納税者の潜在的な犠牲によって市場参加者に有利に働くのである。仮に規制者が，預金や機関もしくは決済の保証といった助成や保証を提供した場合には，その産業とユーザーは直接の受益者になるのである。

こうした場合には，非効率性やコストによって市場のシグナルが歪められ，競争や富の移転が妨げられる。規制的な介入のためにいくつかの産業主体は成功することもあるが，打撃を受けることもあるので，こうしたコストが市場内の機関あるいは市場商品そのもののいずれに対して用いられるにしても，依然としてあらゆる規制の構造における中心的な特徴となっている。

4 - 1 金融機関の非効率な規制

前章で述べた規制はどんなものでも，運用が

不適切であれば十分に機能せず，金融機関の業績や競争力，あるいは存続すら危うくする。例えば，免許制度が参入制限に使われた場合，それは現在免許を保有している者の利益を保護することになる。その結果金融サービスのコストは上昇し，正当だと見なされる使用資源の機会費用を上回ってしまうことになる。つまり，富が金融サービスの利用者から金融機関に移転されるのである。さらに，彼らは新規参入から守られているために，顧客のニーズの変化への対応力が，規制がない場合に比べて小さくなると思われる。こうした結果，経済の資本ストックと生活水準は規制がない場合より低くなるのである。

同様に，監督活動によって金融機関が保有を許可されている資産に対して規制を設ける可能性がある。例えば，金融機関が，本来なら保有したくない資産の保有を要請されたり，逆に保有したい資産の保有を禁じられるかもしれないのである。政策として過度に規制を行うと，実物部門への危険資本の流れが減少し，全体的な投資が減少する可能性もある。いずれにせよ，競争均衡の状態に比べて資産配分が歪められ，経済における生産性があり得べき状態よりも低くなる可能性があるのである。また監督によって，会計検査費用や情報請求，査定報酬などに関する重いコストが金融機関に直接かかってくるのである。規制のこうした副次的な影響によって，総合的な効率性が低下し，規制を受けた機関は市場シェアを落としてしまうのである。行き過ぎた規制は活動を不経済にすることになる。

金融機関の閉鎖政策でもコストがかかる可能性がある。資産状況の悪化している金融機関は資金を不適當に配分するかもしれないのである。というのは，自暴自棄になった経営者は閉鎖を回避するためにますます危険な賭にでるからである。株主は有限責任によって守られているので，救済の唯一の糸口としてリスクの高い行為を認めるかも知れない。もし預金者と他の債権者が自分達は公的な保証によって保護さ

れていると信じていれば、彼らには金融機関がリスクをとっていてもそれを監視しとがめるインセンティブが欠ける可能性があるのである。

同様に、預金保険の適用の仕方が悪いと、金融機関のリスク・テイクに対するインセンティブが歪められ、保守的な経営をしている金融機関から危険度の高い金融機関へ、すなわち潜在的には納税者から金融機関の債権者へ、大規模な富の移転が起こるかも知れないのである。米国の貯蓄金融機関の倒産危機では、預金保険の料率設定が適切でなかったことと、保険の対象である金融機関が支払い不能に陥ったのに閉鎖せず莫大な潜在的コストが生じたことを劇的に示している。

最終的に中央銀行が破産した金融機関に援助の手をさしのべることに潜在的なコストがかかる。援助の提供は、本来なら市場にとって好ましいシグナルであったはずのものを減じ、組織的なショックに対処するための規制当局の能力を弱めてしまいかねないのである。また、非競争的な経営をしていたり、過度にリスクをとる金融機関に、本来なら市場の力によって閉鎖させられてしまっているのにもかかわらず、そのまま資金の配分を続けさせることにもなりかねないのである。

結局のところ、資金のリファイナンスを通じた通貨管理、中央銀行による貸出しあるいは支払い準備といったものは市場レートほどの利子を生まず、そのため預金機関（銀行）に対して非常に大きな税負担を強いることにもなるのである。金融機関が一般の利用者に対して有益な仲介サービスを提供できるのに、中央銀行はそれを妨げることもあり得るのである。こうした管理の仕組みによって、経済に不足している貯蓄を最も有効に使おうという試みが妨げられてしまうのである。さらに、金融サービスの利用者の中には支払い準備を必要としない効率の劣る金融業者に乗り換える者や、銀行の税負担がもう少し軽ければ自分達の生産性を向上させ、繁栄をもたらすような金融サービスを受ける余裕のない者もでてくる可能性があるのでは

る。

4 - 2 証券市場における非効率な規制

証券市場に関しては、不適切な規制が導入されると歪んだ結果が生じることがある。規制で一定の金額以上の資本金が要求されている場合、その資本金規制の金額は連鎖的に経営難に陥ることを回避するために必要な資金量よりも大きく、新規参入を妨げ、結果として、金融サービスの利用者のコストを増加させ、大企業に通常を上回る利益をもたらす。同様に、業務適性の検査が、あらゆる競争者が提供されたサービスを遂行できることを保証するよりも、むしろ競争を制限するために採用されることもあり得るのである。経営規約は世事に疎い顧客を守るには役に立つかも知れないが、過度に監督をしたり様々な要求に応ずることで費用がかかれば、金融サービスを利用する顧客に対するコストが不必要に増大してしまう可能性がある。結局、金融の基盤が破綻しないように金融改革の速度をコントロールしようという試みのために、企業家の独創性が抑えられ、革新的な商品が海外に流出してしまうかも知れないのである。

非効率な規制のコストは、金融サービスの提供者ばかりでなく、その利用者及び社会全般にとっても重大な事柄である。過剰な規制のコストのために、保護しようとした市場そのものが破壊されてしまいかねないのである。投資家にとっては資産の構成が不完全なものとなり、企業はコスト効率の良い融資を受けられなくなり、投資が減少する、その結果その国の経済成長は減ぜられ、国債競争力が低下するのである。

4 - 3 規制回避

非効率な規制に関する各種コストの歴史的な例を引き合いに出すのは比較的簡単なことである。しかし最近では、通信と計算のコストが減少してきたことから、規制者が煩わしい規制を課す範囲は急速に小さくなってきた。こうした

ことは2つの点で起きるのである。まず1つめは、新しい科学技術のおかげで様々な点において個々の製品を別々に扱ったり、種類分けをし直したりできるようになったのである。そのため、1種類の活動を禁じた規制は、よく似た代替りの製品を造ることで、簡単にすり抜けられてしまうのである。この例としては、ユーロドル預金、オフショア・バンキング制度、マネー・マーケット・ミューチュアル・ファンド等がある。

第二に、科学技術は地理的な境界をもはやほとんど意味のないものにしてしまった。金融機関は活動の場所を規制面でやり易い地域に移すことで、煩わしい規制から簡単に逃れることができるのである。各国の規制当局同士の国際競争は長きに渡って伝統的に続いているのである。^(注14) 時間的にも空間的にも交流のコストが軽減されるにつれて、この競争はますます激しくなってきた。パーソナル・コンピュータやモデム、直接通話できる国際電話のシステムなどが導入されたことで一国内のみの規制というものが終わりを告げるようになったことは、重要な意味を持っている。国境を越えて行き交う情報や人に対して政府がきびしい管理を行わない限り、国内と世界の金融システムがより統合されて行くのは科学技術的な必然なのである。

国際競争が高まれば精密な市場基準によって国による規制構造の違いが明らかになる。実際、通信費用が低下するにつれて、国際競争は最終的にはあまりに激しくなるので、各国の規制を実施する当局は、適正な消費者保護と金融制度の保全のために必要で最小限の規制の維持のみを望むだけとなる。国内の金融部門が競争的な価格形成をしていないときはいつでも金融サービスの需要者が海外の供給源に切り替えるようになるにつれて、経済の1部門から他の部門またはある金融機関のある階層から他の階層への富の再配分などの達成を目的とした規制政

策は徐々に支持されなくなるであろう。

ここ10年間は規制が意図していた目的を達するよりも金融活動の場をシフトすることのほうがより効果的に働いたという例がたくさんみられた。例えばアメリカの利子平衡税の導入によりドル資本市場における外国人による資金調達を抑制しようという試みは、アメリカの規制の範囲外であるドル建て債券市場 ユーロ・ボンド市場を活性化することになった。

同様に、アメリカの預金金利の上限が設定されると、いつも大量のドル預金がアメリカからユーロドル市場にシフトした。米銀の顧客は市場金利で米銀のCDを継続できないことがわかると、ヨーロッパの銀行に預金を移動させた。それはときには米銀の支店であったりするが、技術的にはアメリカの金利規制の対象外となる。

ヨーロッパ中でこの現象を見つけるのはさして困難ではない。1989年1月よりドイツでは10%の源泉徴収課税が実施されると発表されて、1988年にドイツの投資家資金の約107億ドルがルクセンブルク債券市場に流れた。類似したことに、デリバティブ市場の創設が賭博法の解釈によってドイツでは禁じられていたために、ドイツ国債の先物取引のほとんどがロンドンで行われていた。また似た例としてはスウェーデン市場において取引税の課税により市場取引がロンドンに移った。この場合、税は税収をあげたり市場価格の変動性を低下させるよりも主として市場の取引量を移転させてしまった。

4 - 4 規制における競争

いくつかの重要な金融センターにおいて規制当局は金融市場や銀行に対する規制を緩和することにより競争的圧力に対応してきた。事実、ある国々では金融サービスを支えるインフラを改善したり国債金融取引の規制の負担を事実上削減することによって、国際ビジネスのより大

(注14) 例えば中世にフランス国王はライバルであるジュネーヴの商業移動を禁ずることによって、リヨンに金融商業を集中しようとした。

きなシェアを得るために積極的な手段をとってきた (Kane (1987))。加えて、いくつかの国々では一最も注目されるものはカナダ、フランス、ニュージーランド、イギリスである一市場状況の変化にもっと柔軟に対応できるように、国内の銀行の業務可能範囲に関する伝統的な制限を緩和した (Broker (1989))。

規制における競争は共同体内の金融規制の効率性を高めようとする EC の大胆な試みにあらわれている (Herring (1991))。最近の財務省主導によるまでは、規制の改正は執拗な訴訟や新しい政府の解釈の結果によるものであったというアメリカの見方からすると、EC が基本的で徹底した規制の枠組みの改革について合意した速さは驚くべきものがある。1989年ヨーロッパ議会で承認された第2次銀行指導要綱 (The Second Banking Directive) はヨーロッパの金融機関がユニバーサルバンクになる選択権を保証するものである。ヨーロッパの銀行は預金の受け入れ、長期貸出し、社債の発行と引受け、株の保有を認められるだろう。参加国の銀行規制の統一という EC の試みは、単一の銀行免許の採用と相互承認、自国によるコントロールの原則の組み合わせであるが、強い競争力学を生み出し、ヨーロッパの規制制度を流動的で効率的なものに留めるだろう。(Key (1989))

EC 全体に金融サービスを提供するためにヨーロッパの金融機関は加盟12か国のうちから規制を受ける政府を選択しなければならないが、この選択の自由は各国の規制当局に規制構造の競争面での効果を慎重に評価させることになるだろう。このような試みは基本的には安全で健全であるという条件のもとで、もっとも効率的な規制制度を提供するように参加国の規制当局の競争を慎重に促す。EC 委員会の副委員長、Leon Brittan 卿は「一つの」共同体は「12の断片的な混乱した各国の銀行規制の構造から市場規模とその単一性で世界の他のどの国にも異なる新しい単一市場に移行した」と述べた。彼はまた「その動機は銀行の利益をはかるのみではなく、最も安く、効率的で革新的な世界の

金融商品を取り入れることでヨーロッパ産業の競争力を高めることにある」と強調した (Brittan (1990))。

主要先進国のなかで、アメリカと日本だけが、まだ自国市場で商業銀行と投資銀行の業務を厳しく分離している。日本は金融制度を区分する多くの規制をゆっくりと取り除く方向に動いているようである。そして米財務省は最近になってアメリカの金融制度を合理的なものにしようという計画を発表した。これは一部には米銀の競争力が低下しているという認識からだけでなく、今日の制度は非効率的で受け入れがたいくらいコストがかかるという多くの証拠があるからである。

4 - 5 国際的な規制の統一

各国の規制当局間の競争が激しくなるにつれて、国際業務を営む銀行に対する規制と監督の統一を図ろうとする試みが生まれている。70年代半ばのヘルシュタット銀行 (Herstatt) 危機の後に国際決済銀行 (B I S) のもとで生まれた銀行規制監督委員会の初会合からこのような試みが行われた。B I S 委員会の最初の業績はコンコダット (一つの協約) の合意 (Blunden (1977)) であった。それは国際的に活動する銀行の監督と規制に対する指針と、全ての大銀行が規制の対象となるという原則をうちだした。1982年のアンブロシアーノ銀行 (the Banco Ambrosiano) の倒産後、アンブロシアーノ銀行が上手く利用した管理網の抜け穴を取り除くべく協定は改定された。しかしながら、B I S 委員会の最も重要な業績は最近のリスク調整された資本の適正ガイドラインの推進にある (B I S (1988))。

管理当局が自己資本比率の向上を強調するのは3つの理由がある。(1)高い比率であれば損失を吸収し、支払い能力不能に陥るのを防ぐことになる。(2)高い比率であることは株主や劣後債の保有者に監視とリスク制御の動機を与える。(3)高い比率であれば、監督当局に銀行の経営状況の悪化を発見し、支払い不能に陥る前に改善

方策を強制する時間が増える。これらの自己資本基準の正確な計算方法についてはかなりの問題がある一方で^(注15)、B I S 委員会が金融規制の国際統一のためのモデルを構築する上で長い道を進んできたことは明白である。

4 - 6 統一への市場の選択

各国間の合意を通じて金融機関の資本の適正な基準を取決めることは大変な困難を伴うが、このことは市場の力を安全性や健全性を監視することに利用する機能を強化する。原則として、非人的な市場の力は、どんな世界中の官僚的プロセスにつきものの複雑な取決めによっても妨げられることもなく、より効率的に銀行の支払い不能リスクを監視し、超過したリスクをとる銀行を懲戒することが出来る。実際には、2つの困難な状況が生じる。

第一にセーフティ・ネットによって保護されていると考える預金者や債権者は適正な情報を必要としたり、評価したりする動機を失うだろう。これにより金融機関に対してリスクを監視する責任が生ずるのは株主のみである。株主による監視で預金者や債権者の監視の力不足を補うことができるだろうか。実際、株主は銀行の期待利益を監視することには強い関心があるが、彼らのリスク選択はしばしば預金者、債権者、監督当局とは異なる。株主の晒されている下降リスクは株式の金額に限られている。しかし、潜在的な上昇利益については無制限に全て株主の利益となり、それは預金者や債権者への約束された額を超過している。これとは対照的に、大金融機関を暗黙にバックアップする公的な機関を含む、預金者や債権者は株主の保有する株式を越えた大きな損失の可能性に晒されている。さらにそのうえ、預金者や債権者はそのリスクに見合う大きい利益を得られる可能性はない。その結果、株主は一般的に債権者や預金者や管理当局より、危険なポートフォリオを選

好する。そして株主の株のポジションが低下するにつれて、この利害の対立は悪化する。

金融のセーフティ・ネットの欠如により、預金者と債権者は自分達の利益を犠牲にして株主に利益を供与するようリスクを取らないように、経営者を監視するようになる。しかし、もし預金者や債権者が金融のセーフティ・ネットによって保護されていると認識すれば、株主は預金者や債権者による監視が緩やかになることを利用して、利益を得るために、いっそう大きなリスクを取るようになる。ここに公的な資本比率規制の根本的存在理由の一つがある。つまり適正資本必要規制はセーフティ・ネットの有害なモラル・ハザードが広がるのをある程度打ち消すのである。

第二に、多くの主要な国際業務を営む銀行は経営の安全性や健全性を評価するために十分な多くの情報を公開していない。その一つの証拠として、どの国においても銀行は世間に公開する以上の情報を監督当局へ報告していることは注目に値する。そして一般的にかれらが公表する限られた情報は異なった銀行間での比較ができないし、外国銀行間であれば更にできない。ここは公的政策の介入が有益である分野であろう。しかし、会計基準や公開政策の国際的統一には、有効なリスク調整された自己資本比率の統一を図るのと同じ困難さを伴うだろう。公開基準の統一のために努力しても成功するかどうか明かではない。

それにもかかわらず、B I S 委員会からの適正な自己資本比率の引き上げ圧力がディスクロージャーの改善に間接的に役だっている。株や劣後債の新規発行に際し可能な限り最高の価格を得るために、含み資産を自発的に公開した銀行もある。また証券アナリストは異なった国々間の企業の収益性を比較するために、より多くの、また、より良質の情報公開を求め圧力をかけ続けている。また格付け機関も、銀行が

(注15) BIS規制の限界と規制リスクの減少を目的とした銀行資本の使用についての詳しい議論はHerring(1988)とSantomero(1991b)を参照。

外国市場において資本を調達するようになるにつれて、公開状況を向上させるために重要になりつつある。

また市場参加者により詳細な金融機関への監査をする動機を与えることによって市場の自己制御機能も向上する。損失への恐れがその主な動機となる。しかしながら、上記のようにセイフティ・ネットの存在は債権者の損失に対する感覚的脆弱さを減少させる。このような認識を変えるには規制行動を明白に変更することが必要である。規制者は全ての債権者を保証するという考えをなくさなければならない。これはセイフティ・ネットの保証からある債権者を明らかに除くか、または政府の支援に加えて民間の第三者機関を加えることによってなされるだろう。

正式なセイフティ・ネットの撤廃と金融機関はもはや公式にも非公式にも保証から利益を受けられないという公表がニュージーランドで行われた。しかしながら、そのような政策は実施するより声明するほうが容易であることが証明された（Guttentag and Herring（1987）and Herring（1990））。政府は自ら失敗を認めその結果を甘受しなければならない。過去において政府は発表した意図通りに物事を進めることが困難であることを知らされ続けてきた。このため

市場参加者は通常、このような声明が疑わしいと思っている。それは、大衆にかかる重大局面では一般に政治的圧力が原理原則に優先するということを市場参加者はよく知っている。

自己制御機能を浸透させる2番目の方法は債務と株式すなわち優先債権と劣後債権の間に既に存在する優先の問題について法律的な制度を強制することである。ここでは債務が劣後の順位であることが、少なくともある債権者に業績を監視し自己制御を機能させるという動機を与える。これは銀行が負債の一部を短期で無担保の債務として発行する必要がある一層強まることになる。このような債務が頻繁に継続される必要があることによって、十分注意深く支払い不能リスクを監査する強い動機を持った、少なくともある債権者による銀行に対するチェックが働くことになる。

最後に、規制当局は、銀行が部分的に預金に対して民間の保険会社に保険をかけることを要求するかもしれない。^(注16) 民間の保険会社は十分にシステムリスクに対して預金保険を供給出来ないが、それにもかかわらず、支払い不能リスクを監視し、再保険を提供される銀行の適正なリスク保険料を評価することによって制度的問題の脆さを減じることができる。

・効率的な金融制度から得られる利益

これまでの節でみてきたように、効率的な金融制度は、資源の最適配分を促進する。金融機関や金融市場が効率的である時、資本は最も高度にリスク調整され、収益を提供すると期待される有望なプロジェクトに配分される。さらに、幅広く整えられた金融手法によって、預金者や投資家はリスクと収益とのより好ましい交

換取引が可能となる。金融制度に信用があれば、投資家がインフレや信用不安をヘッジするために非生産的な資産を購入するより、むしろ金融市場や金融機関を通じる貯蓄を促進する。こうした信用は金融機関や金融市場のなんらかの規制だけでなく、市場のニーズや機会に十分対応するだけの柔軟性をも必要とする。

(注16) 例えば米国金融制度の改革のための米国財務省の提案やモルガン・ギャランティーからの最近の報告は私企業による預金の再保険を擁護している。

5 - 1 効率による利益の評価

より効率的な制度を求めると、社会はどれほどの利益を得るであろうか？いかにしてこの利益は計量されうるのだろうか？これらは重要な質問だが、答えるのは困難である。これらの質問には、「効率」という言葉の、計量できて、操作しうる意味のある定義と、効率という理想的な基準から逸脱した実用的な尺度が必要となる。

効率には、二つの側面がある。静学的な側面と動学的な側面である。両方とも金融構造の変化を評価するのに重要である。

静学的な効率は、資金が最終供給者から最終需要者に最小費用で移動する時に達成される。それゆえ、静学的な関係におけるいかなる制度の相対的な効率も、この最小費用という基準からの偏移の大きさによって計量される。金融制度が変化することによって生じるかも知れない効率による利益は、ひとつの金融調整構造から別のものへ変わることから生じる潜在的な利益を代弁するものとしての最低コストの生産者に比例して評価されうる。

その一方で、動学的な効率は、システムが変化する市場環境や消費者のニーズに適應する柔軟性に言及するものである。しかし、静学的な効率と異なり、相対的あるいは絶対的な動学的効率の尺度は、原則的にさえ定義しがたいのである。

静学的な効率を改善するによって得られる利益を計量しようというもっとも野心的な試みが、ECによってなされた。これらの試行には、Price Waterhouseによってなされた委託研究（Price Waterhouse（1988））や委員会のスタッフによってなされたその後の政策分析（C-atinat, Eonnai, Italianer（1988））が含まれる。ECの研究では、より大きな金融効率を求めて変動する経済が持つ潜在的な価値を指摘することに関心が有ったのかもしれない。控え目に言っても、それは、経済がどれほどの潜在的な利益を有しているかの証拠を示している。ECの研究では、高いコストの金融サービスの提供

者が低いコストの金融サービスの提供者にとって代わられるような単一市場を確立することによる、直接的、かつ間接的な効果をとともに計量しようとした。

Price Waterhouseは、効率を求めたこうした動きに関連して得られる直接的な利益を評価するよう委託された。彼らの研究は、一旦市場の統合が成された場合、14の金融サービスの推定価格が低下することによって消費者がどれくらいの利益を得るかを計量しようとした。彼らが憶測するには、市場の統合後には各国の価格は、現在の価格とECの中でコストの低い4価格の平均との差額の約半分だけ下がるだろう、ということであった。残差は個々の市場の特性を反映していると推測された（そしてこの残差は市場の統合された米国市場のさまざまな金融サービスの価格の残差におおまかに一致している）。ECでの金融構造の改善から得られるこれらの直接的な利益は、約250億ドル、すなわち12加盟国全体の1985年のGDPの7%に相当すると評価された。

ここで銘記しておきたいのは、この消費者の利益の量は、必ずしも全体の厚生ネットの変化とは等しくならないということである。ここでは、生産者の利益、所得分配の変化、効率性が低い金融システムから効率性が高いものへ移行する際に生じるであろう調整費用が無視されている。さらにそのうえ、金融サービスの供給者間の競争は、コストを可能な最低限のレベルまで十分削減しうることを仮定しているのである。

ECで金融サービスにおいて単一市場を形成することによって得られる間接的な利益を計量する別の研究が行われた。これらの間接的な利益は、利子率の幅と金融サービス価格の低下によって国民生産が潜在的に増加することから生じる。そのECの研究は、Price Waterhouseの研究によって予測された価格変化は1年以内に起きるだろうと仮定しており、マクロ経済のシミュレーションを通して、生産に対してのそれらのインパクトを評価するところまで進んでいる。その間接的な利益は、約550億ドルすなわ

ち1985年のEC加盟国全体のGDPの1.5% 直接利益の評価値のほぼ2倍の大きさであると見積もられている。直接的かつ間接的な利益は、現実の経済に対する実質的な利益とECの市民の経済的厚生を改善させる重要なメカニズムを表している。

しかし、そのECの研究は動的な効率性を計量しようとはしていなかった。ただ、長期的には、金融手段と金融機関が貯蓄者や投資家の移り変わるニーズにたやすく対応できるような柔軟性を持った金融システムから得られる利益は、効率性に関して最も重要な面を表しているのかもしれない。マクロ経済の変動性や技術的な変化が増大しているように思われる時代では、金融システムの動的な効率性を強化することから得られる利益はとりわけ大きくなるようである。しかしながら、動的な効率性を改善することから得られる利益を計量することは大変困難なことである。というのは、そういった計量をするには、不確実な未来のできごとに柔軟に対応するために行われる選択に対して評価を下すことになるからなのである。

5 - 2 より柔軟な金融構造から得られる潜在的な利益

金融市場や金融商品が変化するにつれて、金融機関もまた効率的で互いに競争する存在に変化するに違いない。ひとつの国家の金融構造の効率性を評価する場合、組織形態の中でどれくらい柔軟性へのニーズがあるかを認識するべきである。規制はこのような柔軟性を考慮に入れるべきである。つまり、明らかに公的目的が提示されていないならば、規制は企業の構造選択を制限すべきではない。非常に強固な組織構造のなかでビジネスを行っている企業は、静的にも動的にも効率的ではないだろう。それゆえ、法人形態がどれくらい柔軟性を持っているかと

いうことは、金融部門の効率性に重要な意味あいをもつことになる。

最近大企業がコングロマリット構造をつくる傾向が明らかになっているが、これは金融サービスの生産や提供における潜在的な効率性を追求しようとしているためなのである。過去十年以上、このような巨大金融コングロマリットは、預金受入機関としての伝統的な資金仲介や決済機能を果たしてきたのみでなく、投資銀行サービスや保険も含むような非常に広汎な範囲のサービスも供給してきた。

企業がこのような金融コングロマリットを形成するのは、金融機関のオーナーや経営者が、各々のサービスを別個に運営される会社を通じて供給するよりも、1つに統合された企業グループ内でサービスを供給した方がより多くの利益が得られるという、シナジー効果や範囲の経済を実現できると信じているからなのである。^(注17)

こうしたシナジー効果は、金融サービスと消費という2つの別々の源を通じて生じるのかもしれない。

生産における範囲の経済は、商品を一定の混合物にまとめて生み出す費用が、それぞれの商品をバラバラに生み出す費用の合計よりもより少ない限り、実現されるかもしれない(Farrell and Shapiro (1990), Panzar and Willig (1981), そしてGilligan, Smirlock and Marshall (1984))。範囲の経済は、重要な固定費用が商品全体にわたって共有されうるかぎり重要になる。様々の要因によって、金融サービスの供給における範囲の経済が引き起こされると思われる。クライアントとの関係を管理する固定費用(Steinherr and Huveneers (1989, p. 8)).....人的資源、情報システム、そして安定した評価の確立とその維持を含む.....は、金融サービスの広い範囲にわたって共有されるか

(注17) 金融コングロマリットの形成は、市場支配力を達成することへの期待からもまた、動機付けられるかもしれない。我々は、参入障壁が無視できる限りこのような可能性はありそうもないと考えている。(Herring and Santomero 1990)

もしれない。また、1つの生産物に対して確立された分配チャネルを使用することによって、僅かな限界費用で他の生産物を分配することも可能になるかもしれない。加えて、1つの商品を生産するのに使用された情報は、非常に僅かな追加費用で、他の商品の生産にも使用できるかもしれない。もし1つのタイプの商品の生産の存在あるいは規模が、別のものの単位費用に影響を与えるならば、1つに統合されたコングロマリット企業は、独立の単一機能しか持っていない企業よりも低い限界費用でサービスを生み出すことができるかもしれない。

最近Mayer (1988) は、金融コングロマリットは信用リスクをコントロールする能力を強化してきたことから利益を得ているかもしれない、と論じている。もしもコングロマリットが借入企業の株式を保有し、役員会に同席することを許されるならば、企業の活動をモニターするコングロマリットの能力は強まる。こうしてコングロマリットは企業経営者がとるリスクをより良くコントロールできるようになり、経営状況を改善するための敵対的な買収よりも、より安上がりなメカニズムを手にするようになる。

金融サービスの供給における範囲の経済に関しては、それを生み出す妥当な要因が多くあげられているにもかかわらず、重要な範囲の経済の存在の経験的な証拠は限られたものだ。伝統的な文献 (Clark (1988), Gilbert (1984), そしてGilligan, Smilock and Marshall (1984)) は、もっぱら、小銀行間の預金とローンに焦点をあてたものだが、規模と範囲の経済の証拠をいくつか報告している。巨大な金融コングロマリットに対してもこうした証拠が関連づけられるというのは疑わしいものである。しかしながら、情報技術を含んだ生産機能の専門化にまで研究対象を広げた文献 (Mester (1990)) や研究対象の生産物を増やした文献 (Giddy (1985)), 及び巨大銀行のデータを使用した文献 (Shaef-er (1990)) では、範囲の経済の証拠が非常に明確に示されている。

しかし、結局、コングロマリットへ向けた動

きは、生産という経済面だけでなく、多様化への関心からも生じるかもしれない (Santomero (1984 a))。収入の安定性を増大させるために、他の金融機関との提携に価値を置く企業もあるかもしれない。また、多くの種類の商品をもつ企業は失敗する機会が減少し、そしてそれゆえ、より一層専門化した企業よりも自分たちの販売権が守られることになるのである。

シナジー効果はまた金融サービスの消費にも存在するであろう。つまり、金融サービスのユーザーは、いくつかの異なる企業から別々に同じ商品を得るよりも、1つの企業からあるまとまった金融サービスを受けることにより大きな価値を置くのである。金融サービスの消費における範囲の経済の証拠は非常に印象深いものになっている。経験主義的な文献では、金融サービスの消費における範囲の経済を定義したり計測したりすることに成功していない。しかし、金融機関はあたかも潜在的な経済が実在するかの如くふるまう。利益獲得の目的は、数多くの異なった商品の各消費者への売却に特に力点を置くことと、全体の消費者との関係から明らかにされる。現在消費者利益の分析は新しいものではないが (Santomero (1984 b)), 次第に重きが置かれつつある。(Citicorp (1984))。

生産における範囲の経済を実現する場合、顧客に対して様々な商品売ることによって収益性が增大するという見解は、単一の金融機関から得る商品の数が増大するにつれて、商品当たり支払う金額は多くなるという仮定に基づいている。消費におけるこれらの範囲の経済は、幾つかの金融商品が同じ企業から購入される場合、実現可能な研究、情報、監視、そして取引費用の減少によって引き起こされる。それはブローカー会社によって提供される現金管理口座のように、個人のための銀行業務は、消費におけるこうした潜在的な範囲の経済を活用するように明確に設計されているのである。

5 - 3 市場構と効率性に対する柔軟性の関係

我々は、金融機関が広範囲の金融サービスを提供するよう動機付けるいくつかの要因を明らかにしてきたけれども、このような経営がすべての金融商品にわたって支配的なものであるとか、すべての金融機関にとって魅力的なものであるといったことは、決して明らかにしているわけではない。専門化した金融機関は巨大市場、すなわち競争相手のコングロマリットとは異なる商品や受渡しシステムを使用することによって、効果的に競争しつづけるのは明白である。彼らはまた、範囲の経済が重要ではないような活動や商品に特化することを選択するかもしれない。デパートを尻目にブティックが繁栄しつづけるように、専門化した金融機関はなんらかの条件のもとでの幾つかの市場では、金融コングロマリットと効率的に競争することが期待されるかもしれない。この結論は、コングロマリット化のもつ不利益のいくつかを考慮すると一層妥当なものとなる。

金融機関の経営者は、多品種の商品を持つ企業の効率性を脅かすような、いくつかの潜在的な範囲の不経済と、我々が確認してきた潜在的な範囲の経済を、比較検討しなければならない。まず第1に、コングロマリット構造に伴う官僚主義は不利益になるかもしれないことである。官僚主義的な手続きは起業家活動を妨げるかもしれないし、変化する市場の動向に対しての革新的な対応を妨害するかもしれない。皮肉にも、変化する消費者ニーズに対して組織化して適切な対応を行う際のエイジェンシーの問題によって、コングロマリット企業がその広汎な対応能力をフルに生かすことを妨げられるかもしれない。

第2に、1つに統合された構造において、いくつかの異なる種類のビジネスを管理する場合複雑になるために、潜在的な範囲の経済もまたダメになってしまうかもしれないことである。一取引志向の投資銀行家と関係志向の商業銀行家とが共に仕事をするのは必ずしも容易とは限らない。意思決定と代償の選択にわたる論争によって、潜在的に得られる情報の利益と商品の

進歩の機会の多くを相殺するような非効率を生み出すかもしれない。

第3に、ちょっと立ち寄って金融商品のショッピングをすることに価値を置く顧客もいるかもしれないし、一方で金融商品をまとめて提供されることによって被る不利益に気づく顧客もいるかもしれないことである。1つの取引において自分たちがコングロマリットと共有する情報が、別の取引においては自分たちに損害を与えるものとして使用されうることに関心を持つ顧客もいるかもしれない。潜在的な顧客に、彼らがコングロマリットに利用されてはいないことを再保証するコストは、商品をまとめて提供する経済性を幾分減少させるかもしれない。そして、コングロマリット内の異なる部署間に生ずるこのような利益相反を避けることによって、より一層専門化した企業と競争する能力が低下するかもしれない。結果としては、専門企業はこのような利益相反を非常に気にする顧客に対するサービスの供給においては、競争上の優位性を持っているかもしれない。

独立生産に対して合同生産が持つ優位性は、長期的には商品間でまちまちで、また一定の商品の中でも一様なものではない。金融コングロマリットの形成によって得られるいくつかの潜在的な利益を確認することは可能であるが、相殺される不利益も幾分確認されるかもしれない。このことは、いかなる1つの組織形態も決定的とはならないことの原因になるかもしれない。実際、ドイツとスイスでは、全ての銀行はあらゆる範囲のユニバーサルバンキング業務を行うことを選択したかもしれないが、現実にはほんの2、3の大銀行だけが全てのサービスの範囲を提供しているに過ぎない。多品種生産と専門化した企業は共存可能であるように思われる。

たしかに、どのように金融サービス産業が発展していくかを予測することは困難であるけれども、ここ10年以上にわたって、技術的な変化と金融の技術革新が必ずしもコングロマリット企業の競争上の地位を高めているわけではない、ということは注目すべきことである。さま

さまざまな派生的な商品の組織的な取引の拡張，取引コストの削減，情報の伝達や通信手段の継続的な改善によって，小企業が巨大金融コングロマリットの機能のいくつかを果たすのが容易になっている。

実際，一つの注目すべき傾向が専門化した金融機関の競争上の立場を有利にしてきている。金融取引を1つに束ねない技術が進歩したことによって，相対的に規模が小さく，限られた分野に特化した専門企業は特殊な種類の金融サービスを非常に効率的に行うことによって競争ができるようになってきている。

政策にとって重要なことは，どのような構造が金融サービスを提供するのに最も効率的なのかという問題を，規制の枠組みが予め判断しようとはしない，ということである。企業家は，どのような企業構造が移り変わる消費者ニーズ

に最もよく合うかを決定するために，実験する機会を与えられるべきである。組織形態を制限することが，重要な公的政策目標を実現する最も低いコストの方法であることの明らかな証拠が提示されない限り，金融機関は市場のインセンティブに対応するだけの広い許容範囲を与えられるべきである。こうして，様々なタイプの商品を供給する企業数が拡大することによって競争が促進され，最低限のコストでこれらの商品を提供することに対するプレッシャーが増すことになる。この見返りは潜在的には高いものである。すなわち，金融サービスの生産における範囲の経済や特化の経済を実現すれば，投資の水準が高まり，また資本ストックが多くなり，さらに1人当たりの所得水準も高まることになる。

・世界金融市場の慎重な監督

どのような企業構造を選択したとしても，基本的な銀行機能を行う金融コングロマリットは，第3章で議論した銀行の倒産による潜在的な社会的費用を軽減するために必ず規制される。このような規制が行われる可能性は，規制当局が銀行のリスクテイキングに対する市場原則を阻害する突然の銀行倒産がもたらす衝撃を軽減しようとするだろう，と投資家が考えることによってさらに高まるだろう。しかし，複雑で競争的な国際市場において，こうした規制がどのような形態を取るかはまだ明確となっていない。金融機関を組織する幾つかの異なるモデルがあるように，金融業或いは金融業が行う行動を規制する幾つかの異なったアプローチがある。金融部門が提供する利益と規制自体の費用と利益を考慮した場合，金融市場全体の中で規制はどのように組織化すれば良いのだろうか。これは，依然として，未解決な問題である（Herring and Santomero（1990））

世界市場では，2つの基本的なアプローチ—機関的規制と機能的規制—が優勢である。ヨーロッパ大陸では，どのような機関も銀行機能を幾分でも行う場合銀行規制に従わなければならない。このアプローチは，「機関的規制」と名づけられるだろう。対照的に，イギリスでは，銀行のどのような要素が規制されるかは，一般的にそれが行う業務の種類に左右される。このアプローチは，「機能的規制」と名付けられるだろう。日本とアメリカは，いまだ公式にはユニバーサルバンキングモデルが受け入れられていないため，ほとんどの商業および投資銀行機能は，別々の規制の下に別々の法人によって行われている。これらの国では機関的規制は概して機能的規制と一致していたが，伝統的な機能的区別があいまいになるにつれ，規制の矛盾が生じている。

このように規制に対して対照的なアプローチがあることによって，国際的な規制のフレーム

ワークは複雑なものとなる。現在国際的な規制が混乱している中では、同種の業務を行う場合であっても、各機関は別個に規制される。規制を受ける機関には4つの範疇がある：(1)機能的な規制を受ける特定の目的を持った企業、(2)機関的な規制を受けるユニバーサル銀行、(3)機関的規制及び機能的規制の両方に従わなければならない、特定の目的を持った金融機関を中心的に管理するグループ、(4)ほとんどの活動については規制を受けないが、幾つかの活動で機能的な規制に従わなければならない特定の目的を持った金融機関を中心的に管理するグループ。これらの対照的な規制のアプローチによって競争上大きな緊張が生み出される。従って、既に議論したリスク調整した資本適正ガイドライン以上に優れた規制の国際的調和が必要となる。

調和が望ましいというコンセンサスにもかかわらず、規制がどのように調和されるべきかに関する意見の一致はできていない。機能的アプローチにも機関的アプローチにも共にメリットがある。機能的規制はより専門的なものになるため、業務の種類の特徴に影響を受けやすいと一般に考えられており、また、特に組織上のリスクが問題とならないなら、新しい企業の参入に対する障壁は低く設定される可能性がある。新規参入はイノベーションの重要な要因となることが多く、金融システムに動的な効率性を与えることになるだろう。また、もし金融機関によって行われる機能が時間とともに本質的に変わるならば、機能的規制は市場の状況変化により容易に適応できる。機能的規制は機関的規制より安定的な規制フレームワークを提供することができる (Merton, 1990)。

しかし、特定の目的を持った企業が複数の機能をもつ時機能的アプローチは次第に具合の悪いものになる。さらに、金融コングロマリットに対する機能的監督は断片的で慎重な監督になりがちであり、従って金融コングロマリット

はその活動に対する規制を回避することができる可能性がある。もし、コングロマリット全体 (コングロマリットの特定な機能ではなく) の健全さが政策関心事であれば、こうした断片性はシステムの安定性を危うくするだろう。さらに、機能的アプローチでは、監督責任の分担と資本の適切な水準に関して機能的監督官間で意見がまとまらない危険があり、また執行権に関して規制官の間で逆効果な論争の可能性や、コングロマリットが金融的困難に陥った際の資産の争奪が起きる可能性がある。そのような問題を防ぐために機能的監督当局は金融コングロマリットに圧力をかけ、特定の機能を周囲と分断させた上で監督を行ったり、おそらくファイヤーウォールによってコングロマリットとは隔離されている個々の子会社に人を配置したりすることもある。要するに、企業構造は規制側の都合によって左右される傾向がある。しかしながら、これは社会的コストとして効率性の幾らかが損なわれることになる。

原則的には、こうした問題の多くは規制者を1人だけにするか、1人の機能的規制官を任命して、指導的規制官として金融コングロマリットの支払い能力を見通す責任を負わせるかにより、緩和することができるだろう。指導的規制官が存在すれば、各機能的規制官間のコミュニケーションを容易にし、トラブルが起こった場合の調整を行うことができるだろう。実際、指導的規制官は機関的規制の見方を採り入れている。

イギリスは指導的規制官アプローチを発展させ、金融サービス法のもとで現れた多数の機能的規制機関の活動を調整している^(注18)。スウェーデンは単一の規制官アプローチを志向し、保険監督者と銀行監査委員会を合併した。これら2つのアプローチはともに、機能的規制がコングロマリット機関に適用された時に起こるギャップと矛盾を削減している。しかし、コングロマリット機関全体に対して慎重な監督を

(注18) アメリカでは、同じ機能を監督する多くの規制官の活動を調整する問題に直面している。

行うことは、その機関が困難に陥った時には公的援助を受けることができるという印象を市場に与える可能性がある。これは、市場原則を弱体化させ、他の専門金融機関を比較劣位に置くことになる。

指導的規制官がコングロマリットのすべての活動の安全性と健全さを監督することは不可欠であるのか。或いは、指導的規制官の目を伝統的にコングロマリットの基本的業務とみなされてきた中核的な銀行業務だけに絞ることができるだろうか。問題があった時に別々の会社の資産を合同させる法的義務がなくても、コングロマリットは慎重な監督に連結ベースで従うべきなのか。これは、ある程度までは金融コングロマリットの子会社が、コングロマリットに属する他の機関に打撃を与えず、また金融システムにおける信頼を損なわないように倒産できるかどうかに対してどのように判断するかを左右されよう。

もし、市場が、法的独立に意味がある（子会社や関連会社が親会社や兄弟会社を倒産に導くことがなければ破産することが認められる）と確信することができるならば、慎重な監督は非常に選択的に行われることになり、全てを合同する必要性はない。他方、もし市場が金融機関を分離することができないものとして考える場合は、経営上且つ法的分離によってもたらされている独立は実体のないものとなり、もし企業の倒産が伝染する恐れがあり、市場の信頼を損なう恐れがあるならば、慎重な監督は企業全体を連結したベースで行われるにちがいない。確かに、ファイヤーウォールが企業内の資金移動を禁じている以上、金融コングロマリットの指導的で慎重な監督官は、ファイヤーウォールがコングロマリットの安全性と健全性を危うくするという理由で、ファイヤーウォールを解体しようとする可能性がある。

ドレクセルバーナムランベール／グループ（DBLG）の倒産によって、ファイヤーウォ

ールの価値と機能的規制の可能性について最近幾らか明らかになった。倒産に至るスピードに比べれば、あのDBLGの倒産自体は驚くほどのことはない。DBLGは、80年代にはウォール街で最も高利益をあげた投資銀行であったが、1989年3月に5つの重罪を認め、6億5千万ドルを罰金として政府に支払うことに同意した際に致命的な打撃を被った^(注19)。

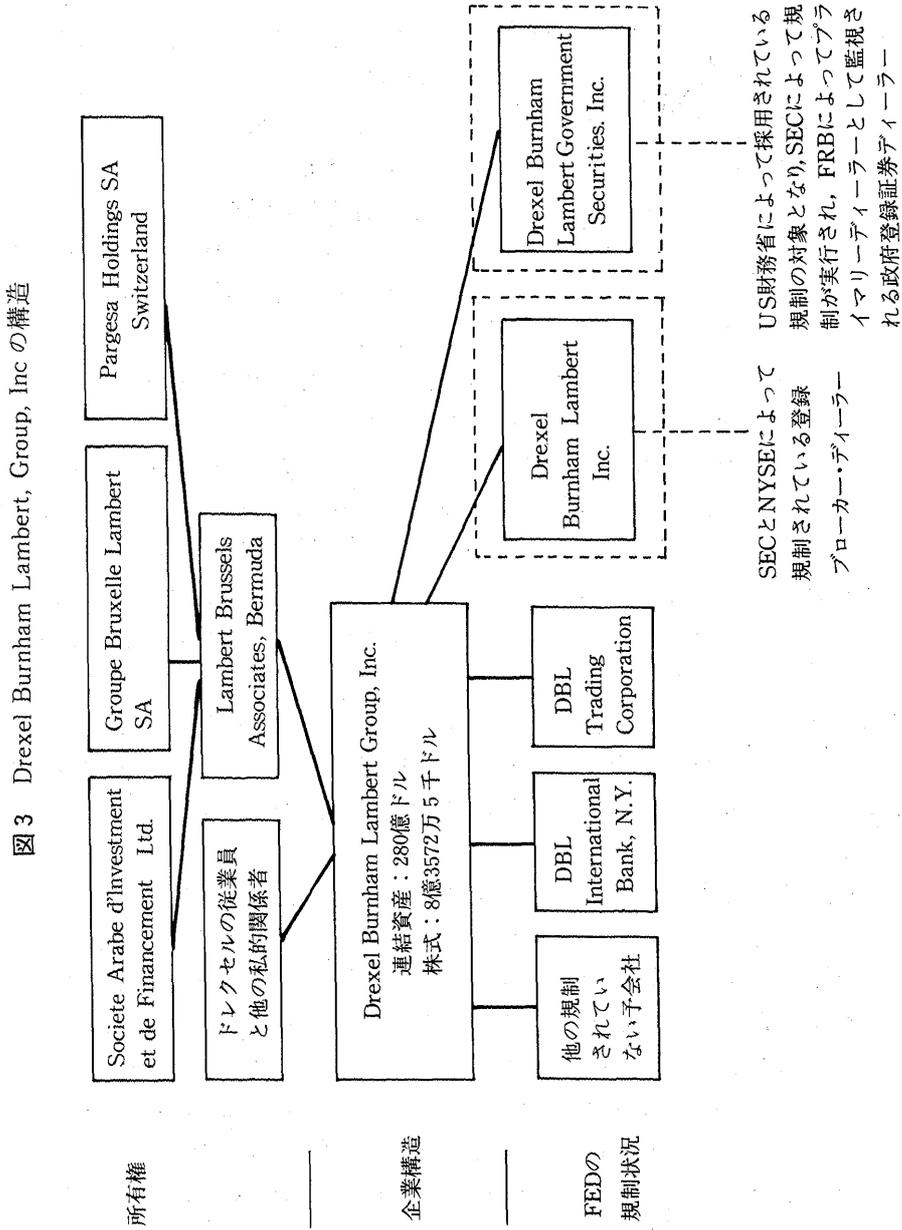
それでもなお、1989年の終わりには、DBLGの総資産は280億ドルで、8億3572万5千ドルの株式を有すると報告していた。DBLGの関連会社でブローカー兼ディーラーのDBL（Drexel Burnham Lambert）は、合衆国で最も資本力があるブローカー兼ディーラーの一つであり、世界の金融市場で積極的に業務を遂行し続けた。DBLGの関連会社でプライマリー・ディーラーのGSI（Drexel Burnham Lambert Government Securities, Inc）は、公開市場操作の際FEDと取引を行う44のプライマリーディーラーの選抜リストに残っている。金融の安定性を維持する責任を果たすため、FEDはプライマリーディーラーを注意深く監視し、プライマリーディーラーが健全な取引相手であり、且つ政府証券のマーケットメイカーとして信頼の置ける存在であるかどうかの確認を行っている。

図3には、DBLGの金融構造及び規制構造が簡単に示されている（BUSH, 1990）。グループは私的所有されていて、株式の半分以上はドレクセルの従業員と私的利害関係者によって所有されていた。しかし、残りの株式は、Societe Arabe d'Investment et de Financement, Ltd., Groupe Bruxelles Lambert, Pargesa Holdings SAを含む海外投資家グループによるパーミュダダ持ち株会社を通じて所有されていた。

DBLGは多くの子会社を持っているが、そのうち2つは連邦政府によって監督されていた。DBLGは、SEC（Securities Exchange

(注19) ドレクセル・バーナム・ランベール社の倒産金額は、主としてBreedemから引用した。

図3 Drexel Burnham Lambert, Group, Incの構造



Commission) によって規制された登録ブローカー兼ディーラーであって、G S Iは米財務省の規制の対象となり、S E Cがその規制を執行し、F E Dがプライマリーディーラーとして監視している、政府登録証券ディーラーである。D B L Trading, D B L International Bank, N Y, キュラソー会社を含む他の子会社は、連邦政府の規制対象ではなく、どれも持ち株会社ではなかった。

これは、機能的規制の比較的純粋な例である(Herring1992)。原則的には、D B L Gに対する政府の関心は、機関自体の健全性よりはむしろそれが行う各機能の健全性を監督することにあつた。関心の対象である機能ブローカー兼ディーラーとプライマリーディーラーとしてのD B L Gの役割は別個の子会社に分離されており、別個の規制の対象となつていた。こうして、ある意味ではD B L Gの倒産は機能的規制の可能性の試金石であつた。

持ち株会社D B L Gは、十分な金額の債券をもちや発行することができないことがわかつた時、規制を受けている子会社D B LとG S Iからの規制最低限度を越える資産の回収を始めた。規制当局は、1990年2月、ある政府証券ディーラーがニューヨークF E Dに、G S Iともう取引をしないと伝えた時に驚いた。後に)その政府証券ディーラーは、取引を続けることを2つのディーラー(D B LとG S I)に許すという合意にG S Iと達したものの、その出来事を契機として、規制されている企業に対する綿密な検査が始まつた。S E CとN Y証券取引所は、D B L Gが事前に許可無くD B Lからの新規の資本回収を行うことを禁止した。

2月12日月曜日に、スタンダード&プアーズは、D B L Gのコマーシャルペーパーの格付けを引き下げ、D B L Gは新たな発行を行うことができなくなつた。また、その日のうちにS E Cとニューヨーク証券取引所は、D B LがD B L Gに、その日にC Pの支払い期日がかかる310億ドルを貸付けること、D B L TRADINGに手数料支払いを可能にする700万ドルの新たな

貸付をすることを許可した。しかし、D B Lが、持ち株会社或いはD B L TRADINGに対する1億ドルの新たな貸付を行うことを許さなかつた。

D B L Gは、48時間後に支払い期日の来るC P 4億ドルを持っていた。商業銀行は持ち株会社のC Pの支払いのためのうなぎ融資(bridge loan)を拡張することを拒否した。当局は、何らかの融資が用意できるように時間を稼ぎ、規制を受けている子会社を保護し、債務不履行を許容して規制を受けている子会社の純資産のうち3億ドルを引き出すかどうかという選択に直面した。当局は、ウォール街の大企業の倒産を心配していたにもかかわらず、自らの役割をD B L Gとその規制を受けている子会社の事件の秩序ある解決を進めることだけに限定した。

この機能的規制から得られた教訓は有益なものである。当局は、規制を受けている2つの子会社であるD B LとG S Iの損失を債権者が被ることを防いだのだ。他方、市場は規制を受けているが支払い能力がある子会社と他の会社との間を区別しようとはしなかつた。破産した金融グループの中では、支払い能力を持った2つの子会社を経営しつづけることは不可能であつた。市場は持ち株会社とその全ての子会社に対する信頼を失つていた。規制を受けている子会社とD B L Gに属する他の企業との間のファイヤーウォールがあつても、規制を受けている子会社が存続可能な企業としてそのまま残ることができるとは市場は認めなかつた。しかし、ファイヤーウォールによって倒産が防がれ、規制を受けている子会社が秩序ある方法で資産を現金化できる立場が維持された。また、大きな証券会社の倒産は金融危機を引き起こさなかつた。実際、ダウ平均は前日より高く引けた。

これまでの議論を考慮すれば、効率的な金融システムを育てるための適切な規制の枠組みに関して、どのような一般的な提案ができるだろうか。金融コングロマリットを含む幅広い企業構造を許容するために、効率性を根拠にした範囲の経済を実現する可能性が金融コングロマ

リットにはあると主張されている。その経験的証拠では、コングロマリットが専門化した企業を支配することは明らかになっていないが、コングロマリット企業は数種類のサービスに対して特に有利性があり、環境変化への適応に優れた能力を持っている可能性はある。

しかし、金融コングロマリットの形成によって潜在的効率性という利点を得ることができるものの、利害の対立、力の集中、危機が起きた時に政府が大きな金融機関を必ず保護するだろうという認識、から生じる潜在的な社会的費用に関する伝統的な政策問題が重視されなければならない。コリガン（1987年）は、金融機関の許容活動範囲が広がれば、金融機関の全ての活動を包括するような規制ネットが相応に拡張す

ることが必要になる、と主張している。しかし、規制当局がその様に幅広く拡張することは、高度に競争的な国際市場においては規制の非効率を招くことになる。

最後に、D B L Gのケースは、そのような規制の拡大に反対し、より規制対象範囲が限られた機能的規制を支持している。しかし、そのような制限は金融機関と市場両者によって明確に理解されなければならない。なぜなら、我々が見てきたように、政府のセーフティーネットへの接近を限定することによって、金融機関とその債権者両者への保護が減少することになり、市場参加者が損失から保護されることを期待しない時には、有効な市場原則が働くようになるからである。

．要約と結論

効率的な金融システムは資源の最適配分を促進する。即ち、各市民の消費の可能性を拡大し、企業家や政府にとって資金を有効なものとする。金融機関や金融市場が効率的である時、資本は最も高度にリスク調整された収益を提供すると期待される一番有望なプロジェクトに配分される。また、幅広く整えられた金融手法によって、預金者や投資家はリスクと収益とのより好ましい交換取引が可能となる。

しかしながら、効率的な金融市場は法律、慣習、規制といったインフラを必要とする。効率的な金融システムが必要とするものほとんどは信用である。金融制度の信用は、投資家が価値を貯蔵するために非生産的な資産を購入するより、むしろ金融市場や金融機関を通じて貯蓄することを促す。こうした信用は金融機関や金融市場の適切な規制によって促進され、金融サービスの利用者に自らが公平な扱いを受けることを保証している。

有効な規制を備えた効率的な金融構造は政府の監視、監督の援助とともに競争市場の利益を

兼ね備えている。ところが、こうした規制は等しく金融界を抑圧し、金融フローを混乱させ、近接する金融センターへ機能を移す可能性がある。悪い規制が存在することが全く規制がないより悪いかどうかは議論の余地のある点である。だが重要な点は、より有効な金融規制にむけての行動が経済的厚生を改善するという点である。

問題は金融システムの安全性、健全性についての信用を促進するために十分な規制的監視を維持しながら、静的かつ動的に有効な金融システムを育成に努めることである。過去において、規制者の一部は過少というよりもむしろ過剰に規制するという誤りを犯しがちであった。しかし現在の競争的な国際金融市場において過剰規制というこの傾向は維持できなくなっている。もし維持すれば、機能が失われ、機関は衰退し、経済は沈滞する。国際的に競争的かつ、国際市場において良好に機能するのに必要とされる資本によって実体経済が支えられるような、動的な金融構造を追求する以外に現実的

な選択はないのである。

参 考 文 献

- Bank for International Settlements, "International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards," July 1988.
- Benston, George J., and George G. Kaufman, "Risk and Solvency Regulation of Depository Institutions: Past Policies and Current Options," Monograph Series in Finance and Economics, Salomon Brothers Center for the Study of Financial Institutions and Graduate School of Business Administration, New York University, 1988.
- Black, F. M. Miller and R. Posner, "An Approach to the Regulation of Bank Holding Companies," Journal of Business, July 1978, pp. 379-412.
- Blunden, George, "International Cooperation in Banking Supervision," Bank of England Quarterly Bulletin, 17, September 1977, pp. 325-9.
- Brittan, Sir Leon, "Opening World Banking Markets," transcript of a speech delivered at the American Enterprise Institute, March 23, 1990.
- Breeden, Richard C., "Statement before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, United States Senate, Concerning the Bankruptcy of Drexel Burnham Lambert Group Inc.," March 2, 1990.
- Broker, G., Competition in Banking, Paris: Organization for Economic Cooperation and Development, 1989.
- Bush, Janet, "Drexel Paid Out Bonuses Before Bankruptcy Filing," Financial Times, February 22, 1990, p. 36.
- Catinat, M., E. Eonnai, A. Italianer, "The Competition of the International Market: Results of Macroeconomic Model Simulations," The Cost of Non-Europe, Commission of the European Community, Volume 2, Chapter 10, 1988.
- Citicorp, 1988 Annual Report, 1989.
- Clark, Jeff rey, "Economies of Scale and Scope at Depository Financial Institutions: A Review of the Literature," Federal Reserve Bank of Kansas City, Sept. / Oct. 1988, pp. 16-33.
- Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, U. S. House of Representative, Continental Illinois National Bank Failure and Its Potential Impact on Correspondent Banks, Staff Report to the Subcommittee on Financial Institutions, Supervision, Regulation and Insurance, Washington D. C., October 4, 1984.
- Copeland, Morris A., A Study of Moneyflows in the United States, New York: National Bureau of Economic Research, 1955.
- Corrigan, E. Gerald, "Perspectives on Payment System Risk Reduction," in the U. S. Payment System: Efficiency, Risk and the Role of the Federal Reserve, D. Humphrey, (ed.), Kluwer Academic Publishers, Boston, 1990.
- Corrigan, E. Gerald, "Financial Market Structure: A Longer View." Federal Reserve Bank of New York Annual Report, 1987.
- Diamond, Douglas, and Philip Dybvig, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," Journal of Political Economy, 91, 1983, pp. 401-419
- Faulhaber, G., A. Phillips, and A. Santomero, "Payment Risk, Network Risk, and the Role of the Fed," in The US Payments

- System: Efficiency Risk and the Role of the Federal Reserve, edited by D. Humphrey, Kluwer Academic Press, 1989.
- Farrell, J. and C. Shapiro, "Horizontal Mergers: An Equilibrium Analysis," American Economic Review, March 1990, pp. 107-121.
- Giddy, Ian, "Is Equity Underwriting Risky for Commercial Bank Affiliates?" in Deregulating Wall Street: Commercial Bank Penetration of the Securities Market, edited by Ingo Walter, 1985.
- Gilligan, T., M. Smirlock, and W. Marshall, "Scale and Scope Economies in a Multi-product Banking Firm," Journal of Monetary Economics, 1984, pp. 393-405.
- Gilbert, G., "Bank Market Structure and Performance: A Review," Journal of Money Credit and Banking, November 1984.
- Goldsmith, Raymond, The Flow of Capital Funds in the Postwar Economy, Chapter 2, New York: National Bureau of Economic Research, 1965.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "The Insolvency of Financial Institutions: Assessment and Regulatory Disposition," in Crises in the Economic and Financial Structure, edited by P. Wachtel, Lexington: D. C. Heath, 1982, pp. 99-126.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Credit Rationing and Financial Disorder," Journal of Finance, 39, December 1984, pp. 1359-1382.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Funding Risk in the International Interbank Market," in International Financial Markets and Capital Flows, edited by W. Ethier and R. Marston, Essays in International Finance, 157, Princeton University, September 1985.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Disaster Myopia in International Banking," Essays in International Finance, 164, Princeton University, September 1986a.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Disclosure Policy and International Banking," Journal of Banking and Finance, 10, 1986b, pp. 75-97.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Financial Innovations to Stabilize Credit Flows Developing Countries," Studies in International Banking and Finance, 3, 1986c.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Emergency Liquidity Assistance for International Banks," in Threats to International Financial Stability, edited by R. Portes and A. Swoboda, Cambridge: Cambridge University Press, 1987, pp. 150-186.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Restructuring Depository Institutions," in Expanded Competitive Markets and the Thrift Industry, Proceeding of the Thirteenth Annual Conference of the Federal Home Loan Bank of San Francisco, 1988, pp. 45-64.
- Guttentag, Jack M. and Richard J. Herring, "Prudential Supervision to Manage Systemic Vulnerability," The Financial Services Industry in the Year 2000: Risk and Efficiency, Proceedings of Conference on Bank Structure and Competition, Federal Reserve Bank of Chicago, 1989, pp. 502-633.
- Herring, Richard J., "The Interbank Market," in Eurodollars, edited by P. Savona and G. Sutija, Macmillan, 1985.
- Herring, Richard J., "The Process of Innovation, Institutional Change, and Regulatory Responses in International Financial

- Markets, Comment," in Banking and Financial Services in America, edited by W. Haraf and R. M. Kushmeider, Washington D. C.: American Enterprise Institute, 1988, pp. 424-430.
- Herring, Richard J., "European Banking, Prudential and Regulatory Issues, A Comment," in European Banking After 1992, edited by Jean Dermine, Oxford: Basil Blackwell Publishing, 1990.
- Herring, Richard J. "'92 and After: the International Supervisory Challenge," in World Banking and Securities Markets After 1992, edited by Alexander Swoboda, 1991a.
- Herring, Richard J., "Three Dogs that Didn't Bark: What They Tell Us About Systemic Risk From Innovations to Enhance Liquidity," Proceedings of the International Trade and Finance Association, Spring 1991b.
- Herring, Richard J., "Pressures on the Plumbing of the International Financial System," in The Threat of Systemic Risk in Capital Flows in the World Economy, edited by Peter Nunnenkamp, 1991c.
- Herring, Richard and Prashant Vankudre, "Growth Opportunities and Risk Taking by Financial Intermediaries," Journal of Finance, Vol. 42, July 1987, pp.583-599.
- Herring, Richard J. and Anthony M. Santomero, "The Corporate Structure of Financial Conglomerates," Journal of Financial Services Research, December 1990.
- Humphrey, David, "Electronic Payments System Links and Risks," in Electronic Funds Transfers and Payments: The Public Policy Issues, edited by E. H. Solomon, Boston Kluwer-Nijhof,1987.
- Kane, Edward J., "How Market Forces Influence the Structure of Financial Regulation," in Restructuring Banking & Financial Services in America, edited by W. S. Haraf and R. M. Kushmeider, Washington, D. C.: American Enterprise Institute, 1987, pp. 343-382.
- Kareken, J. and N. Wallace, "Deposit Insurance and Bank Regulation: A Partial Equilibrium Exposition," Journal of Business, 51 July 1978, pp. 413-438.
- Key, Sydney J., "Mutual Recognition: Integration of the Financial Sector in the European Community," Federal Reserve Bulletin, September 1989, pp. 591-609
- Loehnis, Anthony D., "Volatility in Global Securities Markets," International Economic Insights, Volume 1, Number 3, November / December, 1990, pp. 16-19,
- Mayer, Thomas, "Preventing the Failures of Large Banks," in Compendium of Major Issues in Bank Regulation, Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Washington D.C.: US Government Printing Office.
- Mayer, Colin, "New Issues in Corporate Finance," European Economic Review, 32, pp. 1167-1189, 1988.
- Merton, Robert C., "On the Application of the Continuous-Time Theory of Finance to Financial Intermediation and Insurance," The Geneva Papers on Risk and Insurance, Volume 14 Number 52, July 1989, pp. 225-261.
- Merton, Robert C., "The Financial System and Economic Performance," Journal of Financial Services Research, 1990
- Mester, Loretta, "Traditional and Non-traditional Banking: An Information Theoretic Approach," Federal Reserve Bank of Philadelphia Working Paper 90-3,(1990).
- Panzar, J. C. and R. D. Willing, "Economies of Scope," American Economic Review,

vol. 71, May 1981, pp. 268-272.

Price Waterhouse International Economic Consultants, "The Cost of 'Non-Europe'," in Financial Services. Executive Summary, Commission of the European Community, March 1988.

Santomero, Anthony, "Modeling the Banking Firm," Journal of Money, Credit, and Banking, 16, November 1984a, pp. 576-616.

Santomero, Anthony, "Factors Affecting Commercial Loan Pricing," in Handbook for Banking Strategy, edited by R. Eisenbeis and R. Aspinwall, New York: John Wiley, 1984b.

Santomero, Anthony, "The Intermediation Process and the Future of the Thrifts," in Expanded Competitive Markets and the Thrift Industry, 13th Annual Conference of the Federal Home Loan Bank Board of San Francisco, 1988.

Santomero, Anthony, "The Changing Structure of Financial Institutions: A Review Essay," Journal of Monetary Economics, September 1989.

Santomero, Anthony, "Monetary Policy and Bank Regulation," in Handbook of Monetary Policy, edited by M. Fratianni and D. Salvatore, Greenwood Press, 1991a.

Santomero, Anthony, "The Bank Capital Issue," in Financial Regulations and Monetary Arrangements After 1992, edited by M. Fratianni, C. Wihlborg, and T. Willett, North-Holland Press, 1991b.

Santomero, Anthony, "The Evolving View of Banking Theory and Regulation," in Regulating Commercial Banks: Australian Experience in Perspective, edited by I. Harper, Cambridge University Press, 1992.

Saunders, Anthony, "The Interbank Market,

Contagion Effects and International Financial Crises," in Threats to International Financial Stability, edited by R. Portes and A. Swoboda, Cambridge: Cambridge University Press, 1987.

Shaefer, Sherrill, "A Revenue-Restricted Cost Study of 100 Large Banks," Federal Reserve Bank of New York, February 1990.

Steinherr, Alfred and Christian Huveneers, "Universal Banks: The Prototype of Successful Banks in the Integrated European Market," Centre for European Policy Studies, 2, 1989.