

金融システム分析への機能的アプローチの視点

藤井 眞理子*

要 約

金融システムには、資金の仲介を行う機能のほか、決済や流動性の供給、価格情報の提供などいくつかの基本的機能がある。不確実性の高まっている現代経済においては、そうした機能の中でもリスクの取引や移転のための仕組みをどのように提供できるかが重要である。金融システムが果たす機能によって経済活動の展開や家計の経済厚生は大きく変化する。経済環境の変化のなかで金融が果たすべき役割やその評価を考えるためには、金融をその機能に則して分析してゆく機能的アプローチの考え方が有用である。本稿では、機能的アプローチの考え方から金融システムの機能についてレビューし、現代的な経済環境の変化の中で金融システムの役割をどのように理解すべきかを考えるとともに、関連する研究動向等について紹介する。

金融システムを構成する二つの基幹的なシステムである銀行システムと市場システムには、その機能の果たし方に違いがある。近年、市場型のシステムはより重視されていると考えられるが、これは金融技術革新の進展に伴い提供されることとなった多様なリスクの取引手段を扱うという特色や分権的意思決定の下でリスクや資源の配分が行われるという特色が最近の経済環境の下で必要とされている金融機能としてより評価されているからであるとも考えられる。

ところで、これら二つのシステムは互いに排他的に存在しているわけではない。比較的新しい金融の仕組みであるベンチャーキャピタルや証券化などは、ある意味では二つのシステムの相互作用として捉えることも可能であろう。

経済環境や経済活動の変化に対応し、金融システムがどのような形で発展してくるのかという点についての分析は、銀行機能、資本市場の機能を一体として捉える理論分析のもとで可能となる。金融サービス業全体の統合的な理解のためにも金融システムを統合的に理解しようとするアプローチは重要性を高めていると考えられる。

I. はじめに

1980年代後半以降の日本経済や近年のアジア危機を観察すれば、金融機能の是非が実体的な経済活動に影響を及ぼすことは、ある意味では明らかのようにも思われる。しかし経済理論的

な観点から検討した場合、金融システムや制度の機能が実物的な経済パフォーマンスや成長にどのような影響を与えるかについて、必ずしも明確な分析の枠組みが整っているわけではない。

* 東京大学先端経済工学研究センター教授

伝統的な分析では、経済変動の要素として金融機能を考える見方はむしろ少数派とも考えられる。特に経済成長との関係では、Levine (1998) が書いているように、経済学者の多くは成長は実物的要素から決まると考えてきた。革新との関係における金融の役割を重視したシュンペーターは例外的とされている。

もちろん、金融システムの発展と経済発展が相互に深く関わっているという理解自体は、古くから指摘されてきた。Goldsmith, Gerley and Shaw, McKinnon らは、1960年代からこうした問題についての研究を進めてきている。また、短期の景気循環との関係でも、金融のありかたが担保や資金制約を通じて実物投資に影響を与え、経済変動のサイクルを生じさせ、あるいは、その変動幅を増幅させるとのモデルも提示されてきている¹⁾。以上は、いずれもマクロ経済学の立場にたつ分析である。

ミクロ経済学のアプローチにおいて、金融の機能が実物的な経済活動や経済主体の厚生とどのように関わるかという理論的な分析は、金融仲介機関の存在理由をどのように理解するかという問題に深く関連している。古典的な一般均衡モデルの世界では、金融仲介に積極的な位置付けは与えられていない。情報や取引のコストの問題を明示的にとりあげることによって金融機能がより現実的に位置付けられるモデルが展開できる。さらに、現実世界での不確実性の高まりを反映して、リスクの問題を扱う視点も重要性を高めている。

従来、金融の分析は制度の分析と一体として展開されることが多かった。しかし、情報を扱う経済分析の進展やリスクの問題への関心の高まりもあり、むしろ、経済活動に対して果たす機能という観点から金融システムの多面的な役

割を整理し、普遍的な理解の枠組みを構築した上で、それぞれの国、時代に具体的に現れてきた金融の仕組みを考察しようとする立場が中心となってきている。機能的アプローチといわれる立場である²⁾。

主として1980年代以降、新たな金融商品が多く登場した。そうしたなかで、金融サービスの提供者と金融商品の関係も多様化し、伝統的な業態分類の枠を超えた金融サービスの世界が広がってきた。金融サービスの提供者においても、ノン・バンク、ベンチャーキャピタリスト、異業種からの参入などが進展している³⁾。こうした展開が、これまでの銀行論、証券市場論といった枠組みを超える、より普遍的な金融システム理解の枠組みを必要としている背景とも考えられる。

また、1990年代に入り、旧東欧諸国をはじめとして、いくつかの経済が市場経済化のプロセスを経験した。ロシアにおいても金融制度の抜本的な変革が行われ、その間に国際金融上の危機にも遭遇した。中国では、外国資本導入の観点から株式市場の一部に市場経済の仕組みを導入しようとしている。また、東南アジア諸国では、90年代後半の通貨危機後、経済再建プログラムの一環として金融制度のあり方が基本から問い直されている。こうしたさまざまな変革のプロセスにおいて、新たな金融システムの制度設計を行なうという現実的な政策課題が生じたことも制度の選択を分析できる機能的アプローチを必要としている理由の一つかもしれない。

経済活動におけるリスクの問題の重要性が高まり、また、現実の金融サービス業においてもさまざまなイノベーションや他業態からの進出が進んでいる状況をも反映し、金融論の教科書的扱いも大きく変化している。経済環境の変化

1) 例えば、Bernanke, Gertler らのマクロ経済政策における信用チャネルの役割を重視する立場や financial accelerator の議論がある。

2) Merton and Bodie (1995) は、機能的アプローチは Williamson の伝統に基づく考え方であるとしているが、より一般的な文脈で理解できると考えられる。

3) 事業のファイナンスをするだけでなく、自らの株主となり、経営にもアドバイスするような形でベンチャー事業の金融に関わる者がベンチャー・キャピタリストとよばれている。

のなかで金融が果たすべき役割やその評価を考えるためには、金融をその機能に則して分析してゆく機能的アプローチの考え方が有用である。本稿では、機能的アプローチの考え方から金融

システムの機能についてレビューし、現代的な経済環境の変化の中で金融システムの役割をどのように理解すべきかを考えるとともに、関連する研究動向等について紹介する。

Ⅱ．機能的アプローチ

Ⅱ－１．金融と経済活動

金融と経済活動の関係を振り返れば、近代社会の成立とともに、代金を取立て、決済するための為替の仕組みが発達し、広く資金を集めて事業を興すために「株式会社制度」が確立してきた。一方で、14世紀には、北イタリアの都市の活動から海上保険が成立し、リスクに対処する機能を提供することによって経済活動の規模拡大を支えてきた。すなわち、経済活動の拡大には、資金の裏づけを与え、債権、債務の解消を通じて決済を行い、リスクへの合理的対処を図るために、広い意味での金融制度が不可欠の役割を果たしてきている。前者は、主として商業銀行の機能として展開し、後者は、資本市場の基礎となる制度を構成するとともに、損害保険は企業活動のリスク管理に一定の役割を果たしてきている。

各国の金融システムは、歴史的な展開や産業との関係を反映して「銀行中心型」システム、あるいは、「市場中心型」システムとよばれるような特色のあるシステムとなっている場合が多い。米国や英国は「市場中心型システム」とされ、大陸欧州の各国は「銀行中心型システム」と大別されている。すなわち、一般的には、多くの企業の株式が上場され、取引されている英米型のシステムを「市場中心型」とよび、大部分の証券が銀行により保有され、株式市場で取引されている銘柄数が限られているフランス、ドイツのようなシステムを「銀行中心型」のシステムとよんで区別されている⁴⁾。いずれの国のシステムも銀行システムと市場システムという二つのシステムを基本的な構成要素としているが、そのそれぞれのウェイトが異なる点に着目して銀行中心型、あるいは、市場中心型とよばれている。

4) 例えば、Allen and Gale (2000)などを参照。同書では、同じ「市場中心型」といった場合でも、その発展の経緯は多様であることが示されている。英国では、まず17世紀に政府の国債を通じた資金調達の場合として資本市場の整備が進み、株式調達の場としての取引所の発展は19世紀に入ってからとなる。米国の場合には、銀行業における集中の排除に特別の政治的関心が払われた経緯があり、銀行の州際業務は認められていなかった。また、銀行は株式を保有できないとする最高裁の解釈もあり、ある意味での銀行セクターの未発達がすべての資金調達者を資本市場に向かわせる力として作用した。第一次大戦後の米国経済は、国際的な資本流入という要因を背景に、ニューヨーク市場を英・仏政府の資金調達の場のみならず、各国に資金を供給する国際金融センターとして発展させていった。その後、1930年代に生じた多くの証券トラブルは、今日の証券取引法をつくり、厳格な開示規制のもとでの市場取引を促すとともに、グラス・ステイガル法を通じた銀行・証券の分離制度を維持させる背景となった。

「銀行中心型」とされる大陸欧州、特にフランスでは、証券を発行する銀行を舞台とした18世紀のミシシッピー・バブルとよばれる一大投機事件の経験から、証券取引に厳しい規制が課され、その後の証券市場発展の支障となった経緯が指摘されている。ドイツでは、産業構造との関係もあって、19世紀に銀行と産業の緊密な結びつきが成立してゆく。銀行は短期の商業信用のみならず、長期の産業資金を供給した。このように各国の制度や仕組みは、社会的背景や産業の構造にも大きく影響されながら展開してきている。

このように、金融制度の具体的なあり方は、各国、各時代によってかなり異なった姿となっている。金融は、信用という一国の経済システムの根幹にかかわる制度であることから、各国の法制度のあり方そのものにも深く関係している。こうした事情もあり、これまで金融分析は、制度の分析と一体として行われることが多かったと考えられる。これに対し、機能的アプローチは、金融の広範な機能を理解する枠組みを設定し、時代と国によって具体的展開を異にするさまざまな金融システムのあり方を統一的に捉えようとするアプローチといえる。

Ⅱ－２．機能的アプローチの類型

金融システムが経済活動との関係で果たしている役割を機能別に捉えるといった場合でも、これを具体的にどのように整理するかは必ずしも一通りではない。分析の目的に応じて異なった機能分類が行われることも考えられるが、表1に、いくつかの教科書的な考え方の例を示した。

Merton and Bodie (1995) は、6つの機能をあげている。すなわち、第1に支払いの決済、第2に資源をプールするメカニズムの提供、第3に時間と距離を超えて経済資源を移転する手段の提供、第4にリスクの管理、第5に経済のさまざまな部門における分権的意思決定の調整を促す価格情報の提供、そして利害対立が生じうる当事者間のインセンティブ問題の解決、である。

Levine (1997) は、機能的アプローチの立場から金融発展と経済成長の問題を幅広い角度から議論しているが、5つの機能に整理している。第1にリスクの取引、ヘッジ、分散投資、プールを容易にすること、第2に資源の配分、第3に経営者をモニターし、コーポレート・コントロールを行なうこと、第4に貯蓄の動員、第5番目の機能が、財・サービスの交換の容易化である。

Hubbard (2000) は、(1) 貯蓄者と資金の調

達者を結びつけること、(2) リスク・シェアリング、流動性、情報というサービスを提供することの二点に金融システムの主要機能を整理している。

金融システムは、歴史的発展の経緯からも、また、投資家のリスクをどのように扱うかという視点からも、大きく銀行システムと金融・資本市場を通じたシステムに分けて考えることができる。これらに共通する基本的に重要な機能として、まず第1に、資源の移転を実現する機能とリスクを取引し、再配分する機能があげられる。すなわち、実物投資を行なう主体から見れば、何らかの形で資金を調達できなければならない。資金の調達には、多くの場合、調達された資金で行なわれる事業に関連するリスクの取引が伴う。第2には、資金の移転と決済サービスの提供が不可欠である。円滑な決済を実現するためには、流動性の供給機能が備わっていることも合わせて必要である。第3に、情報処理における効率性の観点からは、価格が資源配分や金融的意思決定に果たす役割が重要である。価格の形成は主として市場での取引によるが、相対のサービスにおいても取引が成立することによって「価格」が具体化し、資源配分におけるシグナルの役割を果たす。

このように、1) 貯蓄を動員し、資源の配分、移転を行う機能、2) リスクの取引と再配分、3) 流動性の供給を含む決済サービスの提供、4) 価格情報の提供などの情報機能は、いずれの分類をとるにしてももっとも本質的な機能と考えられる。こうした機能に対し、情報コストの処理を通じてガバナンスの問題を解決するという役割は、各国の制度の違いもあり、必ずしもすべての金融システムに普遍的な機能といえるかどうかは、明確ではない。

以下で主として論じるのは、不確実性やリスクを扱う金融の機能に関わる問題である。金融の最も古典的な機能は、決済を行い、家計部門の貯蓄超過を企業部門に仲介することである。この機能はもちろん現在でも重要であるが、より現代的には、そうした機能と並行的に、広い

意味での投資に関わるリスクを移転、分散、あるいは、取引するためのツールを提供することが重要視されるにいたっている。

世界経済においては、ブレトン・ウッズ体制の崩壊と変動為替相場制への移行に始まる1970年代には2度の石油危機を経験し、80年代からの金融の自由化、国際化の進展、87年の株式市場における大暴落、旧社会主義経済圏における市場経済化の進展、日本などの先進諸国における資産価格の高騰とその崩壊、90年代後半のアジア通貨危機など、数々の実物面、金融面でのショックに見舞われている。

こうした流れはいずれも経済主体の意思決定に係る不確実性を高め、市場リスクをはじめとするリスクへの合理的な対応を不可欠の課題としている。また産業構造の展開を展望しても、従来の発展パターンと比較すると、今後成長が

見込まれる新産業の特性などには多くの不確実性が伴っている。進行中のIT革命によって産業構造が大きく変わる可能性も考えられる。

金融システムがリスクの問題をどのように扱うかによって、経済活動の展開や家計の経済厚生は大きく変化する。機能的アプローチの視点は、従来の資金仲介の形態や取引の形態での分類を含むより統合的なアプローチであり、この枠組みの下で経済主体の意思決定とリスクの問題に係る機能に着目することは、金融システムを考察する際の基本的な問題意識となると考えられる。以下では、金融システムの二つの基本的な構成要素である銀行システムと市場システムについてその機能を整理し、近年の経済環境の変化の中でそれらの役割がどのように評価されるかを考える。

表1 金融システムについての機能分類のスキーム

基本的と考えられる機能	Bodie and Merton(1995)	Levine (1997)	Hubbard (2000)
決済サービスの提供	決済機能（クリアリングと settling)	財・サービスの交換の容易化	流動性の提供
貯蓄の動員と資源の配分、 移転機能	資源のプーリング	貯蓄の動員	貯蓄と投資のマッチング
	資源の移転機能	資源配分	
リスクの配分と取引	リスク・マネージメント	リスクの取引、ヘッジ、分散、プールの容易化	リスク・シェアリング
価格情報の提供などの情報機能	分権的意思決定のための価格情報の提供	—	情報の収集と伝達
	インセンティブ問題の解決	経営者のモニターと企業統治の実践	

Ⅲ．銀行システム

Ⅲ－１．銀行セクターに関する伝統的理解

一般的には、「広く経済主体から預金の形で

資金を受入れ、貸出しを行なうことを主たる業務としている金融機関」が「銀行」と理解されている。その機能は、例えば、つぎのように理

解されている⁵⁾。

第1に、支払いシステムへのアクセスを提供している。銀行は、債権・債務の最終的な解消を確保する「決済」を行なっている。決済サービスの提供は、歴史的にも金融機関の基本的機能の一つであり、効率的な支払いシステム、決済システムは取引コストを小さくすることを通じて経済活動の効率性を高める。

第2に、資産の変換機能を有している。少額化を含む取引単位の変換とリスクとリターンに関わる資産の質の変換、さらに、満期期間の変換、という3つの面での変換を行っている。資産の変換機能は、投資家に対して選択の幅を広げる投資商品を提供することを通じて貯蓄の動員を容易にしている。他方、銀行セクターにおいては資産のリスク・リターンの特性を変換することに伴うリスク管理の機能が必要とされる。

第3に、リスクを管理している。中心となる具体的なリスクの類型は、信用リスク（取引相手の財務状況、融資の返済の確保に係るリスク）と金利リスクおよび流動性リスクである。投資のリスクを適切に評価し、与信活動を行なうことは、現代的な銀行の機能の中心的な役割を構成している。時間と距離を超えた資金の取引の仲介は、銀行セクターによる融資によって実現される。

貸出を行なうために預金を受け入れることは、貸出と預金の期間の差異に基づく金利リスクの管理と流動性リスクの管理を同時に必要とする。こうしたリスク管理は、伝統的にはオンバランスの与信活動において行なわれてきた。

4番目の機能と考えられるのは、情報の生産、処理主体としての銀行であり、貸し手として資金の借り手をモニターする役割である。一般に、借り手は自己の財務状況や業況見通しについてより多くの情報を有しているのに対し、貸し手が保有できる信用情報には限界がある。借り手と貸し手の間には、融資の返済にかかる見通し、

確実性という事象に対して情報の非対称性が存在する。仮に、情報生産において規模の経済性や専門性の蓄積という性質が存在するのであれば、借り手をモニターする特別の役割を担う主体としての銀行の存在が合理化される。すなわち、銀行は一定の借り手に対して継続的な情報収集を行なうこと等により、情報の蓄積や専門性の集積を通じて不完全な情報構造から生じるエージェンシー・コストを引き下げる役割を果たすことができる。このため、経済全体の資本コストを引き下げることが期待されるわけだ⁶⁾。

銀行を通じる金融の一つの特色は、非対称情報の問題を効率的に扱える点である。また、標準化されない、個別的な金融契約や取引を扱うことができる。ドイツのような「銀行中心型」システムでは、銀行の個別の借り手に対する継続的なモニタリング活動によって借り手の情報を蓄積し、情報の非対称性のコストを下げ、資金配分を効率的に行なうことをサポートし、効果的なコーポレート・コントロールを行なっているとされる。

日本のメインバンク関係についても、有効なモニタリングの仕組みとして機能してきたと評価する見方がある。他方で、金融自由化の進展は、そうした銀行と借り手の間の緊密な関係が成立する条件を変化させ、有効性を失わせたとする主張もみられる。

銀行の融資を通じた資源配分は、個別的に意思決定が行われる仕組みである。したがって、資金の配分を通じた資源配分の効率性は金融仲介機関のスクリーニングの能力に依存することとなる。安定した経済の見通しの下では、資源配分についての社会のコンセンサスが成立しやすく、機能しやすいシステムとも考えられる。他方、経済の変革期のように見通しの難しい時期に的確なスクリーニング機能を発揮できるかどうかは、金融仲介機関の質に依存することから、必ずしも明らかではない。

5) Freixas and Rochet (1997) による。

6) この機能が現実にも重要な役割を果たしているかどうかは、実証研究の大きな論点となっている。

情報の生産、処理主体としての銀行の役割は、インセンティブ問題の解決にも関わる。経営者をモニターし、コーポレート・コントロールを行なう機能である。この機能については、国により違いがあるように見受けられる。第3の機能は、第4の機能と合わせて考えれば、もっとも収益機会の可能性の高い企業を発見し、資金を供給してゆく機能であり、事業やプロジェクトのスクリーニング機能とも表現できる。

以上にみるように、証券の市場取引とは異なる金融のメカニズムの存在には、取引コストや情報コスト、流動性リスクなどに関連する問題が係わっている。ここでいう情報コストには、情報の非対称性から生じるさまざまな問題が含まれよう。

リスクの配分や対処にかかわる金融仲介機関の役割は、伝統的には、大数の法則を活用した分野で理解されてきた。例えば、流動性リスクに対する保険の提供である。各家計に生じる流動性のニーズは、独立に生じる事象とみなせるので、銀行は多くの家計を相手に取引することにより、大数の法則によって一定の部分的なリザーブを保有するだけで預金の引き出しに対応し、与信を行うことが成り立ってきた。

Ⅲ－２．銀行機能の現代的展開

銀行は、伝統的には決済機能の担い手として専門的な役割を担ってきた。決済に伴う形で短期信用の供与を発展させ、商業銀行としての機能確立した。同時に、預金を受け入れることに合わせて資産の変換を行い、国によっては、長期の信用供与を行なう形での業務も展開してきた。預金の引き出しに対応することを通じて家計に対し流動性を提供している。

決済サービスそのものは、情報通信技術の高度化により大量に低いコストで正確に処理することが可能となってきた。金融システム全体に関わる決済システムについてのリスク管理の問題は残っているが、決済サービスの一部については、カードや電子マネーなど代替的な決済手

段の発展もあり、必ずしも銀行業に固有の業務とは考えられないような状況が展開するようになってきている。

資金の仲介やリスクに関する分野においてもその実質的な役割は大きく変化している。リスクへの対処という観点から金融システムを考える場合、銀行を中心としたシステムの特徴は、原則として、オンバランスの負債として預金を受入れ、自己の勘定のポートフォリオにおいて資金配分を行なっている点にある。これに伴うリスク管理の機能は、金融技術の発展や金融取引の複雑化、経済変動の拡大などにつれて高度な対応が求められるようになっている。

家計とのリスク・シェアリングについてみれば、上記銀行システムの特徴は、第1に、資産価格に影響を与えるような実物経済上のショックが生じた場合には、預金の保有者である家計直接ではなく、銀行のポートフォリオ価値の変動としてまずショックが現れることを意味する（Allen and Gale (2000)）。企業の業績が変動すれば、企業が抱えている債務の返済確実性の程度や発行している株式の価格に影響が生じる。預金者は、銀行の株主とは違って、銀行の資産価格に影響を与えるような新たな情報が生じてすぐにはその影響を受けることにはならない。銀行におけるポートフォリオの価値の変化は、最終的には銀行預金に付される金利の調整となるはずであるが、預金者は一次的なリスクの負担者ではない。

この意味で、銀行型のシステムは、家計が直接受ける実物経済のショックを緩和できる「預金」という投資手段を提供することを通じて、家計とのリスクシェアリングという資本市場の投資手段が提供できない機能を提供する役割を果たしていると評価することができる。銀行が有する資産変換機能は、この点で家計の経済厚生を改善することができる。こうしたリスクシェアリングは、異時点間にかかわるものであり、企業が長期的な雇用契約を通じて家計の所得変動リスクを緩和するのと同様に、より短期ではあるが、実物経済に生じるショックへの対応を

容易にしている。

預金を提供する銀行の機能は、伝統的には、資産の変換を行い、家計の選好に適した貯蓄手段を提供する機能と理解されてきた。資産変換に伴うリスクは、特に資産と負債の満期構成の違いに伴う管理などが伝統的なリスク管理の問題として認識されてきた。現在では、市場の資産価格変動の可能性や規模が大きくなり、また、さまざまな自由化措置が進む中で、単に期間や流動性の問題だけではなく、多くの種類のリスクに対して高度な管理が必要となっている。これらリスクの拡大は、銀行の行うリスクシェアリングの役割を変化させてゆくことが考えられる。

そもそもインターテンポラルなリスク・シェアリングを考えると、これを成り立たせるためには何らかのバッファを有する仕組みの必要性が指摘される。Allen and Gale (2000) は、ドイツの銀行システムがこのような役割を果たすことが可能となっていた理由の一つとして、含み資産の存在を指摘している。日本の銀行システムにおいても、株式や土地資産の含み益などの存在が業績の短期的な変動を緩和する役割を果たし、経営の安定を支えるメカニズムとなっていたとの指摘はしばしば行なわれている。

安全資産を供給する銀行の役割を重視する見方は、ある意味では「ナローバンク論」にもつながる議論となる⁷⁾。安全資産の確実な供給を担保する仕組みとしては、上記のようなバッファとなる資産を有するケース以外の可能性として、リスクそのものをミニマイズするとの考え方がありうる。自らのポートフォリオのポジションにおいて負担するリスクを抑えることに

よって家計にリスクの小さい資産を提供する機能が成り立つわけだ。すなわち、預金を受入れ、預金者に対して流動性を供給することを主たる機能とする場合には、100%流動資産を保有するか、あるいはリスクの高い与信を行わずに、国債などに限定して運用し、その機能の達成を図るべきだという考え方である。最終的に安全な運用は格付けの高い短期の運用に限られるので、家計との間での異時点でのリスクシェアリングは大きく制約されることになるだろう⁸⁾。

資産の側でみると、貸出債権譲渡などオンバランスで資金、リスクを保持しつづけるのではなく、後で述べる証券化等の仕組みを使ってバランスシートを再構築してゆく活動も日常化している。リスクに関連してもオフ・バランスシートでの銀行の活動が重要性を増している。ローン・コミットメントやクレジット・ライン、保証といった業務は、いずれもオフ・バランスにおけるリスクの取引と考えられる。銀行業務のアンバンドリング化といわれるような資金やリスクをポートフォリオとして組替えてゆく展開は、市場システムの利用と密接に関連するようになっている⁹⁾。

7) 「ナローバンク論」には、提唱者により、貸出をすべて切り離すべきとの提案とリスクの低い貸出のみを認めるとの提案などいくつかのバリエーションがある。その主眼は、いずれもリスクを最小化し、金融システムに破綻を生じさせない預金の供給の仕組みを考えようとするものである。ナローバンクについてのサーベイは小早川・中村 (1999) などを参照。なお、決済専門銀行をナローバンクとする論者もある。

8) 米国のマネーマーケットファンドは、過去の元本割れの経験から運用対象となる証券の格付け、期間にルールがあるが、これと似た仕組みがイメージされる。

9) 伝統的な銀行業務の変容については、多くの論文等が発表されている。例えば、Edwards and Mishkin (1995) などを参照。

IV. 資本市場の金融機能

IV-1. 資本市場の伝統的役割

市場型システムとよぶ概念は、金融契約や金融商品の売買のうち、契約や商品、取引などの内容が有価証券等として標準化され、組織化された仕組みのもとに一定の条件で取引されるシステムを指す¹⁰⁾。この仕組みの下で金融契約や金融商品の売買に特化している経済主体が金融・資本市場におけるブローカーやディーラーである。このように定義された市場型の取引は、商品の内容が標準化され、規格化されているだけでなく、仲介サービスや取引に関連する会計制度、法制度などが整備されているという前提が成り立つ場合に可能となる¹¹⁾。

市場システムにおいては、第1に、資金の調達者は「証券」の発行によって資金を得ることができる。17世紀、アムステルダム取引所で始まった株式の取引も広い範囲からの資金の調達とリスクの分担を求めるものであった。多様な証券の形態は、投資家のさまざまなニーズに応じるものであり、発行価格等に示される条件が投資家の評価を示す。19世紀の鉄道建設の資金調達や英、仏の戦費調達をはじめ、大規模な資金調達は市場システムを利用して行われてきた。

現代においても、資本市場は銀行システムにおける単独の金融仲介機関や、あるいはそれらのグループで負担しきれないような規模の大きい資金の調達を可能としている。こうしたことが可能であるのは、リスクも市場の広い範囲で分担されることとなるからである。

すなわち、第2の重要な特色は、リスクの分担である。市場システムは、資産価格変動のリスクが直接投資家に帰属するシステムである。個々の株式にはそれぞれのビジネス・リスクが反映され、債券にはそれぞれの信用リスクが反映されているが、こうした証券のリスクはその保有者によって分担して対処される。

第3に、市場で形成される金利や株価といった価格情報は、家計や企業が金融的な意思決定を行なう場合にきわめて重要な役割を果たしている。投資や消費の意思決定を行なう際の重要なシグナルとなるからだ。効率的市場仮説の立場にたてば市場の価格は、市場で利用可能な情報を迅速かつ十分に織り込んでいると考えられる。したがって、例えば株式市場は、株価の動きという価格情報を通じて企業の将来の成長性を評価し、投資資金の配分を行なう。実物的な配分の効率性の前提として、市場が価格に反映される情報をどのように処理しているかが重要な問題となる。

市場システムが金融システムの機能としてのインセンティブ問題に関わるのは、株価の変動やテイク・オーバーの可能性が経営者を規律づけると考えられる場合である。このメカニズムが働くためには、情報が市場に開示され、情報の非対称性が大きな問題となっていないことが必要な前提となる。公開会社については、資本市場での敵対的買収等を通じて株主から経営者への規律付けが行われる場合が考えられる。

なお、資本市場も流通市場での取引によって資産の売却を可能とすることから投資家に流動

10) 金融機関を「金融契約や金融商品を売買することに特化している経済主体」とする場合には、主として非市場性の金融契約や商品を売買している主体が銀行と理解される。

11) このことから一般に新たな商品は、まず、相対のOTC取引で開発され、一定のマーケティング活動の後、市場化商品として売買されることが金融革新のプロセスで観察される。

性を提供している。しかし、銀行が基本的には預金者にほとんどリスクなしで流動性を供給しているのに対し、資本市場を通じて資産を購買力に換えようとするれば、投資家はその時々市場流動性の状況によりどのような価格で流動化できるかの不確実性に直面する。市場の流動性に影響を与えるリスクに関し、投資家はその負担を負っている。市場で証券を購買力に換える際には、価格リスクのほか、取引の成立についてもリスクが伴う。市場参加者が一気に資産を流動化しようとするれば、システムミック・リスクにつながりかねない事態も生じることは、例えば、1998年夏のロシアのデフォルトに端を発した LTCM の破綻時の事例などに示されている。

市場システムが効率的に機能するためには、一定の市場設立・運営のためのコストがかかる必要がある。これらのコストは、ある程度までは取引規模のいかににかかわらず必要となるものである。規模の経済性の影響を受ける。このため現実にも、また、政策的にも取引の集中化がみられることとなる。一つの金融商品が複数の市場で取引される例もあるが、多くの場合には、特定の商品についての取引は特定の市場に集中化する傾向がみられる。

これまでいくつかの国において、取引所での取引の集中が政策的に進められてきた。取引の集中は、価格情報の集約とともに流動性を高める上でも意味をもつと考えられるからである。現在では、むしろ金融取引全体の規模拡大の中で取引所及び取引所以外の取引システムを含め、広い意味での市場間の競争が展開される状況となっている。しかし、基本的には一定規模以上の取引が確保されないと市場システムの金融は機能できないであろう。したがって、効率的な市場システムが機能するための基盤としては、ある程度の取引規模が確保されるための経済的な集積が必要な条件となる。

IV-2. 資本市場の現代的な機能

経済変動の拡大の中で広範なリスクへの対処を可能とする市場型のシステムは、重要性を増していると考えられる。日本のみならず、いくつかの主要国で市場型のシステムを重視する金融制度改革が1990年代に相次いで実施されている¹²⁾。この背景には、以下に論じるような多様なリスクの取引を可能とし、分権的意思決定の仕組みとして優れているという市場システムの機能が経済環境との関係において有用性を高めている面があるのではないかと考えられる。

市場システムにおける取引では、資産価格変動の損益は参加する投資家の勘定に直接に帰属する。すなわち、市場型システムでは、将来の見通しは直ちに株価などの証券や資産の価格に反映され、その保有者が直接にリスクを負うことになる。資産の保有者は、同時に、さまざまな投資商品を取引することにより、資本市場を通じてリスクのヘッジを行なうなど、リスクに対処する取引手段の市場売買によってリスクに合理的に対処することができる。市場システムは、投資家と金融仲介機関が金融契約を通じてリスクをシェアする仕組みではないが、金融商品売買により、さまざまなヘッジや移転の手段が提供されている。この機能は、多様なリスクへの対処手段が提供されることによってより意味を持つであろう。

ここで第1に重要な市場システムの特色は、取引の対象となりうるリスクの範囲がきわめて広範な種類におよんでいることである。市場システムで取引されるリスクは、銀行システムにおいて取引の中心とされている信用リスクや金利リスクに限られない。株式や債券などの伝統的な有価証券に反映されているリスクだけではなく、その商品の特性を示すリスクやリターンが具体的に指標等で記述できるのであれば、潜

12) 欧州諸国の金融制度改革は、直接的には域内資本移動の完全自由化や投資サービス指令に対応しているが、英国、ドイツ、フランスなどにおいて資本市場振興を意識した改革措置がみられる。

在的にはきわめて多様な可能性が考えられる。このことは、情報通信技術や金融資産の価格付け理論の発展に支えられ、それまで潜在的な可能性としてのみ考えられていた取引が現実化してきていることにより、実際のメリットとして機能するようになってきている。

これまで銀行システムの中で資金と一体となって取引されていた契約が派生資産として市場取引の対象となってきた。キャットボンドなど、保険の仕組みの中のリスクと資金を資本市場に結びつける展開も活発である。天候や気温のリスクなど従来の金融取引とは異質な対象も取引所に上場されるようになってきている。新たなリスクを体現した商品の具体的な取引は、まず店頭での取引からはじめられるケースも多い。しかし、広く市場で取引されるための基礎的条件を満たせば、一般に普及する。市場システムで取引できるリスクの多様性は、さまざまな不確実性のもとで経済行動を進める必要性に直面している現代社会にとって重要な機能を提供している。

第2に、市場型システムの参加者は、投資のリスクを負担すると同時に、資金配分の選別を行なう。通常の財・サービスの取引と同様、個々の投資家の判断が市場の価格メカニズムを通じて集約されるので、分権的な意見や見通しが反映される仕組みと考えられる。このメカニズムが有効に機能する前提は、情報の非対称性が大きな問題となっていないこと、市場における情報の処理が効率的に行われることである点はすでに述べた。情報コストの低下や伝達の容易化は、その意味でプラスの環境変化である。情報に関する前提が満たされている場合には、経済の将来見通しに不確実性が大きく、経済主体の意見の分布も多様化するような状況での配分システムとしてより高い機能を発揮する可能性が考えられる。

現在成長が見込まれている新産業の将来見通しには、これまで確立した産業の発展パターンと比較すると、多くの不確実性が伴っている。進行中のIT革命によって産業構造全体が大き

く変わる可能性も考えられる。ITの進展とともに急成長してきた事業についても、必ずしもビジネス・モデルが確立しているわけではない。資本市場を活用し、高株価経営を実践してきたシスコ・システムズなどの経営見通しが急速に変化している。あるいは、世界最大のオンライン・ショップであるアマゾン・ドット・コムは創業以来黒字を計上せずに事業を拡大し、資本市場はその経営に多様な評価を下している。

第1の特色も、また、この分権的な意思決定という特色も、ともに市場メカニズムに本来内在する特徴であるが、そうした特色が技術的な背景と経済環境によってより評価される機能と捉えられるようになってきているともいえよう。90年代において米国型市場システムの金融機能に相対的に高い評価が与えられているのは、経済環境の変化に柔軟に対応し、試行錯誤を繰り返しながらも、結果としてみればほぼ効率的な資源配分を達成してきているとみなされているからとも解釈できよう。市場システムは、多様なリスクへの対処に優れた側面を有していると考えられる。

家計のリスク対処との関係では、1980年代以降の金融革新の大きな分野の一つである分散投資の仕組みの高度化が重要である。個々の株式や債券などの金融商品に反映されるそれぞれのプロジェクト、企業、産業、セクターなどに固有のリスクは、分散投資によって回避することができる。分散投資を現実世界において可能とするためには、投資単位の小口化と同時に、一方で小口化された投資資金をプールする仕組みや仲介者の存在が必要である。投資信託は、こうした分散投資により個別リスクに対処するための基本的なツールを提供するものである。金融革新のもう一つの大きな分野である証券化は、投資家にとっては投資対象の拡大をもたらし、分散投資を拡充してゆく上でも大きな役割を果たしている。市場取引を担う仲介者のうち、投資信託や信託業務一般を扱う仲介機関は、効率的な分散投資を可能とし、最適ナリスクシェアリングの実現を促す主体として金融システムの

一部を構成しているとみなすことができる。投資家の集合と考えることもできるが、取引コストが存在し、規模の経済性や範囲の経済性が働くために専門化した機関が存在することになる。

なお、ここに参加する投資家は、直接自己の勘定においてリスクを負担する投資家であることに注意が必要である。

V. 二つのシステムの相互作用からの展開

V-1. 証券化とノンバンクの活動

現代では、いわゆるノンバンクなどの金融仲介機関の活動も活発になっている。ノンバンクは預金を受け入れていない。したがって預金者に対する流動性の供給という機能を果たすものではなく、また、預金者との関係で資産の変換機能を有するものではない。しかし自ら資金調達を行い、与信を行なうことによって資源配分に関わるとともにリスクの管理を行っている。

預金の提供という機能を有しない信用供与者は、家計のリスク管理との関係での役割は大きくないが、資源配分の面およびリスクの取引においては一定の機能を果たしている。これに関連して、「証券化」という金融技術の発展がこれまでの仲介金融を大きく変えている。

1980年代以降の急速な金融革新の展開の中で、従来銀行システムや保険制度のなかで扱われていた金融資産が証券化等の手法を通じて市場システムで取り扱われるようになってきた。各種のローン債権の流動化やキャットボンドなどがこうした例にあたる。また、デリバティブの仕組みも、資金と一体でしか取引できなかったリスクを取り出して新しい取引に換えた側面をもつともいえよう。

証券化のインセンティブとしては、より広い資金のプールからの調達のニーズとリスクを移転したいという発行主体のニーズ、多くの投資主体へのリスクの分散化の要因などが働いてい

る¹³⁾。他方、市場取引のためには、リスク自体が的確かつ客観的に記述される必要があるほか、さまざまな制度的要件を満たさなければならない。会計サービスや格付け、アナリストなどの情報提供サービス、取引決済のためのサービスなどのインフラストラクチャ的なサービスとの整合的な発展が必要となる。

証券化は、そのオリジナルな資金調達の仕組みを銀行・保険制度というシステムに依拠し、これを仲介者が市場取引の商品に変換することによって資本市場に結びつけている。資産流動化証券などの例は、従来銀行が負っていたリスクの移転であるので、伝統的な銀行業務の衰退の事例とも捉えられる。これに加え、ノンバンクが証券発行により資金を調達して融資を行っている状況などを含めて、広い意味での証券化が銀行業務を代替すると位置づける向きもある。証券化は、一面で捉えれば残高ベースでの企業の資金調達における銀行融資の割合の低下ともなることから、「伝統的な銀行業の衰退」とも考えられる。同時に、一面では二つのシステムの相互作用の中から新しい機能分化が展開してきたと理解することも可能であろう。仲介者が存在することによって、自らのバランスシートで行っていた変換機能を市場につなぎ、リスクを負うことのできる投資家への負担に変えている。したがって、投資家のリスクの負担という観点からみれば、二つのシステムをともに活用して成り立っている機能といえる。また、これ

13) 証券化や分散投資手法の拡大を中心とする1980年代以降の金融革新の経済的評価については、例えば、藤井（2001）を参照。

が可能となっている背景には、情報処理や通信技術の発達があることも無視できない要素である。

V-2. ベンチャーキャピタル

銀行システムの特徴と市場システムの活用を結びつけている例としては、ベンチャーキャピタリストの役割も興味深い¹⁴⁾。米国で発達してきたベンチャーキャピタリストという金融サービスは、非市場性の金融で、かつ、高いビジネス・リスクを扱う仕組みと理解できる。ベンチャーキャピタルが出資した資金が株式公開等を通じて回収されることとなれば、最終的には資本市場からの調達の仕事となり、事業化の当初の段階での金融セクターの役割は、情報の非対称性を処理することに大きな意味がある。その点では、モニタリングの成果にインセンティブ報酬が強く結びついた特別のタイプの投資家、あるいは、経営にも参加する出資者として銀行型の情報処理メカニズムを活用しつつ資金配分機能を果たしているとも考えられる。

銀行がベンチャー・ビジネスのファイナンスを行なうことが困難である理由は、一つには、ベンチャー企業が必要とする資金の形態が借入金ではなく株主資本であることにもよるが、同時に、ベンチャー・ビジネスが有するリスクは、

主たる資金を債務で調達している銀行の運用に求められる条件には適合しにくい面がある¹⁵⁾。

株主と債権者のそれぞれが事業リスクに対してどのように対応することが合理的な経済行動かを考えると、株主はオプションの保有者とみなせるのでリスクの拡大から利益を受ける可能性があるが、債権者は事業のリスクが拡大することから受益できる立場にいない。株主は、有限責任という仕組みの下ではむしろリスクに積極的な対応を取ることが合理的な対処となるが、債権者にこうしたメカニズムは働かない。したがって、リスクの高い事業を進めようとするビジネスの主体は、債権者をステークホルダーに加えれば、そこで生じる利害の衝突の問題を解決するコストに直面することになる。こうした側面は、ベンチャー事業のファイナンスというリスクの高い資金への需要に対しては、銀行セクターだけではその要請に応えられないことを意味している。

このため、ドイツや日本の銀行が担ってきたような非対称情報を処理するモニタリングの役割を担いつつ、資金の供給においては最終的には市場システムへつなげてゆくという二つのシステムに関連した仕組みにより、リスクが高く、潜在的には高い収益の可能性もある事業への金融サービスの提供を可能としているものと理解されよう。

VI. 金融のイノベーションと経済活動

VI-1. 金融革新の役割

多くの経済主体はリスク回避的であり、直面する将来の不確実性に対して適当な保険や証券

を購入することができれば自己の経済厚生を高めることができる。保険を通じたリスクの取引や分散投資によるリスクの再配分を効果的に行なう新たな仕組みや商品、サービスの登場は、

14) プライベート・エクイティとよばれることもあり、1950年代から事例がある(Lerner (1999))。なお、米国では銀行の株式保有が制限されているという制度との関係もある。

15) 情報の非対称性の下では競争市場での金利でのファイナンスは困難なことが理論的にも示されている(Stiglitz and Weiss (1981))。

広く「金融革新」として捉えられる。Allen & Gale (1995) が強調しているように、金融の機能の発展を新たな金融技術の発展や商品の導入として捉え、こうした金融の革新は、経済主体が行なうリスクシェアリングをより効率化することを通じて経済発展に貢献していると評価されている¹⁶⁾。こうした新しい金融商品、サービスの経済分析は、その提供者も一定の業態に限られないという意味で伝統的な銀行論や証券市場論ではカバーしきれない側面をもっており、金融の機能に着目したアプローチからの分析を有用とする。

リスクへの対応の改善を通じた実物的な経済活動へのプラスの効果を強調する指摘は、ファイナンス学者の間に限られるわけではない。グローバル化のメリットとして、国際分散投資の範囲の拡大に改めて注意喚起を促す議論が行なわれ、また、例えば Obstfeld (1994) は、国際市場への統合により資産選択の多様性が広がる結果、閉鎖経済のケースより効率的なリスク分散が可能となり、均衡成長率を高めることができることを示すマクロ的な資産選択モデルを提示している。金融システムの発展が効率的なリスク・シェアリングを促すことによってリスク・テイクを行ないやすくし、経済の効率を高める機能であり、資本の国際取引がもたらすメリットの一つである。

経済成長と金融システムのあり方を関連付けるアプローチとしては、一つには、金融仲介機関の機能を明示的に成長モデルに取り込み、内

生化したモデルが展開されているほか、その基礎として機能的アプローチを前提に金融が果たしている個別具体的な機能を区別し、これに基づいて国際比較を行なう等の実証分析が活発に展開されている¹⁷⁾。つぎに、これらを紹介しよう。

VI-2. 機能的アプローチによる実証分析の結果

従来の実証分析においては、多くの場合、金融の発展度合いはマクロの金融指標を用いて測られてきた。例えば Jung (1986) は、M1 に対する現金通貨の比率や M2 / GDP 比を金融構造の複雑さや金融的な発展を示す代理変数として用いている。しかしその後の実証分析においては、広く「金融」とよばれる機能の中より具体的な変数を捉えることによって、銀行機能と資本市場の機能の差異などにも着目しつつ、金融システムがどのようなメカニズムを通じて経済成長と関わっているのかに関心が払われている。

国際比較を中心とした分析からは、次のような興味深い結果が報告されている。第1に、金融システム、特に銀行の機能が収益機会の高い投資を効率的に選別する役割を通じて、企業にとっての外部ファイナンスのコストを引き下げ、経済成長を高める可能性が示されている。第2に、株式市場の役割については、その規模の大きさやボラティリティなどの指標ではなく、複

16) 金融革新の動機は、租税や規制などの回避、裁定などのための行動と捉える見方は常に存在するが、それだけでは規制の緩和や税制の変更後も続く新しい金融取引の拡大を説明できないであろう。

17) 経済成長を促す基本的なチャネルは、①資本蓄積に影響するか、②技術的なイノベーションに影響するか、のいずれかとなる。金融が経済成長にかかわるのは、まず、前者のチャネルによる。この意味で、一般的な産業のイノベーションとは異なる。資本蓄積に影響する第1の可能性は、貯蓄率を高めるメカニズムを通じてのものである。より高い貯蓄率が実現されることにより、資本蓄積が進み、高い経済成長が実現される。第2の可能性は、貯蓄率を変えない場合で、資本コストが下がるケースである。第3には、リスクの配分の変更を通じて、よりリスクが高く、収益率の高いプロジェクトが採択され、経済が発展する可能性が考えられる。こうした研究動向については、浜田・桜川 (1996)、桜川 (2000)などを参照。なお、金融システムの発展を内生的に説明する情報コストや取引コストの存在を考慮することに加え、外生的要因である法制度の影響などにも分析を広げることが試みられている。

数の実証研究の結果から取引高などの流動性を示すと考えられる指標の重要性が報告されている。第3に、金融発展の度合いを複数の指標で補いつつ経済発展との関係を調べると、他の経済変数と比較してもその後の長期にわたる成長率や資本蓄積の有効な予測変数になっているという結果である。

Rajan and Zingales (1998) は、金融システムの発展が収益機会の高い投資を効率的に選別する機能を通じて企業にとっての外部ファイナンスのコストを引き下げ、経済成長を高める可能性を検証した。産業別の外部資金依存度の違いと金融発展度合いに関連する国際比較データを用いて分析し、外部資金の利用可能性が高い金融システムは経済成長促進的であるとの結論を得ている。ただし、この結論は、金融市場の国際的統合が完全ではないという状況において妥当性を持つ点に注意が必要である。

株式市場の役割については、Levine & Zervos (1998) が1976年から1993年を対象としたクロス・カントリーのデータを用いて回帰分析を行い、1) 株式市場の流動性と銀行システムの発展はいずれも成長、資本蓄積、生産性の伸びをプラスの方向で予測する、2) 他方、株式市場の規模やボラティリティ、国際市場への統合の度合いは必ずしもそうした成長指標と明確な関係を有しておらず、いずれの金融指標についても貯蓄率との間では密接な関係を見出せなかった、との結果を報告している。金融発展の程度を測る指標として、しばしば対国内与信額と株式市場の時価総額のGDPに対する比率が用いられる。しかし、株式市場の時価総額は機能を測る指標ではなく、将来収益の期待値を示す指標とも解釈される。この点を勘案すると、価格情報の提供や流動性の提供という機能により関係が深いと考えられる指標の有用性が示されている点は注目すべきものと考えられる。

VI-3. 銀行型システムと市場型システムの統合的理解

ところで、これまで議論してきたように、市場システムと銀行システムにはそれぞれ優位性をもつ機能があるが、排他的な二つのシステムであるわけではない。最近の金融のイノベーションにおける事例をみても、例えば、資産流動化証券のように二つのシステムの相互作用から生じ、相互の関係をより複合的にしてきたと捉えられるような展開もみられる。同時に、金融サービスが提供される形態の多様化や機能分化も進んでいる。実体経済の構造や仕組みが変化すれば、金融システムのあり方が変化することも当然予想される。

すでに述べているように、銀行型のシステムと市場型のシステムは、いずれかのシステムだけで金融の基本的な機能が果たされるわけではなく、現実にも相互のシステムはそのウェイトにおいて異なるものの、各国の基幹的な経済システムを構成している。経済全体の中において、二つのシステムが内生的に発展し、並存しながらも経済構造や発展段階との関係などから異なる特色を示すようになるメカニズムを説明するモデルの構築は最近の研究の一つの重要な方向であると考えられる。

Boot & Thakor (1997) は、三つの情報にかかわる問題を提起し、それぞれの問題への対処の相対的重要度に応じて内生的に発展する金融システムの体系が異なってくることを論じている。すなわち、①実物的な投資決定に必要な価値評価のための情報が不完全であること、②貸付者のペイオフに影響するような貸出し実行後のモラル・ハザードの問題、③②のようなモラル・ハザードの問題が実際に生じるかどうか、という3種類の情報にかかわる問題である。彼らのモデルの結論は、①の問題は、個々の投資エージェントが競争的に競うようなシステムにおいて効率的に対処できるのに対し、②③の問題は、銀行を形成するようなエージェントの集

团的行動により解決されるとしている。このモデルでは、価格形成についての合理的期待均衡、多数のエージェントが規制なく競争するという仮定の下で銀行システムの範囲が内生的に決まってくる形となっている。

このモデルの重要なメカニズムは、証券の均衡価格と企業の実物投資決定が再び市場価格に反映されてゆく仕組みにある。この情報ループは市場システムにユニークな機能であるのに対し、銀行は集团的モニタリングを実施する投資家の集団としてモデル化されているので、モラル・ハザード問題の解決により優位な解決の手段をもっている。銀行を通じた配分と資本市場を通じた配分のいずれが優れているかについては、情報入手のコストの大きさが決定的な役割を果たすこととなっている。

こうしたアプローチは、市場メカニズムと銀行を通じた金融仲介のメカニズムの差異を情報の処理という機能面に則して統合的にモデル化し、金融システムをとりまく経済環境の要素に応じてそれぞれ発展してくるシステムの特色を描き出している点で興味深いモデルといえる。また、モデルのインプリケーションとして、情報の入手コストが下がることは、市場システムを通じた評価のためのコストを下げる方向に働くので、他の条件が変わらなければ市場システムを通じた資金の配分が増えることを示唆している。近年の情報技術の発展に伴うさまざまな情報処理コストの低下が市場システムをより利用しやすい環境に導いているとの解釈も考えられよう。

金融サービスという産業分野は、過去20年間、総じてダイナミックな発展を遂げてきた。世界規模での規制緩和とグローバル化を一つの背景とし、同時に、急速に進展している情報通信技術（IT）の高度化を活用し、金融派生資産取引をはじめとする新たな商品、サービスの提供、新しい金融仲介の仕組みの進展、国際市場の拡大など、金融技術革新がこれまでにないペースで進展している。世界の主要な金融システム、資本市場は、いくつかの危機を経験しつつもITを中心とする新しい産業構造に適応した機能を果たすべく、一層の競争を展開している。

こうした背景のもとで、金融システムがさまざまなリスクの問題に対処する手段や仕組み、機能をどのように提供しているのか、また、そうした機能を果たすために金融システム自身が経済構造の変化やリスクの変化にどのように適応してきたのか、という視点は多くの重要な問題を提起する。金融システムは、銀行セクターに代表されるような機能と、資本市場に典型的に見られるようなメカニズムとを並存させ、相互に関連しながら発展してきている。機能的アプローチは、そのような金融システムの全体を捉えようとする考え方でもある。経済環境や経済活動の変化に対応し、金融システムがどのような形で発展してくるのかという点についての分析は、銀行機能、資本市場の機能を一体として捉える理論分析のもとで可能となる。金融サービス業全体の統合的な理解のためにも金融システムを統合的に理解しようとするアプローチは重要性を高めていると考えられる。

参 考 文 献

- Allen, Franklin, and Gale, Douglas. *Financial Innovation and Risk Sharing*, The MIT Press, 1994.
- Allen, Franklin, and Gale, Douglas. *Comparing Financial Systems*, The MIT Press, 2000.
- Bencivenga, Valerie R. and Smith, Bruce D. "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies*, 58, pp. 195—209, 1991.
- Boot, Arnoud and Thakor, Anjan. "Financial System Architecture", *Review of Financial Studies*, vol. 10, no. 3, pp. 693—733, Fall 1997.
- Demirgu-kunt, Asli and Maksimovic, Vojislav. "Law, Finance, and Firm Growth", *The Journal of Finance*, vol. LIII, No. 6, pp. 2107—2137, December 1998.

- cember 1998.
- Diamond, Douglas W. and Dybvig, Philip H. “Bank Runs, deposit insurance, and liquidity.” *Journal of Political Economy*, 91 Issue 3, pp.401–419, June 1983.
- Edwards, Franklin, and Mishkin, Frederic. “The Decline of Traditional Banking : Implications for Financial Stability and Regulatory Policy”, *Economic Policy Review*, vol. 1, no. 2, Federal Reserve Bank of New York, July 1995.
- Freixas, Xavier and Rochet, Jern-Charles. *Microeconomics of Banking*, The MIT Press, Cambridge, Mass. 1997.
- Greenwood, Jeremy and Jovanovic, Boyan. “Financial Development, Growth, and the Distribution of Income”, *Journal of Political Economy*, vol. 98, no. 5., pp. 1076–1107, 1990.
- Hubbard, R. Glenn. *Money, The Financial System, and The Economy*, third edition, Addison-Wesley publishing Company, Inc., 2000.
- Jung, W. “Financial Development and Economic Growth : International Evidence”, *Economic Development and Cultural Change*, vol. 34, no. 2, pp. 333–346, January 1986.
- King, Robert G. and Levine, Ross. “Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right”, *Quarterly Journal of Economics*, pp. 717–737, August 1993.
- King, Robert G. and Levine, Ross. “Finance, entrepreneurship, and growth : Theory and evidence”, *Journal of Monetary Economics*, vol. 32, pp. 513–542, 1993.
- La Porta, Rafael ; Lopez-de-Silanes, Florencio ; Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert. “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, vol. 106, no. 6, pp. 1113–1155, 1998.
- Lerner, Josh. *Venture Capital and Private Equity*, John Wiley & Sons, Inc. 1999.
- Levine, Ross. “Financial Development and Economic Growth : Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, pp. 688–726, June 1997.
- Levine, Ross and Zervos, Sara. “Stock Markets, Banks, and Economic Growth”, *American Economic Review*, vol. 88, no. 3, pp. 537–558, June 1998.
- Mason, Scott P. “The Allocation of Risk.” in *The Global Financial System System : A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, 1995.
- Merton, Robert C. and Bodie, Zvi. “A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment” in *The Global Financial System : A Functional Perspective*, Harvard Business School Press, 1995.
- Obstfeld, Maurice. “Risk-Taking, Global Diversification, and Growth”, *American Economic Review*, vol. 84, no. 5, pp. 1310–1329, December 1994.
- Rajan, Raghuram and Zingales, Luigi. “Financial Dependence and Growth”, *American Economic Review*, vol. 88, no. 3, pp. 559–586, June 1998.
- Stiglitz, Joseph E. and Weiss, Andrew. “Credit rationing in markets with incomplete information”, *American Economic Review*, vol. 71, pp. 393–409, 1981.
- 黒柳雅明・浜田宏一, 『内生的成長理論—経済発展, 金融仲介と国際資本移動—』フィナンシャル・レビュー第27号, 1993年3月
- 小早川周司・中村恒, 「ナローバンク論に関する一考察」, デイスカッション・ペーパー, 1999年, 日本銀行。
- 櫻川昌哉・浜田宏一, 「不完全情報, 金融仲介, 経済発展」, *The Economic Studies Quarterly*, Vol. 43, No. 5, December 1992
- 櫻川昌哉, 「金融発展と経済成長」, 『金融分析の最先端』, 筒井義郎編, 東洋経済新報社, 2000年7月。
- 藤井真理子, 「資本市場における金融革新のメカニズム」, 『証券経済研究』第30号, 2001年3月。