



金融取引における金融仲介機関と資本市場

内田, 浩史

(Citation)

金融経済研究, 13・14:32-43

(Issue Date)

1997-11

(Resource Type)

journal article

(Version)

Version of Record

(Rights)

© 日本金融学会

(URL)

<https://hdl.handle.net/20.500.14094/90005365>



〔展 望 論 文〕

『金融経済研究』第13・14号, 1997年11月

金融取引における金融仲介機関と資本市場*

——展望——

内 田 浩 史

1 は じ め に

将来の返済を見込んで資金を余剰主体（貸手）から不足主体（借手）に移転する金融取引において、銀行や投資信託などの金融仲介機関は重要な役割を果たしている。他方、借手が資本市場において不特定多数の貸手に証券を直接発行することによって資金を得る、という取引形態もある。これらの取引形態それぞれの役割を正しく理解することは、金融システムを評価・改革するにあたって重要なことである。とくに、近年の日本におけるいわゆる「直接金融指向」と呼ばれる現象などは、金融仲介機関を通じた取引と資本市場を通じた取引とに代替的な面があることを示しており、2形態の取引の比較という観点から金融仲介機関の役割を再評価する必要があることを示している。そして、経済学における金融仲介機関に関する分析も、従来は金融仲介機関を通じた金融取引がいかに優れているかという点にのみ注目してきたのに対し、近年では資本市場との比較のうえで金融仲介機関の相対的な役割を分析するような研究が行われるようになってきている。

そこで本稿は、資本市場を通じた金融取引との比較という視点から、金融仲介機関の果たす

相対的な役割に関して理論的な分析を行った研究を展望する。¹⁾ そのために、まず第2、3節では基礎となる金融仲介機関の機能に関する既存の理論分析を展望する。そこでは資本市場との比較のため、主として資金仲介における銀行の機能を念頭に置く。²⁾ はじめに第2節においては、情報生産機能に関する研究を展望する。こうした研究では、効率的な取引を達成するために借手の返済可能性などに関する情報を生産する主体としての金融仲介機関が分析されている。次に第3節において、金融取引に関わる契約の不完備性から生じる問題を解決する存在としての金融仲介機関に注目する。³⁾ こうした研究では、借手企業との長期的な取引関係から生じる機能や企業経営に対するコントロール機能などが説明されている。ただし、これらの分析においては資本市場を通じた取引との比較のうえで、金融仲介機関を通じた取引の相対的な利点を説明することができない。そこで第4節において、前節までの機能を考慮したうえで金融仲介機関を通じた金融取引と資本市場を通じた金融取引を比較した分析を紹介する。こうした分析においては、金融仲介機関を通じた取引の便益だけでなく費用も考慮することによって、比較が可能になっている。第5節はまとめにあてられている。⁴⁾

* 本稿の作成にあたって、蟻山昌一先生、小佐野広先生、春日秀文氏、堀敬一氏から貴重なコメントをいただいた。ここに記して感謝申し上げる。

2 情報生産機能

2.1 借手に関する情報生産

金融取引では、資金は余っているが使い道を持たない貸手から、投資プロジェクトなど収益をあげられる可能性を持つがそのための資金が不足している借手に、将来の返済を見込んだ資金の融通が行われる。しかし、借入と返済の時点が通常は異なるため、金融取引は貸手の現在の資金と借手の将来の返済に対する約束との交換でしかない。そして、その借手からの将来の返済は不確実であるため事後的な債務不履行の可能性が存在する。もちろんその可能性に関する情報が正しく生産されていれば、取引条件にリスクを考慮することによって貸借は円滑に行われる。したがって、返済能力を調査することなどによってなんらかの主体が借手に関する情報を生産することで、金融取引の効率性は増すであろう。ところが、情報という財は外部性を持ち、いったん生産されれば追加的なコストを負担することなく他人にも利用可能である。このため、その生産費用を負担した主体がすべての便益を得られるとはかぎらない。したがって、借手に関する情報のみを生産することは、たとえばそれが望ましいとしても行われたいという問題点を持つ。その結果として、効率的な取引が行われたい可能性が生じるのである。

Leland and Pyle (1977) は、金融仲介機関は貸手にかわって借手企業に関する情報を生産するだけでなく、自ら証券を発行して貸手から資金を調達し、貸手にかわって借手に投資することでこの問題を解決している、と考えた。もちろんこの場合にも、金融仲介機関の発行する証券に関して信頼できる情報が生産されないかぎり、借手と貸手との間の情報の問題が金融仲介機関と貸手との間の問題に置き換わっただけで、金融仲介機関自身に関する情報生産の問題が解決されていないことになる。Leland and Pyle (1977) は、金融仲介機関が情報を体化した間接証券を発行することにより、こうした情報の外部性の問題が克服できることを指摘した。彼らは Spence (1974) のシグナリン

グの理論を応用し、預金からの資金調達の割合が大きいこと自体がその金融機関の健全性を表すシグナルになっており、金融仲介機関自身の情報の外部性の問題は解決できることを示したのである。⁵⁾

また、Diamond (1984) は Leland and Pyle (1977) とは別の情報生産機能を説明している。Diamond (1984) で考えられているのは、貸出が行われ、それが投資されて企業の収益が実現した後に、その収益が企業にしかわからないという事後的な情報の問題である。有限責任の原則のもとでは、借手に収益がなければ借入に対する返済額はゼロである。すると、収益に関する情報が企業の私的情報であり、外部からはまったくわからないような極端な場合には、企業は収益を得てもまったく収益がなかったということによって借入金の返済を免れ、その収益をすべて手に入れることができる。本当に収益がなかったのか、借手が嘘をついているのかを見破れない貸手は、返済が行われないことを恐れてまったく貸出を行わないため、私的情報の存在によって金融取引がまったく行われたいという問題が生じるのである。ところが Townsend (1979) によると、たとえ、事後的に収益に関する情報が私的情報であっても、費用をかければその情報を生産 (monitor) することができるような状況では、ある契約形態をとることによって取引が行われることが示されている。その契約とは、企業の収益がある額以上の場合には monitoring なしでつねにその一定額が返済され、それ以下の場合には monitoring が行われて、確定した収益がすべて貸手に与えられる、という契約である。これは debt contract と呼ばれる契約形態であり、現実の貸出契約に用いられている形態である。⁶⁾ Diamond (1984) はこの考え方をを用い、費用をかけて債務不履行に陥った借手企業の事後的な収益を把握することにより非対称情報の問題を防ぐ存在として金融仲介機関を描いている。もちろんこの場合も金融仲介機関自身に関する情報生産の問題が存在し、金融仲介機関 (monitor) 自身を monitor する必要が生じる。これに対して、

Diamond (1984) は金融仲介機関が多数の貸手に対して同時に貸出を行って貸倒れリスクを分散化することにより、借手に対して安全資産を発行することができることを説明し、金融仲介機関自身の情報生産の必要性がなくなることを示した。⁷⁾ このタイプの金融仲介機関は多くの投資家を代表して借手企業の情報を生産しているため、delegated monitor と呼ばれる。

以上とは別に、企業に関する情報の機密性を守るための資金調達源としての金融仲介機関を考える研究がある。Campbell (1979) では、将来収益に関する望ましい情報が存在するとき、それを市場に公開することなく既存株主の利益を増大させることのできる資金調達源として金融仲介機関が説明されており、企業側からみた金融仲介機関の利点をあげている。

2.2 生産される情報と情報生産の方法

金融仲介理論では、金融仲介機関が生産する「情報」に関して大きく分けて2つのものが考えられている。その第1は、企業に生じた収益に関する情報である。Diamond (1984) などでは収益が実現した後でその収益が借手企業側にしかわからない状況を考え、契約締結後の事後的な情報の非対称性の問題を扱っている。第2にあげられるのは、契約が締結される前の時点における借手企業の収益性に関する見通しや、プロジェクトのリスクに関する情報の問題である。これは、企業の「タイプ」に関する事前の情報の非対称性と呼ぶことができる。Boyd and Prescott (1986) ではこの情報生産に関わる金融仲介機関が説明されている。彼らの分析では、こうした事前の情報が借手にしかわからないが、費用をかければそれと相関を持つシグナルの値を知ることができる、という状況において、投資家の連合体 (coalition) としての金融仲介機関が結成されることが示されている。

情報生産の方法に関しても2つの状況が考えられている。1つは、Fama (1985) のように金融仲介機関は借入企業にとってインサイダーだと考えるものである。この場合には、金融仲介機関は企業との親密な取引関係から一般投資家にはわからないような私的情報を知ることが

できるという仮定を置き、情報の格差を前提として分析する。もう1つは、Diamond (1984)、Boyd and Prescott (1986) のように金融仲介機関は費用をかけて調べることで借手企業の情報を得ると考えるものである。以上のように、理論分析において金融仲介機関はおもに2つの方法で借手に関する情報生産を効率的に行う主体として考えられている。

しかし、情報生産に注目したこれらの分析においては、金融仲介機関を通じた金融取引の利点しか分析されていない。したがって、資本市場を通じた金融取引の利点や、現実にはさまざまな形態の取引が行われていることを説明することはできないのである。

3 契約の不完備性の問題に対する金融仲介機関の機能

近年契約の理論においては契約の不完備性 (contractual incompleteness) の問題が重視されている。⁸⁾ そして、金融仲介に関しても貸借取引に関する契約の不完備性から生じる問題を解決する存在として金融仲介機関の機能を考える分析が行われてきている。その1つは金融仲介機関が企業との長期的関係にコミットしていると考えられる理論であり、この長期的な取引関係自体に金融仲介機関の機能が存在することを主張する。⁹⁾ もう1つは企業の経営に対するコントロールという観点から金融仲介機関を考える理論であり、企業組織の分析における「property right approach」と大きく関連している。^{10) 11)}

3.1 長期的関係へのコミットメントによる time inconsistency problem の解消

Mayer (1988) は資金調達構造の国際比較を行い、イギリスとアメリカでは内部留保による資金が重要であるのに対して日本・ドイツ・フランスではそれほど重要ではないことを指摘した。そして、この違いはMM定理以来の従来の企業金融の理論ではうまく説明できず、契約の不完備性を考慮しなければならないことを指摘している。

不完備契約の考え方のもとでは、起こりうる

あらゆる状況に対応した完全な条件つき契約をあらかじめ締結することは不可能であることが想定される。すると、事後的にもし契約に明記されていない事態が生じた場合には、それを再交渉して契約を改訂することによって当事者間の利得を高める余地が生じる。しかし、事前の契約はそれを見越して取り決められるため、そもそも取引が行われない可能性もでてくる。たとえば救済資金を必要としている企業を考えてみよう。もし企業と銀行との間に長期的なコミットメント関係があれば、救済によって銀行が損失を被っても、将来の貸出取引を銀行側に有利な条件で行うことによって埋め合わせることができるため、救済が行われやすい。しかし、そのような関係がなければ、救済後銀行側が高い金利をつけようとしても、企業はほかの銀行から安い金利で借入を受けようとするために、救済を行った銀行は救済による損失をカバーできないであろう。すべての銀行がこのことを予想するため、そもそもの銀行も救済を行おうとしないのである。これがMayerのいうtime inconsistency problemである。¹²⁾ Mayerは、日本では銀行と企業との間に親密な長期的関係があるために、こうした意味での「長期資金」が存在するのに対して、イギリスやアメリカにおいてはそうした関係がなく、time inconsistency問題のために短視眼的行動がとられ、「長期資金」が存在しないと指摘している。そして、こうした長期的関係自体が金融仲介機関の利点であることを主張しているのである。

Mayer (1988) の分析は銀行と企業との長期的取引関係に注目しており、Hodgman (1961)、Wood (1975)、Greenbaum et al. (1989) などの「顧客関係」モデルの流れを汲んでいるものとも考えられる。しかし、Mankiw (1988) や Hellwig (1991) が指摘するようにこの分析ではなぜ金融仲介機関のみが企業との長期的関係を結べるのか、なぜ企業はすべての貸手に対して長期的関係を結ばないのか、といった点に対してはなにも述べていない。¹³⁾

3.2 企業経営に対するコントロール機能

Aoki (1990) は、企業経営が行き詰まった

ときにのみ経営に対する影響力を行使する、という日本の銀行の行動を、Aghion and Bolton (1992) のモデルによって説明できることを指摘し、経営に対する金融仲介機関のコントロール能力の重要性を指摘している。Aghion and Bolton (1992) は、情報の非対称性や契約の不完備性が存在するような状況において、いかなる契約形態 (debt, equity など) によって借手側に返済のインセンティブを与え、貸手側を取引に参加させるか、という問題を扱う security design および corporate governance に関する分析である。¹⁴⁾ そこでは以下のような契約の不完備性から生じる問題を解決する手段として経営へのコントロールが重視されている。

ある投資プロジェクトのために、経営者が投資家から資金を調達しようとしている状況を考えてみよう。資金調達後、このプロジェクトに関してある意思決定を行わなければならないが、契約が不完備なためこの意思決定に関しては当初の契約には明記できないものとする。ここで、投資家は金銭的なリターンのみを最大化するように行動するが、経営者はそれに加えて非金銭的な効用（たとえば努力することのコスト）も考慮して行動するものとしよう。すると、経営者が意思決定の権限を持っている場合には、経営者が投資家の望まない意思決定を行う可能性が生じる。たとえば経営者は高い収益が得られるが、そのために非常に努力しなければならないような活動よりは、低い収益でも努力をあまり必要としないような活動を望むであろう。これに対して、投資家が金銭的な収益のみに関心があり、収益の大きさのみを好むならば両者の利害は対立する。この結果、経営者によって行われる望ましくない意思決定を見越した投資家がそもそも取引に参加しない可能性が生じるのである。この問題は、意思決定の権限をあらかじめ投資家に移すことで解決できることがわかっている。しかし、Aghion and Bolton (1992) は経営者の資産に制約がある場合にはこの方法でも解決することはできず、取引が行われなくなる可能性が再び生じることを示した。

そして、Aghion and Bolton (1992) はこのように契約の不完備性と経営者の資産制約によって望ましい取引が行われないようなケースでも、ある状態に依存して意思決定権を配分することを取り決めておけば、望ましい取引が達成される可能性が存在することを示した。¹⁵⁾

この考え方をを用いると、日本の銀行の行動は以下のように説明できる。つまり、銀行は企業の業績に関する指標などをシグナルとしており、それが好ましい場合には企業経営者に意思決定権を与えておくが、もし悪いシグナルが得られた場合には自ら意思決定に関わるという状態依存型の経営コントロールを行っているのである。この意味で、銀行は企業経営に関するコントロール機能を持っているものと考えることができる。Aoki (1990) は、とくに日本のメインバンク制度の特徴をこの理論で説明できることを指摘しており、Aoki (1994) では事後的な monitoring を行う金融仲介機関がこうした状態依存型コントロールを行う存在としてモデル化されている。

また、同じくコントロール面に注目した security design の文献に Hart and Moore (1989, 1994) がある。そこでは意思決定に関する権限を直接配分するという Aghion and Bolton (1992) のコントロールではなく、資金提供者が債務不履行に陥った企業の資産を清算する権利を持っていることから生じるコントロールが分析されている。¹⁶⁾ このコントロールも debt 型の契約によって資金を提供している金融仲介機関の機能といえるであろう。¹⁷⁾

しかし、これらは金融仲介機関の機能の1つであることは確かであるが、debt 型の契約によって資金提供を行っているほかの大規模投資家すべてが持つ機能ということもできる。つまり、金融仲介機関に固有の機能ということではできないのである。¹⁸⁾ 逆にいうと、現実には経営に介入しているそのほかの投資家と金融仲介機関とがどのような点で区別されるのか、debt によるコントロールは金融仲介機関にしか行えないのか、といった点が説明される必要があるのである。

4 金融仲介機関と資本市場

以上のように、前節までの分析では金融仲介機関を通じた取引の欠点や、資本市場を通じた取引と比べた相対的な利点を説明できなかった。そこで、この節では金融仲介機関を通じた金融取引と資本市場を通じた金融取引との違いを明示的に比較した分析を紹介する。これらの分析は、前節までで考えられた金融仲介機関の便益だけでなく、その費用の存在にも注目することによって資本市場との比較を可能にしている。¹⁹⁾ そこで、以下ではこうした便益と費用に注目していくことにする。まず4.1において、第2節のように情報生産機能のみを考慮した比較分析を紹介する。次に4.2、4.3において、第3節のように長期的関係とコントロール機能を考慮した分析を順に概観する。²⁰⁾

4.1 情報生産機能からみた便益と費用

Diamond (1991a) における銀行は、費用をかけることによって企業のタイプを知ることができる monitor であり、企業側が monitoring つきの投資（銀行貸出）を受けるか monitoring なしの投資（社債に対応）を受けるかを選択する問題が考えられている。この分析において重要なのは企業側の評判 (reputation)、つまりその企業がよい「タイプ」(2.2参照) であることに対する投資家の予想である。もし、企業のタイプをすべての投資家が知っていれば、bad（期待収益が非常に低い）タイプの企業は借入を受けられないのに対して、good（期待収益が高い）タイプの企業は借入を受けられる。しかしタイプを識別することができない場合には、投資家はどちらにも同じ利子率を要求することしかできないため、たとえ good タイプの借手であっても bad タイプである可能性が高いと考えられている（reputation が低い）場合には識別できる場合と比べて高い利子率が課せられることになる。Monitoring はタイプに関する情報を増加させるので、reputation が低い借手は monitoring を受ける誘因が強いのである。ただし、長期的に活動してすでに高い reputation を得ている企業はさらに reputa-

tion を高める余地が小さいため monitoring への誘因が小さく、また reputation を得ていなくても倒産の可能性が高いため長期的な reputation にあまり関心を持たないような企業も monitoring を受けない。以上より、ちょうど中間に位置する企業が monitoring を伴う銀行貸出を選ぶのである。

Diamond (1991a) とは逆に、銀行側の reputation 獲得を考えて銀行貸出と社債との選択を考えたのが, Chemmanur and Fulghieri (1994) である。そこでは、企業のタイプを知るための情報生産能力に関して優れたタイプの銀行と劣ったタイプの銀行が存在する場合に、社債を発行する場合と銀行借入との間で借手はどちらを選択するのかという点を分析している。この分析における借手企業は、借入に対する返済が可能な状態と不可能な状態とのどちらにもなる可能性があり、後者の場合はさらに、一時的に支払を猶予すればすぐに返済できる場合と、本当に返済能力がない場合とに分かれる。猶予すれば返済できる場合には当初契約を再交渉して猶予することが望ましいが、返済能力がない場合には期待収益がゼロであるため契約どおり清算したほうが望ましい。しかし、ここでは資金提供者はどちらの理由で返済不能なのかを見分けることができない、という情報の非対称性を考えるため、猶予が望ましいのに清算してしまうという非効率な清算の可能性が生じる。情報生産は、どちらの理由で返済ができないのかを資金提供者が見分けるために行われるのである。この情報生産のための費用は、劣ったタイプの銀行が行う場合と社債購入者が行う場合とでまったく同じだが、優れたタイプの銀行は費用ゼロで生産できるものと考えられているため、確率的にみると銀行貸出のほうが社債発行より同じコストで多くの情報が生産される。以上が便益であるが、銀行貸出のマイナス面は企業にとって社債より銀行貸出のほうが利子率が高くなるという点に表われてくる。

こうした設定のもとでは、返済不能に陥る可能性が高い借手は非効率的な清算の可能性を減少させるために多くの情報生産を望むが、そも

そも返済できる可能性の高い借手はそれほどの情報生産は必要としない。したがって、前者は利子率が高くても銀行貸出を望み、後者は利子率が高いために社債発行のほうを選ぶのである。ただし、この分析では費用なしで情報生産できる優れた銀行が存在する、という設定が結果に決定的に影響しているため、やはり銀行の情報生産能力が意味を持つ、という第2節の分析を応用したものとも考えることもできる。

以上の分析では情報生産者としての金融仲介機関は考えられているものの、多くの貸手から資金を調達して企業に貸し付けるという delegated monitor としての金融仲介機関の役割は考えられていない。これらに対して Berlin and Loeys (1988) はより直接的に delegated monitor の存在の有無に関する選択を分析している。すでに述べたように、多くの投資家が存在する場合には monitoring を行って企業のタイプを知ることができて情報を持つ外部性のために monitoring の便益がすべての投資家の間で均等に配分されるため、個々の投資家は monitor しようとししない。そこで、Berlin and Loeys (1988) では、企業が投資家の1人に支払を行って、代表的に monitor してもらうことで、monitoring が行われるようになる状況を考えて、この場合の銀行貸出の便益は、monitoring が行われることによって正の収益が期待される場合にのみ投資が行われるという意味で効率的な投資が行われやすいという点である。しかし、投資家の1人に monitoring を delegate する場合には、その投資家に正しく monitor する誘因を与えるために monitoring cost 以上の支払を行う必要があるため、追加的な費用が生じる。銀行貸出は、効率的な投資の便益が delegation のための費用を上回るときにのみ選ばれるのである。

最後に、少し違った視点からの分析として Bhattacharya and Chiesa (1995), Yosha (1995) をあげておこう。これらは企業の戦略的情報の拡散と金融仲介機関との関わりという点から分析を行っており、Leland and Pyle (1977) や Diamond (1984) の情報生産機能で

はなく、情報を公開せずに資金調達を可能にするという Campbell (1979) が主張した金融仲介機関の機能を考慮している。²¹⁾ そこでは、優れた技術を開発した企業が資金調達を行う場合、金融仲介機関から資金調達する場合にはその情報を競争相手に知られることがないが、社債など多数の投資家から資金調達する場合には情報が公開されてしまう、と考える。企業は、この違いからくる金融仲介機関の便益と、研究開発への投資インセンティブの大きさの違いなどから生じるコストを考慮し、金融仲介機関からの資金調達と社債など公開市場からの資金調達との選択を行うのである。とくに、Yosha (1995) ではより収益性の高い企業のほうが金融仲介機関からの貸出を選ぶ、という Diamond (1991a) とは違った結果を導いている。

以上が、資本市場との比較という観点からみた金融仲介機関の情報生産機能に関する分析である。そこでは第2節で考えられた情報生産の便益だけでなく、そのマイナス面の存在も明示的に考慮されていることがわかる。

4.2 長期的取引関係からみた便益と費用

第3節で紹介したように、企業の短視眼的行動と長期的取引関係（「長期資金」）との関係を重視した Mayer (1988) の分析に関しては、Mankiw (1988) や Hellwig (1991) が指摘するようになぜ金融仲介機関のみが企業との長期的関係を結べるのか、なぜすべての企業があらゆる貸手に対して長期的関係を結ばないのか、という問題点があった。

これに対して von Thadden (1995) は、「長期資金」の存在の有無を決定するのは、そうした長期的関係を可能にするような monitoring に伴うコストの大きさであることを示した。つまり、正しく monitor するインセンティブを貸手に持たせるための費用が小さい場合には monitoring が行われて短視眼的行動を避けることができるが、その費用が大きい場合には長期的視点からみて非効率な行動が選択される可能性があることが示されたのである。²²⁾

彼が考えているのは、2期にわたって収益を生む可能性のある2つのプロジェクトと、その

プロジェクトに必要な資金の調達方法との組合せに関する選択である。どちらのプロジェクトも good と bad という2つの状態になる可能性があり、どちらになるかは企業の努力によって決まるものとする。bad の場合にはどちらのプロジェクトもまったく収益を生まない。しかし good の場合には、1つのプロジェクト（長期プロジェクト）は短期的な期待収益が小さいかわりに全体としてみた場合の期待収益が大きく、もう1つのプロジェクト（短期プロジェクト）は全体的にみた期待収益が小さいかわりに短期的な期待収益が長期プロジェクトより大きいものとする。ただし、期待収益で考えていることからわかるように、たとえ good の状態であったとしても、各プロジェクトは各期それぞれ収益を生まない可能性がある。すると、1期目に収益がゼロの場合には、good の状態のどちらかのプロジェクトがたまたま失敗したのか、そもそも bad の状態であるかのどちらかであることを意味する。しかし、ここではどちらの状態であるかを投資家が見分けることはできないと考え、情報の非対称性が存在するものとする。

すると、短期的な収益が良ければ続行し悪ければ中止する、という条件つきで長期プロジェクトを選ぶのが社会的にみて最も大きな収益をもたらすような状況と考えた場合、情報の非対称性のために企業が非効率な短期プロジェクトを選択してしまう可能性が存在することが示される。これは、非対称情報が存在するもとは、条件つき継続を伴った長期プロジェクトを選ぶ場合と短期プロジェクトを選ぶ場合とで最適な努力量を投入する際に企業が感じる不効用が異なるからで、長期＋最適努力という組合せから生じる総効用よりも短期＋最適努力という組合せから生じる総効用のほうが高くなるためである。この場合に、von Thadden (1995) は投資家が monitoring を行うことによって企業の非効率的な選択を回避することができることを示し、monitoring を伴った投資、つまり金融仲介機関による貸出が選ばれることを示した。しかし、上述の Berlin and Loeys (1988) と同様に、正しく monitor してもらうためのイ

ンセンティブを与えるための費用（インセンティブコスト）が大きい可能性があり、この場合には monitoring が行われず、非効率的な投資が依然として選択されてしまう可能性があることも示されている。この結果は、非効率的な短視眼的投資が行われるのは Mayer (1988) のようにコミットメントを与える「長期資金」が存在しないからではなく、インセンティブコストが高いため短視眼的行動を回避するための monitoring が行われないからであることを意味している。²³⁾

4.3 経営に対するコントロールからみた便益と費用

コントロール機能を考慮して銀行貸出と社債発行との間の選択を考えた分析としては、Rajan (1992) があげられる。²⁴⁾ そこでは2期間にわたって資金を必要とするプロジェクトを考え、2期目の資金を貸し出さないという脅し (threat) によって銀行が交渉力を得るという、Hart and Moore (1989), Bolton and Scharfstein (1990) などと類似の状況が考えられている。また、Rajan (1992) は銀行は企業との関わりが深いために企業の私的情報を知ることができるのに対し、社債への投資家はそれができないと考えており、Fama (1985) (2.2参照) が考えたような設定での情報生産機能を考察している。

Rajan (1992) の議論は以下のとおりである。有限責任制のもとでは企業経営者は割引現在価値が負の場合でも企業を存続させようとする。ここで、情報生産能力を持つ銀行は割引現在価値を知っているが社債保有者はそれを知らないものとしよう。すると社債によって資金調達している場合には非効率的な企業も存続してしまうが、銀行は割引現在価値が負の企業に対する次期の貸出を断ることによって効率的な企業のみ存続させることができる。これが銀行貸出の便益である。他方、このように企業の存続のための資金の提供を断ることができるため、銀行は企業との間の取引において交渉力を獲得する。このことは、企業側が収益を増加させる活動を行ったとしても、生じる収益の増分の一部は銀

行側が得ることを意味する。したがって、銀行貸出の場合には社債発行の場合に比べてこの活動に対する企業の努力インセンティブが減少する。これが銀行貸出の費用となる。ここでは資金提供者が競争している状況を考えるため、すべての便益と費用は借手が被る。したがって、借手は効率的な清算（便益）と非効率的な努力（費用）との大小関係によって銀行貸出か社債発行かを選ぶのである。

以上が資本市場を考慮したうえでの契約の不完備性の問題に対する金融仲介機関の機能である。これらの分析からわかるように、契約の不完備性を考慮した分析においても、金融仲介機関の便益と費用を同時に考慮することによってはじめて資本市場との比較が行われている。

5 ま と め

本稿では、資金仲介における金融仲介機関の機能に関する分析を基礎として、資本市場を通じた金融取引と金融仲介機関を通じた金融取引とを比較した分析を展望した。従来から金融仲介機関の機能として強調されてきたものは、借手に関する情報生産機能である。これに加えて近年では金融契約の不完備性から生じる問題を解決するという機能が注目され、銀行と企業との長期的関係や企業経営に対するコントロール機能が指摘されている。しかし、これらの分析では資本市場を通じた金融取引との比較という観点から金融仲介機関を通じた金融取引の利点を説明することはできない。そこで、最後に両者を明示的に比較した分析を紹介した。これらの分析では金融仲介機関を通じた取引の便益だけでなく費用も考慮することで、資本市場を通じた取引との比較を行っている。

最後に2点を付け加えておきたい。第1に、本稿では金融仲介機関の機能との比較という観点から資本市場を扱った分析のみを紹介した。しかし、Allen (1991) が述べているようにこうした分析はどちらかというと資本市場の機能に二次的な意味しか与えていない。資本市場独自の役割に関しては、Allen (1993) のようにこれらの分析とは違った角度からの分析が必要

であろう。

第2に、本稿では理論的に考えられている機能をまとめたが、現実の金融仲介機関に関して本稿でまとめたような機能がみられるのかどうかは実証的な問題である。また、近年日本においてとくに問題となっているのは金融仲介機関自身の資金調達に関する問題であろう。金融仲介機関自身の情報生産に関して本稿でまとめたようなメカニズムが現実にも働いているのかどうか、といった問題もあわせて考える必要があろう。²⁵⁾

(和歌山大学経済学部)

投稿受付1996年7月3日；最終稿受理1997年2月19日。

『大阪大学経済学』第46巻に発表後、審査・修正の上掲載。

〔注〕

- 1) ここで考える資本市場とは、社債・コマーシャルペーパーなど debt 型証券の公開発行市場である。株式はキャッシュフローの受取り方が異なり、また議決権を持つという別の重要な側面もあるため、ここでの比較には適当でない。なお、debt と equity との比較に関しては、security design や corporate governance のアプローチが参考になる。これらに関しては、3.2節を参照のこと。
- 2) したがって、証券会社・短資会社など直接金融に関わる金融機関が証券流通市場で行うブローカー・ディーラー的な活動には重点を置かない。間接金融・直接金融の区別に関しては蠟山 (1982)、池尾 (1985)、首藤 (1987) などを参照されたい。
- 3) なお、金融仲介機関の機能はこれ以外にもいくつか分析されている。まず、銀行と保険会社の固有の機能としてそれぞれ決済手段の供給と保険提供があげられる。次に Benston and Smith (1976) は、金融仲介機関が専門化の利益によってさまざまな取引費用を削減し、異時点間、時点内の所得の移転を可能にするような金融商品の生産を行っていると主張した。また、流動性 (Diamond and Dybvig (1983)) や満期・返済期間 (Diamond (1991b), Sharpe (1991) など) に関する資産変換機能も重要である。これに関しては、Bhattacharya and Thakor (1993) を参照のこと。
- 4) 本稿とアプローチは異なるが、より包括的なサーベイとして、桜川・浜田 (1992)、Bhattacharya and Thakor (1993) が有用である。前者は非対称情報の経済学を用いた金融仲介・経済発展に関する分析を概説しており、後者は規制・信用割当など金融仲介機関に関するさまざまなトピックスをも扱っている。これらと比較すると、本稿は資本市場を通じた金融取引と金融仲介機関を通じた金融取引との比較という、より選択的なトピックスに関して、より詳細に展望している。また、第2節の情報生産機能に関しては、池尾 (1985) 第2章も有用であるが、そこでは本稿第3節のような契約の不完備性からみた金融仲介機関の機能は考慮されていない。
- 5) これに対して Campbell and Kracaw (1980) では、優良企業のように情報を生産される企業側がその情報生産から利益を得るケースでは必ずしも金融仲介機関は必要でないことが示されている。
- 6) Gale and Hellwig (1985) も参照のこと。
- 7) Diamond (1984) モデルに対する拡張・批判に関しては Williamson (1986)、Yanelle (1989)、Winton (1995) などを参照のこと。
- 8) Hart and Moore (1988) などを参照のこと。
- 9) なお、企業と金融仲介機関の長期的な関係に注目する分析には、このほかに Boot et al. (1987) や Berkovitch and Greenbaum (1990) などがある。これらの研究では、貸出に関するコミットメント (loan commitment: あらかじめ定めた貸出条件によって将来借手の望むときに貸出が行われるという取決め) によって企業のモラルハザードが軽減される点が指摘されている。Boot et al. (1991) は、このタイプの loan commitment は金融仲介機関 (銀行) にしかできないことを示している。
- 10) Property right approach に関しては Hart (1995) を参照のこと。
- 11) 本節の分析は、日本におけるいわゆる「メインバンク」の機能に関する分析とも関連している。「メインバンク」の機能としてはこのほかに、Fried and Howitt (1980) に基づくリスクシェアリング機能も強調されていた。
- 12) この問題は、“hold-up problem”と呼ばれるものと同様の問題である。契約の不完備性から生じる hold-up problem に関する Hart and Moore (1988) などを参照のこと。
- 13) ただし、Mayer (1988) は金融仲介機関の間の競争がイギリスやアメリカほど激しくないことが日本における銀行・企業間の長期的関係を可能にしていると考えているようである。
- 14) Security design に関しては、このほかにさまざまなアプローチがある。Harris and Raviv (1989)、Allen and Gale (1994)、Journal of Economic Theory の特集号 (1995, Vol.1, no.1) などを参照のこと。また、前出の Townsend (1979)、Gale and Hellwig (1985) も別のアプローチによる security design の研究である。これらに関しては Allen and Gale (1994)、Harris and Raviv (1992) を参照。Corporate governance に関しては、Schleifer and Vishny (1996) を参照されたい。
- 15) 同様の分析として Zender (1991) も参照のこと。
- 16) 同様の分析として、Bolton and Scharfstein (1990)、Gertner et al. (1994) がある。

- 17) なお、これらの研究では単純化のため1人の企業と1人の資金提供者との間の貸借取引を扱っており、多数の資金提供者の存在する状況は扱えなかった。これに対してDewatripont and Tirole (1994)、Berglof and von Thadden (1994)、Bolton and Scharfstein (1996)は複数の資金提供者が存在する状況を考えている。
- 18) Shleifer and Vishny (1996)においても、corporate governanceにおけるlarge creditorの役割は説明されているが、金融仲介機関に固有の機能については触れられていない。
- 19) ただし、こうした分析においては注3で述べられているような機能は考慮されていない。
- 20) 本節では各分析にならって、おもに銀行貸出と社債やコマーシャルペーパーなど公開市場で取引されている債券 (publicly traded debt) との選択という設定で議論を進める。前節までとの議論の連続性は明らかであろう。
- 21) 2.1を参照のこと。
- 22) この点で、von Thadden (1995)とBerlin and Loeys (1988)は同様の視点に立っている。
- 23) 同じくプロジェクトの期間に関する選択に注目した分析としてDewatripont and Maskin (1995)がある。そこでは投資家が集まって銀行を形成して投資する場合と、個別に投資する場合との違いとプロジェクト選択との関係を分析しており、長期的なプロジェクトと銀行貸出との組合せの均衡と短期的プロジェクトと多数の個人投資家という組合せの均衡のいずれもが生じる可能性があることが示されている。さらに、前者は日本やドイツの企業金融に対応し、後者はアングロサクソン型の企業金融であると解釈されている。しかし彼らの分析では貸手の数の違いのみに注目しており、金融仲介機関独自の役割は考えられていない。
- 24) コントロール機能に注目した分析としては、おもにベンチャーキャピタルを扱ってはいるが、Chan et al. (1990)もあげられる。また、再交渉の有無が銀行貸出と社債の違いであるとみてその契約の性質を分析したものとしてBerlin and Mester (1992)がある。
- 25) この点に関する規範的な議論にはDewatripont and Tirole (1993)が有用であろう。そこでは金融仲介機関に対する規制の問題を考えているが、金融仲介機関も1つの企業とみて金融仲介機関自身の経営に対するコントロールメカニズムを考える必要があることを指摘している。

〔参考文献〕

- 池尾和人 (1985)『日本の金融市場と組織』東洋経済新報社。
- 櫻川昌哉・浜田宏一 (1992)「不完全情報、金融仲介、経済発展」*Economic Studies Quarterly*, 43, 386-400。
- 首藤恵 (1987)『日本の証券業』東洋経済新報社。
- 蠟山昌一 (1982)『日本の金融システム』東洋経

済新報社。

- Aghion, P. and P. Bolton (1992) "An incomplete contracts approach to financial contracting," *Review of Economic Studies*, 59, 473-494.
- Allen, F. (1991) "Discussion," in A. Giovannini and C. Mayer eds., *European Financial Integration*, Cambridge University Press.
- Allen, F. (1993) "Stock markets and resource allocation," in C. Mayer and X. Vives eds., *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge University Press.
- Allen, F. and D. Gale (1994) *Financial Innovation and Risk Sharing*, MIT Press, Cambridge.
- Aoki, M. (1990) "Toward an economic model of the Japanese firm," *Journal of Economic Literature*, 28, 1-27.
- Aoki, M. (1994) "The contingent governance of teams: Analysis of institutional complementarity," *International Economic Review*, 35, 657-676.
- Benston, G. and C. W. Smith (1976) "A transactions cost approach to the theory of financial intermediation," *Journal of Finance*, 31, 215-231.
- Berglof, E. and E. L. von Thadden (1994) "Short-term versus long-term interests: Capital structure with multiple investors," *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1055-1084.
- Berkovitch, E. and S. I. Greenbaum (1990) "The loan commitment as an optimal financing contract," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 26, 83-95.
- Berlin, M. and J. Loeys (1988) "Bond covenants and delegated monitoring," *Journal of Finance*, 43, 397-412.
- Berlin, M. and L. Mester (1992) "Debt covenants and renegotiation," *Journal of Financial Intermediation*, 2, 95-133.
- Bhattacharya, S. and G. Chiesa (1995) "Proprietary information, financial intermediation, and research incentives," *Journal of Financial Intermediation*, 4, 328-357.
- Bhattacharya, S. and A. V. Thakor (1993) "Contemporary banking theory," *Journal of Financial Intermediation*, 3, 2-50.
- Bolton, P. and D. S. Scharfstein (1990) "A theory of predation based on agency problems in financial contracting," *American Economic Review*, 93, 93-106.
- Bolton, P. and D. S. Scharfstein (1996) "Opti-

- mal debt structure and the number of creditors," *Journal of Political Economy*, 104, 1-25.
- Boot, A., A. V. Thakor, and G. F. Udell (1987) "Competition, risk neutrality and loan commitments," *Journal of Banking and Finance*, 11, 449-471.
- Boot, A., A. V. Thakor, and G. F. Udell (1991) "Credible commitments, contract enforcement problems and banks: Intermediation as credibility assurance," *Journal of Banking Finance*, 15, 605-632.
- Boyd J. H. and E. C. Prescott (1986) "Financial intermediary coalitions," *Journal of Economic Theory*, 38, 211-232.
- Campbell, T. S. (1979) "Optimal investment financing decisions and the value of confidentiality," *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 5, 913-924.
- Campbell, T. S. and W. A. Kracaw (1980) "Information production, market signaling, and the theory of financial intermediation," *Journal of Finance*, 35, 863-882.
- Chan, Y. S., D. Siegel, and A. V. Thakor (1990) "Learning, corporate control and performance requirements in venture capital contracts," *International Economic Review*, 31, 365-381.
- Chemmanur, T. J. and P. Fulghieri (1994) "Reputation, renegotiation and the choice between bank loans and publicly traded debt," *Review of Financial Studies*, 7, 475-506.
- Dewatripont, M. and E. Maskin (1995) "Credit and efficiency in centralized and decentralized economies," *Review of Economic Studies*, 62, 541-555.
- Dewatripont, M. and J. Tirole (1993) "Efficient governance structure: Implications for banking regulation," in C. Mayer and X. Vives eds., *Capital markets and financial intermediation*, Cambridge University Press.
- Dewatripont, M. and J. Tirole (1994) "A theory of debt and equity: Diversity of securities and manager-shareholder congruence," *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1027-1054.
- Diamond, D. W. (1984) "Financial intermediation and delegated monitoring," *Review of Economic Studies*, 51, 393-414.
- Diamond, D. W. (1991a) "Monitoring and reputation: The choice between bank loan and directly placed debt," *Journal of Political Economy*, 99, 687-721.
- Diamond, D. W. (1991b) "Debt maturity structure and liquidity risk," *Quarterly Journal of Economics*, 106, 709-737.
- Diamond, D. W. and P. Dybvig (1983) "Bank runs, deposit insurance, and liquidity," *Journal of Political Economy*, 91, 401-419.
- Fama, E. F. (1985) "What's different about banks?" *Journal of Monetary Economics*, 15, 29-39.
- Fried, J. and P. Howitt (1980) "Credit rationing and implicit contract theory," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 12, 471-487.
- Gale, D. and M. Hellwig (1985) "Incentive compatible debt contracts: The one-period problem," *Review of Economic Studies*, 52, 647-663.
- Gertner, R. H., D. S. Scharfstein, and J. C. Stein (1994) "Internal versus external capital markets," *Quarterly Journal of Economics*, 109, 1211-1230.
- Greenbaum, S. I., G. Kanatas, and I. Venezia (1989) "Equilibrium loan pricing under the bank-client relationship," *Journal of Banking and Finance*, 13, 221-235.
- Harris, M. and A. Raviv (1989) "The design of securities," *Journal of Financial Economics*, 24, 225-287.
- Harris, M. and A. Raviv (1992) "Financial contracting theory," in J. J. Laffont ed., *Advances in economic theory: Sixth world congress*, Vol. II, Cambridge University Press.
- Hart, O. (1995) *Firms, contracts, and financial structure*, Oxford University Press.
- Hart, O. and J. Moore (1988) "Incomplete contracts and renegotiation," *Econometrica*, 56, 755-785.
- Hart, O. and J. Moore (1989) "Default and renegotiation: A dynamic model of debt," mimeo, London School of Economics.
- Hart, O. and J. Moore (1994) "A theory of debt based on the inalienability of human capital," *Quarterly Journal of Economics*, 109, 841-879.
- Hellwig, M. (1991) "Banking, financial intermediation and corporate finance," in A. Giovannini and C. Mayer eds., *European Financial Integration*, Cambridge University Press.
- Hodgman, D. R. (1961) "The deposit relation-

- ship and commercial bank investment behavior," *Review of Economics and Statistics*, 63, 257-268.
- Leland, H. E. and D. H. Pyle (1977) "Informational asymmetries, financial structure and financial intermediation," *Journal of Finance*, 32, 371-387.
- Mankiw, N. G. (1988) "Comments," *European Economic Review*, 32, 1183-1186.
- Mayer, C. (1988) "New issues in corporate finance," *European Economic Review*, 32, 1167-1183.
- Rajan, R. (1992) "Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's-length debt," *Journal of Finance*, 47, 1367-1400.
- Sharpe, S. A. (1991) "Credit rationing, concessionary lending, and debt maturity," *Journal of banking and Finance*, 15, 581-604.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1996) "A survey of corporate governance," NBER Working paper series, #5554.
- Spence, A. M. (1974) *Market signaling*, Harvard University Press, Cambridge.
- von Thadden, E. L. (1995) "Long-term contracts, short-term investment and monitoring," *Review of Economic Studies*, 62, 557-575.
- Townsend, R. M. (1979) "Optimal contracts and competitive markets with costly state verification," *Journal of Economic Theory*, 21, 1-29.
- Williamson, S. (1986) "Costly monitoring, financial intermediation, and equilibrium credit rationing," *Journal of Monetary Economics*, 18, 159-179.
- Winton, A. (1995) "Delegated monitoring and bank structure in a finite economy," *Journal of Financial Intermediation*, 4, 158-187.
- Wood, J. A. (1975) *Commercial bank loan and investment behavior*, John Wiley & Sons, London.
- Yanelle, M. (1989) "The strategic analysis of intermediation," *European Economic Review*, 33, 294-301.
- Yosha, O. (1995) "Information disclosure costs and the choice of financing source," *Journal of Financial Intermediation*, 4, 3-20.
- Zender, J. F. (1991) "Optimal financial instruments," *Journal of Finance*, 46, 1645-1665.

《SUMMARY》

FINANCIAL INTERMEDIARIES AND CAPITAL MARKETS — A SURVEY —

By HIROFUMI UCHIDA

This paper surveys theoretical literature on the roles of financial intermediaries in comparison with those of capital markets. First, we focus on the information production role of financial intermediaries. Second, we turn to the roles of overcoming the problems arising from incompleteness of financial contracts. Important as they are, these studies cannot explain what roles do intermediaries uniquely play and how important capital markets are. Finally, therefore, we survey the studies on the choice between bank loans and publicly traded debt.

(Wakayama University)