

取引費用と金融仲介部門

深 浦 厚 之*

I. はじめに

一連の金融技術革新の帰結については様々な議論が行われており、その評価を確定することは未だ時期尚早といわねばならないが、技術革新が規制緩和を促すという方向軸を持っていたことについては、論者の立場を問わずほぼ一致した見解である。もちろんここで言う規制緩和とは、政策当局の自発的な意思決定の結果によるものだけでなく技術革新によって可能となった民間金融機関（金融仲介機関）の規制回避的な行動が既成事実化したものも含めて考えなければならない。

金融仲介機関の意義に関しては、ガーレイ＝ショウによる考察によって赤字主体と黒字主体を結びつける機関として理解されてきた。「金融仲介理論」としてほぼ定説化したこの考え方は、マクロ資金循環の中で銀行等が持つ機能を明確に描写しただけでなく、一次証券、二次証券等の概念を設定したことによって、銀行以外の様々な仲介機関の機能分析に対しても広範な適用可能性をもっていたと評価されている。

我々は、GS理論を基本的には正当な分析手法として受け入れるものであるが、近年の金融自由化、技術革新に伴う様々な制度上の変化を取り扱うに際しては、必ずしも全ての点においてこの理論が有効でないことを指摘したい。特に、伝統的な銀行業務への他業種からの参入圧力は極めて高く、「金融仲介機関」という用語が含む内容は多様化しているといわざるを得ない。

*本稿は、金融学会西日本部会（平成4年3月・熊本女子大学）での報告に加筆・修正を行ったものである。コメントをいただいた諸先生に改めて謝意を表したい。

急成長したノンバンクの扱い、拡大する銀行のオフバランスシート取引などを考慮すれば、「金融仲介機関」としてあたかも単一の経済主体であるかのように考えることは、分析上の単純化を超えた語句の乱用になる可能性が否定できず、その限りにおいて伝統的な金融仲介理論が無条件に妥当する領域は縮小されていると考えられる。

それに対して、金融仲介機関相互の関係を把握する必要性が高まっている。金融技術革新に伴う新金融商品の開発ラッシュ、一連の金融不祥事等はそうした視点の必要性を認識させるに十分な事例であろう。換言すれば、金融システムにおける金融仲介機関の意義は、最終的借手、貸手との三者関係において論じるよりは、むしろ、複数の金融仲介機関を含めた多角的な関係として把握することが望ましい。それによって、現在では必ずしも鮮明になっていないノンバンクの定義についても確かな議論が可能になるものと思われる。

本稿では、以上のような問題意識に基ずき、複数の仲介機関から形成される「金融仲介セクター」を想定し、その内部での個々の仲介機関の相互依存関係を取引費用の節約という関点から考察する。第Ⅱ節において、ある取引費用構造のもとでの交換形態と取引費用の関係を考察する。ここでは3つの考え方が示されるが、そのうち第三のモデルが議論の中心となるので、第Ⅲ、Ⅳ節で詳しく取り上げる。金融仲介セクターの議論が第Ⅴ節で展開されたのち、結論が導かれる。

Ⅱ. 交換形態と取引費用

本節では、以下の議論の前提となるモデルを示す。A, B, C, Dの4人からなる交換経済を考え、個人Aと個人Dがそれぞれ相手の持っている財a, dと交換するという状況を考えよう。さらに、交換に伴う取引費用の存在により、保有する1単位の財の対価として入手できる財の価値は1以下になるという取引費用構造を仮定する。各個人間の取引費用は次表のような費用行列として示されるとしよう。

たとえば、 $(A, B)=0.8$ ということは、個人Aが価値1単位の財を、個

	A	B	C	D
A	—	0.8	0.5	0.3
B	1.0	—	0.7	0.5
C	0.5	1.0	—	1.0
D	0.3	0.5	1.0	—

取引費用行列

人Bの持つ財と交換したいとき、個人Bを捜すために費やされる費用、財の輸送費用などが、Bから受け取る財の価値の0.2に相当するということを意味している。(C, D)=1.0は個人CとDの間にはこうした費用が存在しないことを表している。⁽¹⁾

以下の議論は全てこの行列を前提として進められるが、取引費用構造をこのような形で明示的に示すことが可能かどうかという点については注意が必要であろう。一般に取引費用は、規範的な完全市場と現実の市場との乖離を反映する様々な要因を含む極めて幅の広い概念である。従って、それを測定することは現実には不可能であろう。本稿では、そうした問題を回避するために次のように考えることにしたい。

ひとつは、完全市場においてオークションナーを想定するように、取引費用

(1) 取引費用が何に由来するものであるかについては、大きく分けて2つの考え方がある。

第一は、取引される財それ自体の情報の欠如によるもの、第二は、市場の不完全性、中でも取引のパートナーの探索費用によるものとするものであり、本稿はこの考え方にそっている。「取引のパートナーの探索」とは、単に、特定の財を保有しているかどうかだけでなく、その個人の超過需要の大きさ、消費の計画などに加え、保有する財の情報も含めた広範な条件を満足するパートナーを探索することを意味する。従って、後者は前者を含むものとして考えることは許容しうる範囲の単純化といえる。特に金融商品の標準化は比較的進んでいるという現状に鑑みれば、金融取引を取り扱う際には第二の考え方を採用することは十分可能である。

構造を確定しうるような第三者機関の存在を仮定することである。この機関は各経済主体相互の取引費用の大きさを告知し、それにしたがって個々の交換が行われることになる。第二の考え方は、交換における経済を妨げる不確実性に注目する方法である。一般に交換とは、双務契約であり、取引費用はそうした契約が事後的に実行されるかどうかの可能性に依存する。契約が履行されない要因を、技術的要因（保管、輸送などによって生じる財の物理的な損耗など）と、契約リスク（情報の非対称性により存在しうる契約者の契約不履行の誘引）の二つに分類できるとすれば、取引費用行列を所与と考えるためには、このうち契約リスクが存在せず、技術的リスクは測定可能であると仮定する必要がある。たとえば、各個人間の距離をもって技術的リスクを代表させるとすれば、こうした仮定は妥当性がある。ただし、いずれの方法を取るにしても、取引費用という概念に本来的に備わっている「市場取引に関わる不確実性」という側面は捨象されることになる。

さて、問題は直接交換を行うときにAが入手する価値0.3をひとつのベンチマークとして、これよりも多くの価値を入手しうるような方法が他に考えられるだろうかという点に絞られる。本節では、3通りの方法をそれぞれ考察し、取引費用から見た金融仲介の意義について考察を進める。

II-1. モデル I

はじめに、図1に示されるような形態の取引、つまり、AがまずBと交換し、次にC、ついでDというように連続的に取引を繰り返すケースを考えて

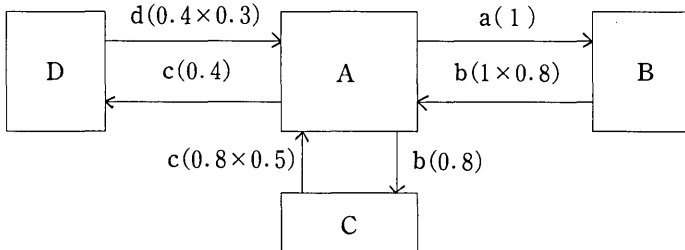


図 1

みよう。(移動する財が小文字で記されているが、重要なのは括弧内に書かれた移動する価値量である)。個人Aはこの方法によって0.12 ($=0.8 \times 0.5 \times 0.3$) だけの価値を入手することになる。この例では、直接取引をする場合の利得 (0.3) のほうが有利なので個人Aはこうした連続取引を行うことはあり得ないが、B、Cのいずれかをスキップさせるときにはこのかぎりではない。たとえば、A-B-Dの順に連続取引を行えば、Aは0.4の価値を実現させることができるし、A-C-Dの場合にはその値は0.5になる。⁽²⁾

(2) 交換を行うのは個人A、Dだけである、という前提は交換の一般均衡解が既知であるということの意味するが、こうした均衡解は取引費用も含めて決定されると考えるのが一般的である。ここでは、解が与えられた後で取引費用を考慮するという形になっている。

また、個人B、Cは交換の動機を持たないのになぜこの過程に参画するのかという問題もある。取引費用行列において、直前の個人との取引費用を0と仮定したのはこの問題を回避するためである($(B, A)=(C, B)=(D, C)=1.0$)。この交換での財の動きを示したのが次表である。最下段は各取引段階で生じる取引費用であるが、この例ではいずれも個人Aが負担する。

A	a	b	c	d	d	d	企業 (最終的な借手)
B	b	a	a	a*	b	b	ノンバンク
C	c	c	b	b*	a*	c	市中銀行
D	d	d	d	c	c*	a	家計 (最終的な貸手)
TC	0	0.2	0.5	0.7	0	0	

交換の第4段階で個人Aが財dを入手した後、*のついた個人がそれぞれ交換すればB、C、Dは取引費用を負担することなく一般均衡解に到達できる。表のような具体的経済主体を比定すれば、 $(B, A)=(C, B)=(D, C)=1.0$ という仮定はそれほど非現実的ではないと思われる。

II-2. モデルII

モデルIは実際に生じる可能性がないとは言えないものの、以後考察の対象となる金融仲介取引においてはあまり現実的な姿とは言えない。むしろ、次に示すモデルII（図2）のほうがより常識的な金融仲介の姿であろう。

ここでは、AとDの「取り次ぎ」をしているという意味において、B、Cを「仲介者」と呼ぶことができる。つまり、BはAから財aを受け取り、それをそのままCに移動させる。この時、Cに移動する財aの価格はA-B間の取引費用を差し引いた0.8である。同様にCはDへと財aを転送するが、この時の価値は0.8にB-C間の取引費用0.7を乗じた0.56である。Dは提供された財aに対し、財dを対価として提供し、それはC、Bを経由して最終的にAに還流することになる。

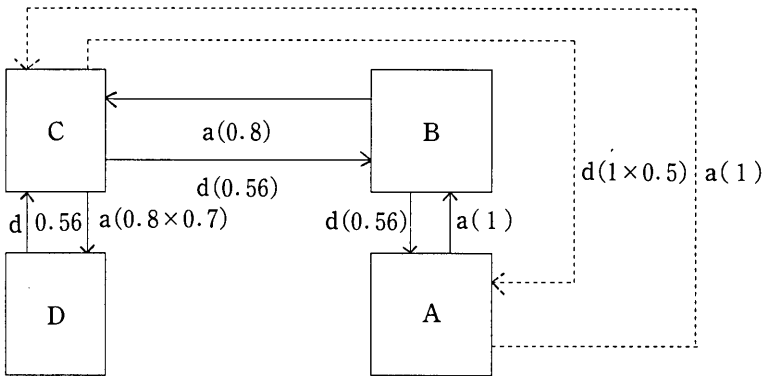


図 2

Aを最終的資金の借手、Dを最終的貸手、B、Cを全体として金融仲介機関とすれば、この交換が通常金融仲介に相当することは明白である。

ところで、モデルIではAは高々0.5の価値しか実現できなかったが、この場合はその値は0.56となる。従って、 $0.5 < x < 0.56$ となるような x を個人Aに提供し、差額分を個人B、Cで配分すればこの取引はパレートの意味でモデルIの取引に優越することになる（たとえば $x = 0.52$ とすれば両者がそれぞれ0.02づつの利得を得る）。個人Aと個人Bの交換は、それ自体では0.8の価値を個人Aに与えるが、最終的に個人Aが受け取る価値0.56との差

0.24(=0.8-0.56) は個人Bが個人Cと取引する時に支払われるコストに等しい(=0.8×0.3)。従って、個人Aが個人Bのコストを負担していることになる。

同じことであるが、次のように表現すればより理解しやすいかもしれない。Aにとっては、B、C間の取引費用である0.3を自ら負担して、Bに取り次ぎを依頼しても、モデルIで得られるよりも大きな利益を享受できるのである。そして得られた追加的な利益の一部をB、Cに手数料として支払えば、三者とも改善されることになる。

モデルIIの評価はモデルIIIを示した後に改めて論じることにして、ここではモデルIとモデルIIにおけるB、Cの役割の相違について触れておきたい。モデルIでは、交換の主体はAであり、B、Cはそれぞれ個別的にAとの間で交換を行う。そして結果的にAにDとの交換において用いられる交換媒体を提供することになる。その意味においてB、Cの役割は交換経路全体から見れば極めて限定された、あるいは受動的なものにとどまっているといえる。それに対して、モデルIIでは、取引費用構造の中での各経済主体の比較優位性を考慮し、取引費用の差を利用して社会的により効率的な交換を可能にする。つまり、モデルIIにおいては、交換媒体の供給という機能に加えて、一定の取引費用構造のもとでの効率的な「交換の編成」(Niehans(1978))を実行するより積極的、能動的な経済主体と位置付けることができる。⁽³⁾

II-3. モデルIII

モデルIIでは現実の金融取引において通常観察される取引形態を表しており、また、金融仲介機関の役割を模式的に示すことに成功している。しかし、このモデルは他の文脈においてもしばしば指摘されるものであり、その主張するところは必ずしも新規なものではない。

ただし、伝統的な金融仲介理論とは異なり、複数の仲介者が交換に介在す

(3) 「取引費用構造のもとで最も有利な交換を編成する」という叙述は、「企業ニーズにあったローンを最も安価に編成する」という鹿野(1992)の議論とも対応する。

るという設定になっている点に注意したい。金融自由化によって様々な形態の金融機関が同時並行的に金融仲介業務を展開することが最近の傾向である。従って、単純に借手、貸手、金融機関という三者関係だけでは十分な理解は得られない。特に、最近相次いで発生した金融事件は、いずれも金融機関間に発生した事件が発端となっていることが多い。また、欧米の経験を見ても、今後は金融仲介業務の分散化 (diversification) は避けられない傾向であろう。そうした認識から、近年では金融仲介機関の相互依存関係に議論を集中させる必要性がしばしば主張されている (OECD (1989))。本節では、スワップ取引の考え方を応用することによって、複数の仲介機関が取引費用の節約においてどのような機能を持っているのかを、モデルⅡ以上に鮮明に示すことを試みる。

先に、Aの立場から見たモデルⅡの利点について述べたが、逆に仲介者B、Cの立場から考えてみよう。つまり、モデルⅡでB、Cが得る利益(例えば0.02)以上の利益を得られるようなより効率的な取引方法＝仲介方法はないだろうか。ところで、今、AはBに財aを提供し、その対価として財dに手に入手したいと考えている。このとき、Bが直接Dと取引しても、0.4単位の財dしか提供できない。同様に、Dは財dをCに提供し、その対価として財aを手に入手したいと考えているが、Cは0.5単位の財aしか提供できない。このような非効率性は、B(C)が最も不利な取引相手であるD(A)と取引するために生じている。そこで、図3、表1の様な取引をB、Cが行うものとする。

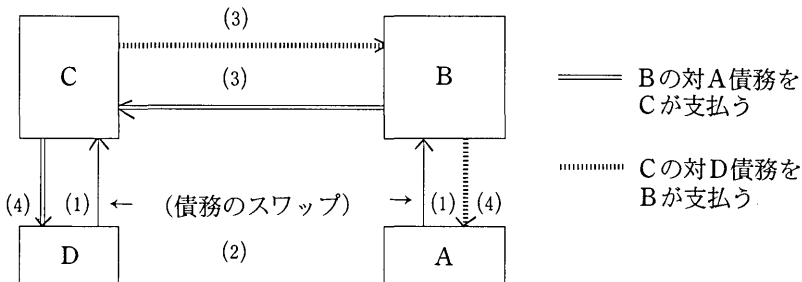


図3. スワップモデル

Bの取引	Cの取引
Aから財 a 1.0を受け取る BのAに対する債務=財 d 0.8	Dから財 d 1.0を得る CのDに対する債務=財 a 1.0 (1)
<p>*この時点で、A、Dは最も有利な形で債権を持つことになる。 *次にB、Cは相互の債務を交換（スワップ）する。 (2)</p>	
Cの対D債務を負担 Cへの支払=財 a 1.0 Cからの受取り=財 d 0.8	Bの対A債務を負担 Bへの支払=財 d 0.8 Bからの受取り=財 a 1.0 (3)
<p>*この時点で、Cは財 d 0.2単位を節約している。</p>	
Aに財 d 0.8を支払、決済完了	Dに財 a 1.0を支払、決済完了 (4)

表1. スワップモデル；(1)~(4)は図3との対応を示す

この結果、最終的にCの手元に残った0.2がB、Cの利益になるが、これはモデルⅡでの利益総額0.06よりも十分大きな値である。一方、A、Dにとっても最も有利な取引費用の条件（AにとってはBとの取引=0.8）を実

	〈モデルⅠ〉		〈モデルⅡ〉		〈モデルⅢ〉			
	offer	receipt	offer	receipt	offer	receipt		
A	財 a 1.0	財 d 0.12	A	財 a 1.0	財 d 0.56	A	財 a 1.0	財 d 0.8
D	財 d 0.4	財 a 0.4	D	財 d 0.56	財 a 0.56	D	財 d 1.0	財 a 1.0

現させているという意味でこの取引は望ましい。A, Dの収支をモデルI, IIと比較すればその優越性は明らかである。

財aがAからDに移動する間に生じる減価は、モデルIでは0.6 ($=1.0-0.4$)、モデルIIでは0.34 ($=1.0-0.56$)、モデルIIIでは0である。さらにモデルIでは、財dがDからAに逆移動するときにも減価が生じてしまう。モデルII, IIIでは直前の個人との取引を行うことによって、逆移動による減価を回避することができる。

モデルIIとモデルIIIを比べてみると、財の移動が等しいことに気付く（仮にモデルIIIを図であらわすと図2と外見上変わらないものになる）。つまり、仲介の依頼者であるAから見ると、この二つの取引は同一の取引に見えるにもかかわらず、結果として得られる利益には大きな相違があるところにモデルIIIの特徴がある。逆に言えば、モデルIIIにおけるB, Cの交換の編成機能

	各経済主体の位置付け		利得の最大値	
	A	BおよびC	A	BおよびC
モデルI	自己取引を行う	受動的	0.5	—
モデルII	仲介の依頼者	交換の編成	0.56	0.06
モデルIII	仲介の依頼者	より効率的な交換の編成	0.8	0.2

表2. 各モデルの対比

がさらに重要になっている。よって、モデルⅡからモデルⅢへの移行の際には、Aは第一義的な役割を持つのではなく、仲介の依頼者という点では、本質的な機能変化はない。それに対して、モデルⅠからⅡへの移行に際して、取引に実行主体から仲介の依頼者へと大きくその性格を変化させていることに注意する必要がある（表2参照）。

Ⅲ. スワップモデル

前節までの議論を通じて、取引費用が仲介者による交換の編成機能に無視できない影響を持っていることが示された。三つのモデルは単純な取引から複雑な取引へと変化しているが、それは経済が成熟した交換制度を完成させてゆくという、経時的な推移を表すものとも考えることもできるだろう。本稿の一つの目的は金融制度の発展、中でも、最近の金融仲介機関の分散化現象（従来は銀行だけで行われていた業務がさまざまな仲介機関によって並列的に供給されること）に一定の理論的根拠を与えることであるが、これまでに示した3つのモデルの経時的性格はそうした目的に添って付与されたものである。従って、以下においては、特にモデルⅢに関心を集中させ、その検討を通じて近年の金融制度の展開に一定の見解を導出したい。

本節では、最近の金融制度上の我々の経験の一例として、ノンバンクを介した市中銀行の不動産開発会社への「紹介融資」（迂回融資）を取り上げ、この問題に関してのモデルⅢの適用可能性を示し、効率的な資金配分＝効率

	モデルⅢ	具体例
A	最終的借手	不動産開発会社
B	仲介機関	ノンバンク
C	仲介機関	市中銀行
D	最終的貸手	家計

表3-1 各経済主体の比定

	モデルⅢ	具体例
A, D	直接取引は不利	不動産会社の直接金融は困難
A, B C, D	取引費用が小さい	ノンバンクは開発計画に積極的=資金運用に有利 市中銀行は預金によって資金を集約する=資金調達に有利
B, D C, A	取引費用が大きい	ノンバンクの直接金融は困難 市中銀行が規制等により不動産投資の自由度が小さい

表 3-2 各経済主体間の関係

的な交換の編成、取引費用の節約という観点から見たノンバンクの意義について議論を進めたい。モデルとの対応関係は表 3-1, 表 3-2 のようにまとめられる。

つまり、資金運用（調達）に相対的に有利なノンバンク（市中銀行）は、資金調達（運用）に相対的に有利な市中銀行（ノンバンク）と債務を交換しようという十分な誘引が存在するのである。従って、スワップモデルに沿って解釈すれば、紹介融資を市中銀行とノンバンクの債務のスワップとして理解することができるだろう。実務上はたとえば表 4 のような取引が考えられる。

もちろん、信託勘定をのぞけば預金者は直接開発利益を目的とするわけではない。従って、市中銀行とノンバンクのスワップは、現実には上記のような担保権の設定を通じて実行されると考えればよい。具体的な形態がどのようなものであれ（たとえば、コール取引における短資会社の役割も同様に例示可能である）重要なことは、金融仲介機関が貸出を別の金融機関の債務の

ノンバンク	市中銀行
開発計画の収益請求権 1.0単位を購入 開発業者に0.8単位の債務 市中銀行より0.8単位の借入 収益請求権を担保として設定	家計から1.0単位の預金受け入れ ノンバンクに0.8単位の貸出 (ノンバンクの対開発業者債務を貸出によって負担すると考える)
開発業者に0.8支払	
〈開発終了〉	
開発利益1.0が実現 市中銀行に元利合計として支払	預金者に1.0を支払

表 4

肩代わりと見なすという点であり、そうした視点をを用いることにより取引費用が金融仲介機関の行動に与える効果を析出しうるのである。⁽⁴⁾

ところで、スワップモデルは各金融仲介機関の持つ債務に着目した議論であるが、債務と債権が対象的な概念であることを利用すれば、本質的に等しい取引を債権を中心に述べる事が可能になる(図4)。

(4) 国際金融に目を転じれば、ノンバンクのかわりにユーロバンクをBに比定することができる。事実、ユーロバンクの最も中心的な機能として仲介手数料の節約があげられることが多い。

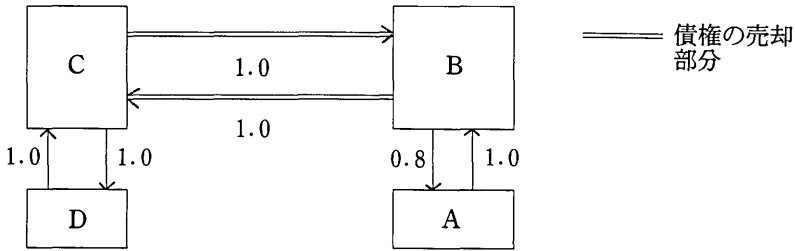


図4. 貸付債権の流動化

B（ノンバンク）から見てみよう。BはAに対して1.0の債権を保有する（Aへの0.8の貸出に対応）が、この債権をC（市中銀行）に1.0で売却する。一方、CはDに対する債権をBに1.0で売却する。その結果、Cの資金の流入には変化は生じないが、BはAへの0.8の貸出と、Bからの1.0の債権購入の差額0.2をプールする。これを、事後的にB、C間で分配すればよい。こうした取引はすでに貸付債権の流動化・債権売却（loan sale）としてすでに頻繁に行われている。各金融機関の資金調達および資金運用能力の相違を適宜組み合わせることによって追加的な利益を実現させるという点においては、スワップ取引と本質的には等しいことが理解できよう。⁽⁵⁾

ところで、スワップ取引の有利性は何に由来するのだろうか。仲介機関から見ると、スワップによって得られる利益は、BのAに対する債務 $=0.8$ とCのDに対する債務 1.0 の差額をその源泉とする。一方、Aから見れば、モデルIIによって得られる利益 0.56 とスワップ取引によって得られる利得 0.8

(5) このように取引費用に着目した交換の編成機能を仲介機関の本質として把握することは、貸出総額などのスケール変数によって仲介機関の能力を把握することを困難にする。伝統的な仲介理論においては、預金－貸出という資金の循環に量的に関与することを仲介機関の機能と考えていたため、貸出総額、総資産額などがその仲介機関の仲介規模を示す代理変数として採用されていた。最近は一連の仲介業務をいくつかの部分に分割し、その中で特に、仲介機関の情報機能に仲介機関の重要な機能を求める傾向にある（この点については第V節第4段落参照のこと）。従って単純に貸出総額だけで仲介規模を測定することは適当ではなくなっている。

の差が大きいほど後者を選択する誘引は大きい。ところが、この差を生み出す原因は、B、C間の取引費用0.7に他ならない ($0.8 \times 0.7 = 0.56$)。従って、次の様に言えよう。

スワップモデル成立条件

- (1) BのAに対する評価（この例では0.8）が小さいほど生じやすい。換言すれば、不動産投資会社の投資計画がリスクであるほど、市中銀行、ノンバンクにとっての利潤機会は大きくなり、スワップモデルは魅力的となる。
- (2) CのBに対する評価（この例では0.7）が小さいほど生じやすい。換言すれば、市中銀行から見てノンバンクがリスクであるほど、開発業者にとってスワップモデルは魅力的である。

上記の条件が成立しないような行列例を考えてみることは興味深い。まず、 $(A, B) = 1.0$ 、 $(B, C) = 1.0$ とすると、費用行列は完全な対称行列となり、モデルⅢはモデルⅡに退化することが容易に確かめられる（行列(a)）。この時は、モデルⅡの形態で仲介を行えば、取引費用を実現させることなく交換が可能となる（つまり、Aは1.0の価値を実現できる）。

	A	B	C	D
A	—	1.0	0.5	0.3
B	1.0	—	1.0	0.5
C	0.5	1.0	—	1.0
D	0.3	0.5	1.0	—

行列(a)

	A	B	C	D
A	—	0.8	0.5	0.3
B	1.0	—	1.0	0.5
C	0.5	1.0	—	1.0
D	0.3	0.5	1.0	—

行列(b)

より興味深いのは、 $(B, C) = 1.0$ として、条件(2)のみ取り除いた場合である（行列(b)参照）。モデルⅢはモデルⅡに退化し、Aは0.8価値を実現で

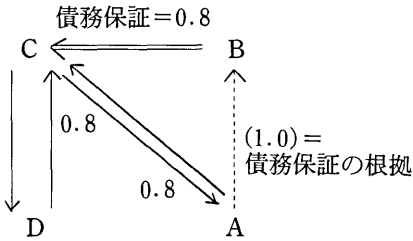


図5. ノンバンクによる債務保証

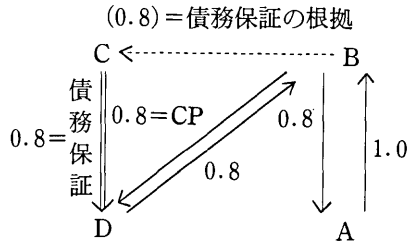


図6. 市中銀行による債務保証（ノンバンクのCP発行）

きるという点を除けば、行列(a)のケースと等しい。しかし、このケースではノンバンクによる「債務保証」が可能となる（図5）。つまり、Bは（A，B）=0.8であることをCに保証する。Cはそれを信用してAに0.8を貸出す。これは形式的には、モデルIIにおいてCからAへの経路が short cut されただけのものと見ることもできる。Bにとっては、自己勘定を変化させることなく、交換の編成に関与でき、また、Cにとっても、Aに対しての与信が極めて困難であるときにも一定の貸出が可能となるといった利点がある。

次に、行列(b)においてCがDに債務保証を行う場合を考えてみよう（図6）。この場合、特に各経済主体の利得には変化はないが、ここでは市中銀行の債務保証＝バックアップにより、ノンバンクに直接金融、換言すればノンバンクによるCPの発行が可能となっていることに注意する必要がある。最近、ノンバンクの資金調達手段の多様性を確保する目的でCPの発行の是非が議論されることが多い。しかし、現行の制度においてはCP発行には市中銀行によるバックアップが必要であることを考慮すると、基本的にはモデルIIの仲介形態と等しく、資金調達源の多様化が達成されるとは必ずしも言えない。⁽⁶⁾

(6) 換言すれば、最終的貸手から見たとき、（取引費用構造に不確実性がないとき）債務保証の有無は債権資産の価値を変化させない。逆に言えば、債務保証付き資産の価値が、そうでない債権資産の価値と異なる時は、その要因は①債務保証主体の保証能力（図5及び6の⇒）、②最終的借手の資産ポジション（図5及び6の--->）に求めることができる。この問題については、Cook, Spellman(1991)が同様の議論を展開している。

Ⅳ. スワップモデルの経済学的考察

Ⅳ-1. 貸借行為へのスワップモデルの適用

代表的金融ハイテク商品の一例であるスワップ取引を、単純な交換、もしくは一般的な金融仲介行為に应用することについては、多少奇異な印象が残るかもしれない。しかし、先途のように、スワップモデルの中核は、仲介機関の貸出は相手の第三者に対する債務を肩代わりすることに実質的に等しいとみなし、それによってもっとも効率的な交換の編成が実現されると考える点である。従って、金融仲介は、借手、貸手（企業、銀行）という2つの経済主体間の関係としてではなく、資金調達源、資金運用先を含めた四者関係として理解されることになる。このような手続きは手間のかかるものではあるが、金融仲介における取引費用の役割、そして仲介機関の機能を純粋な形で考察することが可能となる。

この点を強調するために甲が乙に年利5%期間1年で100万円融資するという単純な貸借契約にスワップモデルを適用してみよう。スワップモデルは、この契約を甲乙二者関係としてではなく、甲の資金調達元Bと乙の資金運用先Aを含めた四者間の取引とみなす。この場合、甲とBが分離された経済主体であることはかならずしも必要条件ではない（たとえばBを甲の金庫あるいは預金と考えてもよい）。しかし、貸借対照表に必ず借方、貸方があるように、どのような形であれ、甲は資金を調達しなくてはならないし、乙は何らかの形で必ず支出するはずである。さて、具体的な事態の進行は次のようになる。乙は5%の収益をもたらす投資計画の存在を知っている。ところがその実現のためには一定額の先行投資が必要である。一方、甲はそうしたプロジェクトの存在は知らない、あるいは知っていても直接投資することができない。こうした状況においては、モデルⅢで示したように、甲、乙間で債務の交換が行われる可能性がある。その結果生じる資金の流れは図7のようになり、甲の手元に5万円の利得が残ることになる。これを事前の契約に基づき甲、乙間で分配すればよい。両者は、こうした取引を行うことによって、実現しうる最大の利得をえることができる。Alchian=Demsetz(1972)の表

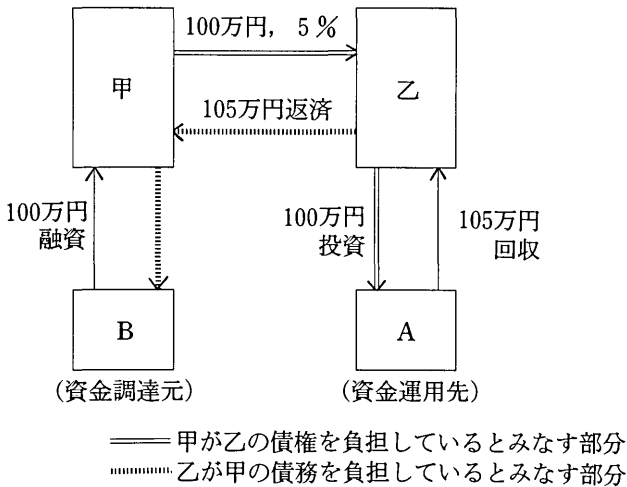


図 7

現をかりれば、効率的生産とはより良質の資源を持った結果ではなく、各資源の相対的生産性をより正確に知った結果として実現することになる。

最後に、金融取引がきわめて実物的な取引であるというスワップモデルの理論的含意について述べる。前節で述べたように、このモデルでは、5%の投資プロジェクトの存在とそのプロジェクトに対して異なるアクセスレベルにある経済主体の存在が前提となっており、換言すれば、実物投資の期待収益が資金需要を決定するという構造になっている。

資金需要が実物投資に基づくという因果関係は、銀行主義 (Banking School)に近い発想であることは論を待たない。しかし、取引費用はそれ自身が実物的な現象に深く由来する概念であり、それを基礎にして金融仲介機関・金融制度を分析するという本稿での方法論に従えば、銀行主義的な議論が展開されることは十分に予想されたことではある。周知のように銀行主義はその中心的かつ政策的な主張である真性手形理論 (real bill doctrine)が18世紀から19世紀にかけての論戦の中で通貨主義に道を譲る形となっている。

本稿は、銀行主義の再評価を試みるという意図を持つものではないが、取引費用に着目する限り、そうした議論が一面においては注目すべき問題を含んでいるように思われる。

以上述べたことは「利子率は取引費用に基づく」という命題を述べたことに等しいが、この命題は「利子率は実物的現象を反映する」というきわめて重大な内容を含むものである。しかし、この点については若干の補足が必要であろう。上の議論から、仲介機関と企業の配分比率を所与とすると、利子率は新規投資によって決まり、従って、フローの概念として把握しようと議論できるように見える。しかし、甲乙がスワップ取引ではなく、モデルⅡの交換を行ったとすれば、投資プロジェクトの潜在的な収益率が完全に実現されることはない。別言すれば、利子率が実物的現象を反映すると言うときには、投資プロジェクトの潜在的収益率が利子率の上限を決定するという関係と、仲介機関が取引費用を節約することによって収益を実現させるという関係が含意されているのである。よって、仲介機関に限って言えば、効率的交換の編成に基づく取引費用節約機能に収益の第一の源泉を求めるべきであるということになる。

Ⅳ－２．仲介機関と取引費用

仲介機関の利益が取引費用に依存すると考えることは決して不自然な主張ではない。現実の金融市場で日常的に観察される様々な裁定取引は、各市場間での資源の移動において、特定の経済主体が他に対して、比較優位性を持つことによってはじめて可能となる。従って、金融仲介機関が存在するなら

	A	B	C	D
A		1.0	1.0	1.0
B	1.0		1.0	1.0
C	1.0	1.0		1.0
D	1.0	1.0	1.0	

行列(c)

	A	B	C	D
A		0.8	0.5	0.8
B	1.0		0.5	0.7
C	0.8	1.0		1.0
D	0.5	0.7	1.0	

行列(d)

ば、その市場において取引費用が正である、と結論することが可能であろう。逆に言えば、取引費用がゼロならば、金融仲介機関は存在しないことになるが、これは本稿においては正しい。というのは、取引費用行列の各要素がすべて1.0であれば、どのような取引形態を選択しても、Aの利得がA、Dの直接取引の利得1.0を越えることなく、仲介機関は存在しない(行列(C)参照)。よって、取引費用の存在は仲介機関存在のための必要条件である。

それでは、十分条件となりうるだろうか。つまり、取引費用が正であるが、仲介機関が存在しないケースが考えられるだろうか。たとえば、行列(d)のような取引費用構造を考えてみよう。このような取引費用行列の時には、A、Dの直接取引によってAは0.8を得られるから、たとえ、スワップを行っても仲介機関は利益を得られない。よって、仲介機関は存在しないと言えそうである。しかし、これは、A、Dの交換についてのみ成立することであり、それ以外の個人間の取引においては仲介機関は存在しうることを簡単に示すことができる。上の行列の、C列とD列を入れ換えてみよう。新たな行列において、A、D(もとのC)との交換においてはこれまでの議論がそのまま当てはまり、仲介機関の存在を主張できるのである。

ただし、各要素がすべて等しいが、1以下であるような場合には(行列(e))、どのような方法を用いても各個人が獲得できる価値は0.8である。よって、取引費用の節約という分脈において、金融仲介機関は存在しない。以上の議論から取引費用の存在は、仲介機関存在の必要条件ではあるが、十分条件とはなりえないと結論できる。

	A	B	C	D
A		0.8	0.8	0.8
B	0.8		0.8	0.8
C	0.8	0.8		0.8
D	0.8	0.8	0.8	

行列(e)

V. 金融仲介セクター

以上の議論を踏まえて、当初我々が設定した問題について当面の結論をまとめることができる。金融自由化により、銀行によって金融仲介機関を代表させることが必ずしも適当ではなくなり、むしろ性格も形態も異なる複数の金融仲介機関から構成される金融仲介セクターとも呼ぶべき部門がその重要性を増大させている。そして、金融仲介セクターと最終的借手、貸手との関係はGS理論において説明が可能であるとしても、セクターを構成する各金融仲介機関の相互依存関係については、GS理論では十分な対応ができない。⁽⁷⁾

従って、我々が考えるべきことは金融仲介セクターが構成される原因となる金融仲介機関の分散化 (diversification) 現象に説明を与えること、特に、分散化主体である金融仲介機関自体の行動原理の中にその合理的根拠を見いだすことである。近年、連続して発生した金融機関を係わる事件は、いずれも金融機関間において生じた事件が発端となった。また、一部に存在するノンバンク批判についても、ノンバンクが資金循環システムの中でどのように位置付けることが正当であるのかといった基礎的な議論がなされないままの皮相的な議論が多かったように思われる。強力に実行された「総量規制」は、高血圧の治療と称して血圧測定部位の直前で血流を遮断することによって測定値を下げるようなものであり、理性的な政策とはいいがたい。こうしたことはノンバンクの機能についての誤解や無知によるものと思われる。

(7) とはいえ、GSが市中銀行以外の仲介機関をまったく考慮しなかったと言うことではない。本源的証券を購入するが貨幣を創出せず、かわりに「非貨幣的間接証券」を創出するという「非貨幣的仲介機関」(貯蓄銀行、信託基金、年金基金など)の機能も論じている。GSはこれらの機関が間接証券を購入することも認めているが、本質的な相違は貨幣の創出機能の有無にある。それに対して、本稿で扱っているノンバンクは本源的証券を購入しないが、自己宛の間接証券を発行する仲介機関、あるいは本源的証券、間接証券に接することなく純粋に仲介するだけの仲介機関である。前者の例は市中銀行系のノンバンク、後者の例としては短資会社、保証会社などをあげることができる。いずれも、GSのいう「非貨幣的仲介機関」とは異なる。

本稿では、そうした金融仲介の形態を3つのモデルで描写し、特に、モデルⅡからモデルⅢへの移行における金融機関の役割の変化に着目した。技術的リスクであれ契約リスクであれ、交換には一定の取引費用が存在し、かつ、仲介機関を含めた各経済主体間で取引費用の大きさの相違（取引費用構造）が存在するときには、資金調達、資金運用双方において、もっとも有利な取引を適宜組み合わせることによって社会的に効率的な資金配分を達成する。前節で触れたように、仲介機関が市中銀行だけに限定されるときには実現されない利得が、新たな仲介機関（例えばノンバンク）を介在させることにより実現できることは、最終的借手から見ても望ましいことであろう。もちろん、こうした分散化、金融仲介セクターの形成は取引費用が所与であり、実現されていない取引費用の節約の可能性が存在することが前提であり、取引費用が存在するときに必ずこうした事態が生じるとは限らないことは先に述べたとおりである。

ところで、仲介セクターという考え方を援用し、その枠組において取引費用に言及することは一連の仲介業務が、各金融機関に応じてそれぞれの「工程」に分離可能であるということを暗黙のうちに前提としている。Williamson (1975) が指摘するように、取引費用を媒介とした議論においては常にこの問題が生じてくる。ただ、従来の議論は主として製造業における垂直統合や合併に係わるものであり、従ってこの問題は多分に純技術的な問題として扱われてきた。しかし、前節の例においても理解されるように、金融現象は本来的に複数の経済主体から形成される性格のものであり、よって分離可能性の問題は制約条件としては特に厳しいものではないと思われる。むしろ、いわゆる金融ハイテク商品とよばれる新商品を見てみると、分離可能性を積極的に利用することによって創案されたものが多い。たとえば、銀行引受手形 (Bankers' Acceptance) などは貿易決済手続きのうち、銀行による与信部分だけを切り離すことによって可能となった商品と言えよう。

ここまでの議論から新たに仲介機関が参入してくるケースについて以下のような推論が可能であろう。次の二つの取引費用行列を考えてみよう。

	A	C	D
A	—	0.5	0.3
C	0.5	—	1.0
D	0.3	1.0	—

行列(f)

	A	B	C	D
A	…	0.8	…	…
B	0.8	…	…	…
C	…	…	…	…
D	…	…	…	…

行列(g) (…部分は行列(f)と同じ)

行列(f)で表される経済においては、存在する仲介機関はCだけであり、モデルⅡあるいはモデルⅢの仲介方法を取ることでAは0.5の価値を実現できる。これは、この経済が達成しうる最大の利得である。こうした状況を、Aとより低い取引費用で交換可能な別の経済主体Bが観察するならば、AとCの間に割って入り、モデルⅢのスワップ取引を行って利益を得ようとする意図を持つことは不自然ではない(行列(g))。

以上の議論から言えることは、たとえば、 $(A, x)=0.9$ となるような別の経済主体 x が存在すれば彼は今度はAとBの間に新たな仲介機関として参入を計ることになるだろう。この場合には、金融仲介セクターは3つの仲介機関から構成されることになる。つまり、Aとの間で取引費用において既存の仲介機関よりも有利な交換比率を持つならば、そうした経済主体は潜在的参入者となるのである。換言すれば、ある経済主体が金融システムに参入して十分な利益を実現させるためには、既存の仲介機関よりも有利な交換を達成できるような取引費用条件を持っていなければならない。こうした議論が正しければ、新規参入あるいは新金融商品の導入に代表される「金融技術革新」の原動力は取引費用であるということも可能であろう。

Ⅵ. 結 論

本稿は、所与の取引費用構造のもとで、ある経済主体が、取引費用の一樣でない分布を利用してより効率的な交換を編成しうること、その結果、交換の当事者を含めたすべての経済主体の状態が改善されることを明らかにし

た。議論を進める上で、スワップモデルを含め3つのモデルを用いて、伝統的なGSタイプの仲介理論とは異なり複数の仲介機関が介在するような状況を取り上げた。スワップモデルは一般的な貸借関係にも適用が可能である。取引費用の存在が仲介機関の存在についての必要条件であることが示された一方、取引費用が存在しても仲介機関が存在しないような取引費用構造の例を示すことが可能であり、従って、十分条件にはなりえないことも明らかになった。

GSタイプの仲介理論は、金融仲介機関を単独の経済主体であるかのように把握するため、銀行が資金循環システムにおいてほぼ一元的な役割を持っている場合には有効であるが、金融機関、銀行業務の分散化が進むと予測される時には、むしろ、各金融機関の相互依存関係を把握することが、政策立案上も不可欠な作業である。スワップモデルはそうした不十分性を補完する有力な試みである。このことは単なる思考実験ではなく、金融自由化に伴う金融制度の変化を見る上での実際的な視点を提供するものである。取引費用の節約においてより高度な技術を持った経済主体が潜在的参加者となるという本稿の含意は、今後の金融制度改革の方向を占う際の1つの鍵となろう。

以上の議論からノンバンクに関する政策的含意を導くことができる。ノンバンクは効率的な交換の編成を行う金融技術上の比較優位性を収益の源泉とすることが望ましい。それは、position taking な行動によって利益を追求することとは明確に区別されなければならない。そのためには、取引費用構造において個々のノンバンクがどこに位置するのか正確な認識が必要となる。換言すれば、最も優位性を保持しうる特定の仲介形態に特化し、本来的な意味での金融仲介機関に成長することがノンバンクの存在意義を与えるのであって、単なる「貸金業」とは根本的に異なる機能を持たなければならない。CPの発行については、取引費用構造が変わらない限りは本質的な問題の解決にはならない。「CP発行によって資金調達手段の多様化をはかり、ノンバンクの健全性を確立する」という議論は本末転倒している。むしろ、「取引費用構造を改善し市中銀行と調達能力において競争可能になったときに、その手段としてCPを発行する」と言うべきであろう。

「バブル退治」という大義名分のもとで導入されたノンバンクに対する規制強化は、ノンバンクについての明確な理解の上で実施されたとは思えない。明らかに、仲介機関の審査基準・審査能力という問題と、効率的交換の編成という問題が錯綜していた。過剰融資、過剰借入に走ったノンバンクが確かに存在したが、そのことによってノンバンクの金融制度、資金循環における意義を否定することはできない。従って、「総量規制」政策は緊急避難的対応であったということ以外には何の合理的根拠も持たない政策であり、再発動されることがあってはならないと考える。

最後に今後の課題を示しておこう。ここで取り扱った確実性下の取引費用行列は、(1)取引費用構造を確定しうる機関が存在するか(2)測定可能な技術的リスクのみ存在する、のいずれかの理由によって正当化されるものである。しかし、取引費用は完全市場の成立条件を攪乱する無数の要因に基づく概念であり、それを確実性のもとで扱うことは取引費用のかなりの部分を考慮外に置くことになる。今後は何らかの形で不確実性を導入することが必要である。

参 考 文 献

鹿野喜昭, 1992, 銀行の競争力について, 日本銀行月報 pp.35-56.

Alchian, A., Demsets.H., 1972, Production, Information Costs, and Economic Organization, *American Economic Review* 62, pp.777-795.

Cook, D.O., Spellman, L.J., 1991, Federal Financial Guarantees and the Occasional Market Pricing of Default Risk, *Journal of Banking and Finance* 15, pp.1113-1130.

Gurley., E., Shaw, S., 1960, *Money in a Theory of Finance*, the Brookings Institution.

OECD, 1989, *Competition in Banking*.

Niehans, J., 1978, *The Theory of Money*, John Hopkins Univ. Press.

Williamson, O., 1975, *Markets and Hierarchies*., Macmillan Publishing.