

# “顔”の見える中小企業金融（上）

酒 井 俊 行  
(財)商工総合研究所  
主任 研究員

## 目 次

### 〈要旨〉

#### はじめに

#### 第1節 「“顔”の見えなくなる」までの系譜

第1項 環境要因としての経済理論 ……略

第2項 失われた日本的経営 ……略

第3項 伝道師としてのMBAの役割 ……略

(まとめ)

#### 第2節 系譜を貫く底流

第1項 性向の民族性 ……略

第2項 階級社会としてのアメリカ ……略

第3項 異文化交流とその桎梏 ……略

(まとめ)

#### 第3節 「“顔”が見えなくなる」に至る前駆症状

第1項 2つの危機と投資銀行

第2項 金融工学の跋扈

第3項 セキュライゼーションの時代

(まとめ)

#### 第4節 「“顔”が見えなくなってしまう」中小企業金融

第1項 情報の経済学と中小企業金融

第2項 アメリカが“考える”中小企業金融

第3項 アメリカにおけるリレーションシップ・バンキングの考え方

第4項 わが国の中小企業金融：リレーションシップ・バンキングを中心に

〈補論〉メインバンクについて

(まとめ)

以下(下)

#### 第5節 再び「“顔”がよく見える」ようにするために

第1項 比較制度分析について

第2項 行動経済学の概要

第3項 「“顔”の見える」ことの理論的考察

第4項 許容されるべき多様な制度

第5項 求められるスキルと情報

(まとめ)

結語

## < 要 旨 >

○本稿では、最近“顔”が見えにくくなっていると言われる中小企業金融において、まずその系譜と底流を探り、原因追求を図る。そしてそうした準備の下、最終的に、再び“顔”が見えるようにするための方途を論じることとしている。

### (第1節)

○中小企業金融において“顔”が見えなくなるまでの系譜をトレースすることとして、まず経済学・経営学に係る基本的思想（理論）の変遷を眺め、それらのイデオロギー性に着目する。ここでは、そうしたある種の（経済）イデオロギーの下に実際の経営が強く影響を受け、またその伝道においてMBAの役割も大きいことなどが指摘される。

### (第2節)

○第1節で議論した“系譜”を縦糸とする中で、横糸としての“底流”を論じる。底流というのは思想（理論）形成における土壌というほどの意味合いである。ここでは、基本的思想（経済理論）の形成に大きな影響を及ぼすと考えられる「民族性」「階級」「異文化交流」について俎上に乗せることとする。

### (第3節)

○第1節、第2節の議論を踏まえて、“顔”が見えなくなるに至る前駆症状について論じる。ここでは、1930年代の大恐慌と昨2008年来の世界金融危機を比較対照する中で、投資銀行、金融工学、セキュリタイゼーションの役割を究明している。80年の時を経てなお、大恐慌と世界金融危機の間には連綿と引き継がれるものがあるということだ。

### (第4節)

○本節からが本論である。“顔”が見えなくなってしまったことの直接的な要因を追求することとして、ここでは、主として情報の非対称性の議論から派生する諸問題を整理することとした。近年、情報の経済学が分析ツールとして急速に市民権を得る中で、中小企業金融の困難性についても一見合理的に説明されるようになったと言われる。しかしながら、これをわが国の中小企業金融に単純に適用する場合には、“顔”の見えなくなる傾向が加速されるということでもある。

### (第5節)

○最終節として中小企業金融において、再び“顔”をよく見えるようにするための方策を検討し、そしてとりわけその理論的背景を導き出すために、比較制度分析の成果を中心に議論した。その成果としては資本主義と一括りにされる中でも、国を跨いでしまえば多様なバリエーションが生じて不思議でないことなどが示される。

○近年、グローバルスタンダード一色に世界経済が染め上げられる中で、種々の問題が噴出した。そうした問題解決のためには、例えば比較制度分析が教える“経路依存性”の考え方などに特に耳を傾けるべき点が多いということである。

## はじめに

本稿は「“顔”の見える中小企業金融」の復活を主テーマとする。“顔”の見えるということについて明確な定義はない。最近の中小企業金融において“顔”が見えにくくなっていること、あるいは“顔”が見えにくくなりつつあるところから、これを掲題とすることとした。

“顔”繋がりで言えば、2000年代に入り市場原理主義がいよいよ勢いを増す中でそのアンチテーゼとして、「人間の顔をした（市場）経済」ということが一部で論じられるようになって来た。わが国においては1990年代の後半から2000年代にかけて、市場原理主義一辺倒に染まっていたとの感が強い。しかしながらその底流には批判勢力が少なからず存在したということである。

人間の“顔”をキーワードとして代表的な議論をクロノロジカルに記すと、1999年の日経連経営トップセミナーにおける奥田碩会長の『人間の顔をした市場経済』の提言、2003年の国連大学・ユネスコ国際会議における『人間の顔をしたグローバリゼーション』の討議、2007年に発刊された横溝雅夫『人間の顔をした経済の復活』などがあげられる。加えて人間の“顔”を直接的なタイトルとはしないが、市場原理主義に対するアンチテーゼという意味では、2006年に刊行された伊藤光晴『日本経済を問う』も同根である。これらの一連の仕事において敢えて「人間の“顔”をした」と冠されるのは、これまでの（市場）経済が人間の“顔”をして来なかったという共通認識が、根底に存在するからなのであろう。

翻って人間の“顔”をしたというフレーズは、決して市場経済批判のコンテクストにおける専売特許ではない。1960年代後半のチェコスロバキアでは人間の“顔”をした社会主義が希求された。そして、ロシア革命以来50年を経て、ようよう綻びが目立ち始めた社会主義体制批判の嚆矢となったのが、象徴としての“プラハの春”であった。これには、イデオログとしてのオタ・シクが著した『人間の顔をした経済システム』が強く影響したと言われている。

そうして盛り上がった民主化の機運は、体制維持に腐心するソ連邦指導者によって、1969年春に、結局は頓挫させられてしまう。しかしながらこれは決して徒花とはならなかった。そこから丁度20年下った1989年11月、東西二大体制のシンボルであり続けたベルリンの壁が崩壊することとなる。一衛星国で芽生えた社会主義体制崩壊への萌芽が、20年の時を経て実を結んだということであるわけだ。社会主義が人間の“顔”を持たなかったがゆえに崩壊の途を辿ったのだとすれば、昨今の市場経済主義が強欲（greed）と批判され、人間の“顔”をしていないという昨今の議論は資本主義崩壊への予感ゆえのことなのかもしれない。

“顔”をその主体が有する本質的な性（さが）を表すものと解釈すれば、人間の“顔”をしていない”さまは不気味である。また“顔”が見えない金融も、その本質を把握しないままに取引が進行するということであって、これもまた別の意味で奇妙である。元来金融という営為は“顔”の見えるところに成立するものであった。“顔”をしっかりと見極めるのが金融の王道である。古来高利貸しなども借り手の“顔”を見ず

に、おカネを貸すことはなかったはずである。

それが見えにくくなったのは1980年代に入り、米国を中心に先物、スワップといった新しい金融技術が台頭し、それに伴って新しい契約技術が急速に発達したことが強く関係している。リスクの分散化あるいは均霑化を最大の眼目とし、こうした金融技術・契約手法を駆使する中で、モーゲージ債を嚆矢とする仕組み商品・証券化商品などの金融新商品が大々的に開発された。これらは基本的にオリジナルの債権を切り刻み、統合し、その上に保険・保証等の化粧を重ねたものであり、オリジナルとはかけ離れたところで一人歩きしてしまうこととなる。またこうした商品の購入者はオリジナルの借り手が誰であるかというなどに、全くのことに興味を持たない。彼らの関心はもっぱら、金利と信用（デフォルト・リスク）、及び償還期間でしかないということだ。ここに元来“顔”が見えなければ成立しないはずの金融が、“顔”が見えないままに成立してしまうこととなるわけである。

わが国においては貸出債権が、未だそこまで証券化されている実態はない。だがトランザクション・バンキング、あるいはリレーショナルシップ・バンキングの議論に見られるように、とりわけ前者において“顔”の見えない金融への道が開かれようとしている事実は否定されないであろう。トランザクション・バンキングではコスト効率が優先され、財務状態などのハード情報が優先される。こうした手法による金融には、大企業をもっぱらの対象とする財務諸表準拠貸出なども含まれる。トランザクション・バンキングに属する手法は他に、信用スコアリング貸

出、動産担保貸出（ABL）等があるが、これらの手法においては原則借り手のソフト情報は斟酌されない。ソフト情報を観察し、評価し、そのことを他者に正確に伝えることは容易でなく、それに依存しようとするれば相応のコストアップを覚悟しなければならないからである。これに対して、正面からソフト情報を活用しようとするのがリレーションシップ・バンキングである。ここでは可能な範囲でソフト情報が集められ、ハード情報を補完することとなる。

以上を踏まえ本稿では、中小企業金融について“顔”の見えなくなった系譜とその底流を概観する中で「見えなくなった」事象を洗い出し、そして再び“顔”が見えるようにするための方途を議論することとしている。

本稿は紙数の関係で第1節第1～3項、第2節第1～3項を割愛し、「(まとめ)」のみを掲載した。全文版は当研究所ホームページ(<http://www.shokosoken.or.jp/>)に掲載しているので、そちらを参照されたい。

## 第1節 「“顔”の見えなくなる」までの系譜(抄)

本節では、中小企業金融において“顔”が見えなくなるまでの系譜をトレースすることとする。系譜というのは理論的環境の造成というほどの意味である。“顔”が見えなくなる大きな背景の1つには、経済学・経営学に係る基本的思想(理論)の変遷が大きく影響していると思われる。そうした問題意識の下、本節では第1項で環境要因としての経済理論、第2項で失われた日本的経営、第3項で伝道師としてのMBAの役割を論ずることとしたい。ではま

ず、最近における市場原理主義批判の論調を手繰るところから作業を開始しよう。

#### (まとめ)

本節では、中小企業金融において“顔”が見えなくなるまでの系譜をトレースすることとして、まず経済学・経営学に係る基本的思想（理論）の変遷を眺め、そうした中で近年における市場原理主義批判の論調を整理した。

第1項では**環境要因としての経済理論**を論じた。経済学が政治の道具にすぎないと理解すれば、それは科学ではなくイデオロギーの色彩を帯びることとなる。スミスやケインズが“道徳”を経済学の規範に据えるとき、これは自然科学と一線を画する形での正しく“道徳科学”となる。翻って道徳を規範に据えるということは、そこには前提として個々人の“顔”が想起される状態になければならないということである。市場が極端に効率性の追求に走った結果、敗者が続出してもその十分なケアを図らないということであれば、それは道徳にもとるものであろう。

またそれが全てではないにせよ、新古典派経済学から派生する市場原理主義的思想に大きく傾く中で、そうした思想的影響を実際の企業経営が大きく受けたことは間違いない。経営の基本的考え方が、経済環境としての経済理論の制約を強く受けて来たということである。実際に市場原理主義の思想がリードする中で、株主資本主義の色彩が色濃くなったことなどは記憶に新しい。

第2項では**失われた日本的経営**を論じた。市場原理主義の思想が世界中を席捲する中で、こ

れまで評価されて来た日本的経営が極端にその地位を失墜した。日本的経営は欧米流の合理性から見れば、未成熟な部分の多々あることは認めざるを得ない。だがそこでは談合などに代表されるような行き過ぎはあるかもしれないが、お互いの“顔”をしっかりと見つめ合う経営を行って来たことは間違いないであろう。親企業＝下請企業関係はお互いを熟知しなければ決して成立し得ないものである。これが欧米とりわけアメリカにおける“アセンブリー（組立）・メーカー＝パーツ（部品）・メーカー”の関係と大いに異なる点である。

これまで隆盛を見たM&Aにおいても、本来的に合併する側の企業にはシナジー効果が認められなければならない。がしかし、実際に実行されるM&Aはシナジー効果への期待がゼロとまでは言わないが、投資ファンドが介在するそれは、企業をカネを生み出す素材としか見て来なかった面が大きい。企業を単なるM&Aの素材として扱い、安く買って高く売れば成功という考え方である。したがってM&Aのプレーヤーには、企業の真の“顔”など見えなくても一向に差し支えなかった。市場取引において、“顔”が見えなくても済まされる構造が醸成されて来たということだ。

第3項では**伝道師としてのMBAの役割**を論じた。経済環境の制御がコントローラーとしての経済理論に大きく依存し、こうした経済思想の影響の下、経営上のハンドリングが強く影響を受けることとなった。この場合経営が経済思想に影響を受けるとしても、ただ黙ってはその影響を大きく受けることは少ない。そのためには触媒が必要となる。そうした伝播役ある

いは伝道師としての役割を担って来たのがMBAであるわけだ。MBAが全て悪いわけではない。しかしながら彼らの一部が正しくグリードと呼ばれたように、世界経済に混乱をもたらした責任の一端はやはり免れがたいと言ってよいであろう。さらに本稿の趣旨に照らせば、MBAホルダーがとりわけ金融界を好むという指摘は重要である。MBAホルダーに全ての責任を転嫁するわけではないが、金融工学などを駆使して一種の虚構空間を作り上げ、オリジナル債権への興味などをすっかり薄れさせる中で、新しい金融商品の開発に血道を上げる。それは単に学んだテクニックを活用するという以上に、ビジネススクールの経営姿勢やMBAホルダーのそもそもの資質に関わることであるのかもしれない。アメリカの金融マンが膨大な自らの利益の獲得に血眼となり、そして破綻した素因の一端がこうしたところに求められるとすれば、その複雑骨折性は甚だしく根が深いということだ。

因みに藤原<sup>28</sup>〔2005〕では「どんな国でも経済的に発展する場合、常に工業の発展がベース」(p.161)であり、「金融やサービスによる繁栄は、偽(にせ)の繁栄であり長続きし」(p.161)ないものだとする。なぜならばこれは、金融やサービスは「どの国でも、多少の才覚さえあれば、すぐにでも真似ることが出来るから」(p.161)であるとする。またこのように藤原が考える背景として、彼は「工業が発展するには、高い質の労働者の他に、それを支える基礎力としての数学や理論物理が強くないとうまくい

(p.161)かないことを指摘している。

掲題である市場原理主義的思想の中小企業金融への影響としては、“当初”の金融検査マニュアルの存在などをあげれば充分であろう。個々の企業の顔はそれとして原則一律に無機質的対応が図られたことは、そうした思想的潮流の中での椿事と理解したい。近年とりわけ中小企業金融において、借り手の“顔”が見えなくなっていることには、やはり経済環境として市場原理主義の影響が大きいということである。

なお「アメリカではリーマン・ショックの驚愕が薄れつつある中で、懸案の消費者金融保護法案を廃案に追い込む動きも高まっている」(読売新聞<sup>29</sup>)ことがまたぞろ伝えられる。さらに、「あれだけ騒がれた金融マンに対する報酬規制も困難を極めている」(Fuji Sankei Business i. <sup>30</sup>)ということでもあるわけだ。こうした懲りない面々がなお生き長らえ、“顔”の見える金融を阻害する以上、ここで議論した問題からは今後とも目が離せないということである。

## 第2節 系譜を貫く底流(抄)

前第1節では、第1項で環境要因としての経済学、第2項で失われた日本的経営、そして第3項で伝道師としてのMBAの役割を論じた。ここでは経済理論の変遷をサーベイする中で、それが企業経営に与える“系譜”を追究したわけである。これに対して本第2節では、そうした系譜を貫く“底流”を議論することとする。このことは、第1節を“縦糸”とすれば第2節は

28 藤原正彦(1943-)；お茶の水女子大学名誉教授

29 「懲りないウォール街」読売新聞2009年9月14日付朝刊1面

30 「しばむ規制改革の意欲」Fuji Sankei Business i. 2009年9月3日付43・44面

“横糸”という位置づけとしたいということだ。いずれにしても前第1節、本第2節併せて、本論である「“顔”の見える中小企業金融」を考究するための準備作業ということである。こうした中で本節では、第1項で**性向の民族性**、第2項で**階級社会としてのアメリカ**、第3項で**異文化交流とその桎梏**について論ずることとする。

#### (まとめ)

議論の立体化を図るために、前第1節の議論を縦糸、本項第2節の論議を横糸と位置づけ、中小企業金融における“顔”の見えなくなることの“系譜”とその“底流”を論じて来た。これらは本論である「“顔”の見える中小企業金融」を考究するための準備作業ということである。

第1項では、近年の科学的知見に基づいて**性向の民族性**を議論した。このことはガルブレイスがアメリカ人について、「未だに投機を誘う機運に乗りやすい国民」であり、そして「新しい冒険的な企てには無限の見返りを手にする可能性が秘められており、誰もがその分け前に与ることが出来るという信念をいまなお抱いている」とする見解と平仄を合わせる。アメリカ国民をアングロ・サクソン人と読み替えれば、ここに直感的ではあるが、アングロ・サクソン人の冒険主義的性向が語られていると言ってよい。

第2項では**階級社会としてのアメリカ**を論じた。ここでは大方の見解と異なり、アメリカが厳然たる階級社会であることについて見た。ドーアは、最近のコーポレート・ガバナンスの議論の背景に“階層”あるいは“階級”の存在が

あることを指摘する。ドーアが言うように、階級対立が経済思想の帰趨を左右するということであれば、経済理論の形成において少なからず階級イデオロギーが影響することになる。経済理論の多くを生産するアメリカがファッセルの指摘するように階級社会であるとするならば、われわれは、そこから発信される科学性の衣を巧妙に纏った理論の階級性にも配意しなければならないということだ。アメリカにおける“下”の階級から“上”の階級へランクアップするための手っ取り早い手段は、学歴を付けることである。一方で真性の上流階級にはもはや学歴がさほど必要ないとすれば、学界で活躍するのは中流以下の階級ということとなる。こうした人たちが真理の追究などではなく、なりふり構わない業績主義に走れば、アメリカ経済学に対する揺るぎない信頼感を背景として世界経済に混乱を巻き起こすこと必至となる。

第3項では**異文化交流とその桎梏**を論じた。ここでは異民族理解が論者自らが背負う文明・文化に制約されることを議論した。そうした意味で外国人による民族理解にはどうしても偏向性が入り込み、決して正確なものとはならないということだ。特定の民族的性向あるいは階級性に裏打ちされた経済理論と、それに導かれる経営の実践があるとして、問題はその普遍性である。特定の性向を持った民族が生み出す理論を、異なる性向を持つ他の民族にそのまま実践的に移植しがたいことは想像に難くない。だが実際には、そうした“無理”が事実として大手を振ってまかり通って来た。アメリカ発のグローバル経済の思想などは、その最たるものと言ってよいであろう。いずれにしても、グローバ

リズムを単純に世界経済への福音と考えることの不条理性・不分明性などについては、もっと真相究明に努力が払われてよいということだ。要するに異質な土壌で育まれた文化を移入する際には、それが彼岸で如何に高く評価されているものであったとしても、此岸でよく機能するか否かについてまず疑ってかからなければならぬということである。

人間の基本的性向に関わる民族差そして階級性の存在は、文化・文明の創造において固有の特異性を刷り込むこととなる。経済思想としての経済理論あるいはその前提としてのイデオロギーの下において、実際の経営がそれに大きく影響されて来たことは決して否定されないということである。異民族・異文化の理解が不十分のままに特定の思想の布教を図れば、その受入れを強制される民族においては消化不良に悩むこととなる。またそれに加えて、圧倒的なハンディキャップを負うことにもなってしまう。このことは思想・文化に遡るまでもなく、言語について考えれば充分であろう。世界語である英語を母国語とする民族と、母国語としない民族の不平等性は明らかである。言語に加えてグローバルスタンダードの掛け声の下、経済制度においても同様のことが生じて来たということである。

### 第3節 「“顔”が見えなくなる」に至る前駆症状

前第2節では系譜を貫く底流として、第1項で性向の民族性、第2項でアメリカにおける階級社会、第3項で異文化交流とその桎梏を論じた。これらに論及したのは第1節・第2節を通

じて、主テーマである「“顔”の見える中小企業金融」を追究するための前準備としたからだ。第1節及び第2節は大きな意味で、今日の事態を生み出した環境背景ということが出来るであろう。

本第3節ではそうした意味合いを踏まえて、中小企業金融においてその“顔”が見えなくなる前に生じた前駆症状について論及することとする。具体的にここでは、第1項で**2つの危機と投資銀行**、第2項で**金融工学の跋扈**、第3項で**セキュライゼーションの時代**について論じることとなる。

#### 第1項 2つの危機と投資銀行

2008年に勃発した世界金融危機によって、ピーク（あるいはボトム）においてウォール街の株価は50%下落し、結果として邦貨で総額4000兆円に上る資産が失われたとされる。そして、その主役を演じたのが投資銀行であったということであるわけだ。投資銀行は日本でいえば法人向け証券会社と言ってよいであろう。アメリカにおける投資銀行が現在の形となったのは、グラス・スティーガル法（1933年銀行法）制定以降のことである。同法の制定によって預金の受入れや商業貸付が禁止され、ここに投資銀行と商業銀行との間に明確な一線が引かれることとなった。

投資銀行がこうした扱いを受けることとなったのは、1930年代の大恐慌を演出した主体の1つとされたからである。1920年代のアメリカにおける株式ブームは、(会社型)投資信託の考案・登場によって甚だしく煽られた。投資信託の基本スキームは現在のものと何ら異なるも

のではない。投資家によって出資・拠出された資金をプールし、資金運用のプロであるアセット・マネージャーの指図に従って、それを金融資産、不動産等へ投資し運用益をあげる。それだけのことである。ただ1920年代の投資信託が特異であったのは、その形態として会社形式が採用されたことである。

ガルブレイス〔2008〕では、「1920年代後半に投機のために考案された仕組みのうち、何よりも特筆に価するのは、投資信託、正確には会社型投信である」(p.84) ことが指摘される。なぜ特筆されるのか？ それは「20年代にはアメリカでさえ、既存企業が使える資本の額にも新会社が調達して使う額にも限度があった。しかし投資信託の登場で、企業が発行する株や社債の額を既存資産の額から完全に切り離せる」(p.84) こととなり、その結果として「株や社債の発行残高は、資産の2倍、3倍になっても、いや何倍になってもいい。これに伴って証券の引き受けは拡大し、市場に出回る証券の数は増え、買える数も増えた」(p.84) とされるからである。また「投資信託は買う以上に売った」(pp.84-85) わけであり、そうして得られた売上の「差額はコールローンに流れるか、発起人のポケットに入る」(p.85) こととなったのである。以上を踏まえてガルブレイスは、「時代の要請にこれほど適った発明、株不足の懸念をこれほどうまく払拭してくれる発明がほかにあるだろうか」(p.85) と、投資信託の効用を強調するのである。

しかしながら「会社型投信が発行した証券の市場価格は、たいていの場合、組み入れ証券の市場価格を上回っている」(p.94) ということ

であるが、一方で「投資信託が持っている財産と言え、保有する普通株や優先株や社債、抵当証券、公債、それに現金しかない（事務所も家具も持たず、出資元である親会社で運営されるケースが多かった）」(p.94) という状態であったわけである。要するに、こうした投資信託にはレバレッジが大きく利いていたということなのだ。ガルブレイスはその仕組みについて、資金調達において普通株のほかに優先株、社債が発行されることを前提とする中で、「ポートフォリオに組み入れた株が値上がりする（当時は株というのは必ず値上がりするものだった）。しかし予め利率や配当が決まっている社債や優先株は、普通株ほど大きく変動しない。したがってポートフォリオの値上がりはほぼ全て、会社型投資信託自身の普通株に反映されることとなる」(p.98) として説明する。

組み入れられた“原株”の実態価格よりはるかに高い価格で投資信託が取引され、しかもその投信には大きなレバレッジが利いている。株価上昇が上昇を呼ぶブームの過程では、投資家はみんな金持ちになることが可能となるわけで、まことハッピーである。だがこれが一旦暴落局面に向かうと、その逆となる。株価下落が下落を呼び、投資家はことごとく破産の局面に立たされてしまう。レバレッジの効果が大きく乗数倍で拡大した投資信託市場は、株価の暴落局面では“逆”レバレッジが働き、市場の縮小はより一層激しくなってしまうのだ。したがって、それだけ損害も大きくなってしまふこととなるわけである。

以上は1930年代の大恐慌時の状況であった。翻って以下では、昨年危機に至るまでの状況

を整理して見ることにしよう。2009年4月から5回シリーズでNHKスペシャル『マネー資本主義－膨張と転落の30年－』<sup>71</sup>という番組が放送された。このシリーズの第1回「暴走」はなぜ止められなかったのか～アメリカ投資銀行の暴走～では、リーマン・ショックに至る経緯が詳しく語られている。そうしたところから、当面の説明をこれに拠ることとしたい。

今回の金融危機においては、とりわけ投資銀行マンの強欲 (greed) ぶりが取り沙汰され、数十億円に上る彼らの法外な報酬が非難の的となった。しかし30年代に変貌を遂げた投資銀行は本当にそんなに強欲であったのだろうか？ NHKスペシャルでは破綻したリーマン・ブラザーズ<sup>72</sup>の社員心得 (1974年) が紹介される。それはまず「①Understanding the Customer (顧客をよく知るべし) ～時間をかけて顧客と信頼関係を築く、②Understanding the Product (商品をよく知るべし) ～自分が扱う商品をよく理解する」ということを謳い、そして「決して儲けを優先させることなく、社会の脇役に徹するのが金融の王道」とするもので、見られる限り極めて真っ当である。しかしながらその一方で、元ソロモン・ブラザーズ<sup>73</sup>のジョン・グッドフレンド<sup>74</sup>などは、「素晴らしい人々がいたのは、投資銀行の外であり、周りにいたのはギャンブラーや演技上手ばかりであっ

た。要するに大物志向の者ばかり周りにいたということだ。結局 (自分は) 彼らの付けを払わせられたのだ」と言う。詰まるところ投資銀行の理想と現実、このように大きく異なっていたということなのであろう。

ところでソロモン・ブラザーズは、長らく準大手の地位に甘んじて来た。そうしたソロモンが一念発起して新たな挑戦に取り組み、目を付けたのが規制緩和で自由化されたばかりの債券市場であった。そしてそこに、金融史上最大の発明と言われるモーゲージ<sup>75</sup>債 (Mortgage Backed Security) 開発の端緒が開かれることとなる。またこの商品はのちのサブプライムローンに至る先駆けの役割を担うものであり、これをもってパンドラの箱が開けられたとの指摘もされるわけである。ソロモンでは債券の中でも、その規模1兆ドルと推計される巨額の住宅ローン市場にまず目を付け、そうしたローンを“自己”勘定で買い取り、そのうえで、それを新たに“仕組み証券”に組み直すこと (証券化) によって、高金利 (1980年当時で11%) 証券としての販売 (仲介取引→自己勘定取引) を可能とし、モーゲージ債としたのである。この成功をもって1984年のソロモンの売上は、ウォール街全体の四分の一超を記録することともなっている。

相田<sup>76</sup> [2007b] では住宅ローン債権に關す

71 NHKスペシャル『マネー資本主義－膨張と転落の30年－』は、第1回「暴走」はなぜ止められなかったのか～アメリカ投資銀行の興亡～ (2009年4月19日総合放送)、第2回「超金余り」はなぜ起きたのか？～カリスマ指導者たちの誤算～ (2009年5月17日総合放送)、第3回「年金マネーの“熱狂”はなぜ起きたのか」 (2009年6月14日総合放送)、第4回「ウォール街の“モンスター”金融工学はなぜ暴走したのか」 (2009年7月19日総合放送)、最終回「危機を繰り返さないために」 (2009年7月20日総合放送) の5回シリーズ

72 リーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) は、1850年にユダヤ系ドイツ人のリーマン兄弟によって創立。アメリカ第4位の名門投資銀行であったが、2008年9月に破綻し、世界金融危機の引き金を引くこととなった。

73 ソロモン・ブラザーズ (Salomon Brothers) は1910年創立のアメリカの投資銀行。幾多の変遷を経て現在はシティ・グループ傘下にあるが、ソロモン・ブランドは事実上休止状態。

74 ジョン・グッドフレンド (John Goodfriend) ; 元ソロモン・ブラザーズ会長。ウォール街の帝王との異名も。

75 モーゲージ自体は、担保のことであるが、モーゲージ債におけるモーゲージは、モーゲージローン (不動産抵当権付貸出) を指す。またこうした場合、モーゲージローンの担保は、広義には商業用不動産も含まれるが、一般には住宅ローンであることが多い。

76 相田洋 (1936-) ; ドキュメンタリー作家。元NHKディレクター。元慶應義塾大学環境情報学部教授

る最大のリスクは、「住宅ローンの借り手（個人）が早期に償還すること」（p.274）であるとす。したがってモーゲージ債を収益を生む商品に仕上げるためには、期限前償還リスクを徹底的に研究することが急務となる。ソロモン・ブラザーズでは、「住宅ローンの期限前償還の予想を数理的に解析」（p.276）することとし、「データは様々な角度から綿密に広く収集され、統計処理され、リスクが割り出され、商品設計に組み入れられた」（p.276）。そして、「ここで重要な武器として使われたのがオプション理論であった」（p.276）わけであり、実際のそうした解析は、「確率モデルを使って新しく雇った科学技術者」（p.276）に担当させることとした。因みに、「この時集めたのがアポロ計画などでロケット開発に従事していた科学者だった」（p.276）ということである。

このようなソロモンの動きに対して、競合相手も当然のこと黙っては見ておらず、「ソロモンに追随し、競争は激化の途」を辿ることとなった。“自己”勘定でローンを買入るためには「自己資本が当然のこと必要」となる。そのために「一定額の株式を発行する一方で、その数倍を借り入れる“レバレッジ方式”を採用」せざるを得なくなり、その結果、モーゲージ債市場が限界以上に拡大することとなったわけである。

他方リーマン・ブラザーズの内部文書では、かなり早い段階で既に「住宅ローン会社、及びサブプライムローンの危険性を指摘」している。しかしながらこれにブレーキをかけられなかったことについては、元リーマン・ブラザーズの

ウォルター・ゲラシモビッチが、「収益性の高い分野が減り、あせりが強かった。結果として、複雑な商品に深入りすることとなってしまった。ゲームを降りれば、仕事を失うとの恐怖感にかられていた」と率直に証言している。住宅ローン会社について、予め多くの問題点が指摘されたにも拘らず、次々とそれを買収し、リスクを取り捲る一方で、収益の51%をボーナスとしてストック・オプションで社員に給付した。そうしたところから会社も社員もあの手この手を尽くして、ただ只管自社株の株価を引き上げること（毎期の収益確保）に狂奔することとなる。

元ソロモン・ブラザーズのヘンリー・カウフマン<sup>77</sup>なども、「レバレッジ・ビジネスには当初から反対であった。しかし誰も自分に賛成しなかった。手許資金の尽きるまで、このビジネスは拡大から手が引けない。音楽が鳴っている間は、踊り続けなければならない」のであり、したがって「金融機関は許される極限までリスクを取るることとなる。これは結局制裁を受けるまで止まらないものだ」と語っている。さらに、モルガン・スタンレーの新商品開発者であったフランク・パートノイなどはより赤裸々に、「新商品開発において2年間で10億ドルの収益をあげることに成功した。金融工学を駆使した商品開発によって中身を見え難くする。要するにこれは客を“ひんむしる”ことである。年金ファンド、保険会社などもよく中身を理解しないままに投資した。これは公平なゲームではない」との告白をしている。公平なゲームでないのは、「売り手が買い手より圧倒的に情報を持

77 ヘンリー・カウフマン（Henry Kaufman, 1927 -）；元ソロモン・ブラザーズ副会長。ドイツで生まれ、一世を風靡したアメリカの著名エコノミスト。

っている」からということである。

金融取引を活発化させることによって、そこで生み出されたカネがやがて実体経済に還流し、そうしたカネが実体経済を活発化させる。それには投機も重要な役割を担うこととなる。以上は市場擁護者がよく口にする弁であるが、「マネー総額対GDP総額の比が1980年の1対1から、金融危機直前には3.7対1へ極端に拡大していた」という事実などを見てしまうと、これまでのアメリカにおける金融ブームは、要するに、「マネーを使ってマネーを生み出す」構造でしかなかったと考えるのが素直であろう。そしてこの間に、「ドレクセル、ソロモン、リーマンは倒産し、メリルリンチ、ベアスターンズ（ファースト・ボストンを吸収）は買収され、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスは銀行へ転換」せざるを得ないことになってしまったわけだ。

見て来たように1930年代の大恐慌、昨年来の世界金融危機を2つ並べて見ると、両者の間には80年近くの時間が流れているにも拘らず、その経緯は驚くほど似ていると言える。ここでとり上げた例に共通項を探せば、第1に、金融新商品（仕組み商品）の開発・販売、第2に、レバレッジの活用、そして第3に、人間の飽くなき欲望ということがあげられるであろう。最近の金融新商品開発については、物理学者や数学者を動員し、先端の自然科学の知識を活用する金融工学に負うところが大きいわけである。無論、先端知識を活用した金融商品が旧態依然とまで言うつもりはないが、金融工学の幻惑を取り除けば、そこに多くの共通項が存在するこ

とは注目されてよい。いずれにしてもガルブレイス〔2008〕が指摘するように、1920年代のアメリカ人は、「あまり努力せずにてっとりばやく金持ちになりたいという欲望も並外れて強かった」（p.10）ということが正しいとして、そうした気風がただ今現在も変わっていないのだとするならば、これこそが本質的に解決すべき、最重要課題としなければならないと言えるのではなかろうか。

## 第2項 金融工学の跋扈

前項でも触れたように近年では、金融工学を抜きにして金融を語ることもはや出来ない相談となっている。そうした現状を前提として本項では、金融工学のさわりを概観し、そこから抽出される問題点を議論することとする。まず野口<sup>78</sup>〔2000〕では金融工学について、「金融工学の主要なテーマは、“リスク”である」（p.42）と、簡潔に記される。また相田〔2007b〕でも、金融工学は、「金融商品の理論価格や潜在リスクを割り出す学問」（p.19）であるとして、これまた簡潔に整理される。一方、金融工学と切っても切れない関係にあるデリバティブについては、「先物取引、オプション取引、スワップ取引、そして、それらを複雑に組み合わせた取引。この4つ」（p.19）であるとされる。さらに極端な言い方と断りながらも相田では、金融工学とは、「デリバティブ取引の真価とリスクを割り出す方法を探究すること」（p.19）と言い切りもするのである。野口、相田の記述からは、金融工学が金融市場においてリスクを扱う学問であることが理解されよう。金融市場

78 野口悠紀雄（1940-）；早稲田大学ファイナンス研究科教授。元大蔵省

においてリスク軽減を図る古典的手法としては、分散投資の考え方がある。これには分散投資に係る合理的手法が求められるとしても、それは格別の仕組み・制度を必要とするものではない。これに対してデリバティブでは、そのための契約を交わすことによって初めて、リスク軽減が図られることとなるが、そうした契約の前提としては、新たな仕組み・制度が予め用意されなければならないということである。

こうした中相田では、ポートフォリオ理論の産みの親であるハリー・マーコビッツ<sup>79</sup>が、『ベニスの商人』を引いて、「シェークスピアはアントニオにこう言わせてます。＜私の商品は複数の船に分散して乗せてありますし、信用できます。そんなこんなで、商品のせいで悲しい思いはしません＞とね」(p.128)と語るくだりが紹介されている。要するに、分散による危険低減策は古来から実行されているものであり、考え方自体べつに新しいものではないということであろう。特段シェークスピアの時代にまで遡らなくとも、前項で触れたように投資対象商品としての投資信託には、複数の株を組み入れることによって危険分散が図られて来たわけである。

マーコビッツはポートフォリオ理論の先駆者ということである。ではその真骨頂は奈辺にあるのだろうか？ マーコビッツの貢献は、分散投資が賢明な投資家の間で常識とされる中で、「投資を決めるときのもの指しは“利益への期待”だけではなく、“リスクへの不安”もあるはずだと考え」(p.130) たこと、及び「ポート

フォリオには出来るだけ値動きの傾向が違う銘柄を組み入れることで最小に出来ることを数式で示した」(p.130) ことの2つであると言われる。同じようにポートフォリオを扱っても、古典的な対応が経験と勘に頼っていたのに対して、それを（自然）科学的な取扱いをするようになったことが新しいということだ。また「マーコビッツの分散投資理論は“利益”だけでなく、“リスク”の計算が必要で」(p.137) あるわけだが、この場合、「いちいち市場の全銘柄の値動きの関係を調べるとなると計算量が膨大で大変」(p.139) なことになってしまう。「例えば、500銘柄もある株式の相関関係を1つ1つ洗い上げるとなると、調べなければならない組み合わせは12万通り以上に達」(p.139) するということにもなるわけである。

翻ってマーコビッツの理論におけるこうした欠点は、ウィリアム・シャープ<sup>80</sup>の考案になる“ベータ理論”の登場によって解決されることとなる。シャープにおいては、「＜個別の株同士の値動きを比較する＞のではなく、＜1つの指標と個別の株の動きを比較する＞という発想をポートフォリオ管理の現場に持ち込」(p.153) むことによって、問題の解決を図ることとしたわけだ。その結果、「500銘柄の計算をするのも500回で済む」(p.153) ことになる。なおベータは、基準となる指標と各株価の連関を数値化したものを指す用語である。

次にデリバティブである。デリバティブには前述したように、先物取引、オプション取引、スワップ取引、そしてそれらを組み合わせたも

79 ハリー・マーコビッツ (Harry Max Markowitz, 1927-) ; カリフォルニア大学サンジェゴ校経営大学院教授。平均・分散アプローチに基づくポートフォリオ最適化理論によって、1990年にノーベル経済学賞受賞

80 ウィリアム・シャープ (William Forsyth Sharpe, 1934-) ; 米スタンフォード大学名誉教授。1990年に、マーコビッツとともにノーベル経済学賞受賞

の4通りがある。“組み合わせたもの”というの、例えば、スワップとオプションの組み合わせによって設計されるスワップシヨンのような商品のことである。

先物取引は、価格や数値が変動する各種商品・指数について、その将来の取引を予め決定した価格で実行することを保証するところの契約である。オプション取引は、ある原資産について、予め決められた将来の一定の日あるいは期間において、一定のレートまたは価格（行使レート、行使価格）で取引する権利（オプション）を売買するところの契約である。“売る”権利がプット・オプションであり、“買う”権利がコール・オプションであって、それぞれが売買される。スワップ取引は、予め決められた条件に基づいて、将来の一定期間にわたって、キャッシュフローを交換するところの契約である。基本的なスワップとしては、金利スワップ、通貨スワップ、為替スワップなどがあり、その発展形としてクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)<sup>81</sup>やエクイティ・スワップなどがあるわけだ。

デリバティブにおける金融工学の大きな活躍の場面の1つが、CDSの実行などにおいて求められるプライシング機能である。オプションについては理論は理論として、実際にそれが期待通りの機能を発揮するためには、まずもって合

理的なプライシングが必要となる。こうした合理的プライシングへの道を拓いたのが、ブラック＝ショールズ方程式<sup>82</sup>であり、それらの一連のオプションに関する研究成果によって、マイロン・ショールズ<sup>83</sup>とロバート・マートン<sup>84</sup>の2人は、1997年にノーベル経済学賞を授賞されることとなった。そうした意味で、ブラック、ショールズ、マートンの3人は金融工学の魁とされるということである。なお好事魔多し。ショールズとマートンの2人がともに経営陣に名を連ねていたヘッジファンドLTCM (Long Term Capital Management) が、1998年に空前の損失を出して倒産。さらにショールズについては、その後、自らが創立したプラチナ・グローブ・コンティンジェント・マスター・ファンド (Platinum Globe Contingent Master Fund) において、2008年に再度巨額損失を発生させて運用に失敗するなど、華麗な学問的業績に反して、実務的には極めて皮肉な運命に直面しているわけでもある。

ノーベル受賞者の2人を経営陣に戴き、ドリーム・チームとも呼ばれたほどのLTCMがなぜこうもあっけなく破綻してしまったのであろうか？ 相田〔2007b〕に従ってその間の事情を探ってみることとしよう。LTCMは現象面的には、ロシア国債の暴落につられて破綻の憂き目に会うのであるが、ただし、「LTCMは直

81 クレジット・デフォルト・スワップ (CDS=Credit Default Swap) は、一種の保証取引。一定の保証料を支払うことによって、将来的な保有債権の貸倒れに対して損失補填を受ける権利を得る。保証料の算定 (プライシング) に、金融工学が駆使される。これはリーマン・ブラザーズ等の破綻後、その危険性が赤裸々となり、“核のボタン”に匹敵するとも言われている。想定元本は50兆ドル台と推定されるが、全容解明が困難であること、また取引が長期にわたることなどから、目に見えない時限爆弾として世界経済に暗雲を投げかけている。

82 ブラック＝ショールズ方程式は、フィッシャー・ブラック (Fisher Black, 1938 - 1995) とマイロン・ショールズ (Myron S. Scholse) が共同で考案した、デリバティブの価格づけのための確率微分方程式のこと。彼ら二人に、ロバート・マートン (Robert Cox Merton) を加えた3人は、金融工学の魁となった。

83 マイロン・ショールズ (Myron S. Scholse, 1941 -) ; スタンフォード大学教授。1997年、ブラック＝ショールズ方程式を完成させた功績等によって、ロバート・マートンとともにノーベル経済学賞受賞

84 ロバート・マートン (Robert Cox Merton, 1944 -) ; ハーバード・ビジネススクール教授。1997年、ブラック・ショールズ方程式を完成させた功績等によって、マイロン・ショールズとともにノーベル経済学賞受賞

接ロシア国債などに投資していたわけではない」ということであり、実際には、「もっと安全な国の国債に投資していた」(p.355)ということなのである。しかも「金融工学を駆使して割高な国債を予め売っておき、割安な国債を買っていた」(p.355)わけでもある。しかしながら一旦「ロシアが債務支払い不能に陥ると、ロシアに投資していた投資家はいっせいに資金を引き揚げて、より安全な商品にシフトした」(p.355)ばかりでなく、「ロシア同様にリスクの高いといわれる国債からも資金を引き揚げ始めた」(p.355)のである。その一方で「ドイツ国債や米国債は安全な商品であったために、世界中の投資家がそれらを買ひ、値段が暴騰」(p.356)することとなる。そうした結果、「それらを予め売っていたLTCMは値段が急騰すればするほど損失が膨ら」(p.356)むこととなり、他方、「リスクの高い国債は逆に暴落した」(p.356)ところから、それらを「予め買っていたLTCMは暴落すればするほど損失が膨らん」(p.356)でしまうという、ダブルパンチを食らうこととなったのである。

なお本件においてより問題が大きいと思われるのは、「当然のこととして、LTCMはドイツ国債や米国債を早い段階で買い戻し」(p.356)し、危険度の大きい「イタリア国債などを売り戻して損失が膨らむことを防ごうと」(p.356)したわけであるが、実際にはそれがそう出来なかったことである。なぜそう出来なかったのか？ それは、「世界中の金融機関が同じことをいっせいにしようとしたために市場が動かな

くなり、なすすべもなく膨らむ損失を見守る」(p.356)一方となってしまったからである。ここから得られる教訓としては、第1に、金融工学はリスクを制御するための学問であるが、仕組み（すなわちカバー範囲）としてそれには必ずから限界があること、第2に、人間社会では、過去をベースにした確率論では制御出来ない事態が往々にして生じ得ること、第3に、リスク・ラバーとリスク・アバーター<sup>85</sup>の二者の存在が大前提とされる市場において、とりわけガラの局面では雪崩をうって弱気に転じる場合が多いこと、等々があげられよう。

ところで志賀<sup>86</sup> [2006] では、米プリンストン大学による「人の意識が物体や生命体に作用を及ぼす」ことに関する研究例が紹介される。ここでは乱数発生装置に関して、「半導体に流れる電流のランダムノイズから乱数発生装置が作られているが、その乱数が人の意識で大きく変わる現象を見つけた」(⑦<sup>87</sup>)とする。すなわち「半導体に流れる電流に含まれるノイズは、熱振動している原子核（格子）と自由電子の相互作用によって発生するもので、専門的には電子錯乱」(⑨)と言われるが、こうしたノイズが、人の意識によって大きく変動することが発見されたということなのだ。またこのことは、「ニューヨークでの同時多発テロだけでなく、ダイアナ妃の事故、チェチェン紛争やイラク戦争など、悲惨なニュースで世界中の人が震撼としたとき、世界各地に備えられた乱数発生装置の全てに異変が起きた」(⑨)ということでもある。

85 リスク・ラバー (risk lover) はリスクを好む人、リスク・アバーター (risk averter) はリスクを嫌う安全志向の人

86 志賀一雅；能力開発研究所所長。元松下電器産業研究員

87 ⑦はシリーズ全50回中の7回目。○付き数字は以下同様にシリーズ中の回数を表す。

金融工学は優秀な自然科学者を集め、そうした自然科学者を中心とする頭脳の集積をもって初めて花開いた学問である。しかしながら見られるように、自然界の摂理が人間の意識で変化を示す場面もあるということだとすれば、自然科学の法則の単純な応用を図るばかりではなく、陳腐すぎる言い方ではあるが、その前にさらなる人間理解への努力が払われなければならないということではなかろうか。ウィーナー<sup>88</sup>過程や熱伝導方程式が金融活動に近似するものであったとして、そのメカニズムが「なぜそれを説明するのか」という厳密な因果関係（法則性）が示されなければ、例え幾重に科学の衣を重装備したとしても、所詮罫線分析や時系列分析の域に止まると言えば、いいすぎであろうか。間違いの基本は、そう難しくないように思われなければならないのである。

### 第3項 セキュライゼーションの時代

金融工学を存分に体化した商品といえば、何と言っても証券化商品である。証券化するなわちセキュライゼーションは、有価証券を利用して金融資産（一部不動産を含む）を流動化することであり、結果として、マネー流通量の格段の拡大が期待される。セキュライゼーションについて、以下でその歩みを概観することとしよう。

松井<sup>89</sup>〔1986〕は、セキュライゼーションの勃興期に詳しい。松井によれば、セキュライゼーションの歴史について、「米国では1970

年代初頭にまずモーゲージ担保証券の形で出現し、次いで80年代に入ると自動車受取勘定証書<sup>90</sup>、様々な受取勘定を担保にしたCP（コマーシャル・ペーパー）、コンピュータのリースの形をとった受取勘定を担保にした債券等の形となって現れた」（p.1）とされる。そして、「70年代末頃から銀行貸付＝融資の転売（貸付の第二次市場）の形で商業銀行の資産の“流動化”が盛んに行われるようになり、やがては貸出をプールにした証券の発行という形での“証券化”すら構想されるようになる」（pp.1-2）と記される。

こうして見るとセキュライゼーションに係る商品の原形は、1970年代に早くもほぼ一応の形を見ていたということであろう。70年代の初頭には、住宅ローンや自動車ローンを担保とする証券化商品が開発され、次いで70年代末になると、こうした動きは銀行貸出にまで及び始めた。しかも貸出については、それをプールした証券の発行が実施され始めてもいるのである。オリジナル債権（銀行や住宅ローン会社等）のオリジネーターがセキュライゼーションに取り組むのは、債権売却によって、1つは、リスク回避（貸倒損失の未然防止）が、今1つは、資金調達（あるいは資金の早期回収）が可能となるからである。加えて、投資家には新たな金融商品が提供されることともなる。こうした一連のフローによって、マネー流通量はこれらのスキームが展開されない場合と比べて確かに拡大する。

88 ノーバート・ウィーナー（Norbert Wiener, 1894-1964）；アメリカの数学者。ウィーナー過程は、「ランダムな動きの変動幅の大きさは時間の平方根に比例する」とする定理で、こうした基本的な考え方がブラック・ショールズ理論などに援用され、金融市場の変動の解明に貢献していると言われる。ここでのランダムな動きは、直感的にはブラウン運動（ロバート・ブラウン “Robert Brown, 1773-1858” が、1827年に発見した「液体のような溶媒中に浮遊する微粒子が、不規則（ランダム）に運動する現象」）を想起されたい。

89 松井和夫（1935-2004）；元日本証券経済研究所主任研究員。元大阪経済大学教授

90 自動車受取勘定証書（CARS=Certificates of Automobile Receivables）は、自動車ローンを担保とする証券のこと

この限りでは、セキュライゼーションはよいこと尽くめということだ。さらに三菱UFJ信託銀行〔2007〕では販売者の立場から、セキュライゼーションの象徴とされる米国モーゲージ債の特徴として、①デュレーション<sup>91</sup>が同償還年限の債券より短い、②期限前償還が価格変動に影響を与える、③利回り水準が高い、④信用力が高い、⑤TBA取引<sup>92</sup>が標準的な取引形態、等々の5つがあげられる (pp.3-4)。他方明確なデメリットとしては、「優れたリスクリターン特性を示す理由のうち、リスク面を説明する要素はデュレーション」(p.8)のみであるとされる。そしてこうしたリスクも、デュレーションが相対的に短いことを指摘する中で、「デュレーションが大きいほどリターンに与える金利変動の影響が大きいことを考えると、モーゲージ債のデュレーションが短いことは、モーゲージ債という債券種別が持つリスク量が小さいということである」(p.8)と、むしろリスクはリスクなのであるが、そのリスク量の小さいことがとりわけ強調されるわけである。要は、ほとんどメリットばかりということなのである。

しかしながら昨年来批判の集中砲火を浴びているサブプライムローンなども、モーゲージ債の一種であるとすれば、三菱UFJ信託銀行における説明は今少し詳細に吟味されなければならないであろう。世界金融危機下における一連の投資銀行等の破綻の主因は、一時たりとも休むことなく走り続けなければ敗北せざるを得な

いという、極めて過酷な競争条件の中で、“玉”として仕込む住宅ローンのフロンティアを拡大せざるを得なかったことである。投資銀行等からの住宅ローンへの需要がますます高まる一方で、末端の住宅ローン会社は審査基準を格段に緩和させ、通常貸すことの出来ない層にまで住宅ローンの対象を広げることとなった。そしてそこへバブルの崩壊による住宅価格の下落が追い討ちをかけ、加えて過大なレバレッジが逆回転し始めることによって、急速かつ強力な逆噴射が始まり、結局、大パニックを発生させることになってしまったということである。三菱UFJ信託銀行の説明の一部は正しい。しかし全てが正しいわけではない。ここで看過出来ないのは、第1に、そもそもオリジナル・ローンのリスクが吟味されていないこと、第2に、債券の売り手である投資銀行等の破綻リスクが考慮されていないこと、第3に、破綻の連鎖であるシステミック・リスクの懸念が省かれていること、等々である。敢えて説明を避けた部分が、客観的には正しくそれがモーゲージ債におけるリスクの本質であり、それを見逃してはならないということである。

前掲した相田〔2007b〕では、元ソロモン・ブラザーズの藤原直哉の同社における勤務経験から、まず「アメリカというのは、本当に知恵のある人たちというのが間違いなくいる」(p.282)とする一方で、「本当に優秀な人は生活のためでもなく、会社のためでもなく、人類のフロンティアに挑戦するとういうような雰囲気

91 デュレーション (duration) は、投資資金の回収期間のこと

92 TBA (To Be Announced) 取引は、モーゲージ債の売買の際に、発行機関、年限、クーポン、額面金額等は特定するものの、受け渡しの対象となるモーゲージ・プールは指定せずに行う取引形態のこと。実際のモーゲージ・プールは決済日の48時間前までに特定する。住宅ローンは膨大であり、個別プールを一つ特定化してはコストや手数料が掛かることから、便宜的にこうした方法がとられる一方で、流動性の確保を行っている。

気でやっている」(p.282)との証言を引き出す。さらに藤原によれば理論を実際の商売に結び付けようとして、「そういうすぐれた連中を連れて来て商売にしようとする連中が」(pp.282-283)蠢動し、そして、「一番下のレベルに売ったり買ったりする<生活のために儲けたい>奴が」(p.283)へばり付いているということである。要するに「アメリカという国は、そういう3層からなっている」(p.283)ということなのであるが、「今のウォール街に最も多いのが一番下のレベル」(p.283)であり、とりわけ「1990年代に入ってから急速に変わって来ていて、“儲けたいやつ”ばかりになってしまった」(p.283)というのが藤原の認識であるわけだ。このことは実際認識として重要である。

金融工学の研究者たちは確かに最初からカネ儲けを目指して、商品開発に取り組んだわけではないであろう。純粋にフロンティアへ挑戦するという気持ちが強かったことは、想像に難くない。相田では、「不確実性の増す時代的な要請にしたがって英才たちがオプション理論に挑戦したのではなく、一種の知的パズルの対象として3人の若者<sup>93</sup>たちがオプション理論の構築に挑み、それが結果として激しく変動する市場のニーズに応えることとなった」(p.267)と指摘する。案外真相はそんなところなのであろう。要は最初から強い社会的・経済的関心があったわけではなく、その取組みのはじまりは、とりわけ自然科学系の研究者タイプということを前提とすれば、彼らの多くが持つ、ある意味純粋な知的好奇心と、それから派生する知的功名心であったと言ってよいであろう。それがたまさ

か市場を制御するためのツールとして使い勝手がよく、結果、急速に市場を席捲することになってしまったということではないのだろうか。

#### (まとめ)

第1節及び第2節では大きな意味で、経営・金融のあり様を大きく左右する環境要因とその底流(背景)を見て来た。本節ではそうした第1節・第2節の議論を踏まえて、中小企業金融において「“顔”が見えなくなる」ことの前駆症状について論及した。

第1項では**2つの危機と投資銀行**を論じた。2つの危機の1つは1920~30年代の世界恐慌であり、今1つが今般の世界金融危機である。両者の間には80年近い歳月が流れているが、これらには驚くほどの共通点が見出されるのである。ここでの共通キーワードとしては、セキュリティタイゼーション(証券化)、レバレッジ、投機などがあげられ、また両者において、そうした危機勃発に深く関わったのが投資銀行ということであった。長い時代を経ても、そこで認められるキーワードや主役を演じた機関が共通である点が興味深い。

第2項では**金融工学の跋扈**を論じた。2つの危機におけるキーワードが証券化、レバレッジ、投機などであったとして、そうしたキーワードを体化した商品が開発されるためには、新技術の存在が前提とされなければならない。この場合の技術開発の主役が金融工学である。前回の世界恐慌の際にそうした学問体系は未だ存在しなく、またその技術レベルがそう高くないということはあったが、達観すれば、そこでの発想

93 ブラック、ショールズ、マートンの3人

は金融工学そのものであったと言えなくもない。

第3項ではセキュリティゼーションの時代を論じた。第1項・第2項で議論したように、2つの危機を繋ぐ共通キーワードと、それを実演するプレーヤーとしての金融機関の存在があるとして、その出口に至る商品はほとんどが証券化商品であるわけだ。ローンや何にやかんやを組み込んだとしても、最終的には、ことごとくが証券化商品に仕上げられることとなる。金融には間接金融と直接金融があり、両者の間には従来からそもそも厳とした区別が存在する。しかしながら昨今では、そうした境界が極めて曖昧模糊となって来ており、詰めて考えればそれが、セキュリティゼーションの時代ということなのであろう。

ところでミンツバーグ〔2006〕では、国防長官としてベトナム戦争を当時流行していた科学的手法<sup>94</sup>を採用することによって指揮し、結果決定的な失敗を犯したロバート・マクナマラに触れ、「ハルバースタムが“ベスト・アンド・ブライテスト”と呼ぶ俊英たち、政治家や官僚ではなく、リベラルなインテリ層の中核から登用したアメリカ屈指の有能な分析専門家たちが最新の分析テクニックを活用した結果、ずさんで非倫理的な戦争が起きた」(p.196)ののだとする。そして何がいけなかったのかという問いかけにおいて、「死体の数やジャングルを枯らすのに必要な爆弾の数だけでなく、ベトナムの農民の表情や敵の意思の強さなどの“ソフト

データ”を分析に織り込めなかったことが失敗の原因ではないのか。死体の数や丸裸にしたジャングルの面積は数値化出来ても、命の価値を数値化出来ない以上、分析は非倫理的な性格を帯びざるを得ないのではないのか。物質的・資金的資源を評価することはできても、信頼や誠実さを評価出来ないREMM<sup>95</sup>的人間がそのような結果を生んだのではないか」(p.196)との自問を繰り返すのである。すなわちここには、本来固有名詞を持ち、かつ自ら考える存在である人間を“顔”の見えないモノとして扱ったことの咎めが示されていると言ってよい。

さらに余談ながら、アメリカをはじめとする各国諸機関の諜報活動はとりわけ冷戦時代においては、ヒューミント<sup>96</sup>によるものがもっぱらであった。しかしながら現代では科学技術の発達に従って、人的損耗やコスト節減の観点からシギント<sup>97</sup>への移行を余儀なくされているわけである。ヒューミントとシギントにはそれぞれ一長一短あるが、ヒューミントの要素が薄れるにつれて、入手した情報に精度が欠けるようになり、その結果無用な誤解が生じるようになったということである。こうした欠陥も、人間を“顔”の見えないモノとして扱うことの咎めと言ってよいのであろう。

本稿は、「顔」の見える中小企業金融」を追究することを主な目的としている。本来金融取引においては、貸し手が借り手の信用を事前に十分に調査し、貸倒れリスクを少しでも軽減す

94 主にPPBS (Planning Programming Budgeting System = 企画計画予算編成方式) のこと。PPBSは、計量分析を徹底的に重視して、様々な政策の費用と効果を数値化して比較検討する、企業が予算策定によく用いるのに似た方法。

95 REMMは、「知恵があり、評価を下し、最大化を目指す存在としてのモデル」の意。

96 ヒューミント (HUMINT=Human Intelligence) は、人間やメディアを媒介した諜報活動のこと。

97 シギント (SIGINT=Signal Intelligence) は、通信、電磁波、信号等を媒介した諜報活動のこと。これには、通信傍受、暗号解読等を行うコミント (COMINT=Communication Intelligence) や、非通信用 (レーダー等) の電磁放射等から情報収集を行うエリント (ELINT=Electronic Intelligence) などがある。

るよう努力を払って来た。これにはその前提として、貸し手・借り手双方間にヒューマン・コンタクトが必要不可欠とされたということだ。ヒューマン・コンタクトということは、お互いの“顔”がよく見えるようにすることが第一である。だが近年では、そうしたコンタクトの重要性が相対的に小さく評価されるようになり、結果、金融取引において双方の“顔”が見えにくくなって来ているということである。

こうした大きな原因の1つとしては、金融工学の跋扈があげられてよい。金融工学については、リスク軽減に関する有力手段であることが必要以上に喧伝され、例えば貸出債権が生起（オリジネート）する時点などにおいても、明らかに、リスクに対する関心あるいは意識が薄れて来ていることは、否定出来ない事実であろう。アメリカに例をとれば、サブプライムローンの組成などがその最たる例である。貸出債権の証券化においてそれが設計される段階で金融工学が駆使され、一方で、そうしたプロセスが一般化することに伴って、オリジナル債権のリスクに対する関心はほとんど省みられなくなる事となる。またモーゲージ債などの投資家も、一次（＝オリジナル）債権が本源的に有するリスクへ配慮することがめっきり少なくなっている。一次債権の生成において直接的な貸し手は、リスク意識の希薄化から借り手の“顔”を従前のようによく見なくなり、また二次債権（＝証券化商品）の投資家には、オリジナル債権の借り手の顔は“全く見えない”し、逆に“見たい”とも思わなくなっているということである。

相田〔2007a〕では、「人間が集まって取引をする“顔の見える市場”はやがて、こうした

“顔の見えない電子市場に”とって代わられるに違いない。それが時代の趨勢だ」（p.177）とする中で、電子市場の短所を指摘する。それは、「“顔の見える市場”では取引開始の冒頭に生身の人間が声や歓声を上げるために取引の雰囲気盛り上がり、値付けが順調に始動する。野心満々な投機家がドラマティックな値段を迫力満点の声で提示し、人々が歓声を上げると、市場はいやが上にも盛り上がる。こうした価格始動機能は合理性一点張りの電子市場では望むべくもない」（p.179）というものだ。そうした中で重要であるのは、「市場の雰囲気を肌で感ずることの出来る人間は暴走を予防出来る最大の抑止力になる」（p.179）と指摘されることであろう。ここでも経済活動における先進性の象徴である市場においてさえ、“顔”が見えることの直感的あるいは皮膚感覚的な重要性が示されるわけである。

#### 第4節 「“顔”が見えなくなってしまった」 中小企業金融

第3節では“顔”が見えなくなるに至る前駆症状として、第1項で**2つの危機と投資銀行**、第2項で**金融工学の跋扈**、第3項で**セキュリタイゼーションの時代**を論じた。わが国における中小企業金融に関して、近年“顔”が見えにくくなっていることの理由の一端は、主としてアメリカにおける投資銀行の存在と、そこで発展した金融工学及びそれから派生するセキュリタイゼーションの影響が大きいということである。

これまでかなり迂遠な作業を行って来たとの印象が強いかもしれない。しかしこれらは欠く

ことの出来ない作業であった。こうした準備の下、本第4節から本論に入っていくこととなる。本節では、重要な分析ツールとされる情報の経済学を中心に整理を試みる<sup>98</sup>。そのため第1項で情報の経済学と中小企業金融、第2項でアメリカが“考える”中小企業金融、第3項でアメリカにおけるリレーションシップ・バンキングの考え方、第4項でわが国の中小企業金融：リレーションシップ・バンキングを中心にを議論し、加えて補論としてメインバンクについてを論じることとする。こういった過程を踏むことによって、中小企業金融において“顔”が見えなくなってしまったことの経緯を明らかにしようということである。

### 第1項 情報の経済学と中小企業金融

近年情報の経済学の台頭著しく、ミクロ経済現象のほとんどをこの理論に従って説明する場面が多くなっている。当然のこと金融もその域外にはない。情報の経済学においては、プリンシパル (principal) とエージェント (agent) の間に存在する情報の非対称性を媒介として、議論が進められる。

ここで情報“疎”である主体がプリンシパルであり、情報“密”である主体がエージェントである。情報に関して、一方で“疎”、他方で“密”であるところから、ここに情報の非対称性が生ずることとなる。情報“疎”であるプリンシパルは、取引を遺漏無く成立させるため、非対称性を埋めることに奔走する。また通常の場合、情報“密”なエージェントは取引を自らに優位に進めるために、保有する情報をプリン

シパルに対して秘匿する傾向があるということでもある。そこで展開されるゲームには、基本的に“非”協力的ゲームが前提され、そうした情報の非対称性を埋めるためには、多大なコストを要することとなる。こうして発生するコストが取引費用であり、それがあまりにも大きくなりすぎれば、取引自体成立しないことともなってしまう。

金融に関して情報の経済学においては、金融機関は図表4に見られるように、個人部門の出資（預金）の受け皿であり、その出資を事業会社への投資に振り向けるという金融仲介機関としての役割を担っている。出資については、個人部門がプリンシパルで、金融機関がエージェント、投資については、金融機関がプリンシパルで、事業会社がエージェントの役目を果たしている。

個人部門は、事業会社へ直接投資することも可能であるが、それには、適当な投資先を探したり、リスク評価を行うなどの作業が必要となる。だが金融機関を介在させることによって、出資者としての個人部門は、そうした情報生産を行なう必要性を要しないで済むこととなる。金融機関は、投資（貸出）を専門に行なうための組織であり、投資（貸出）先を探すことについても、そのリスク評価をすることについてもお手の物である。不慣れな個人部門に、金融機関と同等の情報生産能力を期待することは、まず無理である。したがって金融機関の介在によって、利便性は格段に高まることとなる。こうしたところに、金融機関が存在する意義が認められるということだ。

98 この議論は拙稿酒井〔2008〕参照。

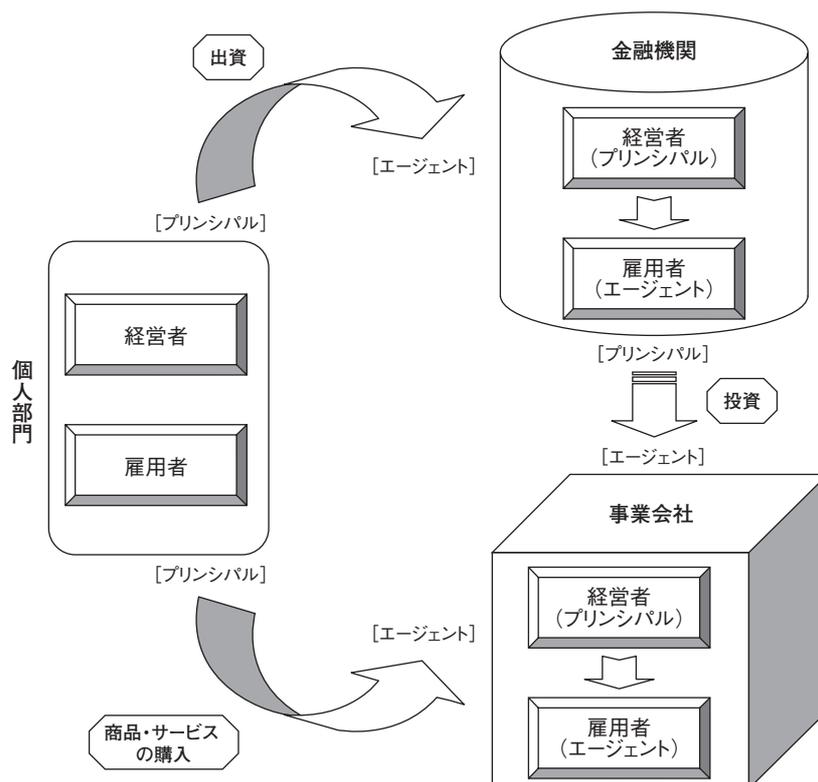
ところで“プリンシパル=エージェント”関係は、単純に一義的な関係にあるわけではない。個人、組織といった各部門は、“プリンシパル=エージェント”関係において固定しているものではなく、取引種類に応じて同一の主体が、ある場合にはプリンシパル、またある場合にはエージェントと役割を変える。さらに個人は、組織の中に入れば、プリンシパルとエージェントに役割を二分するわけでもある。ややトリッキーな議論であるかもしれないが、このことはプリンシパル（=依頼人）が、商品・サービスの提供を“依頼”する人、エージェント（=代理人）が、商品・サービスを“（プリンシパルに）提供”する人と定義すれば、容易に整理さ

れる問題ではある。

経済活動一般の説明と同様に、個人、組織を問わず、“プリンシパル=エージェント”間に非対称情報の生じることが議論の発端とされるわけだ。再度、投資に注目しよう。ここでのプリンシパルは、資金の“貸し手”としての金融機関であり、エージェントは、その“借り手”としての事業会社である。さらに金融機関は、出資者である個人部門から“寄託”された資金を事業会社に投資する責務を負う存在でもある。

金融機関が借入れを希望する事業会社について、予め充分な情報を持っているとすれば、用意されたスケジュール表<sup>99</sup>に従って、投資は

図表4 契約の入れ子構造（プリンシパルとエージェントの関係）



99 エクスプリシットには、需要曲線や供給曲線のもととなる、市場における価格（金利）と需給量の組合せ表のこと。ただこの場合も、インプリシットには、金融機関の「リスク選考度」と「事業リスク」の組合せがその前提とされている。

淡々と実行されることとなる。またこのスケジュール表においては、均衡金利と均衡需給が同時に決定され、しかもそこで決定される金利・需給等の水準は、最適資源配分を保証するものということでもある。もっとも、判断の前提となる情報が現実的には不十分ということであれば、折角のスケジュール表も活用が困難になってしまう。それが、金融取引におけるさらなる情報の非対称性問題を生じさせることともなるわけだ。

実際のプリンシパルとエージェントの境界は曖昧模糊としており、また必ずしも多くが想定するように、常に対立関係にあるということではない。金融機関と借り手企業の間では、無論対立する場面も多々あろうが、ことわが国の中小企業金融においては、協力し協働し合う場面が、逆に多々見られるわけでもある。会社内においても、上司と部下の関係は対立一方ということはないであろう。と言うより通常はむしろ、協力して任務を遂行することが多いと見てよい。

エージェントの情報生産能力が乏しく、意図的に隠し立てするわけではないのに、プリンシパルに対して、十分な情報提供が出来ないといった場合を考えてみよう。この場合、エージェント自身が情報を把握・認識していないのであるから、プリンシパルはそれを知らなくて当然である。つまり両者ともに情報“疎”ということである。プリンシパル、エージェントの双方ともに、“不”完全な情報しか保有しない中で、彼らがともに取引を成立させることを切望したとしたら、どういう展開を辿るであろうか。エ

ージェントは取引の成立を求める以上、積極的にプリンシパルに協力することになるであろう。少なくとも両者は協力して、必要な情報の生産に当たると考えるのが自然である。これは、“非”協力的ゲームの世界などでは決してなく、協力的ゲームの世界である。

さらに付け加えるならば、こうした背景には、国境を跨ぐことによって生じる制度面の相違性があるわけだ。同じように、金融あるいは中小企業金融という言葉を使っても、その詳細は異なる面が多い。金融機関のシステム統合に際して、もっとも悩ましい問題の1つは、各金融機関において用語・定義が統一されていないことである。用語・定義は、偏に概念規定に関わる問題である。国境を越えて中小企業金融を論じる場合には、とりわけその問題が俄然クローズアップされるということだ。

そうしたところから、比較制度分析における“経路依存性”<sup>100</sup>に関する取扱いが重要と考えられることとなる。抽象概念では同一の制度であるはずのものが、その経て来た歴史・経路の影響を受けて形成される器の形に合わせて変形し、その変形した形でそこに収まることとなるからである。さらにアルベール<sup>101</sup> [1992] では、資本主義国間の対立（資本主義対資本主義）が示唆される。そこでは、一方が米英中心のAnglo・アメリカン諸国であり、他方が欧州大陸中心のラインあるいはアルペン諸国（わが国もこの陣営）である。誤解を怖れずに整理すれば、前者は市場経済信奉国、後者は混合経済信奉国と言ってもよいであろう。両陣営においては、同じ機能を有する金融商品であっても、そ

100 比較制度分析における“経路依存性”は、第5節で詳しく議論する。

101 ミシェル・アルベール（Michel Albert, 1930 -）；フランス開銀総裁

の詳細は完全には一致しない。歴史、人種、風俗、習慣、自然といった環境面が異なれば、金融制度・商品等にバリエーションが生じてしまうということだ。

情報の経済学を媒介とした中小企業金融の議論において、アメリカではトランザクション・バンキング (transaction banking)<sup>102</sup>の位置づけが大きいとされる。リレーションシップ・バンキング (relationship banking)<sup>103</sup>に比較すれば、トランザクション・バンキングは市場の申し子と言ってよい。またこれは、それぞれ“非”協力的ゲームと協力的ゲームに繋がるものでもある。情報の経済学の枠組みにおいて中小企業金融を論じる場合には、やはり各国におけるこうした制度面の相違性に、配意しなければならないということであろう。

近年における情報の経済学の進展から、最近の金融論においては情報を全面的に掲げたアプローチが多くなっているということである。このように情報の切り口で金融機関を眺めた場合、Ramakrishnan<sup>104</sup> and Thakor<sup>105</sup> [1984]では、「われわれがここで説明したい金融仲介機関は、多岐にわたる情報ブローカー群である。われわれのモデルにおいては、情報を生産する連合体が、多様な形の情報ブローカーからなっているということだ。これらは例えば、スタンダード&プアーズ、信用調査会社、金融新聞社、ムーディーズ、小切手保証サービス会社、計量モデル開発者、コンサルタント、投資銀行、そして監査法人である」(p.415)と、金融仲介機

関が情報ブローカーとして幅広く捉えられている。そうした意味では、ここでの金融仲介機関を“広義”の金融サービス会社とした方がよいのかもしれない。

古い枠組みでの金融機関は、間接金融の代表としての銀行、及び直接金融の代表としての証券会社を想起すればそれではほぼ充分であった。情報生産活動に関して、銀行は預かった預金を貸し出すために、借り手に関して概ね“直接的な”情報を集めて審査し、貸出の可能性を検討する。対する証券会社は顧客である投資家のために、投資対象企業に関する情報を“間接”的に集めて分析し、投資の妥当性についての情報を投資家に提供する。ここで直接的情報というのは、担当者が借り手と“直接”接して集める情報のことであり、これには非公開情報あるいはソフト情報なども<sup>106</sup>も含まれる。また間接的情報というのは、担当者が投資対象企業について集める主に公開情報のことであり、この主体は、有価証券報告書などから得られるハード情報<sup>107</sup>である。

古い枠組みの中では、情報生産の担い手はほとんどが狭義の金融サービス業であった。これに対して新しい枠組みの中では、情報生産の担い手が広義の金融サービス業にまで広がり、それだけ金融仲介に携わる機関が増えたということである。古い枠組みの中では、借り手の情報生産に携わる者は、その資金調達に直接的に関わる銀行や証券会社にすぎず、極めてシンプルであった。それが新しい枠組みの中では、格付

102 トランザクション・バンキングは、ほとんど計数情報の分析のみに従う金融形態。

103 リレーションシップ・バンキングは、人対人の関係から得られる非計数情報も重視する金融形態。

104 Ram T. S. Ramakrishnan；イリノイ大学シカゴ校会計学部長

105 Anjan V. Thakor

106 ソフト情報は、企業へ直接・間接にアクセスすることによって得られる、主に非計数情報。

107 ハード情報は、主に計数情報。

け会社、信用調査会社、コンサルタントなどが加わり、実に多彩になっている。すなわちこれは、1人の借り手に関する情報が多方面で生産されるようになったということである。

このように、多方面（機関）から1人の借り手に関する情報が生産されるとすれば、当然のこと情報の密度が濃くなり、そこで生産される情報はその正当性・妥当性を高めることともなる。しかしながらこれは、飽くまでも情報“生産”が多様化したということにすぎず、元々の1次情報は、ほとんど1つ（例えば有価証券報告書）であることが多いわけである。それぞれの情報生産機関によって分析結果が異なるとすれば、それは、手法の違いによることが多いと言ってよい。そうした中で多様化の欠点としては、機関によって見方が分かれた場合に混乱が深まり、却って“顔”を見えにくくしてしまうことがあげられる。本来的によく見えるようにしたいとする意図が、逆効果になってしまうということだ。

なお多様な仲介機関が分析対象とするのは、主に大企業を中心とした公開企業が中心である。非公開企業を中心とする中小企業では、そうした対象とされないのが一般的である。しかし中小企業がこういった流れの完全な埒外にあるかと言えば、必ずしもそうではない。また中小企業金融においては、リターンの割りにコストが過大であることが問題視され、そのことがスムーズな市場拡大を阻害しているとされる。そこでの問題がコストであるとするれば、金融機関は、相対的に低コストであると言われるトラ

ンザクション・バンキングの手法について、可能な限り活用を図りたいと考えておかしくない。後述するように、こうしたトランザクション・バンキングの手法が、中小企業金融においても一般化すれば、ますます借り手企業の“顔”が見えにくくなってしまふこととなる。このことが本稿における最大の問題意識であるわけだ。

## 第2項 アメリカが“考える”中小企業金融

アメリカで“考えられている”中小企業金融について、Udell<sup>108</sup>〔2005〕<sup>109</sup>に従って概観することとしよう。

ここでは第1に、中小企業に関する新しいフレームワークが示される。この新しいフレームワークは「異なる貸出技術を利用することによって、一国の金融機関構造や貸出インフラが、いかに中小企業の資金調達に変化を与えるかを究明する」ことであるとされる。この場合金融機関構造は、種々の機関のそれぞれについての存在意義、及びそれらの間で生じる競争関係を指し、貸出インフラは、金融構造や貸出能力に影響を及ぼす規制や状態を示している。

第2では、中小企業向け貸出、金融システム構造、及び古いフレームワークについての分析が示される。まず「大手機関は、“ハード”情報に基礎をおくトランザクション貸出に優位性を持つ」こと、一方で「中小機関は、“ソフト”情報に基礎をおくりレーションシップ貸出に優位性を持つ」ことが指摘される。ハード情報は財務諸比率、信用スコア等々のことであり、こ

108 Gregory F. Udell ; 米インディアナ大学経営大学院教授

109 Udell〔2005〕は、インターネットから入手したところから頁が付されていないため、引用箇所の頁を省いた。

れらは比較的容易に観察したり、検証したり、伝達することが可能であるわけだ。またソフト情報は中小企業経営者の性格や地域社会の理解等々のことであり、これらは相対的に容易には観察したり、検証したり、伝達することが出来にくいものである。

トランザクション貸出の技術は多様であり、それらは財務諸表準拠貸出<sup>110</sup>、信用スコアリング、ABL<sup>111</sup>、ファクタリング、リース、企業間信用の6つである。この中で、財務諸表準拠貸出は、借り手の透明性が必要とされるが、他の5つについては、公開度の低い中小企業にも適用可能とされる。大手機関が、公開度の極めて低い中小企業を対象とする場合には、こうしたトランザクション技術の1つないしいくつかの組み合わせによって貸出を可能とするわけである。そしてここでは、「リレーションシップ貸出が中小企業に対する唯一の技術でないということであれば、その実行主体である小規模機関の役割は思ったほど重要ではないのかもしれない」という注目すべき見解も示される。

第3では、新しいフレームワークとして、中小企業向け貸出に関する検討結果が示される。ここでは「金融契約においては、借り手と貸し手の間に存在する“楔”に触れなければならない」とする。これが経済学で言う情報の非対称性である。貸し手はこの問題の解決を図るために、いくつかの技術を活用することとなる。スクリーニング<sup>112</sup>、契約技術<sup>113</sup>、モニタリング<sup>114</sup>な

どの手法がそれである。こうした技術を活用することによって、借り手により多くの信用が供与されることになるということだ。なお、こうした貸出技術には国情に応じて幅広いバリエーションが認められる。例えば「ファクタリングは世界中で利用されている」一方で、「ABLはオーストラリア、カナダ、イギリス、アメリカのコモン・カントリー<sup>115</sup>に限定されている」ということである。要は開発された貸出技術は、仮にそれがいくら有効性の高いものであっても国によって選択度合いが異なるということである。

第4では第3における議論に加えて、新しいフレームワークとして金融機関構造と貸出インフラがとり上げられる。ここでの金融機関構造は、①大手金融機関対中小金融機関、②外国銀行対国内銀行、③民間銀行対国営銀行、④銀行業の集中化の4つが主テーマとされる。こうした中で、①と④に限って議論の中身を見てみることにしよう。

①大銀行対中小銀行では、「大手機関がトランザクション貸出に優位性を持ち、中小機関がリレーションシップ貸出に優位性を持つ」こと、及び「大手機関は、財務諸表準拠貸出以外のトランザクション技術を活用しているところから、必ずしも公開度の低い中小企業向け貸出が苦手というわけではない」ことが指摘される。大手機関はトランザクション貸出に優位性を持つものの、だからと言って中小企業金融に取り

110 財務諸表準拠貸出 (Financial Statement Lending) は、財務諸表の分析のみに頼る貸出

111 ABL (=Asset Backed Lending) は資産活用貸出のことであるが、一般には、動産活用であることが多い。

112 スクリーニングは情報の経済学における考え方で、情報を持たない側 (プリンシパル) が情報を持っている側 (agent) から情報を得るためにとる行動

113 契約技術は、非対称情報の下において、エージェントに関するモラル・ハザードなどを未然に防ぐための手法・方法

114 モニタリングは情報の経済学における考え方で、情報を持たない側 (プリンシパル) が情報を持っている側 (agent) の行動を契約に沿うよう監視すること

115 コモン・カントリー (common countries) は、イギリス連邦 (The Commonwealth of Nations) のことと思われる。厳密なものではなく、昔イギリスを宗主とした国々程度の意味であろう。

組まないということではない。そこで活用されるトランザクション技術は、中小企業金融への適用も可能なものであるからだ。

④金融機関の集中化においては、集中化が進めば「市場の力を発揮すべくどのような貸出技術を用いても、信用は縮小せざるを得ない（構造支配仮説<sup>116</sup>）」こととなる一方で、「リレーションシップ貸出への投資が促進され、大々的にそうした技術が活用されるようになる」ことが指摘される。金融機関の集中化が信用創造にマイナスに働く一方で、これがリレーションシップ貸出を促進する傾向も見られるということだ。結論として、「集中化の功罪は相半ばする」ということになるであろう。

次いで貸出インフラの議論である。貸出インフラにあげられるのは、①情報環境、②法律・訴訟・倒産環境、③税制・規制環境の3つである。こうした貸出インフラは、「直接的には貸出技術を通じて、間接的には金融機関構造を通じて発現する」とされるわけである。

①情報環境に関しては、「中小企業向け貸出に大きな影響のある」ことがまず指摘される。その要素の1つが会計インフラである。これについては、「会計基準における各国間の衝突が考慮されるべきであり、また財務諸表準拠貸出の相対的有効性に影響を与える可能性」のあることが示される。今1つの要素が情報の共有化である。情報の共有化は「貸出の可能性を高め、貸出及び貸倒れのコストを軽減し、企業倒産予測モデルの有効性を促進する」こととなる。そしてそれは「資本の成長とそのコストにも関係

し、全ての技術に役立つものであるが、中小企業の信用スコアリングやファクタリングには有効性を欠く」ことが示される。

②の法律・訴訟・倒産環境に関しては、「商業貸出に影響を与える法的インフラは、商取引に関連する権利関係を明確化させる商法と、その施行令からなる」とし、とりわけ「後者は貸出契約における契約当事者の信頼性を決定する」とされる。総じて「上記2つの要点は、貸出拡大に関係する法律の条文を構成する」ということである。なお「金融関係法が整備され、権利関係が強く保護される国では、外部からの資金調達が可能となりやすい」ということであり、なかんずく中小企業にそうした影響が強く働くこととなる。要するに「金融・法律・不正行為の問題は、あまねく大企業以上に中小企業の動向を左右する」ということである。

③税制・規制環境に関しては、直接的影響と間接的影響の2つに分けて説明される。直接的影響としては、「種々の受取勘定に付される印紙税、クレジット・クランチを呼び起こす銀行監督と監督当局の検査、それにバーゼルⅡ<sup>117</sup>」があげられる。間接的影響としては、「アメリカにおけるマクファーデン法<sup>118</sup>の廃止、EUにおける単一銀行免許<sup>119</sup>、多くの国における外国銀行の参入に関する規制変更」などがあげられる。そして間接的影響は、金融機関構造に影響を及ぼすことによって発現するということだ。

第5では、金融システム構造に関する各国間の異同と政策的インプリケーションが追究される。これを貸出チャンネルについて見てみると、

116 the structure - conduct - performance hypothesis

117 バーゼルⅡは、2004年に公表されたBIS（Bank for International Settlements=国際決済銀行）規制の第2弾

118 マクファーデン法は、アメリカにおいて1927年に制定された国法銀行の国際業務を禁止した法律

119 単一銀行免許（single banking license）は、EU域内における銀行免許の統一化のこと

「貸出チャンネルは、商業貸出を提供する2次元のパイプからなっている。1つは貸出のタイプということであり、例えば、これは貸出技術の類である。また今1つは、そうした技術を提供する金融機関のタイプということである」とする。この簡単な例としては、「大手国内銀行が行う設備リース」があげられる。そして、「一国の経済は多くの貸出チャンネルを持っている」ということであるわけだ。次にそうした貸出チャンネルへの衝撃に関する議論である。ここでは、「金融システムに対する衝撃が、1つないしそれ以上の貸出チャンネルを機能不全化してしまう」ことが指摘される。世に多くの潜在的な衝撃が存在するが、これには例えば、「銀行に対する自己資本比率規制の衝撃、銀行に対する規制及び法的衝撃、金融政策からの衝撃」などがあげられている。

他方「貸出チャンネル間には、いくつかの代替性がある、中小銀行が破綻し、リレーションシップ貸出が駄目になると、金融会社からリースを増やすことも可能となる」ことが示される。これはチャンネル間に代替性が存在するということである。次いで「金融システムに対する衝撃の正味の影響は、勿論、貸出可能性へのインパクトとなって現れる」ことが示される。代替性はある、影響を免れ得ないということである。さらに貸出チャンネルに関しては、「動的に考えるよりは、静的に考えた方がよい」とされる。「貸出チャンネルの考えを導入することによって、貸出技術及び金融機関構造を検討する際の幅が広がる」こととなり、そうして「金融システムへの衝撃が、大なり小なり、1つないしそれ以上の貸出チャンネルを機能不全にす

る」ことになるというのだ。結果、「チャンネル間の代替性が認められる中で、金融システムへ生じた衝撃は、所与の金融システムにおいてそれぞれの貸出チャンネルを通じて生み出される貸出に相対的な変化を及ぼすことにもなろう」という結論が導き出されるわけである。

最後に第6では、貸出チャンネルへの衝撃が動的に究明される。アメリカを舞台とした1990～92年のクレジット・クラッシュにおいて、「貸出は順調に行われたか」という問題提起の下、「リスク・ベースを加味した自己資本比率規制、金融監督当局の監督、自己資本比率規制、貸出規制強化」などをあげ、これらがそこで強い影響をもたらしたとするのである。同様にわが国においては、「アメリカに似た面も異なる面もある」ということだ。相違点としては、「アメリカではABLが導入されたが、日本ではまだであり、日本では、商工ローンや商社金融があるのに対して、アメリカにはない」こと、また「アメリカではリスク・アセット規制や他の規制も同時に導入されたが、日本はそうでない」こと、等々が指摘される。なお日本は根深い資産バブルの後遺症から、「金融危機が長らくかつ深く続いて」おり、こうした対応として、アメリカでは決して採用されることがない「一番弱い銀行も潰さない“護送船団”方式、返済猶予策」などが政策的に手当てされているということである。

以上Udellに従って、アメリカにおける理論的に整理された中小企業金融に関する議論を見て来た。それらはまず第1が、中小企業金融に関する新しいフレームワークの概観、第2が、中小企業金融、金融システム構造、及び古いフ

レームワークについての分析、第3が、新しいフレームワークとしての中小企業向け貸出技術に関する検討、第4が、同様に新しいフレームワーク中における、金融機関構造と貸出インフラの検討、第5が、金融システム構造に関する各国間の異同と政策的インプリケーションについての追究、最後に第6が、貸出チャンネルへの衝撃に関する動態的な影響の究明、等々ということであった。

### 第3項 アメリカにおけるリレーションシップ・バンキングの考え方

アメリカにおける中小企業金融に関する理論的整理は前項でほぼ充分である。ただし、中小企業金融においてもっとも期待の大きいリレーションシップ・バンキングについての説明は未だ不充分であった。そうしたところから、リレーションシップ・バンキングについてここで項を改めて概観することとしたい。

Berger<sup>120</sup> and Udell [2002]<sup>121</sup>では、「①リレーションシップ・バンキングに関する銀行の内部運営、②銀行の組織構造に関するインプリケーション、③中小企業向けリレーションシップ貸出の広がりについてのその経済環境面への衝撃がもたらす効果について、モデル化」が試みられている。以下これに従って、アメリカにおけるリレーションシップ・バンキングに関する整理をトレースしてみることとしよう。

情報の経済学の中では、貸し手（プリンシパル）と借り手（エージェント）の間に情報の非対称性が存在するところから、様々な問題が生

じる<sup>122</sup>。当然のことながら貸し手が、そうした非対称情報下で貸出を行うとすれば、相応のリスクを覚悟しなければならない。貸し手は、情報ギャップを埋めるために行動（調査・審査等）を起こすこととなるが、情報ギャップが大きければ大きいほどコストが膨らむこととなってしまふ。大企業は公開度が高いためそうしたコストも相対的に小さくて済むとされる。だが中小企業ではそもそも非公開企業が大半であり、大企業と同列には扱うことが出来ない。したがって中小企業金融では相対的にコストが大きくなる。こうしたコストの存在が、中小企業金融の円滑化を阻害するということである。

加えて情報の経済学においては“プリンシパル＝エージェント”問題は、金融機関組織の内部でも発生し得る。この場合、経営者（管理者）がプリンシパルで、担当者がエージェントである。ここでの情報の非対称性は、担当者が借り手（企業）に関する情報を組織内でもっとも有する一方で、経営者（管理者）は相対的に少なくしか保持しないということである。このような情報の非対称性が存在する場合、組織としては情報ギャップを埋めることに配意した組織づくりを行い、またそうした情報ギャップを前提とした組織運営を図ることが必要となる。

いずれにしても非対称情報を前提として、その解消・緩和あるいはそれへの対応を図るための技術がトランザクション・バンキングであったり、リレーションシップ・バンキングであったりするというところで、こうした中で、中小企業にはよりリレーションシップ・バンキングが

120 Allen N. Berger；米サウス・カロライナ大学経営大学院教授

121 Berger and Udell [2002] は、インターネットから入手したところから頁が付されていないため、引用箇所の頁を省いた。

122 拙稿酒井 [2007] [2008] 参照

馴染むとされるということである。

Berger and Udellでは、「中小企業金融における情報問題の緩和を可能とするパワフルな技術の1つが、リレーションシップ・バンキングである」とする。そして「リレーションシップ貸出の下で、銀行は、常日頃から、多角的に企業や、経営者や、地域社会と接触しつつ情報収集を図り、こうして得られた情報を、貸出額や条件の決定に利用する」とし、これが、リレーションシップ・バンキングの真髄ということである。また「最近の実証研究においても、貸出金利や担保差入れといった、貸出額や貸出条件の決定に関して、中小企業と銀行のリレーションシップの重要性が指摘されている」ということであるわけだ。

これまでの理論的整理を受け入れたとして、次に問題となるのは具体的に、どういったものがリレーションシップ・バンキングであるかということであろう。しかしながらこれについてはBerger and Udellのみならず、多くの先行研究においても、明確な定義は示されていない。因みに「リレーションシップ貸出は、一般に企業、オーナー、地域社会との常日頃からの関係構築を通じて、“ソフト”情報を集める」ことだとする一方で、「ソフト情報は、観察し、検証し、伝えることは容易ではない」ともされる。要するにソフト情報とか、ハード情報とかの言葉が飛び交うばかりで、その実態は未だ曖昧模糊としているということだ。

なぜこうした状態が続くこととなるのか？これに関してBerger and Udellは、「最近、リ

レバンに学術的な関心が寄せられているにも拘らず、如何にして、銀行と借手のリレーションシップが機能するのかという命題を十分に満足させる分析は、未だ示されていないからだ」と率直に語る。そしてさらに「主要なリレーションシップが、銀行と企業間におけるものなのか、貸出担当者と企業経営者の間におけるものなのか、銀行内の誰が、リレーションシップ情報を獲得し、それを保管するのか、銀行内において、如何に、この情報が共有化されるのか、といったことについても明確化されていない」と、これまた率直にこの問題の曖昧な点が示される。

小野<sup>123</sup>〔2007〕ではリレーションシップ・バンキングについて、「リレーションシップ貸出に定型化された定義があるわけではないが、リレーションシップ貸出に関する代表的な文献の1つであるBoot〔2000〕<sup>124</sup>は、情報の非対称性が存在する下で、①顧客固有の私的な“ソフト”情報を独占的に入手するために審査・モニタリングといった不可逆的な投資活動を行い、②そうした投資の収益性を判断するに当たって、長期継続的かつ複数の金融商品を通じた取引関係であることを考慮する必要のある金融サービス活動（貸出）、と定義している」（p.43）ことが紹介される。もっともこの定義に従ったとしても、例えば“ハード”情報との比較における特異性などは決して保証されないわけである。この定義は未だ不十分であるし、そしてそれ以上に、定義内容が具体性を欠けば欠くほど、十分な分析ツールとはなり得ないということである。

123 小野有人（1968 -）；みずほ総合研究所上席主任研究員

124 Boot,A.W.A.〔2000〕“Relationship Banking：What Do We Know？”*Journal of Financial Intermediation*, 9, pp.7-25

もある。

Berger and Udellに戻ると、リレーションシップ・バンキングが声高に叫ばれる割に、中身が一向に明確にならないのは、「この問題の一部は、研究者が、組織論的文脈の中でリレーションシップ・バンキングについての観測を怠ったことから生じている」とするわけである。さらに率直に言えば、リレーションシップ・バンキングについては理論ばかりが先行し、その中身は一向に詰められていないということであり、こうした頭でっかちの議論がアメリカにおいて堂々巡りしているということなのである。そうした目で見れば、「銀行と担当者間の契約の深度は、より大きな情報問題、及びより大きい担当者への権限付与のために、銀行全体のポートフォリオにおけるリレーションシップ貸出への傾斜割合に応じて増加する傾向がある」とか、「最新の理論モデルによれば、リレーションシップ貸出は、情動的距離を縮めるためのコスト、あるいは借り手に関する固有情報を追究するためのコストの存在によって、減少することが示される」といった、折角のファクト・ファイディングも色褪せて見えると言えば、いいすぎであろうか。

繰り返しになるが、リレーションシップ・バンキングについては、未だ確たる定義がなされていないというのがアメリカにおける実情と言えよう。要するに、リレーションシップ・バンキングなるものの正体は、未だ本当には定かではないということだ。極端な言い方をすれば、理論的には“存在するらしい”ということにすぎないわけである。そうした存在を“ああでも

ないこうでもない”と議論すること自体、存在するかしらないか分からない幽霊の尻尾に怯える行為と同じと、言えはしないであろうか。

どうもこの議論は、実態をよく把握しない中で突き進んでいることが最大のネックと思われて仕方がないのである。後述するようにわが国でも行政をはじめとして、リレーションシップ・バンキングへの期待が大きく、閉塞状況にある中小企業金融の突破口として遇されているだけに、何をおいてもまず、リレーションシップ・バンキングの明確な定義が示されなければならないということだ。そうでなければ何も始まらない。

#### 第4項 わが国の中小企業金融：リレーションシップ・バンキングを中心に

わが国における中小企業金融の分析においても、アメリカにおけるほど全面的ではないが、情報の経済学の考え方が採用されるようになっている。例えば相対論ではあるかもしれないが、小野〔2007〕などはそうした分析手法に忠実である一方、村本<sup>125</sup>〔2005〕ではそうした色彩がやや薄れるように思われる。またわが国における中小企業金融の議論において特徴的であるのは、トランザクション・バンキングを横に置いてリレーションシップ・バンキングを中心に展開されることである。前項までに見たUdell〔2005〕では、リレーションシップ・バンキングに至るまでの経緯が整理されている。しかしこれは、決してリレーションシップ・バンキングを中心とする議論ではなかった。わが国における中小企業金融の議論において、リレーシ

125 村本孜（1945 -）；成城大学教授

ンシップ・バンキングが機軸に据えられるのは、メインバンク制度を通じてそれが既に実践されて来たことと大きな関係を有するであろう。本項ではまず、村本の考え方を中心にトレースすることから始めることとしよう。

村本〔2005〕では、「リレーションシップ・バンキングは、＜借手企業のゴーイングコンサーンとしての収益性に着目して貸出条件を設定するほか、貸出契約の不完備性に柔軟に対応して、借手企業の経営危機に対応するなど事後的な非効率性を回避し、かつレント<sup>126</sup>を獲得する＞（堀内〔2004〕<sup>127</sup>）手法で、その1つのタイプが従来から議論されて来た日本のメインバンク関係である」（p.iii）と、堀内を引いてリレーションシップ・バンキングを定義づけるとともに、わが国における特殊要因としてメインバンクとの関係性を指摘するわけである。ここではさらに堀内に拠って、「メインバンク関係はリレーションシップ・バンキングの一形態ではあるが、理念形としてのリレーションシップ・バンキングは、＜メインバンク関係などよりもっと幅広く見られる、より普遍的なものとして理解されるべきである＞としている」（p.14）と、メインバンク関係と比べた場合に、リレーションシップ・バンキングがより上位の概念であることが強調されるのである。

小野〔2007〕でも、「相対（あいたい）型の銀行貸出において、貸し手と借り手との密接な関係が求められるのは地域金融機関に限定されるものではなく、大手金融機関も含めた日本のメインバンク制度は、正にリレーションシッ

プ・バンキングの一形態とも考えられる」（p.3）とし、「人為的低金利政策の下、企業部門が一般的な資金不足にあった中で、信用割当を行う基準となったのは、メインバンク関係であったとされる（鹿野〔2006〕<sup>128</sup>）。そして、多くの中小企業にとっては、メインバンクに該当するのは“中小企業金融専門機関”であった」（P9）とするのである。村本同様小野も、メインバンク関係はリレーションシップ・バンキングの一形態であると捉えたうえで、中小企業におけるメインバンクは、“中小企業金融専門機関”が多いことを指摘するわけだ。

加えて村本は、「リレーションシップ・バンキングとは、金融取引に固有な問題である情報の非対称性や貸出契約の不完備性に対処する金融サービスの一形態であり、金融機関が個々の企業の経営に関する内部情報を収集・蓄積することによって情報の非対称性問題を緩和・解決する機能を発揮するビジネス・モデルである」（p.iii）ことを強調する。ここでキーワードとされるのは、契約の不完備性と情報の非対称性であるわけだ。アメリカにおける分析と同様に、情報の経済学が分析ツールとして大きな役割を果たしているということである。

そしてこれもある意味わが国における特殊性ということであるが、「金融の自由化、規制緩和、金融ビッグバンを経ても、日本の金融システムにおいて間接金融の優位性に変わりはないように思える。他方で、日本の金融システムを、従来の産業金融モデルないし間接金融優位の単線的システムから、市場金融モデルを加えた複

126 レントとは、その仕組みに与えられる制度的な余剰のこと。例えば護送船団方式の採用によって、一番弱い金融機関の経営が成り立つように政策的配慮をすることによって、力のある機関には制度的な余剰が生じることとなる。

127 堀内昭義〔2004〕『銀行危機と金融システムの再構築—貸出取引関係の可能性』日本金融学会関東部会報告論文、9月

128 鹿野嘉昭〔2006〕『日本の金融制度（第二版）』東洋経済新報社

線のシステムに移行させることが制度的な課題となっている」(pp.iii-iv)としたうえで、「この方向性は、金融システムの抱えるリスクを銀行部門に集中させることによるシステムの脆弱性を回避するという点で正しいものである」(p.iv)と、間接金融の優位性、及びその発展形として複線的システムが機能するさまを示し、その方向性の正しさについて指摘する。

さらに「このような問題意識は、寺西〔2003〕<sup>129</sup>とほぼ同様である。＜少なくとも当面の持続可能な経済システムの設計に当たっては、アングロ・サクソンの市場主義に、そのまま依拠することは難しい……銀行と証券の役割分担を適正化し、銀行に本来の情報生産機能をもたせる＞(p.378)、＜新しい経済システムは明治大正経済システムの進化経路上に、改良型の高度経済成長期民間経済システムを組み込んだ形で構築される必要がある＞(p.394)という指摘は説得的である」(p.iv)と、自らの見解についての確認が図られる。

そうしたうえで「いずれにせよ、銀行と資本市場は代替的でなく役割分担の関係にあること、企業をモニターとして育てる機能と、成熟した企業のリスクを処理する機能は、別々の組織によって担われるべきとの主張は（寺西〔2003〕p.381）、リテール金融を考えるうえでは興味深い」(pp.iv-v)とする中で、「産業金融モデルのコア部分はリレーションシップ・バンキング及び中小企業金融であり、日本の金融

システムは複線的システムといっても産業金融モデルないし銀行型システムによる部分が大きいと考えられる。しかし、中小企業金融は市場型間接金融の要素を取り込みつつあり、市場金融モデルの要素も無視出来ない」(p.vii)とするのである。ここでは、わが国の金融制度における銀行と資本市場の役割分担を示しつつ、今後は中小企業金融においても市場的要素が高まることが示唆されている。

これに関してさらに「Allen and Gale〔1997<sup>130</sup>, 2000<sup>131</sup>〕は、＜資本市場あり・仲介機関なし＞の金融システムよりも＜資本市場なし・仲介機関あり＞の金融システムの方が経済的厚生を高める可能性が強いことを論じている」(p.191)としたうえで、「馬場<sup>132</sup>・久田<sup>133</sup>〔2001〕が指摘するように、＜情報の非対称性、取引コストの存在、不完備契約、モラルハザードの問題などから生じる市場の不完全性を考慮すると、市場機能に全てを委ねる金融システムが常に望ましいと結論づけるのは危険であろう。また、システム間の制度的補完性 (institutional complementarity) の議論を踏まえると、金融システムのあり方は金融システム単体の問題として捉えるのではなく、コーポレート・ガバナンス構造や労働システムをも含む経済システム全体の枠組みの中で考える必要がある＞(p.4)という点は首肯される」(pp.191-192)として、仲介機関の有効性について一層の補強が図られる。

129 寺西重郎〔2003〕『日本の経済システム』岩波書店

130 Allen, F and D. Gale〔1997〕“Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing”, *Journal of Political Economy*, Vol.105, No.3, Jun, pp.523 - 546.

131 Allen, F and D. Gale〔2000〕“Comparing Financial Systems”, MIT Press.

132 馬場直彦；日本銀行

133 久田高正；日本銀行

ただしこうした見解に対して、「Petersen and Rajan [1995]<sup>134</sup>は、銀行と借手のリレーションシップによって相互の利益のための私的情報が作り出されるプロセスにおいて、銀行は情報独占を通じてレントを手に入れるが、資本市場からの競争圧力の高まりによってレントが減少するため、銀行が貸出を行うインセンティブは低下し、企業の資金調達行動が借入から資本市場へシフトすることを示している」(p.14)として、資本市場へのより強い傾斜傾向が指摘される。わが国における複線的システムは擁護論が展開される一方で、やはりこれまでどおりに存在するわけにはいかず、時代の流れに即した変形を迫られているということであろう。

ところでわが国のリレーションシップ・バンキングの議論において、その定義は明確になされているであろうか？ 村本においても「リレーションシップの具体的中身は、ソフト情報である。ハード情報という財務諸表に代表される明確な計数的裏付けのある情報に対して、ソフト情報は経営者の人柄・能力・経営判断・業界での評価・地域での風評などといった計数化されない情報であり、従業員の資質・士気・技術力・開発力などや、その企業の業界・地域での評価なども含まれよう。ある意味で、情報を生産した担当者以外にはその真偽を直接に証明出来ないような種類の情報と言える側面を持つ」(p.18)とする指摘に止まる。これは、明らかにアメリカにおける先行研究の域を超えていない。

もしソフト情報の有意味性を真剣に強調するのであれば、それらが実際の貸出判断に当たっ

て、なぜあるいはどういうメカニズムで意味を持ち、結果としてどのくらい有効であるかが予め示されなければならない。しかしながら、内外の先行研究においてもそこまで突っ込んだ議論はほとんど皆無であるわけだ。実務においては確かに評価項目として上記のものを採用し、そうした定性的情報に関して、例えば“ABC”などのランクを付して評価を行ってはいる。だが金融機関の内部において、評価項目の“有意味”性を厳しく追究し、またランクの判断基準を客観的に示した例などは、未だ充分には示されていないと言ってよいのである。

ソフト情報を重視するリレーションシップ・バンキングがわが国においては、相対的に早い段階から展開され、その中の一形態としてメインバンク・システムが機能して来たということだ。しかしながらそれは、情報の経済学の誕生を待ちトランザクション・バンキングとの対比において、初めて存在が明らかにされるアメリカ型のリレーションシップ・バンキングとは一線を画すべきものである。

アメリカにおける貸出取引は、必要情報入手の容易性からトランザクション・バンキングが優先的に扱われ、誤解を怖れずに言えば、リレーションシップ・バンキングは、トランザクション・バンキングではカバー出来ない残りに関する取引、すなわち残渣に係る取引であると考えてよい。アメリカ型のリレーションシップ・バンキングは見て来たように、飽くまでもトランザクション・バンキングを差し引いた残りが、リレーションシップ・バンキングという考え方であった。リレーションシップ・バンキン

134 Petersen, M. and R. Rajan [1995] "The Effects of Credit Market Competition on Lending Relationships" *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 110, pp.403-444

グは、トランザクション・バンキングを除いた残りに関する取引である。(情報の)非対称性が大きいと言われる中小企業金融において、そうした情報ギャップを埋めるためには多大なコストが必要とされる。したがって取引費用をなるべく節減するために、ハード情報に依存するトランザクション・バンキングの手法を採用することが、基本的に、中小企業金融においても望ましいこととされるわけだ。

中小企業金融においては、収集可能なハード情報の品質(信頼性)保証がされないところから、トランザクション・バンキングの展開は困難性が高いということである。だが一方で、ファクタリング、リース、信用スコアリングなどの手法が開発され、一部であるかもしれないが、トランザクション・バンキングの手法が、中小企業金融においても採用されるようになっていくわけである。こうしたトランザクション・バンキング的対応を図ることの出来ない借り手に対して用いられるのが、リレーションシップ・バンキングということである。

アメリカにおけるリレーションシップ・バンキングの発想は、飽くまでもこうしたトランザクション・バンキングの残渣にすぎないわけである。翻ってわが国においては、トランザクション・バンキングの発想とは別の次元で、既にメインバンク・システムという形態をとりつつ、リレーションシップ・バンキングを先行して実践して来た。繰り返すが、わが国におけるリレーションシップ・バンキングは、決してトランザクション・バンキングの残渣などではないということだ。このことは一般に指摘されることが少ないが、極めて重要なポイントである

と考える。大企業金融も含めて、わが国における金融はリレーションシップ・バンキングが本道であった。トランザクション・バンキングは借り手の“顔”が見えにくい、あるいは見なくて済む形の金融であるのに対して、リレーションシップ・バンキングでは、大きな前提として、何をさておいても借り手の“顔”が見えていなければならない。

例えば、戦前戦後を通じて少なからぬ位置を占めて来た相互扶助金融は“顔”が見える金融の典型である。拙稿酒井〔2009〕では、これを「資金に乏しい者同士の相互扶助」(pp.28-29)としている。こうした相互扶助金融は、資金に乏しい者同士の相互保証によって成り立つことが多く、したがって借り手同士、及び借り手・貸し手相互の“顔”がお互いに見えていなければ、これは端から成立しない形の金融である。わが国においては一定の役割が終えたとされる相互扶助金融であるが、「世界に目を転じると中小企業金融の原点とも言うべき、こうした“相互扶助金融”は途上国を中心に未だ健在である」(p.29)わけだ。相互扶助金融などは、差し詰めリレーションシップ・バンキングの走りあるいは原型と言ってよいということであり、これには必ず“顔”の見えることが前提とされるということである。

金融はそもそも虎の子の財産を“他人”に融通するわけであるから、基本的に、借り手の“顔”がよく見えていなければならない。“顔”の見えない借り手にカネを貸すことなど本来的には出来ない相談であるはずだ。相互扶助金融の原始形態である無尽講などはその典型であろう。それが近代化の波に洗われるとともに、カ

ネを誰かに預けて運用を依頼するようになり（間接金融）、借り手・貸し手の相対（あいたい）取引などと比較すれば、格段に、“本源的”な貸し手からは借り手の“顔”が見えなくなってしまうこととなる。ただそうした中でも貸し手金融機関が、借り手の“顔”が少しでも見えるように努力を傾けて来たことは間違いない。

それが近年のように証券化（直接金融）時代を迎えてしまうと、本源的な貸し手（投資家）のみならず、仲介金融機関ですら借り手の“顔”を見ることが出来ないようになってしまう。あるいは見なくて済むようになってしまう。まして本源的貸し手にはどう覗いても、全く借り手の“顔”が見えなくなってしまうわけである。このことは、金融システムの大変動（あるいは技術進歩）によって、“顔”が見えなくても金融取引の成立する構造が出来上がったということである。そうしたところから本源的貸し手の関心はますます、借り手の業績動向などに向けられることが少なくなり、もっぱら投資したカネについての“リスク”と“金利”に向けられることとなるわけでもある。

リスク分担について村本では、「情報の経済学において、金融取引ないし金融機関の行動は、インターテンポラル・スムージング（通時的リスク平準化取引= intertemporal smoothing）とクロスセクショナル・リスクシェアリング（リスク共有化= cross - sectional sharing）の要素に大別される」（p.5）と指摘する。インターテンポラル・スムージングは、時点・時点でその都度リスクに対応するという立場ではなく、一定期間の幅をもってリスクの平準化を図ろうとする考え方である。つまりこれは金融機

関・借り手の双方が長期的取引を通じて、リスクの平準化を期待するとする対応である。したがってある時点においては、金融機関はもろにリスクを被る可能性を持つ。対して、クロスセクショナル・リスクシェアリングは、一定の時点においてリスク軽減のために、金融機関が他者にリスク転化を図ろうとする考え方である。こうした例としては貸出債権の切り売り、あるいはその証券化などがあげられよう。いずれにしてもリスク対応について、どちらの方策を採用するかによって金融機関の性格、より大きくは一国の金融システムの特徴が決定づけられるということである。

こうした中で近年ウェイトを増しているのが、後者のクロスセクショナル・リスクシェアリングである。クロスセクショナル・シェアリングにおいては、金利・流動性・再調達等に係るリスクを軽減するために、先物・オプション・スワップ等のデリバティブ技術が多用されることとなる。デリバティブ技術は、借り手からその無機質的特性を引き剥がし、それを管理することによってリスク軽減や高利回りを保証するところの手法である。ここでデリバティブ技術が多用されることとなれば、本源的貸し手から見て、借り手の“顔”が見えなくなる傾向は一層のこと加速化される。このことは、第3節で触れたウィーナー過程などを想起すれば充分であろう。

ウィーナー過程は端的に言えば、微粒子のランダム運動であるブラウン運動についてその定式化を図ったものである。そうしたブラウン運動が株価変動やリスクの生起に相似するとして、金融商品設計の核に据えられることとなっ

たわけである。熱伝導方程式の活用なども同じ発想である。株価変動の説明にウィナーの定式がよくフィットする。そして、なぜそうした動きを示すのかという因果関係の探求を横に置いて、たまたま説明力が高いことをもってその活用を図る。要は、借り手の存在などはブラウンが発見したように、溶液中に浮遊するちっぽけな微粒子と同じ程度ということであろう。微粒子には名前もなく、個性も認められず、ただ気ままに空間を漂う存在である。ウィナー過程を金融商品に組み込ことによって、すなわちそれが意思ある借り手に置き換えられるということである。“顔”の見えなくなることが加速化されて当然であるわけだ。

#### 〈補論〉メインバンクについて

前述した村本、小野らの議論では、メインバンクをリレーションシップ・バンキングの一形態とし扱って来た。そうしたコンテキストにおいて本項では、補論として、メインバンクに関する議論をやや詳しく整理してみることにしよう。

青木<sup>135</sup>・パトリック<sup>136</sup>・シェアード<sup>137</sup> [1996]では、メインバンクに関して「“メインバンク”とは、〈X銀行はY社のメインバンクである〉とか、〈Y社は、X銀行をメインバンクとしている〉と言われるように、金融機関、企業、規制当局の間で使われる慣用表現である。銀行と企業がメインバンク関係を有していることに関して、当事者間の間では一般的に合意されているものの、メインバンクの正式なあるいは法的

な定義は存在しない」(p.15)と記述される。また「企業モニタリングやガバナンスにおいて、メインバンクが果たす役割がもう1つの重要な側面」(p.15)であるわけで、「メインバンクは単に貸出を行なうだけではなく、株式を保有し、資本市場の参加者及び規制当局からは企業のモニタリングを行い、企業に問題が生じた場合には、一定の介入機能を果たすことが期待されている」(pp.15-16)存在でもある。「“メインバンク”という用語は、企業金融やコーポレート・ガバナンスのシステムを指すもの」(p.16)であり、「それは企業や様々なタイプの銀行、その他の金融機関、そして規制当局の間における非公式な取引慣行、制度上の取決めや行動をも含むもの」(p.16)であるわけだ。いずれにしても、「このシステムの中核に銀行と企業のメインバンク関係がある」(p.16)ということであろう。

加えて青木・堀<sup>138</sup> [1996]では、「企業モニタリング・システムとして金融制度をとらえた場合、多くの専門機関に機能が分散している市場中心のアングロ・アメリカ型と、銀行に多様なモニタリング機能を集約したドイツ・日本型のシステムに大別出来る」(p.221)とする。世界の金融システムがアングロ・アメリカ型とドイツ・日本型に概ね大別されるということである。そして、「ドイツ・日本型のメインバンク・システムに代表される銀行中心の金融システムが十全に機能するには、銀行や企業に望ましいインセンティブを与うべき適切なレントの体系（規制体系）が重要になる」(p.221)こと

135 青木昌彦 (1938-) ; スタンフォード大学名誉教授 (執筆当時)

136 ヒュー・パトリック (Hugh Patrick) ; コロンビア大学教授, 日本ビジネスセンター理事 (以上執筆当時)

137 ポール・シェアード (Paul Sheard) ; 大阪大学助教授 (執筆当時)

138 堀宣昭 (1968-) ; 九州大学准教授 (執筆当時)

が指摘される。市場取引を中心に考えた場合にあまり問題とならないレントが、メインバンク・システムが十分に機能するための必要条件とされるということだ。レントは規制の産物と言えるが、メインバンク・システムが有効に機能するためにレントが前提とされるわけである。このことは、メインバンク・システムの本質を考えるうえで象徴的な指摘と言えよう。

青木・パトリック・シェアードに戻る。ここでは企業の立場から、「有力な銀行と良好なメインバンク関係を持つこと、あるいは、中小企業であれば、地方銀行とメインバンク関係を持つことは企業の財務戦略の要となるのであり、企業が成功するための欠くべからざる条件であった」(p.16)として、メインバンク・システムの利を謳う。ただし、過去においては大きな成功体験を有するメインバンク・システムであるが、近年は地殻変動に見舞われており、その要因として「第1に、投資資金需要と内部資金の水準において企業間格差が拡大したこと、第2に、企業は次第に洗練された財務手法を開発し、実践に移したこと、第3に、企業の資金調達に銀行借入れから海外(ユーロ)を含めた内外市場での証券発行に向かい、企業金融の形態に顕著な変化が生じたこと、第4に、1990年に至る時期に、銀行が株式その他の資産価格の急騰に遭遇し、また一面ではこれを助長する過程で、その貸出態度にも変化が生じたこと」(p.17)等々があげられている。

もっとも「企業金融におけるメインバンクは、資金の貸出を越え、より広範な役割を演じている。すなわち、メインバンク・システムのこの面は、1980年代から90年代のはじめに発生し

た一連の事件により、かえってクローズアップされるようになった」(p.17)ということであり、結局昨今は、様々な環境変化に晒されているものの、これは決して、メインバンク・システムが完全に役割を終えたことを意味するものではないということであろう。いずれにしても「戦後の日本において、メインバンク・システムは、企業のモニタリングやガバナンスの支柱であり、それは“乗っ取り”のような市場原理に基づく、手段の欠如を補完し、おそらくそれらの手段を発展させようとする要求を退けるものであった」(p.17)ということであるわけだ。そして「金融システムは資金の流れを単純に仲介するものではなく、ファイナンスやモニタリングの複合的なシステムであり、経済の他の制度的な要素に相互依存しているがゆえに、変化の時代にはより強固なものになるかもしれない」(p.17)ことが予兆されるところともなる。こうした指摘は今後のわが国における金融システムの方向性を探る意味で、重要な意味合いを持つと言えるであろう。

そうした中で、「最も強いメインバンク関係は大企業と大銀行間の関係である」(p.18)とされる。そしてその一方で「小規模な企業も含め、いかなる企業団体にも属さない企業でさえ主要銀行の1つとメインバンク関係を持つのが一般的である」(p.19)とするわけである。ここにメインバンク関係が大企業のみならず、中小企業との関係においても大きな位置を占めている様子が示される。メインバンク・システムと言え、大企業と大銀行の関係が一番に頭に浮かぶが、わが国におけるこの制度は元来中小企業金融においても機能して来たというこ

とだ。

外形的には、メインバンク関係は貸出残高に拠るところが大きい。しかしここではそれをもっと幅広く、「5つの重要な様相（銀行借入・債券発行関連業務・株式の持合い・支払決済勘定・情報サービスと経営資源の提供）」(p.19)にまで範囲を拡大する。さらには貸出残高を一括りにするのではなく、「貸出総額に占めるシェアよりも短期貸出に占めるシェアがメインバンクの証明と見なされる。というのは短期貸出に占めるシェアが企業の日常の資金業務に対する銀行の監視機能を左右し、場合によっては企業の業務と経営に対する銀行の影響力をも規定するからである」(pp.21-22)として、より実態的に核心に迫る議論も展開されている。

情報の経済学に従えば、借り手と貸し手の間に情報の非対称性が存在するところから、情報ギャップを緩和するためには大きなコストが発生するということである。そうしたコスト論議の観点から、メインバンク・システムが存在することによって、「メインバンクは自行と他の貸手の利益のため、取引先企業に対して周到なモニタリングを行い、これに伴いモニタリング・コストの重複負担が回避されている」(p.23)のだとする。メインバンク制度が存在することによって、モニタリングの実施において、他行とのコストの重複負担が回避されるということである。

ただそうは言っても、無論メインバンクは敵に塩を贈るだけの存在ではない。自らも当然のことその地位から利を得ているわけだ。このことは、「メインバンクには次の3つの選択肢がある。第1には、その特異な情報上の優位性を

利用して、他の債権者が気がつく前に潜在的不良債権の全部または一部を引揚げることによってメインバンクの地位を放棄することが出来る。第2には、事後的なりファイナンスの供与により問題取引先の救済を図ることが出来る。第3には、追加的な資金供給を拒否のうえ問題の解決を法廷に持ち込み、裁判所主導で清算手続きを進めることが出来る」(p.30)と述べられるとおりである。

こうした中で「メインバンクはしばしば、相対的に小規模な企業に対しては第1の方法を採るが、これは頼りになるメインバンクとしての同行の評価に傷を付ける怖れがある」(p.30)とする。そうしたうえで、「他の債権者もメインバンクの行動上のインセンティブを認識しており、またメインバンクによる貸出の回収は彼らまたは新規の債権者の利益を損なうことなしに実行出来ない」(p.30)ところから、「現実問題としてメインバンクがこういう機会主義的行動に訴える余地は限定されることになる」(p.30)と指摘するのである。理論は理論として、現実にはなかなか絵に描いたようには行かないということであろう。

さらに、「メインバンク・システムは企業支配権をめぐる活発な市場が存在しない日本において、力量の劣る経営者を規律づけるメカニズムを提供するもの」(p.31)であることにも触れられる。そして、「メインバンク・システムは企業の財務状態いかんにより、経営支配権が企業内部の経営陣とメインバンクとの間での交替を伴う特異な状態依存型のコーポレート・ガバナンス・システムをもたらすことになる」(p.31)のだとする。このことは、アングロ・

アメリカ型のコーポレート・ガバナンスが市場機能を活用する機会が多いことと、対極に位置するということだ。ここにもガバナンス1つとってみても、米英型の方式が唯一でないことが示されるわけである。

もっとも「昨今の企業金融形態の変化によって、無能な経営陣に対する規律者としてのメインバンク機能の長期的有用性について疑問がもたれるようになった」(p.36)ということであり、また「その結果、“非排他的な貸出と排他的なモニタリング”という事態」(p.37)がもたらされるようになってきているということである。ただそうではあっても、「日本のシステムの特徴はこれら3つのモニタリング機能（事前・中間・事後）がメインバンクの手の中に融合されていることである」(p.38)わけだ。米英では、モニタリングについても役割分担が進んでいるのに対して、わが国においては、そうしたモニタリング機能が未だメインバンクに一元化されている部分が多いということである。

またここで仮にメインバンクが取引先企業の救済に動くとするれば、メインバンクは大抵の場合巨額のコスト負担を覚悟しなければならないこととなる。客観的にはそうした状況であるにも拘らず、メインバンクがメインバンクとしての役割を積極的に果たそうとするのは、「銀行はメインバンクとして行動する限り、メインバンク・レントと呼ばれる特別の利益を享受する」(p.39)からということである。なお「このレントの源泉の1つは当事者間の契約であり、もう1つは金融規制のシステムである」

(p.39)ということでもある。

レントは極めて重要な概念であり、ここで今少し敷衍することとしよう。青木・堀では、レントの発生に関して「高度成長期の日本の金融規制体系は簡単に次のように要約出来る」(p.237)として、以下の4点があげられる。

- ①預金金利を低位に抑制するが、同時に実質預金金利を正に保つ
- ②債券発行を特定の企業に限定し、債券の第2次市場の発展を抑制する
- ③銀行産業への参入を抑制する。一方で銀行を証券の引受や仲介業務から閉め出す
- ④支店開設許可権や天下りによる経営者の派遣など、銀行のパフォーマンスに応じた報酬・ペナルティ制度を運用する

等々がそれである。

さらにその利点として「Hellmann, Murdock and Stiglitz [1994]<sup>139</sup>は、競争的な金融市場では市場の失敗によって充分に行なわれない活動（投資機会の調査、企業モニタリング、預金収集など）が、金融機関にこのようなレントを獲得する機会が与えられることによって、適切に行なわれるようになる」と考える」(p.239)こと、「金利規制を行なうと、市場を自由に任せただけの場合に比べて、確かに厚生上のロス（死荷量）も発生する。しかし、資金供給がそれほど利子弾力的でないとする、適度の金融抑制は、市場を歪めることのデメリットよりも、レントによって金融仲介の効率性が向上するメリットの方が大きくなるであろう」(p.240)ことの2点をあげている。

再度青木・パトリック・シェアードに戻る。

139 Hellmann, T., K. Murdock and J. Stiglitz [1994], "Financial Restraint : Towards A New paradigm," mimeo.

わが国の金融制度としては「こうした背景の中で、全ての既存都市銀行が横並びの成長を遂げ、しかも十分なレントと預貸金利鞘を保証されるという“護送船団システム”が生まれ、銀行の経営破たんも回避された。したがって、メインバンク・レントには、社会的なモニタリング・コストの節約に対する対価という要素と、寡占的レントとしての要素が含まれる」(p.43)とその特殊性を謳うとともに、改めてレントの有用性を強調するわけである。

他方「金融システムは、しばしば2つのタイプに分類される。1つは、独立型、市場指向型の金融取引に関する新古典派の直物市場モデルであり、… 略 …。もう1つのモデルは、リレーションシップ・ファイナンスのうち銀行をベースとするシステムによるもの」(pp.49-50)であるとされる。そしてそうする中で、「証券市場に太刀打ち出来る理論的・実践的な代替モデルとしての銀行に対する関心の再浮上は、日本とドイツの驚異的な経済の成功によってもたらされた部分大きい」(p.50)のだとする。このことはいづれにしても、単線的には、“銀行よ！サヨウナラ、証券よ！コンニチハ”ということにならないということであろう。そうした複線的发展方向性を示す範が、日本とドイツということであるわけだ。

また情報とかモニタリングと言った場合に「情報やモニタリングは資金を要し、それらは決して無償ではない。この意味においては、事実上、全ての銀行貸付業務は、市場原理に基づくものではなく、完全に非個人的なものではないと考えることが出来る。換言すれば、リレー

ションシップ・バンキングは全ての銀行システムにおける規範である」(p.52)のだとされる。ここに、リレーションシップ・バンキングの存在意義が強く示されている。なお青木・堀に従えば「Dinc [1995]<sup>140</sup>では、マクロ経済全体の資金循環を考慮すると、企業部門の銀行貸出以外の代替的な資金調達手段が未発達であることが、いわゆる“Relationship Banking”が成立するうえで重要となる」(p.240)として、リレーションシップ・バンキングの成立条件が提示される。

さらに青木・パトリック・シェアードに戻る。ここでの、「もし、効率的な銀行セクターがあれば、競争的な株式市場の運営がなくとも産業の民営化は進展し得る」(p.60)という見解は意味深長である。歴史的に見て1975年は時代を画する年であった。財政赤字を主因として国債が大量に発行されるようになり、それを消化するための金融機関によるコンソーシアムの組成、金融市場の規制緩和策などが採用されたからである。そうしたところから、「1975年はメインバンク・システムの新たな時代の到来を告げる年であると考えられよう。われわれは、これを“市場重視型のメインバンク・システム”と呼んでいる」(p.62)とするのである。これは要するに、間接金融と直接金融の積極的な融合化が意識されたものであろう。

以上の議論は、わが国の金融システムが世界的に見てその特異性を指摘される中でも、きちんと機能して来たことは評価されてよいということである。しかしながらその一方で「バブルは、日本が他国と同様に集団的な投機熱に翻

140 Dinc,S. [1995], “Relationship Banking : Feasibility and Path Dependency,” mimeo.

弄されていることを示した。また、新しく浮上り市場環境において銀行のモニタリング機能が弱まったことを事後的に示していることも痛ましい」(pp.62-63)と、わが国の金融制度がバブルの前に無力であったことが問題点として提起される。

こうしたメインバンク・システムに関して青木・堀においても、「問題は、1980年代に入っても金融機関の事後的モニタリングに対する姿勢に変化が見られず、新たなビジネス・チャンスにアクセスする企業を適正に評価し選別する能力を培って来なかったということにある。特に銀行は担保設定という条件のみで企業への貸出を決定した。この抵当主義の陥穽が一気に噴出したのがバブルの発生と崩壊の過程だったといえよう」(p.243)と、バブルの発生・崩壊の要因が分析される。

また青木・堀では「銀行中心の金融システム一般に対しては、最近、これまで新古典派経済学があまり注目して来なかった積極的意義が強調され始めている。それは、企業が一時的に財務困難に陥った場合、救済を含めたその後の処理方法をあらかじめ定めることが可能になるという点である」(p.235)ことをまず指摘し、次いで「長期的には存続した方が社会的に望ましい優良企業が、一時的要因の財務困難で消滅し、有形無形の貴重な企業資産が失われるという問題が容易に生じ得る。これに対して、銀行が個々の企業へコミットする度合いが高いドイツや日本の金融システムでは、このような社会的コストを回避しやすいというわけである」(p.235)と、メインバンクに関して、従来新古典派で扱って来なかった新たな視点に立つ議論が展開さ

れるわけである。

こうした議論を受けて青木・パトリック・シェアードでは、「一層の規制緩和、とりわけ銀行が債券引受やその関連業務をもっと自由に営むことを認め、その結果、ユニバーサル・バンキング型の金融機関に発展することがない限り、投機的バブルの崩壊に伴う不良債権問題は、日本の銀行システムを相対的に弱体化することになるであろう」(p.63)と、一層の規制緩和を前提とするうえで、今後のユニバーサル・バンキングの発展を期待するわけである。そして「現時点においては顧客の選定に当たり、もっと差別的になる可能性が大きい。システムは、優良企業がマルチ・バンクとの中核的な銀行関係を弱めて行くような方向で多様化して行くであろう」(p.63)が、「近い将来日本のシステムが英米型の独立性の高い銀行システムに変化して行くとは思われない。理由の1つは、株式市場の非中核的な性格である。株式市場は安定的な株式保有環境もあって、銀行によって執行されている効果的なモニタリング機能を欠いている。株式市場はまた、日本の企業組織の構造的な特徴、とりわけ、長期雇用制度を反映している」(p.63)と、わが国の金融システムに関する現状分析を踏まえた未来像が示されるのである。

#### (まとめ)

本第4節では中小企業金融において、「顔」が見えなくなってしまった」ことの経緯を明らかにするために、まず重要な分析ツールとされる情報の経済学を中心に整理を試みた。

第1項では情報の経済学と中小企業金融を論

じた。情報の経済学では、情報“疎”なプリンシパルと情報“密”なエージェントの間において成立する取引を中心に議論が展開される。これを金融取引で考えると、貸し手である金融機関は借り手の情報を少なくしか持たず、一方で、借り手である企業は自らに関して多くの情報を持つということである。こうした取引に関して必要とされる情報において、主体間に情報ギャップが存在するとすれば、貸し手はコストを掛けてでも情報を生産しようとするであろうし、借り手は自らの取引を有利に進めるために情報を無原則には公開しない傾向が強くなる。

このことは大企業向けを含めた貸出取引一般に言えることであるが、そうした傾向はとりわけ中小企業向けにおいて一層顕著となる。大企業に関する情報はそれが公開会社であれば、相対（あいたい）で得られる情報以上に多くの情報が入手可能となり、貸し手・借り手間の情報ギャップは相対的に小さい。一方、中小企業においては100%非公開企業であり、得られる情報はほとんどが相対（あいたい）で得られるものに止まる。ここに中小企業金融における情報の入手困難性が問題とされ、こうした問題を解決するためには情報生産に多くのコスト負担を要するところから、金融機関は中小企業向け貸出に消極的にならざるを得なくなる。情報の経済学を分析ツールとした場合の中小企業金融に関する整理は概ね以上である。

第2項ではアメリカが“考える”中小企業金融を論じた。近年アメリカにおける中小企業分析は情報の経済学をツールとして用いることが一般的である。基本的な考え方としては前第1項で指摘したように、中小企業金融では貸し

手・借り手間の情報ギャップが大きいために、その実行において相対的に困難度が高いということである。アメリカは情報の経済学を生み出した土地柄ということもあって、こうしたフレームに従う分析が主流となっている。

第3節ではアメリカにおけるリレーションシップ・バンキングの考え方を論じた。貸出取引においてはその手法において、大きくトランザクション・バンキングとリレーションシップ・バンキングに仕分けされる。トランザクション・バンキングは計数情報に係るハード情報に依存する取引であり、リレーションシップ・バンキングはそうしたハード情報に加えて、“非”計数情報すなわちソフト情報にも多くを依存する取引であるとされる。アメリカにおける貸出取引は、必要情報入手の容易性からトランザクション・バンキングが優先的に扱われ、誤解を怖れずに言えば、リレーションシップ・バンキングはトランザクション・バンキングではカバー出来ない残りに関する取引、すなわち残渣に係る取引であると考えられる。

第4節ではわが国の中小企業金融：リレーションシップ・バンキングを中心に論じた。前第4項で論じたアメリカにおけるリレーションシップ・バンキングは、トランザクション・バンキングの残渣に係る取引ということであった。近年わが国においても中小企業金融のよすがが、リレーションシップ・バンキングとされることが多くなっている。だがわが国におけるリレーションシップ・バンキングは、決してトランザクション・バンキングの残渣などではないということだ。わが国においては、従前からリレーションシップ・バンキングの一形態とさ

れるメインバンク・システムが機能して来たわけである。アメリカにおけるリレーションシップ・バンキングはトランザクション・バンキングを除いた残りという理解であるが、わが国におけるリレーションシップ・バンキングは元々メインバンク・システムとして、昨今のリレーションシップ・バンキングの議論以前から存在しているということである。そうした意味で、わが国とアメリカのリレーションシップ・バンキングについては一線を画すべきであるということなのだ。

翻ってメインバンク・システムとは何者であるのだろうか？ 補論としてメインバンクについてを論じた。青木・パトリック・シェアードによれば、「銀行と企業がメインバンク関係を

有していることに関して、当事者間の間では一般的に合意されているものの、メインバンクの正式なあるいは法的な定義は存在しない」ものであるとされる。またメインバンクは「企業や様々なタイプの銀行、その他の金融機関、そして規制当局の間における非公式な取引慣行、制度上の取決めや行動をも含むもの」であり、「このシステムの中核に銀行と企業のメインバンク関係が」存在するということである。要するに、メインバンク制度にも明快な定義が存在するわけではなく、当事者間の暗黙の契約が前提とされる中で、マルチ取引を展開するような関係がそう呼ばれるということである。

参考文献は「下」に一括掲載