

情報の非対称性と金融取引

— 貸出市場における顧客関係の意義 —

脇 田 安 大

(現在営業局)

1. はじめに
2. 情報の非対称性と「市場」
3. 情報の非対称性と金融取引
4. 結びに代えて

1. はじめに

本稿の目的は、金融取引において情報の不完全性（非対称性）がどのような問題点をもたらし、それらが現実の経済においてはどのように解決されているのかを検討することである。

通常、正統的な経済学においては、市場ではアトミスティックかつ匿名的な経済主体の自由な競争によって価格メカニズムが概して円滑に機能すると考えられていることから、すべての財・サービスの取引は市場を通じて行われることを前提に理論を組立て分析することが多い。この傾向は金融論においても例外ではない。家計や企業あるいは金融機関の行動を理論的に分析する際、金融取引は「競売買市場（オークション・マーケット）」において価格のみをシグナルにして行われることを明示的であれ暗黙的であれ前提にして理論モデルを組み立てることが一般的である。

しかし、市場を通じて円滑な取引が行われ

るためには、取引される商品の価格や品質についての情報が広く行き渡っていること、すなわち「情報の完全性」の条件が満たされていることが必要であるが、現実の経済においては必ずしもこの条件が事前的に満たされているとは限らない。したがって、情報の完全性を仮定したうえでの分析結果や政策的インプリケーションを無条件に現実経済に適用しようとすることは誤った認識をもたらす危険があり適切ではない。例えば、情報の完全性を仮定したモデルでは価格のみをシグナルにして競争的に取引を行うことによって概して効率的な資源配分が自律的に達成されることが考えられることから、現実の市場においてもそのようなかたちで取引が行われることが望ましいと結論されやすい。ところが最近の研究によれば、取引される商品の質について売手はよく知っているが買手はあまり情報を持たないという「品質に関する情報の非対称性」があるケースにおいては、価格のみをシグナルにして競争的に取引を行うと市場には価格

本稿作成にあたっては、大阪大学蠟山昌一助教授、岡山大学池尾和人助手から有益なコメントをいただいた。

に見合わない粗悪な商品ばかりが出回ってしまい、結局は市場に対する買手の信頼を失って市場の縮小や消滅を招きかねないことが知られている。

ところで、金融取引における商品の多くはこの品質に関する情報の非対称性が著しいという特性をもっており、したがって金融取引を考える際にはこの点に十分な注意を払う必要がある。こうした問題意識に立って、本稿では、金融取引における商品の品質に関する情報の非対称性がどのような問題点をもたらすかを考え、それらがどのようにして解決されているかを現実的に即して検討した。また、これらの作業を通じて「金融取引は市場において金利のみをシグナルにして行われることが自然であり、競争が十分に行われれば純理論で想定されるような完全競争的な状態になる」とする金融市場観は、すべての場合に妥当するとは限らず、ある場合には制度やルールあるいは取引慣行等の非市場的要因に対する誤った認識をもたらす危険があることを指摘する。

本稿の構成は次のとおりである。まず、2.では、品質に関する情報の非対称性が存在する場合には、価格のみをシグナルにして競争的取引を行うと市場は円滑に機能しなくなる点を簡単な例で示し、現実の経済ではこれらの危険が価格のみをシグナルにしないで「誰が取引相手であるか」を重視することによって解決されている面が強いことを指摘する。次いで3.では、金融取引は本来、商品の品質に関する情報の非対称性が著しいことを示し、起債市場や貸出市場、預金市場等を例にこの問題がどのように解決されているか、あるいはなぜ完全には解決しきれないのかを検討する。4.では2～3.の考察をふまえて、従来のような完全競争指向型の金融市場観のみで現

実をとらえようとするものの危険性を指摘して結びに代える。

2. 情報の非対称性と「市場」

(1) 品質の不確実性と逆選択のメカニズム

(完全競争市場の前提について)

通常、経済学においては、経済現象を観察・分析する際に、原子的・匿名的な経済主体がセリ人（オークションニア）によって叫ばれる価格を受容して行動するオークション・マーケットの概念を用いることが一般的である。とりわけ、自由な競争を妨げる規制や独占等が存在しない完全競争市場では最適な資源配分が自律的に達成されると考えられており、こうした市場は経済学における「理念型」としての位置を占めていると言っても過言ではなかろう。このような考え方からすれば、現実の経済においても、取引は完全競争的なかたちで行われることが最も望ましいし、経済主体が自由競争的に私的利益を追求すれば自然と完全競争的な形態になるとの推論がなされても不思議ではない。

ところで、「価格のみをシグナルにした自由で競争的な取引が需給を調整して市場を安定均衡に導く」との結論は、「情報の完全性」に代表される「市場の完全性」の条件が満たされた場合に得られるものであることは周知のことであり、他方現実の市場においてはこの条件が完全には満たされていないことも明白であるが、それにも拘らずこれまでは概して、これらの条件が満たされない場合でも完全性を仮定した理論モデルから得られる結論が本質的に修正を迫られるものではないとされる傾向が強かった。しかしながら、最近の研究によれば、こうした考え方は情報の完全

性が満たされない場合には一般的妥当性を失うことが指摘されている。まず、この点について考えてみよう。

(情報の非対称性と機会主義)

情報の完全性が意味するところは、換言すれば市場参加者があらゆる意味で不確実性の問題を感じることなく意志決定を行うということであるが、このうち、「将来のことは誰にも正確には予測出来ない」といった意味での不確実性、いわゆる「環境的不確実性」については、取引の両当事者に平等に与えられる条件であり、必ずしもオークション・マーケットにおける円滑な取引を妨げるものでないことは従来から知られている。

問題となるのは、「売り手は商品の品質を知っているが買手は知らない」といった類の、取引当事者間の情報ギャップから生じる不確実性、いわゆる「通信的不確実性」^(注1)である。なぜなら、取引においては商品の価格とともに品質について事前に知られていることが重要であるが、品質に関しては買手が専門的知識を持たない、あるいは事前のテストで品質を知ることができないケースが存在するからである。実際、われわれの経験に照らし合わせてみても、その真の質は使用してみてもじめてわかる商品が非常に多い。例えば、電球の品質は明るさと耐久年数であるとする、明るさについては事前のテストでわかっても、

耐久年数についてはテストにより結果が判明した段階で商品ではなくなってしまうためテストをすることができない。^(注2)

このような取引当事者間の情報格差、いわゆる品質に関する情報の非対称性 (informational asymmetries) の存在は、専ら価格のみをシグナルにした取引を困難にする。なぜなら、このような状況においては情報の非対称性を悪用して私的利潤の追求を図る「道徳的危険 (moral hazard)」が存在するからである。もし、すべての参加者が善人であり、そのことをすべての参加者が疑わなければ、情動的優位者がその品質について正直に申告し、情動的劣位者がそれを無条件で信用することによって、市場取引は円滑に行われる。しかし、実際には、情動的優位者が取引に際して自分に都合の良い情報だけを教えて都合の悪い情報は積極的に教えようとしない (情報の歪曲的開示)、あるいは偽りの情報を伝えたりするという、いわゆる「機会主義 (opportunism)」 (O.E.Williamson[14]) 的行動をとる可能性がある。このため、情動的劣位者は伝達される情報の真偽を見分けることができず、円滑な取引は困難になる。

(市場取引と逆選択のメカニズム)

このような機会主義の可能性が存在するため、品質に関する情報の非対称性がある市場では、価格のみをシグナルにした競争的取引は安

(注1) 例えば、農業活動の産出量は、その投入量とともに、天候という不確実な事象によって影響を受ける。このような不確実性は、単に経済組織内部での情報交換によっては消滅させることができない。青木[1]は、このような経済組織の環境に固有な不確実性を環境的不確実性 (environmental uncertainty) と名づけ、組織構成員のコミュニケーション不足から生じる通信的不確実性 (communicational uncertainty) と区別している。農業活動にとっての天候の不確実性も、例えば冷害を防止する方法をある人が発見したが、コミュニケーション不足のために他の人には伝わっていない場合は、通信的不確実性といえよう。

(注2) P.Nelson [12] は、商品を①事前にその品質を評価しうる探索財 (search goods)と②購入して実際に使用することによってしか品質を評価し得ない経験財 (experience goods)に区分しているが、この分類に従えば経験財にあたる。

定的な均衡解をもたらさない(M.Rothschild and J. Stiglitz [13], D.M.Jaffee and T. Russell [10] 等参照) ばかりか、G. Akerlof [8] が中古車市場を例にとって「品質に関する情報の非対称性が存在すると市場には価格に見合わないような粗悪な中古車しか出回らなくなり、次第に買手の信頼を失って市場の存在そのものが危くなる」と述べているように、逆選択(adverse selection)のメカニズムが働いてしまう危険性がある。

このメカニズムについて、その基本的な考え方のみを簡単な例で考えてみよう。まず前提として、世の中には品質(味)に関して上(q_1)、中(q_2)、下(q_3)の3種類のみかんが同割合だけ存在し(ただし q_2 は q_1 と q_3 の平均とする)、各々の品質のみかんを作るためには $c_1 \sim c_3$ ($c_1 > c_2 > c_3$ で、 c_2 は c_1 と c_3 の平均)の生産費がかかるとしよう。^(注3)

さて、生産者(売手)は投入した生産費を知っているためみかんの品質についてほぼわかっており、情報的優位者の立場にあるが、買手は実際にそれを食べてみないと味はわからないから情報的劣位者である。

この場合、まず考えられる取引形態は条件付き販売契約である。すなわち、生産者と買手の間で、買手が食べた結果 q_1 であればそれに見合った価格(p_1)を、 q_2 であれば p_2 というように、買手の申告によって事後的に値決めを行うという方式である。しかし、この方式は、買手が食べてしまえばそのみかんは消

滅してしまうので売手は確かめようがない。つまり、取引前は売手の方が情報的優位者であったものが、食べてしまえば買手の方が情報的優位者(売手は99%まで品質を知っている、実際に食べてみた訳ではないので「真の質」を知ることができない)となってしまう、買手がそれを機会主義的に利用して、実際はうまかったのにまずかったと申告することができる。このような契約は合理的とはいえない。

次いで考えられるのは、事前の情報的優位者である売手の指値で取引する方法である。この場合も、買手は売手が情報格差を機会主義的に利用して、まずいみかん(q_3)を高く(p_1)売りつけることを懸念して取引が成立しない可能性がある。^(注4)

このように、機会主義の可能性のために品質に関する情報が売手から買手に伝わらないとすると「品質別市場」が形成されなければ、次のようなプロセスを経て市場に出回るみかんの質は次第に低下する。

第1段階 — 市場に出回っているみかんは、 q_1 、 q_2 、 q_3 がほぼ同量づつであることが経験的に(買手の経験によるサンプリング・テストで)わかっているとすると、たとえ個々のみかんについて味はわからなくても平均的な品質(q_2)を前提にして値決め(p_2)を行えば、全体としては合理的な取引となる。

第2段階 — しかし、このような市場価格が成立すると、上質(q_1)のみかんの生産者は

(注3) 全体的にみた場合に品質と生産費がほぼ対応しているというのであって、 c_1 の生産費をかけたにも拘らず、1~2%は q_2 のみかんができてしまう可能性も残されていることに注意。

(注4) 実際の取引においては q_3 を p_1 で売りつけた八百屋は次第に客離れがおこって自然に淘汰される。しかし、原子的・匿名的主体間での取引では、騙して売りつけても次回以降にペナルティを課されない(取引1回毎の独立性)ため、機会主義的行動が抑止されにくい。実社会でも、例えば観光地の土産物屋では常に買手が変わり、しかも買手間の情報交換が少ないので、悪質な業者が淘汰されにくいといったケースが存在する。

生産費 (c_1) 以下の収入 (p_2) しか受取ることができず、 $c_1 - p_2$ 分の欠損を計上する (完全競争均衡においては $c_1 = p_1$, $c_2 = p_2$, $c_3 = p_3$ であるから)。したがってこの生産者は次の年には手を抜いて (c_2)、平均的品質 (q_2) のみかんを生産・出荷すること (あるいは市場から退出すること) が合理的行動となる。するとその行動によって市場に出回るみかんの平均的品質は低下 ($q_2 \rightarrow \frac{q_2 \times 2 + q_3}{3}$) し、

新しい平均的品質を前提とした値決めのもとでは再び上質 (この場合は q_2) のみかんの生産者は損をしてしまい、更に品質の切下げを決意する。

以上のようなプロセスを通じて、積極的に人を騙そうという行動を誰ひとりとしてとらないにも拘らず、売手と買手間の情報伝達がスムーズになされないために市場における商品の劣悪化が進行する。

現実問題として考えた場合、市場で決まる価格が平均的品質に見合ったそれであり、個々の品質とは直接関係がないとなれば、意図的に手を抜き (c_3) 劣悪なみかん (q_3) を生産・出荷することによって p_2 を得る機会主義的行動が有利であり、それをモラルのみに依って阻止することは困難であろう。

(2) 「信用」や「名声」の経済的機能

以上のように、取引される商品の品質に関して情報の非対称性がある場合には、「参入・退出等の自由なオークション・マーケットにおいて価格のみをシグナルにして競争的な取引を行うと、需給が自律的に調整され、市場は安定均衡に達する」どころか、逆選択のメカニズムが働いて市場の存在そのものが危くなる可能性がある。しかし、現実の経済においては多かれ少なかれ品質に関する情報の非

対称性が存在するとみられるにも拘らず、例外はあるとしても逆選択のメカニズムが常に働いている訳ではない。このことは、現実の経済には機会主義的な行動による私的利益追求を思いとどまらせるような内的メカニズムが存在していることを類推させる。ここではそうしたメカニズムのひとつとして、経済理論モデルにおいてはこれまで重視されることが少なかった、取引における「信用」や「名声」の経済的な機能について考えてみよう。(「誰が取引相手であるか」の重要性)

純理論が想定するような完全競争市場においては、取引において価格のみが重要であり、取引相手は誰であっても良い、すなわち取引相手は無差別 (indifferent) であると考えられている。しかし、現実の経済においては、取引の決定に当たって価格もさることながら、「誰が取引相手であるか」が重要視されることが多い。例えば、前述のみかんの例で考えると、味が良いことで定評のある産地のみかん (銘柄物) や「のれん」のある八百屋のみかんは少々高くても売れるし、逆に評判の悪い八百屋ではたとえ値段は安くても買手がつかないといった現象が一般的にみられる。このような買手の行動は、情報の非対称性を利用した売手の機会主義的行動の犠牲になることを防ぐための手段であると考えられよう。すなわち、情動的劣位にある買手は、見ず知らずの売手と価格のみをシグナルにして取引を行うのではなく、購入する相手を特定すること (取引における匿名性の廃棄) によって正直な売手であるか否かを継続的な取引を通じてチェックしていると理解することが妥当である。

このように、買手が「誰が取引相手であるか」を注視しているような状況の下では、たとえ取引される商品の品質に関する情報の非

対称性があっても、長期的な利益を追求しようとする売手にとっては機会主義を思いとどまろうとするインセンティブが働く。なぜなら、機会主義的な行動をとり、それが露見すると、次回以降の取引を拒絶される等の不利益を被る一方、正直な行動をとっていると信用が高まるので、長期的にみれば正直な行動が利益増大につながるからである。^(注5)したがって、機会主義的行動をとった方が目先き儲かる場合であっても、商品の品質に関する正しい情報を伝える、あるいは品質に見合った価格をつける（品質に関する情報を価格に織込む）等の正直な行動をとることによって「信用」を築く、あるいは「名声」を勝ちとるという戦略をとることが長い目でみれば結局得策となる。^(注6)

（自己規制動機の強弱を決める要因）

ところで、機会主義を思いとどまり、正しい情報を伝えようとするインセンティブ（以下、「自己規制動機」という）の強弱を決定する要因としては、次の3点が考えられる。

〔要因1〕 機会主義的行動をとったとき、それが露見する可能性の大きさ。

例えば、八百屋が味の劣るみかんを良いみかんと呼んで売りつけば事後的にはまず発覚すると考えられるが、医者が手抜き診療を行ってもそれが露見する確率は低いとみられるように、機会主義が露見する可能性には差がある。露見する可能性が大きい場合には機会主義が抑止されにくい（逆は逆）。

〔要因2〕 機会主義が露見した場合の罰則の大きさ（機会主義のコスト）。

機会主義が露見した場合にうけるであろう罰則が小さければ自己規制動機は働きにくい（逆は逆）。罰則の内容としては、行政・司法的な処罰はもちろん、機会主義の対象となった相手からの取引拒絶や信用低下による客離れ等をも含む。

〔要因3〕 売手の利益追求の時間的視野(time horizon)の長短。

より長期での利益追求を行おうとする売手にとっては自己規制動機は強まる（逆は逆）。現実には、以上の3要因の組み合わせによって自己規制動機の程度が決定されていると考えられる。例えば、八百屋のケースを考えてみれば、みかんの味は食べればわかるので味

（注5） この点に関する分析は、倉沢・藪下〔4〕が詳しい。

（注6） 品質に関する正しい情報を伝える、あるいは品質に見合った価格をつけるといった売手の行動は、強制によってもたらされたものではなく、売手の利益追求のインセンティブによってもたらされるものである。このように情報的優位にある者が正しい情報を伝えたいようなメカニズムを内蔵すること、換言すれば incentive compatibilityをもつことは、経済システム全体の自律的な運行にとって欠くことのできないものであると言えよう。たとえ、個人が正しい情報を伝えることが社会全体にとって望ましい結果をもたらすとしても、それが個人の利益に結びつかないとすれば、常に正直な行動をとることを期待することはできない。社会システム全体を長期にわたって円滑に機能させるためには、個人の自己犠牲的なモデルに依存するのではなく、全体の利益と個人の利益の一致が図られることが肝要である。

この点に関して興味深いのは、奥野〔3〕によって指摘されているように、完全競争市場が自律的に機能し効率的な資源配分を達成するのは incentive compatible なシステムであることに依るものとみられることである。すなわち、完全競争市場においては前提により、①商品の質は全参加者に知られており、②各主体は価格支配力を持たないから、各主体は正しい限界代替率または限界生産性に関する情報を伝達することが自己の利益に適合する。

の劣るみかんを良いみかんと偽って売りつけると事後的にはまず露見するから〔要因1〕、自己規制動機は強く、その噂が近所に広まると誰も買ってくれなくなるので〔要因2〕、自己規制動機はさらに高まり、子供の代まで営業しようと思っていると〔要因3〕、益々高くなる。

3. 情報の非対称性と金融取引

(1) 金融取引の特性

以上では、商品の品質に関し情報の非対称性がある場合の取引について一般的に考えてきたが、以下ではこれまでの議論を金融取引に適用してみよう。そのためには、まず金融取引において取引される商品（以下、「金融商品」という）の性格を明確に把握しておく必要がある。

金融取引とは普通には「資金」の取引と言われているが、より正確には「借手の将来所得に対する請求権」（蠟山〔7〕参照）であると考えられる。つまり、金融取引は、形式的には「約定期限に約定金額の支払いを確約した借入証書」という paper asset の売買としてとらえることができる。

このように、金融商品が paper asset であるということから、次のような理由によって、商品の品質にバラツキが大きく、しかもその品質について貸手よりも借手（金融商品の売手）の方がよく知っている、すなわち品質に関する情報の非対称性が存在するという特徴をもつ。

第1に、金融商品の品質は借手の契約履行態度によって規定される面が強いが、貸手は事前に借手の履行態度を十分に知ることは困難である。つまり、借手は踏み倒した方が得になると思えば、例えば計画倒産等の意図的

な返済不履行に出る惧れがあるが、貸手はそれを知ることは容易ではない。

第2に、金融商品は借手の将来所得の状態に大きく依存するが、貸手は事前に返済時点における借手の所得を予測することが困難である。ここで、「借手の将来所得」は、将来の一般的経済情勢等、個々の借手にとっての環境的与件によっても影響を受けるため、貸手はもちろん借手自身にとっても正確に予測することは不可能であるが、通常の場合は本人である借手の方がより多くの情報を持っている（通信的不確実性の存在）と考えられる。例えば、オイル・ショックがどの程度の確率で発生するかという点については情報格差はなくても、実際に生起した場合に所得がどうなるかについては借手の方がより良く知っていると考えられる。

このように金融商品は、国債等を除けば、品質に関する不確実性（qualitative uncertainty）が著しいという特徴をもつが、この場合に問題になるのは前述のような機会主義の可能性である。すなわち、通常金融市場には品質が良い金融商品の売手（default risk の低い借手）や品質の劣った金融商品の売手（リスクの高い借手）が混在しているが、情報が完全であれば自然と低（高）リスクの借手には低い（高い）金利が適用される。しかし、品質に関する情報が非対称的であり、貸手が外見等によっては借手の品質を簡単に判断することができなければ、高リスクの借手は情報を歪曲的に開示することによってあたかも安全な借手であるかのように装い、低い金利で借入を行おうとするであろうから、価格（金利）のみをシグナルにして取引をすれば逆選択のメカニズムが作用してしまう惧れがある。それ以前に、貸手は借手のそうした行動を当然予想しているであろうから、価

格のみをシグナルにした取引にはそもそも応じないと考えるのが妥当であろう。要するに、金融取引の多くは、「純理論で想定されるようなオークション・マーケットにおいて金利のみを唯一のシグナルにして自由競争的に取引される」と無条件に前提することは非現実的なのである。

したがって、以下(2)~(4)においては、現実の金融取引を念頭におきながら、金融商品の品質に関する情報の非対称性から生じる多くの問題がどのようにして解決されているのかを検討する。

(2) 直接金融方式と間接金融方式

まず、一国経済全体を考え、最終的な資金の貸手（いわゆる「本源的貸手」）と最終的な資金の借手（本源的借手）との間の情報の非対称性から生じる問題がどのようにして軽減されているのかという観点から、直接金融と間接金融という2つの金融システムについて検討してみよう。

一国経済のマネーフローを考えた場合、最終的には本源的貸手である資金余剰主体から本源的借手である資金不足主体へ資金が流れる。本源的借手は資金の調達のために自らの負債、いわゆる「本源的証券」を発行する。例えば、企業は投資にあたって内部留保等によって外部から調達しようとするし、政府や家計も支出が収入を上回る分について負債を発行して賄おうとする。

ところが、信用力において格別の立場にある政府によって発行されている国債等ごく一部のものを除けば、こうした本源的証券の多くは品質の不確実性が著しいという特徴をもっていることは前述のとおりであり、一般の本源的貸手にとってその品質を見分けること

は困難であると考えられる。なぜなら、本源的貸手の主たるものは家計であり、家計はそうした能力を持っていないことが一般的であるとみられるからである。もちろん、これらの能力を備えた貸手も存在しない訳ではないが、「一般の貸手」は運用可能な資金のロットが小さく、市場に存在するすべての本源的証券の品質を調べた後に投資先を決定することは調査コストを考慮すればペイしない。したがって、本源的貸手と本源的借手とが「全く自由な市場」で取引しようすると、一部の借手による情報の歪曲の開示や契約不履行によって、一般の貸手が被害を蒙るだけではなく、良質の借手も円滑に資金を調達することができなくなってしまう危険が大きい。

こうした問題に対して、現実の金融システムにおいては主に次のような2つの対処方法がとられている。1つは、いわゆる直接金融においてみられるような「組織化された市場（organized market）」の利用である。すなわち、市場で売手になることができる者の資格を制限することで市場で取引される商品の品質を一定水準以上に維持する、あるいは格付け等で市場参加者に品質が事前にわかるようにする、等の方法によって品質に関する情報の非対称性を軽減し、価格のみをシグナルに取引できる条件を人為的に創出することができる。例えば、起債市場においては、上場審査規準等によって起債できる企業の資格を予め制限し、品質がある程度以上の水準に保たれるようにしている。また、組織化された市場では契約不履行等の機会主義的行動をとると次回からは市場への参加を拒否される等の大きな罰則を受けるから、契約が履行される条件も整備されている。したがって、こうした人為的な参入規制等^(註7)によって維持された「制度としての市場」に対しては、素人

である一般の投資家も参加することが可能になる。

もう1つの方法は、銀行等の金融仲介機関を利用することによって個々の金融商品の品質についての情報（以下「借手情報」という）を生産し、品質に関する情報の非対称性を解消すること（いわゆる間接金融システム）である。すなわち、借手情報の生産に要するコスト（以下「審査コスト」という）は取引額の大小にかかわらず一定額を必要とする性格が強いので、前述のように運用可能額の小さい一般の貸手が単独で借手情報を生産することはペイしない場合であっても、複数の貸手が審査コストをシェアする協定を結べばス

ケール・メリットが働いて1人当りのコストは低下し情報の生産がペイするケースも多い。^(註8) 金融仲介機関はロットの小さい資金を集めて貸出を行っており、機能的に眺めれば審査コストのシェアを実現しているとみることができる。また、金融仲介機関は継続的な金融仲介業務を営むことによって、個々の情報をどのように評価すればよいかという専門家としての知識の体系を形成し、かつそのような能力をもった人材を再生産しているため、同じ情報に接してもそれから金融商品の品質を推定するためのコストは素人である一般の貸手に比べれば格段に小さい。このような金融仲介機関の機能によって、その品質が一般の貸

（注7） この場合の「規制」は、一般的に考えられるような市場にとって外生的な規制というよりも、市場への信頼を維持するために設けられる「市場にとって内生的なルール」としての性格が強い。

（注8） 例えば、安全な企業（タイプA）に対する貸付1単位当りの収益を r_A 、危険な企業（タイプB）に対するそれを r_B とする。いま、タイプAの企業とタイプBの企業が1社ずつ存在するが、貸手である一般の投資家はどちらがタイプAであるかを外見等によっては判断できないとしよう。

投資家は期待収益最大化を行うものとする、 W_i の投資資金を持つ投資家 i が審査を行わずに投資を行った場合の期待収益額は、

$$\left(1 + \frac{r_A + r_B}{2}\right) W_i$$

となる一方、どの企業がタイプAであるかを審査コスト C_i をかけて調査したうえでタイプAに投資した場合の収益額は、

$$(1 + r_A) (W_i - C_i)$$

となる。したがって、

$$\left(1 + \frac{r_A + r_B}{2}\right) W_i \leq (1 + r_A) (W_i - C_i)$$

のとき借手情報の生産を行う。

ところで、一般の貸手は投資可能な資金の額が小さいので、通常の場合には単独で審査を行うことはペイしないことが多いと考えられる。

しかし、このように個々の投資家にとっては借手情報を生産することが引合わない場合であっても、投資家 i が情報を生産し、その審査コストを n 人の投資家がシェアすることによって情報の生産がペイするケース、すなわち、

$$\left(1 + \frac{r_A + r_B}{2}\right) \sum_{j=1}^n W_j \leq (1 + r_A) \left(\sum_{j=1}^n W_j - C_i\right)$$

が成立するケースが存在する（池尾〔2〕参照）。

手に広く知られていない本源的証券は、一般の貸手にも品質が知られた銀行預金や金融債等の2次的証券に変換され、円滑な取引を可能にする。

(3) 貸出市場における顧客関係

(貸出市場の特徴と顧客関係の意味)

一国経済における本源的貸手と借手との金融取引を概観すれば、組織化された市場を通じて直接的に取引する方式と金融仲介機関という専門家を介して間接的に取引する方式に大別することができることは前記のとおりであるが、そのことの結果として、銀行貸出市場は証券市場等に比べれば取引される金融商品の異質性の程度が大きいという特徴がある。したがって、金融仲介機関は一般の貸手よりも商品の品質を見分ける能力に優れているとはいえ、すべての金融商品の品質を完全に把握することは期待できず、依然として情報の非対称性に関する問題は残されている。

ところで、現実の貸出市場においては、通常経済理論モデルで想定されるようにオークション・マーケットで匿名的な主体が価格のみをシグナルにして取引をしているのではなく、金融仲介機関と借手（以下、具体性をもたせるために銀行と企業という）とが長期的な相対取引関係、いわゆる顧客関係を形成し、それをベースにして取引が行われていることが普通である。この顧客関係は、以下で述べるように、①企業と銀行との情報格差そのものを縮小する、②格差そのものは解消できなくても機会主義を行わず正直な申告をしようとするインセンティブを企業に醸成させるという2つの機能を果しており、円滑な取引のために不可欠なものであると考えられる。

まず、長期的な取引によって顧客企業に関する情報や知識が銀行に蓄積されて情報格差が縮小、これにより審査コストが大幅に節約される。すなわち、審査コストは、初回は開設費用（setup cost）として割高である反面、その企業固有の事情が蓄積されるにつれて次第に低下する性格のものであるから、長期的な取引によって一種のスケール・メリットが働き、取引額1単位当りの平均審査コストは低下する。

ただ、このように取引を重ねることによって企業と銀行との情報格差が縮小されていったとしても、企業の内容は常に変化しており、銀行は企業の内部情報等を完全に知り得る立場にない以上、情報格差を完全に埋めることはできない。したがって、企業はこれを利用して情報の歪曲の開示を図ることが依然として可能である。これを防ぐには、以下で考察するように、顧客関係の形成を通じて正直な申告をしようとするインセンティブを企業に醸成させることが有力な手段であると考えられる。

(顧客関係の機会主義抑止機能)

2-1(2)において、買手が売手の機会主義的行動の犠牲になるのを避けるため、オークション・マーケットにおけるような取引の匿名性を廃棄し「誰が取引相手であるか」を注視している状況のもとでは、たとえ短期的には機会主義をとった方が有利な場合でも、長期的な利潤を追求する売手は商品の質に関する正しい情報を伝える、あるいは品質に見合った価格をつける（品質に関する情報を価格に織込む）等の正直な行動をとることを指摘した。このような非匿名的な取引がもつ「機会主義抑止のメカニズム」は、顧客関係においても働いているとみられる。

貸出取引において、情報的劣位にある銀行

は、情報そのものの吟味に加えて、情報の送り手の信頼度をその情報の真偽を判断するための材料にしていると考えられる。したがって、銀行と企業との間に顧客関係に基づく信頼関係が形成されているか否かが融資決意の重要な要因になることが多い。そして、この信頼関係は通常の場合、反復的取引によって企業の事前の申告と事後の結果の照合を繰返すことによって形成されるのである。もし、長期相対取引関係がない場合には、このプロセスは働かないので信頼関係は形成されない。また、数回程度の取引ではたとえ事前の申告と事後の結果が一致していても、本当に企業が honest であったためか、実際は dishonest であったにも拘らずたまたま露見しなかっただけであるのかは判断できにくい。^(注9)

上述のとおり、信頼関係の形成には多くのコストと時間を必要とする一方、いったん機会主義的行動が露見すると、それは一瞬のうちに崩壊する。しかも、一度信用を失墜しマイナスのイメージをつくつてしまうと、信用は容易に回復しない。こうした信頼関係の形成と崩壊に関する非対称性は、いったん信頼を得た企業にとって自己規制動機を強める方向に作用する。すなわち、長期利潤を追求する企業にとっては、かりに機会主義的行動をとった方が目先き儲かるという場合であっても、それが露見して折角これまでに築いてきた信頼関係を崩壊させては元も子もなくなってしまうので、自ずとそうした行動を避けるわけである（前述の自己規制動機の決定要因2）。しかも、信頼関係は長期相対取引にお

ける事前の申告と事後の結果との反復的なチェックによって形成されることが前提となっており、その過程で企業と銀行の情報格差は縮小しているため、機会主義が露見する可能性自体も高まっている（決定要因1）。

（顧客関係の一般化と自己規制動機）

このような顧客関係は自由な競争を通じて一般化し、その結果、企業の多くにとっては機会主義的行動をとることのコストがさらに大きくなると考えられる。この点について簡単な例で示すと次のようになる。

みかんの例と同じように、貸出市場において、企業はそのリスク・クラスに関して低 (q_1)、中 (q_2)、高 (q_3) の3段階 (q_2 は q_1 と q_3 との平均) が同割合だけ存在しており、銀行もそのことは経験によってわかっているが、個々の企業がどのリスク・クラスに属しているかはわからないものとする。こうした状況下で、まず出発点として、すべての企業の平均的リスク・クラス (q_2) を前提に金利 r_2 で取引が行われているとしよう（状態1）。この場合は、安全な企業 (q_1) は黙っていると常に割高な金利を支払うことになるから、長期相対的な取引を行うことによって自分の品質が良いことを銀行に理解してもらいその結果品質に見合った金利 (r_1) を適用される。そうすると価格のみをシグナルにする市場には q_2 と q_3 が残され、市場金利は平均的リスク・クラスを前提にして $\frac{r_2 + r_3}{2}$ となる（この段階を状態2とする）。この状態では、企業 q_2 は割高な金利を支払うことになるから、銀

（注9） 反復的取引によって dishonest が露見する確率が高くなる。従って、質の悪い企業にとっては、取引銀行を次々と変えることによって露見を防ぐという戦略が望ましい。しかし、銀行も当然そのことを知っており、銀行を渡り歩く企業は dishonest で機会主義的行動をとる可能性が高いと思って警戒する。

行との間に顧客関係を形成し、品質に見合った金利(r_2)を適用されるようになる。こうして相対取引が一般化するとすべての企業が品質に見合った金利を適用されることになり、信頼関係に基づく品質別市場が形成される。ただし、 q_3 については信頼関係を結ぶことにより適用金利は安くならないから相対取引のメリットは存在せず、その時々で少しでも安い金利をオファーする銀行を渡り歩くこととなる(この段階を状態3)。

企業 取引形態 適用金利

(状態 1)

$$\begin{array}{l} \text{〈すべて市場取引〉} \\ \left. \begin{array}{l} q_1 \\ q_2 \\ q_3 \end{array} \right\} \text{市場取引} \end{array} \left. \vphantom{\begin{array}{l} q_1 \\ q_2 \\ q_3 \end{array}} \right\} r_2$$

(状態 2)

$$\begin{array}{l} \text{〈一部相対取引〉} \\ \begin{array}{ll} q_1 & \text{— 相対取引} & r_1 \\ \left. \begin{array}{l} q_2 \\ q_3 \end{array} \right\} & \text{市場取引} & \left. \vphantom{\begin{array}{l} q_2 \\ q_3 \end{array}} \right\} \frac{r_2 + r_3}{2} \end{array} \end{array}$$

(状態 3)

$$\begin{array}{l} \text{〈相対取引一般化〉} \\ \begin{array}{ll} q_1 & \text{— 相対取引} & r_1 \\ q_2 & \text{—} & r_2 \\ q_3 & \text{— 市場取引} & r_3 \end{array} \end{array}$$

q_1 と q_2 にとっては、(状態3)のように

相対取引が一般化した場合には、(状態2)の場合に比べて機会主義的行動を避けようとするインセンティブが高まる。例えば、銀行との信頼関係により自らの質に見合った r_1 の金利の適用を受けていた q_1 の企業がある時に機会主義的な行動をとり、その結果、取引先銀行の信頼をなくして、市場から借入れなければならなくなるケースを考えよう。このときに q_1 の企業の借入条件悪化は(市場金利— r_1)であるから、状態2の場合は

$(\frac{r_2 + r_3}{2} - r_1)$ 、状態3の場合には($r_3 - r_1$)となり(定義により $r_2 < r_3$ なので)状態3の場合の方が借入条件悪化の程度が大きくなる。^(注10)すなわち、顧客関係が一般化すればするほど、優良な企業にとっては機会主義的行動に対する自己規制が働くこととなる。^(注11)

(顧客関係のとらえ方)

従来、わが国貸出市場の特徴のひとつとして企業と銀行との顧客関係の広範な形成が挙げられることが多いが、顧客関係に対する経済理論的な見方はどちらかといえばネガティブなものであったと言えよう。すなわち、顧客関係がある場合は「誰が取引相手であるか」が重視されるが、これは市場が完全競争的で

(注10) 以上のように市場における取引を出発点として相対取引化するという説明はあくまで便宜上の考え方である。むしろ現実には、相対取引を続けることによって社会的に信用を得た企業が市場からの資金調達も可能になる。また、信用のない q_3 の企業はそもそも市場取引自体不可能であると考えられる。

(注11) 顧客関係がもつこのような機会主義抑止のメカニズムは、企業ばかりではなく銀行に対しても作用すると考えられる。すなわち、顧客関係の形成によって企業にとっては取引銀行が固定化する傾向が生じるが、このような状況下では銀行にとってもそれを機会主義的に利用することは得策ではない。なぜなら、銀行間に競争がある場合には、あまりに高金利を要求すると良質な取引先企業を失う恐れがある。また、容易に取引銀行の変更ができない以上、企業の側も取引開始前に予備的スクリーニングを行い、評判の悪い銀行を避ける行動をとることが考えられるので、銀行が現取引先企業に対して貸手独占的立場を利用して機会主義的行動をとっていると潜在的優良取引企業を誘引できなくなるからである。

あることを前提としては説明できないことから、顧客関係は規制等によって自由な競争が歪められたために発生する癒着の関係であるとか、市場における自由な競争を阻害する原因であるとか、要するにわが国貸出市場において市場メカニズムが円滑に機能していないことの傍証として理解されがちであった。

しかし、貸出市場においてはそもそも情報の完全性は事前的に満たされておらず、貸出市場をオークション・マーケットとしてとらえ自由な競争が行われれば完全競争的な状態になるとアプリアリにみなすことは適切ではない。貸出市場が情報の非対称性の顕著な市場の一つであることを考慮すれば、顧客関係は情報の非対称性から生じる諸問題を解決するための一手段として市場で内生的に発生したものであり、円滑な取引にとって不可欠な役割を果たしていると見ることができる。

(4) 預金市場における信頼の維持

(保証付き情報販売企業としての銀行)

前節では、銀行を軸とした間接金融システムのうちの貸出市場について情報格差の処理のされ方をみてきたが、ここではもう一方の市場である預金市場において、銀行と預金者との間の情報格差から生じる問題がどのように解決されているかを考えてみよう。

これまでの、金融仲介機関を「情動的劣位にある貸手と優位にある借手とを情報力によって仲介するもの」というように機能的にと

らえてきたが、このような見方によれば借手企業に関する情報を一般の貸手に直接販売する企業も金融仲介機関の一種であるとみなすことができよう。^(注12) しかし、このような企業による企業情報の直接的な販売は、借手企業と一般の貸手との情報格差から生じる問題を根本的に解消するものではなく、単にそうした情報格差を情報販売企業と一般の貸手との関係に移しかえただけにすぎない。なぜなら、一般の貸手は販売されている情報の品質を見分ける能力をもたないからである。

銀行は、このような情報販売企業と一般の貸手の間に生ずる必然的な困難を、情報の保証付き販売を行うことによって解決していると考えられる。つまり、自らが収集・分析した情報をもとに貸付を実行し、これを銀行預金という自己の負債に変換して、収益保証付きで販売していると解釈することができる。^(注13) これによって、一般の貸手は、販売されている個々の商品の内容を吟味する必要がなくなる。

(預金市場における信用維持の重要性)

しかし、情報の収益保証付きの販売によって銀行と預金者との情報格差から生じるすべての問題が解決される訳ではない。一般の貸手は、保証をしている銀行の経営状態を正確に知ることは依然として困難だからである。預金者が銀行に預金をする場合、銀行の信用状態を子細に調べ、その後も綿密にモニターを続ける訳ではない。したがって、銀行が発

(注12) D. W. Draper and J. W. Hoag [9] は金融仲介機関の活動をその機能的観点から、①情報の収集 (acquire)、②情報の分析 (process)、③借手の各種負債の自己負債への変換 (package) に区分している。このような観点からすれば、企業情報を直接販売する企業は、①、②の機能を果しており、③を行っていないだけと考えることができる。

(注13) 銀行が、情報を自己負債に変換して販売する背景としては、このほか、情報を直接販売すると転売されてしまう恐れのあることが考えられる。

行・保証する金融商品の品質に関する情報格差は、たとえ長期的な取引関係が存在したとしても、貸出市場とは違い、ほとんど縮小することはなく、銀行に対する預金者の信頼のみが取引関係を支えている。

このように情報格差が存在する場合であっても、通常、銀行はそれを利用して機会主義を働くことはない。前述のように、銀行の利益追求の時間的視野が十分長期であれば、自行の「のれん」に対する一般の信用を築くことがより大きな利益をもたらすからである。

しかし、銀行と預金者との間の情報格差が完全に埋められないことから、時として社会的な混乱が発生することがある。その顕著な例が信用不安のプロセスである。すなわち、情報劣位にある預金者は、自分の預金している銀行が倒産するかもしれないとの噂が流れた場合に、その情報の真偽を見分けることはできないから、安全のために預金を引出す。実際にはその情報が偽りであり、銀行は健全であったとしても、その預金取付けが契機となって本当に倒産するかもしれない。また、たとえ本人は銀行が健全であることを知っていても、一部にその情報を見分けることのできない者（素人）が存在すると、素人の預金取付けによって自分の債権を保全できなくなるかも知れないという可能性があるため、預金を引出すという行動は合理的である。実際、もしある銀行が倒産した場合、預金者は一般に銀行の経営内容について正確な評価を行い得ないので、自分の預金している銀行に対しても不安をいだくことは当然であるといえよう。いつたん疑念をいただいた場合には、情報格差があるためどのような客観的資料・情報を与えられてもそれを全面的に信用することができなくなり、かえって疑いを深めることもあり得る。

このように信頼を基礎に成立っている金融市場、とりわけ預金市場においては、市場に対する信用を維持することが円滑な取引の絶対的条件であり、金融政策の重要な目標の一つとして信用秩序の維持が挙げられているのはこうした理由によるものと考えられる。

4. 結びに代えて

従来の金融論においては、「完全競争市場」に関するオーソドックスな理解に立って、現実の金融取引も「金利のみをシグナルにしてオークション・マーケットで取引されることが自然であり、こうした市場では自由な競争が展開されれば完全競争的な状態になる」とする金融市場観が一般的であったと言っても過言ではないだろう。

例えば、「わが国の貸出市場では金利の硬直性や顧客関係の重視といった特徴がある」と言われる場合、暗黙のうちに完全競争市場との比較が念頭におかれている。そして、多くの場合、完全競争市場を前提としては合理的に説明できない現象が観察されると、直ちに「市場が競争的であれば完全競争的な状態が実現されるはずであり、そうならないのは人為的規制等によって経済主体の自由な競争が妨げられているためである」と市場外的な要因に原因を求めがちであった。

しかし、商品の品質に関する情報の非対称性が存在しないという完全競争市場の前提条件は、現実の金融取引においては事前的に満たされておらず、したがって完全競争市場指向型の金融市場観のみを基準に現実の金融市場を観察することは必ずしも適切ではなく、時としてミス・リーディングである。なぜなら、貸出市場における顧客関係の考察からもわかるように、情報の完全性が満たされない場合にも民間主体は様々な知恵を活かして取

引をしているが、その場合には自由な競争が完全競争的な状態を実現するとは言えないからである。^(注14)

また、こうした金融市場観は、制度やルールあるいは取引慣行等の「非市場的要因」の意味について誤解を招きかねない。これらの非市場的要因は、与件として扱われるばかりではなく、むしろ自由な競争を阻害する要因であるとみなされる傾向が強かったといえよう。しかし、取引慣行としての顧客関係の機能については前述の通りであるし、もっと一般的に「信用」や「のれん」、「名声」といった従来の理論分析では触れられることが少なかった要因も円滑な取引を促進する役割を果している。また、起債市場への参入規制も市場での取引を容易にするためのルールとし

てとらえることが可能である。このように、情報の完全性が満たされない場合には、市場は様々な非市場的要因に支えられて機能していると考えられる。

したがって、情報の不完全性が本質的な問題である金融取引を論ずる際には、市場の条件に関して従来以上に注意を払う必要があり、情報の完全性を仮定した理論モデルによる分析結果や政策的インプリケーションを無条件で現実経済に適用することは避けねばなるまい。また、この意味でも、情報の完全性が満たされない場合の経済主体の行動や市場の機能についての研究が今後の重要な課題であると考えられる。

以 上

(注14) もちろん、このような市場における資金配分は完全競争市場におけるそれとは異なる。しかし、前提となる市場の条件が異なる以上、両者の効率性等を単純に比較することはできない。

【参考文献】

- | | |
|--------------------------------------|--|
| [1] 青 木 昌 彦 | 『組織と計画の経済理論』（岩波書店）1970 |
| [2] 池 尾 和 人 | 「金融仲介機関と企業情報の生産」（mimeo.）1981.7 |
| [3] 奥 野 正 寛 | 「市場の失敗と組織の経済学」、『経済評論』（日本評論社）1978.2 |
| [4] 倉 沢 資 成
藪 下 史 郎 | 「市場と継続的取引：Customer Market に関する一考察」、『エコノミア』1981.12 |
| [5] 黒 田 巖 | 「金融制度分析の理論的枠組」、『金融研究資料』（日本銀行特別研究室）1979.4 |
| [6] 野 口 悠紀雄 | 『情報の経済理論』（東洋経済新報社）1974 |
| [7] 蠟 山 昌 一 | 「銀行行動と金融取引構造」、『経済評論』（日本評論社）1976.11 |
| [8] Akerlof, G.A. | “The Market for ‘Lemons’: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism”, <u>Q.J.E.</u> , 1970.8 |
| [9] Draper, D.W. and
J.W. Hoag. | “Financial Intermediation and the theory of Agency”, <u>Journal of Financial and Quantitative Analysis</u> , 1978.11 |
| [10] Jaffee, D.M. and
T. Russell. | “Imperfect Information, Uncertainty and Credit Rationing”, <u>Q.J.E.</u> 1976.11 |
| [11] Leland, H.E. and
D.H. Pyle. | “Informational Asymmetries, Financial Structure, and Financial Intermediation”, <u>The Journal of Finance</u> , 1977.5 |

- [12] Nelson, P. "Information and Consumer Behavior", J.P.E. 1970.3~4
- [13] Rothschild, M. and J. Stiglitz. "Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information", Q.J.E., 1976.11
- [14] Williamson, O.E. Markets and Hierarchies: Analysis and Antitrust Implications, New York, The Free Press, 1975
(浅沼万里・岩崎晃訳『市場と企業組織』(日本評論社) 1980)