

市場型金融システムと銀行型金融システム： モデル分析と経路依存性

明 石 茂 生

1. 問題の所在

金融システムのタイプとして市場型と銀行型の大きく2つがあげられ、その長所について経済発展との関わりもあって長い間議論されてきた。一方では市場型金融システムの代表例としてアメリカやイギリスがあげられ、他方では銀行型の代表例としてドイツや日本があげられて、歴史的な発展の推移に対応して、両タイプの優劣性について経済成長の浮沈とともに議論が続けられてきたように思われる。

Levine はこの議論が大きく4つの見解に分けられると述べている (Levine 2002; Beck and Levine 2002)。ひとつは銀行型 (bank-based) 見解で銀行がもつ積極的な役割に注目するものであり、とくに開発途上にある経済では銀行が証券市場より効率的に産業に資金仲介をすることができ、強力な銀行はより企業に情報を提示させ債務を支払わせることができるというものである (Gerschenkron 1962; Rajan and Zingales 1998)。また行動上の規制がかかっていない銀行は金融活動において規模の経済や範囲の経済を享受できる。銀行は産業横断的、通時的ならびに流動性リスクをとることにより、投資の効率を高められるとされる (Allen and Gale 1999)。例えば、銀行は多段階の新規の革新的なプロジェクトに対しても、長期間資金供給をコミットすることができるため、資金調達に関し効率的である。つまり、銀行は情報加工において規模の経済を得ることができ、効率的なモニターにより借手のモラルハザードを緩和し、企業との長期的な関係を形成する

ことにより情報非対称性の害悪を避けて、経済成長に寄与するというのである。

対照的に、市場型 (market-based) 見解は資本の効率的配分における証券市場の比較優位性に注目し、翻って（強力な）銀行がもたらす弊害を指摘する。銀行の企業に対する支配力が高まると、企業利潤の大きな部分を抽出するため、企業にとっては収益見込みがあるプロジェクトでも遂行する動機づけが減ってしまうかもしれない (Rajan 1992)。銀行は保守的な投資家を考慮するという固有の偏向があるため、革新的な事業に対しては冷ややかになる (Weinstein and Yafeh 1998)。規制がかからない強力な銀行は、経営者と結託して株主と反した行動をとらせることができる (Wenger and Kaserer 1998)。さらに国有化銀行は市場摩擦の克服に関心が疎く、政治的な目標に達成に関心が強いという傾向があるため、戦略的に重要とされる産業への信用供給に躊躇してしまいやすい。市場型システムはこのような強力銀行の弊害を緩和し、革新的な研究開発志向の産業を振興するのに適していると主張するわけである。

次の金融サービス (financial services) 見解は、銀行型対市場型の論争は二次的な重要性しかないと主張する。大事なことは、金融システム自体が情報・取引費用を改善しうるかであり、システムのタイプの違いにあるのではない (Levine 1997)。銀行と市場は金融サービスを提供するという点で補完的な関係にあると考えられるのである。

金融サービス見解の特殊ケースとして、法と金融 (law and finance) 見解がある (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer and Vishny 2000)。これは金融発達の要因に法的制度を強調するものであり、市場型か銀行型かという金融構造の違いよりも、金融取引を支援する法的制度の効率性の程度に注目する。効率的に契約を執行させて外部投資家を保護するような法的制度の整備があつてこそ、金融の発展はえられ経済成長につながると主張するのである。

最近の実証研究は、金融仲介機関の発達と経済成長ならびに株式市場の

発達と経済成長に正の相関関係があることが示されており (King and Levine 1993; Levine and Zervos 1998), さらに金融上発展途上段階の国々では金融仲介機関が成長に正の相関を示し, 金融先進国では逆に負の相関が見られるとされる (Tadasse 2002)。Gerschenkron の途上国における銀行型見解の説得性にもかかわらず, 市場型対銀行型金融システムの比較は, クロス・カンントリー水準では経済成長に有意な関係をもたないという, 一連の金融サービス (または法と金融) 見解に有利な成果が出ている (Demirguc-Kunt and Maksimovic 2002; Levine 2002; Beck and Levine 2002)。

Gerschenkron の命題は, 社会主義体制から資本主義体制への移行経済においても, 金融システムが商業銀行によって (とくに外資系に) 強く支配され, 株式市場は不安定で流動性に欠けるというというパターンが共通してみられるという意味で有効性が指摘されている。それにもかかわらず, 移行経済下の国々には成功と低迷という大格差 (Great Devide) がみられ, この差は契約を執行し財政・金融の規律を達成する能力が政府にあるかどうか, 経済と金融が離陸して発展するかを決めるのだと主張されている (Berglof and Bolton 2002)。そこでは単に法と金融だけでなく, 政府の規律も加わって制度設計の問題が論じられなければならないという文脈になっている。

本稿の目的は, このような制度分析または実証分析に適合したモデルの提示を試みるものである。最近の実証面での成果は, 金融と経済発展の密接な関係を指摘しながらも, 市場型か銀行型かの金融構造の違いよりも, 契約執行, 投資家保護などの制度面の整備と進展が重要であり, システムの違いは二次的な意義を持つに過ぎないという主張に説得性がえられていると思われる。これを基本的事実として受け入れるとすれば, 市場型か銀行型かというシステムの違いは産業構造を反映する実物部門にとりあえず中立的であり, 歴史的に存在する各国の金融システムの違いは, 出発点における差異, 例えば証券市場の発達度, 金融仲介機関への制度的支援, 資

産選択側の態度、保護・規制などの法的制度の整備などから派生するものである。金融に関して借手、仲介者、貸手が相互に作用して、長い期間に特有のルール、制度、価値体系が培われ、それらが累積的に作用し合って自己拘束的な状況をもたらし、最終的に金融システムの顕著な相違をもたらすに至ったと考えられる。出発点の違いが長期間後に大きな変化をもたらすという経路依存性が、金融資産選択ならびに金融市場の形成にもみられるということである。

本稿の基本的な考えは明石 (2001) に拠っている。そこでは、本稿と同じように EV (マルコヴィッツ＝トービン) モデルが想定され、社会 (平均的資産保有者) の選好体系が資産の期待収益率と標準偏差の上で定義されて最適のポートフォリオが決定されている。ポートフォリオは銀行によって供給される安全資産と直接金融により証券市場を通じて供給される危険資産の組み合わせで成立しており、基軸となる資産は銀行部門と証券市場部門の成果を反映している。その際、部門の資産規模がおおきくなるほど当該部門の資産選択のフロンティアが拡大するとされ、その理由に企業へのアクセスの不可分性が仮定されて、金融機関または証券市場の規模が大きくなればなるほど、さまざまな企業にアクセスすることが可能となり、投資分散化の機会が広がるとされる。さらに2つの部門にはそれぞれ固定費用が存在するとされて、資産規模の拡大とともに資産単位あたり主要費用が逓減する (ある水準以上は一定となる) とされていた。

このような想定の下に規模の経済性に基づく資産選択の可能性の変化を許容した場合、代表的個人の選好する金融資産の構成とそれらを供給する金融機関の構成 (銀行部門と証券市場部門の構成比) の組み合わせは、すくなくとも2つの異なる均衡状態を生み出し、それらは出発点のわずかな相違から生まれ、一方の均衡が成立するとそれが長期間持続し、他の均衡の成立を排除することになる。出発点がどの状態から始まるかで結果的に持続する均衡状態が異なるという意味で、均衡の成立は歴史的な経路に依存

するという推論を展開したのである。

本稿では、単純な金融資産選択モデルを導入することによってこの議論を具体的に進め、経路依存性を特徴とした複数の長期的均衡の存在を探っていくつもりである。想定されたモデルは、先の論文で設定された費用逓減の条件を直接仮定せず、むしろ企業投資へのアクセス不可分性の条件と同質な仮定を、独立した企業群が存在するユニット群という形で表現して、投資分散の機会が2つの代替的な金融システム（証券市場型と金融仲介者型）に対して与えられているものとしている。次節で改めてそのモデルの紹介を行うことにしよう。

2. 金融資産選択モデル

以下では、次のような単純な経済モデルを考えることにする。まず、証券市場と金融仲介者（銀行）が存在して、それぞれ金融資産を供給し、代表的な個人がそれら金融資産を選択し購入しているものとする。代表的個人は N 人いて、同質の行動をとっているものとする。他方、投資先はユニットごとに基本的に2種類の企業が存在して、それぞれ固有の収益とリスクがあるものとする。各ユニットの内容は同質であるが、ユニット間は独立して相互の影響を受けない一方、ユニット内では2つの企業は相互の影響を受け、相関関係がみられると仮定する。

証券市場は、ユニット総数の一部を受入れて、各企業の資産を証券化して代表的個人に販売する。証券市場で販売される金融資産は、証券市場に上場されているユニット所属企業の資産のポートフォリオである。他方の金融仲介者（銀行）は、残りのユニット所属企業の資産を購入して、それらの期待収益からリスクプレミアム分を差し引いて、安全資産に変換して代表的個人に販売するものとする。したがって、代表的個人は都合、2種類の企業の収益を反映する証券と金融仲介者が提供する安全資産を選択することになる。また、ユニット内の企業は基本的に証券市場か金融仲介者

のどちらかを介して資金調達するものとし、シェアの関係でユニット単位で証券市場と金融仲介者に分割できない場合は、ただひとつのユニットの中で分割しあつて調整されるものとする。

以下の議論では単純化のために代表的個人数とユニット数が同じであり、その数を N とする。全体の資産価値を W と表し、各ユニットに均等して分けられている。すなわち、第 i ユニットの資産を w_i とすると、すべての i に対し $w_i = w$ となる。ただし、 $w = W/N$ であり、代表的個人の資産価値を表す。 W_s を証券市場に上場している企業全体の資産価値とすると、 $W_s = \lambda W = \sum_{i=1}^n w_i + \theta w_{n+1} = (n + \theta)w$ となる。 λ は証券市場の資産価値の比率を表し、 n は証券市場に完全に属するユニット数を表しており、 $n \leq \lambda N$ をみたす（ゼロを含む）最大の整数である。ただし、 $0 \leq n \leq N - 1$ である。 θ はユニット内の証券市場のシェアである ($0 < \theta \leq 1$)。

各ユニット内では2種類の企業 ($j=1, 2$) が存在し、ユニット i における企業 j の収益率を r_{ij} と表し、その期待値と標準偏差を (μ_j, σ_j) とする。ただし、 $\mu_1 < \mu_2, \sigma_1 < \sigma_2$ が成立しているとする。各ユニットにおける同種の企業の期待収益率と標準偏差は同じである。証券市場における第1種 ($j=1$) 企業の資産シェアを α としよう ($0 \leq \alpha \leq 1$)。第 i ユニットの収益は $z_i = [\alpha r_{i1} + (1 - \alpha)r_{i2}]w$ と表され、その期待値と分散は

$$Ez_i = [\alpha\mu_1 + (1 - \alpha)\mu_2]w = \mu(\alpha)w$$

$$\begin{aligned} E(z_i - Ez_i)^2 &= \{\alpha^2\sigma_1^2 + 2\alpha(1 - \alpha)\rho\sigma_1\sigma_2 + (1 - \alpha)^2\sigma_2^2\}w^2 \\ &= \sigma^2(\alpha)w^2 \end{aligned}$$

となる。 ρ は2種の収益率の相関係数である。さらに証券市場における平均収益 z_s は

$$z_s = \frac{1}{n + \theta} \left(\sum_{i=1}^n z_i + \theta z_{n+1} \right)$$

で表され、その期待値と分散はそれぞれ

$$\begin{aligned}
 Ez_s &= \frac{1}{n + \theta} \left(\sum_{i=1}^n Ez_i + \theta Ez_{n+1} \right) = \mu(\alpha)w \\
 \sigma_s^2 &= E \left(\frac{1}{n + \theta} \left\{ \sum_{i=1}^n (z_i - Ez_i) + \theta(z_{n+1} - Ez_{n+1}) \right\} \right)^2 \\
 &= \frac{1}{(n + \theta)^2} \left(\sum_{i=1}^n E(z_i - Ez_i)^2 + \theta^2 E(z_{n+1} - Ez_{n+1})^2 \right) \\
 &= \frac{n + \theta^2}{(n + \theta)^2} \sigma^2(\alpha)w^2
 \end{aligned}$$

となる。証券市場における平均期待収益と分散は証券市場におけるポートフォリオ α の値に対応して変化し、また分散は証券市場の資産シェアのレベルに変化する。これをみるために $\chi = (n + \theta^2)/(n + \theta)^2$ としよう。 $n \geq 1$ に対して $0 < \theta < 1$ のとき $d\chi/d\theta < 0$ であり、 $\theta = 1$ では $d\chi/d\theta = 0$ であることがわかる。(ちなみに $n = 0$ では $\chi = 1$ である。) シェア λ は $\lambda N = n + \theta$ の関係にあるので、証券市場のシェアが高くなるにつれて、平均収益の分散が低下する要因が働くのである。

他方、金融仲介者を介して代表的個人は安全資産を購入することができる。安全資産の期待収益は $\mu_b w$ で表され、分散はゼロである。安全資産の期待収益率との関係から証券市場におけるポートフォリオ α は次の比率を最大にするように決定される (分離定理)。

$$k = \frac{Ez_s - \mu_b w}{\sigma_s}$$

(Ez_s, σ_s) は比率 α の関数であり、比率 k を最大にする α の値を α^* と記すことにする。最大値 α^* は 0 と 1 の間にある限り、次で表現できる。

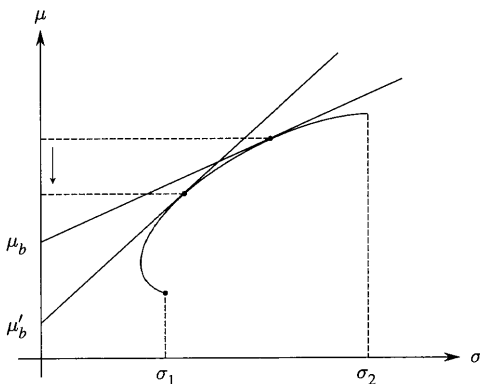
$$\alpha^* = \frac{x_1 \sigma_2^2 - x_2 H}{x_2 \Delta - x_1 H}$$

$$x_1 = \mu_2 - \mu_1, \quad x_2 = \mu_2 - \mu_b$$

$$\Delta = \sigma_1^2 - 2\rho\sigma_1\sigma_2 + \sigma_2^2, \quad H = \rho\sigma_1\sigma_2 - \sigma_2^2$$

相関係数が $0 \leq \rho < 1$ であれば、 $d\alpha^*/d\mu_b < 0$ であり、これは図1からもわかる。安全資産の期待収益率が上昇すれば、証券市場における相対的安全な資産の比率は低下するのである。

図1



さて次は金融仲介者（銀行）の行動である。 W_b を金融仲介者が保有する資産額とし、 $W_b = (m + 1 - \theta)w = (1 - \lambda)Nw$ をみたしている。 m は $N - (n + \theta)$ 以下の最大整数であり $m = N - n - 1$ である。金融仲介者が保有する資産の平均収益は

$$z_b = \frac{1}{m + 1 - \theta} \left(\sum_{i=1}^m z_i + (1 - \theta)z_{n+1} \right)$$

で表され、相対的安全資産 ($j=1$) の保有比率を β と表せば、その期待値と分散はそれぞれ

$$Ez_b = \frac{1}{m + 1 - \theta} \left(\sum_{i=1}^m Ez_i + (1 - \theta)Ez_{n+1} \right) = \mu(\beta)w$$

$$\begin{aligned}
 \sigma_b^2 &= E \left(\frac{1}{m+1-\theta} \left\{ \sum_{i=1}^m (z_i - Ez_i) + (1-\theta)(z_{n+1} - Ez_{n+1}) \right\} \right)^2 \\
 &= \frac{1}{(m+1-\theta)^2} \left(\sum_{i=1}^m E(z_i - Ez_i)^2 \right. \\
 &\quad \left. + (1-\theta)^2 E(z_{n+1} - Ez_{n+1})^2 \right) \\
 &= \frac{m + (1-\theta)^2}{(m+1-\theta)^2} \sigma^2(\beta) w^2
 \end{aligned}$$

で表される。安全資産の期待収益は

$$\mu_b w = Ez_b - b \sigma_b^2$$

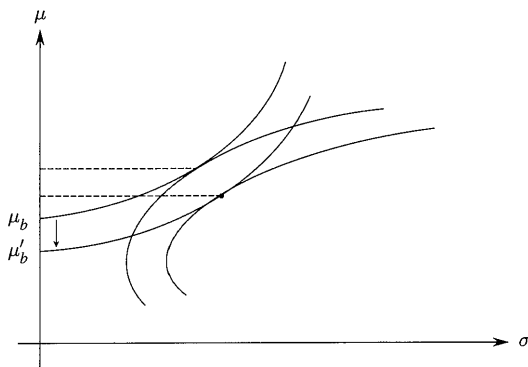
で表現される。 (Ez_b, σ_b) は β の関数となるので、安全資産期待収益を最大にする β の値を β^* と記し、それが 0 と 1 の間にある限り

$$\begin{aligned}
 \beta^* &= \frac{\sigma_2(\sigma_2 - \rho\sigma_1)}{\Delta} - \frac{\mu_2 - \mu_1}{2b\Delta w\eta} \\
 \Delta &= (\sigma_2 - \sigma_1)^2 + 2(1-\rho)\sigma_1\sigma_2 \\
 \eta &= \frac{m + (1-\theta)^2}{(m+1-\theta)^2}
 \end{aligned}$$

で表される。明らかに β^* は η の増加関数であり、 η は $m=0$ ($n=N-1$) のとき $\eta=1$ となり、それ以外のとき $0 < \theta < 1$ であれば、 $d\eta/d\theta > 0$ となる。証券市場のシェアが高まれば、金融仲介者の選択できる資産の分散は一律に高まって、選択する相対的に安全な資産の比率は上昇するのである。図 2 からわかるように、金融仲介者の選択可能な資産の分散が高まれば、最大とする安全資産の期待収益値は低下する。安全資産の期待収益率は

$$\mu_b = \mu(\beta^*) - b\eta\sigma^2(\beta^*)w$$

図 2



で表され、金融仲介者のポートフォリオ β^* に依存して決定される。

代表的個人は、証券市場と金融仲介者によって提供される資産を購入するわけであるが、期待効用を最大にするようにして、資産のポートフォリオを決定する。証券市場で供給される資産は (Ez_s, σ_s) で特徴づけられる合成資産 z_s であり、金融仲介者によって供給される資産は $(\mu_b w, 0)$ で特徴づけられる安全資産 z_0 である。証券市場で購入する資産の比率を λ とすれば、以下のようにしてその値は決定される。

$$\max EU(z) = Ez - \frac{a}{2} \sigma^2$$

$$z = \lambda z_s + (1 - \lambda) z_0$$

$$\sigma^2 = E(z - Ez)^2$$

この最適値 λ^* をもとめると、次のような形になる。

$$\lambda^* = \frac{\mu(\alpha^*) - \mu_b}{a \chi \sigma^2(\alpha^*) w} \equiv \hat{\phi}(\lambda)$$

最適値 λ^* が所与の λ の関数になるのは次のような論理による。 λ (証券市場資産比率) が与えられると、対応して $n + \theta$ が決まり、それぞれ χ と η

が決まってくる。対応して金融仲介者の行動 β^* が決まり、証券市場のポートフォリオ α^* が決まってくる。したがって、最適値 λ^* も所与の λ の値から決まってくるのであり、 λ の関数となるのである。

3. 証券市場型 vs. 金融仲介者型

ところで、 χ については次のような性質がある。 $n = 0$ に対しては $\chi = 1$ であり、 $1 \leq n \leq N - 1$ に対しては $\chi \leq 1/(n + \theta)$ である。 $\lambda N = n + \theta$ を想起すれば、次のような関数を作ることができる。

$$\phi_L(\lambda) \equiv \frac{(\mu(\alpha^*) - \mu_b)N}{a\sigma^2(\alpha^*)w} \lambda \leq \hat{\phi}(\lambda)$$

$\lambda = (n + 1)/N$ のとき、これら 2 つの関数の値は一致する。さらに新しい関数 $\phi_L(\lambda)$ は次のように展開できる。

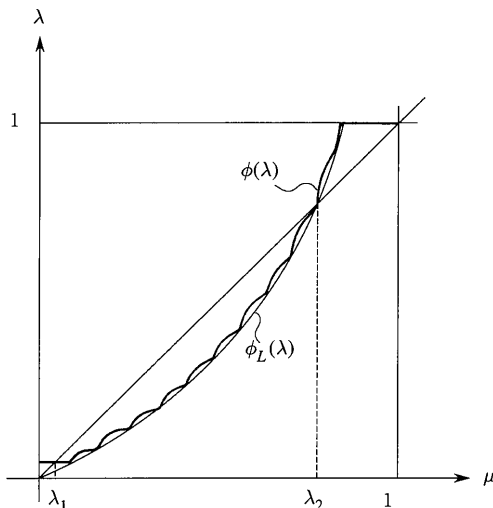
$$\phi_L(\lambda) = \frac{(\mu(\alpha^*) - \mu(\beta^*))N}{a\sigma^2(\alpha^*)w} \lambda + \left(\frac{b\sigma^2(\beta^*)}{a\sigma^2(\alpha^*)} \right) \frac{\lambda}{1 - \lambda} \quad (1)$$

この式の第一項の係数は非負であり、第二項の係数は正で下限の値が存在していることから、 $\lambda \rightarrow 0$ では $\phi_L(\lambda) \rightarrow 0$ であり、 $\lambda \rightarrow 1$ では $\phi_L(\lambda) \rightarrow \infty$ となる。最適値 λ^* も 0 と 1 の間になければならないので、最終的には次のように関数を設定することにしよう。

$$\phi(\lambda) = \min[1, \hat{\phi}(\lambda)]$$

関数 $\phi(\lambda)$ は所与 λ から最適値 λ へ写す連続関数であり、また λ が 1 より小さい限り下から関数 $\phi_L(\lambda)$ によって画されているため、図 3 からわかるように、1 の近傍では $\phi(\lambda) > \lambda$ となっている。もし 0 の近傍でも $\phi(\lambda) < \lambda$ が成立していれば、図 3 のような形で $\lambda^* = \phi(\lambda^*)$ を満たす点が少なくとも 3 つ（すなわち、 λ_1 , λ_2 , 1）存在することになる。この場合、 λ_1 と 1 は安定的な点であり、 λ_2 は不安定な点となる。つまり、 λ_2 を出発点にしたとしても、何らかの形で衝撃があつて一度そこを離れてしまえば、

図 3



この単純な経済のもとではどちらかの方向に乖離していってしまい、 $\lambda = \lambda_1$ か $\lambda = 1$ のどちらかに特化してしまうという結論が導き出せるのである。

前者では代表的個人が資産のほとんどを金融仲介者の提供する安全資産で保有する状態となり、後者では安全資産を保有せず完全に証券市場の提供する資産（証券）を組合せて資産を運用する状態となる。経済は、証券をベースにした金融形態（証券市場型）になるか、金融仲介者（銀行）をベースにした金融形態（金融仲介者型）になるかという特化した状態に長期間維持されることになるのである。そして、どちらに特化するかは出発点の位置に依存する（経路依存性）。

安全資産に（ほとんど）特化する状態が成立する条件を探るために、ゼロの近傍の $\lambda = 1/N$ に注目してみる。このときの展開式 (1) をみてみると、ゼロ近傍での特化の条件 $\phi(\lambda) < \lambda$ は次のように書き換えられる。

$$\frac{\mu(\alpha^*) - \mu(\beta^*)}{a\sigma^2(\alpha^*)w} + \frac{b\sigma^2(\beta^*)}{a\sigma^2(\alpha^*)} \frac{1}{N-1} < \frac{1}{N}$$

もちろん、これだけではまだ明瞭ではないかもしれない。さらに単純化して条件を整理してみるため、極端に単純化して産業間の収益・分散には差がないものとしよう。すなわち、 $\mu_1 = \mu_2$, $\sigma_1 = \sigma_2$ である。この場合証券市場と金融仲介者のポートフォリオは同じになるため ($\alpha^* = \beta^*$)、上の式は次のように簡略化される。

$$\frac{b}{a} < \frac{N-1}{N}$$

代表的個人が金融仲介者よりわずかに危険回避的であれば、この単純なケースでは金融仲介者による金融形態にほぼ特化する状態が存在しうる。通常のケースでもやはり代表的個人と金融仲介者の危険回避度の違いが決定的な要因であり、金融仲介者が個人より危険受容的で負担に耐え得ることが重要であることに変わりがない。

展開式 (1) は、長期的均衡がどちらのタイプ（つまり証券市場型か金融仲介者型か）に成立しやすいのかを判断する上で、情報を与えてくれる。すでにふれたように、代表的個人の危険回避度 a が相対的に高ければ関数 ϕ は下方にシフトし金融仲介者型に特化しやすくなるのに対し、金融仲介者の危険回避度 b が相対的に高くなれば逆の証券市場型に特化しやすくなるであろう。また、ユニット数 N が増えれば ϕ を上方にシフトさせ、代表的個人の平均資産額 w が増加すれば（他を不変とすれば）下方にシフトさせる。

ユニットが産業への貸付単位を象徴しているとすれば、貸付単位の多様化（もしくは産業の多様化）は証券市場型の優位性をもたらす。この後者の関係については、現実とはかみあわないと思われるかもしれない。これは資産の絶対額が増加するにつれて資産収益の分散値が高くなり、代表的個人の効

用関数の形状からより危険回避的な行動を促してしまうからである。資産規模とともに危険負担能力も高くなるという現実の成果との整合性をふまえるならば、平均資産額 w と代表的個人の危険回避度 a が逆の方向に動くと仮定することができる。このような仮定の下では、互いに相殺することになり、平均資産の効果は目立ったものとはなくなる。

ユニット数の増加は、市場統合という文脈から理解することも可能である。2つの分断化された経済が存在しているとして、一方では証券市場型の金融形態が支配的であり、他方では金融仲介者型の金融形態が支配的であるとしよう。この場合の市場統合は、異なる金融形態が支配的となっている2つの金融資産市場が統合化される状態としてとらえることができる。単純化のために代表的個人も、ユニット数ならびにユニット内の企業群の収益・分散も同一構造であるとしよう。市場統合は、代表的個人が2倍のユニットに反映される証券類を一挙に購入できることを意味する。ただし、当初は証券市場型と金融仲介型がそれぞれ半分のユニット群において支配的であるという状態から出発することになる。つまり市場統合によって、ほぼシェアが半分という状態から経済は再出発することになるのである。

このときの関数 ϕ の形状は、展開式 (1) から N が2倍になっているので、分断化されていたときよりも上方におおきくシフトした形になっている。それだけ、証券市場型金融形態になりやすい構造に変化しているわけであり、出発点がほぼ中央に変化している状況から考えれば、調整過程はより証券市場型に適応する方向に働いていきやすいとみるべきである。きわめて単純な推論であるが、市場統合は金融資産市場に限ってみた場合、金融仲介者型より証券市場型に移行しやすいという結論が導き出されるのである。もちろん、これは完全な市場統合のケースを想定しているのであって、あくまでもそこから得られる推論である。

もし、市場統合が代表的個人の市場参入という形で表現されるのであれば、幾分の修正が必要となるであろう。この場合、金融資産市場の統合と

いうより金融資産選択の機会の増大というべきであろう。つまり、ユニット数 N の内一部分が相互の経済の個人に開放されると想定されるわけで、例えば、金融仲介者型に特化した状態でも、市場開放により他方の経済が証券市場型であれば、比較優位な証券市場で提供される証券を代表的個人は選択しうようになるわけである。この場合、ユニット数は不変であり、ただそれぞれの経済の一部分がちょうど入れ替わるように、それぞれの代表的個人によって参入できその資産を選択することができるようになる。

このケースによって生まれるおおきな変化は出発点の移動であり、ちょうど相互に参入できるの部分（シェア）だけ、相互に（ほぼ）特化した状態からシェアを中央の方へ移動させる。しかしながら、その変化の幅が特化の方向に乖離させる分岐点 λ_2 を超えない範囲であれば、再調整される特化すべき長期的均衡点は変化前とかわらなくなる。ところが、例えば金融仲介者型に長期間ほぼ特化した結果、仲介者が選択する企業資産の選択に偏りが生じて全体の収益率が低下するか、もしくは危険回避度が高くなってリスクプレミアム分の賦課が大きくなって安全資産の収益率が低下することがありうる。しかし、金融仲介者型を維持させるほどに危険回避度が保たれていれば、その状態は永続的に維持されうるのである。代表的個人は、その結果選択の可能性をみずから狭めてしまっているわけで、その状態から直接脱出する手段をもたないのである。

部分的な市場統合ないしは他経済への参入機会の増加は、その選択肢を増大させるわけであり、出発点の移動が分岐点を超えるほどに大きければ（逆に金融仲介者の危険回避度が高くなって分岐点が左方に移動していたとすれば）、調整過程は証券市場型にむかってシェアを高めていき、それは代表的個人が属する経済の金融仲介者のシェアを低下させて証券市場の回復を促していく可能性を高める。この場合も金融形態がおおきく変化する可能性が出てくるのである。

4. 結論

本稿で導入された単純な金融資産選択モデルから得られた命題は、金融構造と経済的成果（成長）との関係に関する一連の実証的研究とどのような関連性をもつのであろうか。経済発展の初期段階では、銀行主導の金融形態が規模の利益や市場独占力または情報獲得の優位性を背景に、経済成長に必要な資金調達を容易にするという理論的見解やそれを支持する実証的成果がある。その一方では、金融全体の発展と経済成長とは確かに密接に関係するが、金融構造（市場型か銀行型か）と経済的成果（経済成長、産業の拡大、投資効率性など）とは必ずしも関連性がないという研究成果が出されている。

本稿で示されたような、歴史的経路に依存して金融構造が可能性としてどちらかに特化して確立するという命題は、経済的成果と金融という問題に関して、市場型か銀行型のどちらかにその優位性を主張した見解よりは、金融の型そのものは関係ないという見解に同調するものとなっている。証券市場型であれ金融仲介者（銀行）型であれ、その規模を拡大させて特化した方が全体としてリスクを軽減する方向に金融資産を供給できるため、金融資産の選択行動という文脈から、どちらかの型に金融構造が特定化される。それは基本的には産業構造とは中立的な形で特定化されるのである。

しかしながら、どちらの型に収束するかは出発点の位置によるものであり、歴史的な経路の特殊性に負うものとなっている。その特化した2つの金融形態では特有の資産選択（ポートフォリオ）が採られている。ただし、両者には相互に補完し合う調整が働く。すなわち、証券市場型に特化すれば、ポートフォリオは金融仲介者によって提供される安全資産の欠如を補うように、相対的に安全な資産の比率を高くするように調整される。他方、金融仲介者型に偏れば、規模の経済によるリスク逓減化の助けを借りて、収益率の高い資産をより多く含めることにより安全資産の収益率を上昇さ

せるという調整がおこなわれるのである。2つの金融形態が、最終的におおきく異なったポートフォリオをもたらすかは条件なしにはわからないが、相互に補完するという調整が働くとなれば、際立った相違はうまれないものと推論される。

それでは、金融構造の違いは経済段階を問わず、産業構造の変化ないしは経済成長に中立的たりうるのであろうか。本稿の単純モデルでは所与となる要因が多く設定されているためにこの問題に明示的に答えかねるのであるが、少なくとも推論という形で考えることはできる。出発点の位置如何で特化すべき方向が定まるという経路依存性の命題は、経済発展段階ないしは制度的な整備次第で、出発点の位置づけが影響を受け、方向性が定まってくるということでもある。これは市場型か銀行型という一方的な見解を支持するものにつながるわけではなく、いわゆる法制度学派のように金融制度、法律の整備が経済成長とつながるという見解を基礎に、投資家の保護を謳った制度がどちらの方向に整備されていったかによって金融形態の優位性が定まってくるという見解に同調する。

もちろん、経済発展段階にある状況では、銀行グループがもつ比較優位性が際立ってくるという考えを否定するものではない。資産保有する側の平均的な規模が相対的に小さく、経済全体では危険回避的な行動が目立つ場合、比較して銀行が規模を拡大して危険負担能力を保有する場合は、金融仲介者型の形態が成立しやすくなる。銀行が仲介者として情報収集上、個別の資産保有者より優位にあり、さらに投資資金を媒介する上で規模（ないしは範囲）の利益をうけて危険負担を受け入れる能力をもっていれば、個別的には小規模の資金を集積して集中的に産業に融通する上で、銀行型金融は優位性を示す。銀行型形態が支配的になるにつれて、銀行に対する規制・保護措置ならびに預金者保護などが同時に進むようになり、それが補完的な作用をもたらして金融形態の相互補強化をもたらすのである。

しかるに他方では、たとえ発展段階にあろうとも、一定階層以上の資産

保有者の資産規模（ないしは貯蓄額）がある水準を超え始めると、大量の信頼性のある証券（たとえば国債などが代表的例である）が発行されて、その購買と売却が一般化するにつれて、その他の証券（株式を含む）にも購買熱がたかまることがありうる。重要なことは、証券の大量発行と購入がきっかけで生じるさまざまな問題を解決するように、証券市場に関わる規律・監督機構の整備と個別投資家への保護措置などが進められるようになることであり、それが多様な金融商品の提供とともに個別投資家の危険回避度を低めて、市場型金融形態をさらに補強するという正のフィードバックが働くことである。

これらの制度的な進展の多様性は、出発点として位置づけられる発展の初期段階が必ずしも一定方向（例えば銀行型に有利な方向）に働くとはいえないことを示唆している。経済が銀行型へ一見進行しているとしても、他の外的要因（例えば戦争勃発による大量の国債発行など）により証券市場の発達に導くようなきっかけが生まれることはありうるのである。そのきっかけとはやはり、証券市場ないし銀行に関して資産保有者の行動を変化させる制度的枠組みがどのような時期に集中して整備されるかにかかっていると思われる。

さらに金融の発展と経済成長に関連させて、金融構造（市場型か銀行型か）がはたして経済成長のパターンに影響を与えないかという問題が依然として残されている。たとえば、銀行型金融形態が産業構造に影響を与えるとすれば、新規の産業投資に対して何らかの偏向がみられるときであろう。銀行という金融仲介機関が代理人の形で投資先を選択するという構造は、専門化による投資先選定のノウ・ハウや投資先の事情や新規事業に関する情報収集などの点において優位性を発揮するという長所がある一方で、既存の投資先との関係に引き寄せられて新規事業に対する評価や情報収集に対して否定的な判断をあたえとか、安全資産を提供するという銀行固有の制約から安全性に偏った選択になり、革新的な案件には必ずしも積極

的ではないといった短所がある (Weinstein and Yafeh 1998; Wenger and Kaserer 1998)。この短所の方が長所より凌駕しているとされれば、銀行型形態は革新的な事業が群生する状況において、適正な資金配分を必ずしも実行できないという欠陥を有することになる。

他方で、市場型形態がその役割を優位に果たせるかということ、無条件では肯定できない。情報収集において金融仲介者や機関投資家に個人の投資家がかなうわけでない。情報開示や市場規律を保証する制度がなければ、個人投資家はリスクを負担するようにはなりえないのである。資産規模がより分散化している場合、個別の投資家は機会主義的な行動になって、モニタリング上のフリーライダー問題が生じて情報収集に対する動機付けが弱くなると言われ、また証券市場での売買利益に集中して、企業の統治（もしくは新規事業への評価など）への関心が薄くなるかもしれない (Stiglitz 1985; Bhidé 1993)。企業の成長性への適正な調査と評価が必ずしも市場で普遍化するとは限らないのである。

金融が単なる資金の融通ではなくて、経済成長を担う企業の新規事業への評価と対応した投資（資金提供）を組み合わせた、リスク負担をともなった資金供給であるとすれば、その負担を担って意思決定する主体が、最終的資産保有者か代理人である金融仲介者であるかはどちらでもよいといえるほど中立的なものではない。企業そして仲介機関への統治ないしモニタリングの精度は、最終的に対応する金融構造の成果の違いとなって表れるはずである。もちろん、投資家保護に関わる制度の充実は、情報収集と統治の動機付けに影響をあたえる。それは市場型、銀行型それぞれに合った特有な形で制度が実現してそれぞれの成果の向上をもたらしうる。しかし、各々は革新時期に対応した新規投資案件には特有の評価と反応を示す可能性が高い。それは産業構造変化のスピードの差につながってくるであろう。歴史的経路が2つの型の成立に影響をあたえるとすれば、投資家保護を含めた金融に関わる制度的内容の違いは、経路の出発点の違いを説明

する大きな要因になりうるし、最終的に確立する金融形態の成果の違いにも反映されると考えることができるのである。

参考文献

- 明石茂生 (2001), 「金融資産選択と内生的選好：文化と経路依存性」『金融ビックバンにおける個人の金融資産選択行動—個人金融に関する研究会報告書—』郵便貯金振興会貯蓄経済研究室。
- Allen, F. and D. Gale (1999), *Comparing Financial Systems*, MIT Press.
- Beck, T. and R. Levine (2002), “Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter?,” *Journal of Financial Economics* 64: 147-80.
- Berglof, E. and P. Bolton (2002), “The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition,” *Journal of Economic Perspectives* 16: 77-100.
- Bhide, A. (1993), “The Hidden Costs of Stock Market Liquidity,” *Journal of Financial Economics* 34: 1-51.
- Demirguc-Kunt, A. and V. Maksimovic (2002), “Funding Growth in Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Evidence from Firm-Level Data,” *Journal of Financial Economics* 65: 337-63.
- Gerschenkron, A. (1962), *Economic Backwardness in Historical Perspective, A Book of Essays*, Harvard University Press.
- King, R. G. and R. Levine (1993), “Finance and Growth: Schumpeter Might be Right,” *Quarterly Journal of Economics* 108: 717-38.
- La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. and R.W. Vishny (2000), “Investor Protection and Corporate Governance,” *Journal of Financial Economics* 58: 3-27.
- Levine, R. (1997), “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda,” *Journal of Economic Literature* 35: 688-726.
- Levine, R. (2002), “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better?,” *Journal of Financial Intermediation* 11: 398-428.
- Levine, R. and S. Zervos (1998), “Stock Market, Banks, and Economic Growth,” *American Economic Review* 88: 537-58.
- Rajan, R. G. (1992), “Insiders and Outsiders: the Choice Between Informed and Arms Length Debt,” *Journal of Finance* 47: 1367-1400.
- Rajan, R. G. and L. Zingales (1998), “Financial Dependence and Growth,” *American Economic Review* 88: 559-86.

- Stiglitz, J. (1985), "Credit Markets and the Control of Capital," *Journal of Money, Credit and Banking* 17: 133-52.
- Tadasse, S. (2002), "Financial Architecture and Economic Performance: International Evidence," *Journal of Financial Intermediation* 11: 429-54.
- Weinstein, D. E. and Y. Yafeh (1998), "On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan," *Journal of Finance* 53: 635-72.
- Wenger, E. and C. Kaserer (1998), "The German System of Corporate Governance: A Model Which Should not be Imitated," in *Competition and Convergence in Financial Markets: The German and Anglo-American Models*, by S.W. Black and M. Moersch, eds., North-Holland: 41-78.