

《研究ノート》

不確実性の視点による プルーデンス政策の再検討

西 垣 鳴 人

目 次

1. はじめに
2. 不確実性についての諸論点
3. 予防的規制と不確実性
4. 公的セイフティ・ネットと不確実性
5. 民間機関による諸プルーデンス政策と不確実性
6. 結論

1. はじめに

金融システムの安定性を脅かす一因として、経済的な不確実性の存在を挙げることができる。ここで不確実性とは計量可能なリスクと異なる、予測がつかない将来に対する人々の不安心理を意味する。この不安心理は何らかのきっかけによって急激に膨張し、金融システムの不安定性を増幅する。不安定化の要因を不確実性のみに限定する必要はもちろんない。だがそれが主要な原因の一つであることを疑う者は少ないであろう。

ところが、金融システムの不安定化を回避するために設けられた諸ルールの体系であるプルーデンス政策が、この不確実性との関連において議論されたことはこれまで皆無に等しかった。確かに情報の不完全性（もしくは非対称性）の観点からディスクロージャーの充実等が主張されることは多い。

ディスクロージャーもまた重要なプルーデンス政策の一つではある。しかし、われわれが議論の対象にしたい、ケインズの意味における「不確実性」は、不完全情報や非対称情報とはまた異なった概念を指す。不確実性とは本来ディスクローズすることができない、つまり入手不可能な「将来の情報」に対する人々の雲をつかむような心理状態を表す概念なのである。

本稿ではこうした不確実性の観点から金融システムの安定性を維持するために設けられた様々なプルーデンス政策を改めて吟味し、再評価や批判を行ってみることにしたい。

われわれは次の2節において、プルーデンス政策を議論する上で重要となる不確実性の諸論点をいくつか挙げる。次の3節でプルーデンス政策の類型化を行った後に公的機関が行う事前の（予防的）諸施策について議論し、4節では同じく公的機関による事後的なプルーデンス政策（公的セーフティ・ネット）を、5節で民間機関によるプルーデンス政策をそれぞれ再検討してみることにする。そして最終6節で全体的な結論を述べることにしよう。

2. 不確実性についての諸論点

筆者は当『岡山大学経済学会雑誌』における過去3本の「研究ノート」において、ケインズの「不確実性」に関するいくつかの論点を示してきた。ここにそれらをもう一度まとめておこう。

(1) 不確実性とは何か

ケインズの「不確実性」についての最も本質的な点は、「はじめに」でも述べたように不確実性というものが計量可能なリスク（危険）と異なる数値化できない人々の心理状態を言い表した概念だということである。合理的な経済主体は、情報が完全である限り、過去から現在にいたるまでの入手可能なあ

らゆるデータにもとづいて将来に起こり得る経済現象をシミュレートしたり、リスクや収益の計算を行ったりする。かような計算やシミュレーションは、言うまでもなく現在利用可能なデータの基盤となっている経済状況や経済構造が将来も不変であるという前提で行われる。仮にもし、前提である経済状況や経済構造が明日揺らぐような可能性があれば、いくら合理的な主体であっても、当該データにもとづいた将来予測に信頼を置くことはできない。そのときこれらの主体が直面する将来の予測不可能性に対する不安な心理状態こそが、J.M.ケインズをはじめとしたエコノミスト達がこれまで「不確実性」という言葉で言い表してきた概念の中身であると考えられるのである。

また西垣（1998, 1999）で明らかにしてきたように、この「不確実性」は経済内における情報の偏在、すなわち「非対称情報」や計算プロセスの「複雑性」といった概念とは区別しなければならない点にも注意しておきたい。不確実性とは現在決して手に入れることができない将来の情報に関する概念であり、したがってまた情報処理が難しいかどうかとも無関係だからである。

(2) 「内生的不確実性」と「外生的不確実性」という区別

第二の重要事項は、上の定義における不確実性はその発生原因によって「内生的不確実性」と「外生的不確実性」とに区分され得るという点である⁽¹⁾。内生的不確実性とは、規制を受けない市場参加者の予想外でユニーク、そして時として革新的な行動によって、現在保たれている経済秩序が崩れ、将来予測のための諸データが無効化してしまうことによって生みだされる不確実性である。予想外の行動をとる経済主体は冒険的な起業家だけでなく経済合理性に適っていない行為に出るノイズ・トレーダーのような存在も含まれる。いずれにしても市場内部者によって生みだされる不確実性であるという意味でこれを「内生的」と呼ぶのである。

これに対して外生的不確実性というのは市場外の諸要因、例えば輸出入に関する需要ショックおよび供給ショック、政変、大規模な自然災害などによる経済構造・経済環境の変化が原因で生みだされる不確実性である。

このような「内生」「外生」といった区別が重要である理由は、西垣(2000)に記したように、異なる種類の不確実生に対しては異なった経済政策上の処方がある有効であると判断されるためである⁽²⁾。また本稿のテーマに則して言えば、プルーデンス政策を不確実性の観点から再吟味する場合にもその区別が主要な論点の一つとなるからでもある。

(3) 経済環境の二重構造

不確実性について議論する上でもう一つ重要なことは、われわれを取り巻く経済環境は、確実あるいは確率的に予測しうる安定的な層と時間と共に予想困難な変化を遂げてゆく不安定な層との二重構造をなしているという認識である。安定的な第一層を規定するものとして、例えば市場参加者が従わなければならない法体系や社会的慣習のようなものを考えればよいだろう。市場参加者が決められたルールに従って行動している限り各経済主体の将来は全く不確実であるわけではない。少なくとも市場参加者の行為の予測困難性は緩和され、上記の「内生的不確実性」はルールがない場合に比べて大いにやわらげられるであろう。

「ルール主義」という概念があるが、特に経済に対して重要な影響を及ぼす政府がルールに従って行動することは、不確実性の観点からみて、自立的な経済主体にとっては大きな利益になる。反対にこうしたルールが確立していなければ不安定で不確実な第二層が相対的に厚くなって、経済主体の意思決定にとって望ましくない状況が生み出される。

不確実性に関する以上の論点に依拠しながら、以下の諸節でプルーデンス政策に関する再検討を行っていくことにしよう。

3. 予防的規制と不確実性

(1) プルーデンス政策の体系⁽³⁾

さて、プルーデンス政策と一言でいっても多様性があり、最初に類型化をしておくことが、後の議論にとって有益である（以下、第1表参照）。

一般的な分類に従えば、プルーデンス政策はまず公的機関が主体になるものと民間機関が主導するものとに分かれ、それぞれが事前的な政策と事後的な政策とに分類される。

公的機関による事前的プルーデンス政策は予防的規制とも言われ、競争制限的規制とバランスシート規制とに大別される。競争制限的規制とは、高度成長期までわが国金融規制の主流であったもので、価格規制、業務分野規制、内外市場分断規制など多数が存在している⁽⁴⁾。これらの規制が金融自由化の進展によって緩和あるいは撤廃された後に重要性を増してきたものがバ

第1表 プルーデンス政策の体系⁽⁵⁾

	公的機関によるプルーデンス政策		民間主導プルーデンス政策
事 前 的 政 策	競争制限的 規制	業務分野規制、価格規制（金利規制、手数料率規制、保険料率規制、）内外市場分断規制、新規参入規制、店舗規制、配当規制、有担保規制	
	バ ラ ン ス シ ー ト 規 制	自己資本比率規制及び早期是正措置	デ ィ ス ク ロ ー ジ ャ ー 制 度 格 付 け 機 関 に よ る 金 融 機 関 の 格 付 け
	ポ ー ト フ ォ リ オ 規 制	流動性資産比率規制、大口融資規制（大口信用供与規制）、営業用不動産比率規制、為替持高規制	
事 後 的 政 策	預金保険制度、中央銀行の最後の貸し手機能		金融機関同士の相互援助制度

ランスシート規制である。バランスシート規制とはバランスシートの健全化によって金融機関の経営安定化を図ろうとするものである。そのなかで、BIS 規制や早期是正措置との関係で90年代以降、特に注目されているのが自己資本比率規制である。他のバランスシート規制はポートフォリオ規制（資産構成に関わる諸規制）と呼ばれ、そのなかには流動性資産比率規制、大口融資規制（もしくは大口信用供与規制）、営業用不動産比率規制、為替持高規制といった種々の規制が含まれている。また保険会社に対して課されるソルベンシー・マージン（リスクに対する支払余力）による規制は、銀行など預金取扱い金融機関における自己資本比率規制に比肩されるべきものである。

次に公的機関による事後的プルーデンス政策にはどのようなものがあるか。事前的政策が競争制限的なものも含めて、様々な金融リスクの可能性を予め封じてしまう種類の規制であるのに対し、事後的政策の方は、現実のものとなってしまうリスク（金融機関の経営破綻等）の影響が金融システム全体に波及するのを最小限に防ぐための政策で、公的セイフティ・ネットとも呼ばれる。具体的には預金保険制度と中央銀行の最後の貸し手機能がそれに当たる。

ここまで述べた公的機関による諸規制のほか、民間機関による自主的な安定化策もプルーデンス政策に含めて考えられることがある。そのうち事前的規制としては、統一基準に則したディスクロージャー（経営情報の開示）制度、またそれを補完するものとして格付け機関による金融機関の財務状態等に対する格付けがあり、事後的政策としては民間金融機関同士の相互援助制度などが挙げられる。

以上が主要なプルーデンス政策のラインナップである。以下本節では先ず公的機関による事前的プルーデンス政策（予防的規制）に関して、前節に述べた不確実性の観点から再評価および批評を行っていきたい。

(2) 競争制限的規制に対する一定の再評価

公的機関による事前のプルーデンス政策もしくは予防的規制は、上述したように競争制限的規制とバランスシート規制の二つから成るが、このうちわが国の高度成長期を通じて中心的な役割を果たしてきたのは前者の競争制限的規制である。競争制限的という名の示す通り金融機関同士の競争を種々の規制により制限することによって金融機関の破綻を防止し、金融システムの安定化を図ることを目的とする施策である。その結果システムの安定性は外部的な要因のない限り失われることはないが、市場競争を通じたシステムの進歩は損なわれることになる。実際、日本の金融機関利用者の利便性が顧みられたことはほとんどなかったし、わが国金融機関の国際競争力は著しく低下することになった。こうした弊害が目立ってきたことや海外からの自由化要請などによって、競争制限的規制の緩和・撤廃が過去二十年間にわたって推進されてきたのである。近年のわが国における金融ビッグバンはこうした規制緩和・撤廃の最終段階に位置する。

さて、こうして今やその役割を終えたかに見える競争制限的規制について、不確実性の観点から再吟味をしてみたい。

競争を縛るということは、利潤獲得を目的とした革新的な行為を行わせないという点では、前節(2)でのべた「内生的不確実性」の発生原因を未然に摘み取ってしまうことを意味する。新規参入規制は革新的な起業家が金融システム内に侵入するのを防止し、業務分野規制は異業種金融機関間での競争を禁止、価格規制（金利規制や保険料率規制等）、配当規制および店舗規制は同業者同士の競争を大幅に制限した。もちろん、参入規制や分野規制が個別金融機関の専門性を高めることによって経営破綻の可能性を低下させる効果を持っていたことは事実であろう。しかし、それだけでなく、これら規制が革新者が競争相手を出し抜く行動を排除するなど、金融機関サイドにおける「内生的不確実性」をほぼゼロに保つことによって、メインバンク制度に見られるような産業と金融の安定関係を許し、結果的にわが国の高度成長に普

ラスの貢献をしたと考え直してみることも可能である。

もう一つ、海外との資本取引や国境を越えた金融機関の活動（わが国金融機関の海外での活動ならびに外国金融機関のわが国における活動）等を制限してきたいわゆる内外市場分断規制も不確実性を抑制するのに重要な役割を果たしてきたと考えられる。資本取引の規制が固定相場制時代には為替相場の安定化に寄与したことは誰もが認めよう。だがそれと同時に、急激な円高や円安に対する産業界の不安、つまりある種の「外生的不確実性」を抑制する要因になっていたという見方もできる。また、革新的な外国金融機関がわが国金融市場へ参入してくるのを制限したことは、日本の金融機関側の「内生的不確実性」に対しても抑制的効果を持っていたと評価することもできる。

多少うがった見方をすれば、金融自由化とは、金融の要因にもとづく内生的および外生的不確実性双方に抑制力を持った諸規制を取りはらってしまうことを意味し、他の条件を一定とすれば、閉じ込められていた不確実性がパンドラの箱が開けられたかのように一斉に湧き出すことをいたしかたなしとする政策であるとも言える。われわれは規制の緩和・撤廃による金融・経済革新の可能性と不確実性増大の可能性とが実はトレード・オフ関係にあることをよく認識しておくべきである。少なくとも不確実性論の立場に立つならば、自由化を無条件で喜ぶことはできない。

よって以下の議論における焦点は、競争制限的規制と代替関係にある他のプルーデンス政策が不確実性増大の可能性を十分補償できるかどうかにかぎられることになる。

(3) 不確実性抑制のためのバランスシート規制の条件

前節(3)において、われわれを取り巻く経済環境は予測可能な安定層と予測困難な不安定層の二つからできていることを述べたが、競争制限的規制はこのうち不安定層の拡大を直接阻止することで経済システム全体の安定を維持しようとしたものである。そのマイナス効果として、イノベーションが生み

だされる可能性も摘み取られてしまった。これに対して残るプルーデンス諸政策は不安定層の拡大を最初から阻止するというよりは、金融機関のリスク環境を最適化しつつ予測可能な安定層の厚みを増すような措置を講ずることでシステムの安定化を図ろうというもう一つの方法論を採用していると評することができる。

公的機関による競争制限的規制に代わる事前的プルーデンス政策として種々のバランスシート規制がある。バランスシート規制には、自己資本比率規制と種々のポートフォリオ規制の両者が含まれるが、ここでは特に自己資本比率規制を検討の対象にすることにしよう。

自己資本比率規制は BIS 規制や金融機関に対する早期是正措置がそれに依拠していることから特に注目されている政策である。その原理を述べれば、金融機関のバランスシートにおける様々なリスク資産に対してバッファーとなるべき自己資本が十分備わっていなければならないとする規制であり、BIS（国際決済銀行）による国際基準は、リスクの種類別にウェイト付けされた諸資産の価値を分母に取り、分子には一定の算定基準にもとづいた資本金をはじめとする自己資本を取って、その値が0.08（8%）以上であることを要求している。

この自己資本比率規制は早期是正措置の一環として運用されることによってプルーデンス政策としての生命力を増したと言ってもよい。早期是正措置とは、自己資本比率が基準値（国際基準8%以上、国内基準4%以上）を満たしていない金融機関に対して、実際に債務超過に陥ってしまう前に経営改善命令や業務の全部・一部の停止命令を監督当局が下す予防的政策である。

では、自己資本比率規制に基づく早期是正措置は、不確実性の観点からいかに評価されるものであろうか。

繰り返し主張するように、不確実性とは予測できない将来に対する経済主体の不安心理である。この点からすれば、早期是正措置の発動によって特定の銀行が営業を停止すること自体に何らかの不確実性抑制効果が認められる

わけではない。90年代前半までのわが国金融行政が早期是正措置の理念とはおよそ正反対のいわゆる護送船団方式であったことを考えれば、180度の方向転換は90年代後半における日本国民の「外生的不確実性」をむしろ高めたときえ考えられる。しかし、それよりも重要であることは、早期是正措置をはじめとしたバランスシート規制の運用が今後国民の信頼を獲得できるか否かという点である。将来これらの政策が時々の政府裁量ではなく、周知されたルールに忠実に従って金融システム安定化あるいは公正化のために実績を積んでいったとしたならば、それは経済環境の安定層の厚みが増すことを意味する。そこには一つの経済秩序が確立され、その秩序に従って全ての金融機関が行動すると市場参加者が予測できるようになれば、早期是正措置は「内生的不確実性」の抑制装置として立派に機能するようになるだろう。

だが現行の自己資本比率規制が不確実性の観点から問題を含んでいないわけではない。わが国の自己資本比率規制の一つの特徴は、分子におけるTier 2（補完的項目）に、有価証券含み益および不動産の再評価差額金の45パーセント相当額を算入できるようにしている点である。これらの項目は本来的に経済環境の変化に影響を受け易い部分である。証券バブル・土地バブルの全盛期においては自己資本比率を高めるファクターと信じられていたものが、バブル崩壊によって金融機関ならびに投資家たちのこうした確信は根こそぎ裏切られ、彼らの「外生的不確実性」を著しく高める結果になった。こうして高まった不確実性が90年代後半において問題となったいわゆる“貸し渋り現象”，すなわち自己資本比率の分母における対中小企業向け貸出しを圧縮するように作用した現象の一大原因であったことは容易に想像される⁽⁶⁾。

以上述べたように、早期是正措置が不確実性を抑制する装置として機能するためには、第一に裁量的運用を排除した公正なルールの適用を維持すること、それによって国民の信頼を獲得することである。そして第二に現行の自己資本比率規制に含まれるような不確実性要素を取り除いてゆくこと、こう

した努力が制度を運用する側に強く求められているのである⁽⁷⁾。

4. 公的セーフティ・ネットと不確実性

本節では政策当局による事後的なプルーデンス政策、いわゆる公的セーフティ・ネットについてやはり不確実性の観点から再吟味を行う。公的セーフティ・ネットは現実のものとなったリスクの金融システム全体への影響を最小化することを目的にしていると一般に考えられている。その認識自体に異論はないが、不確実性の視点からすると、公的セーフティ・ネットにはそれとはまた違った役割があることに気付かされる。それらの役割について、預金保険制度と中央銀行による最後の貸し手機能の二つをとりあげて検討してみることにしよう。

(1) 預金保険制度と不確実性問題

預金保険制度とは、全ての預金取扱い金融機関から預金残高の一定割合を保険料として拠出させ、これをプールすることによって破綻金融機関における預金者の預金払戻し（ペイ・オフ）を一定限度内で保証するシステムのことをいう。保証限度額がある程度の高さを示していれば、高い割合の預金者は預金全体が保全されることになり、取引先金融機関の経営悪化に際して取りつけが生じる危険を回避することができる。また情報の非対称性による健全金融機関への取りつけの伝播といったシステムミック・リスクの可能性も低減させることもできる。

さて、非対称情報とは異なったケインズの意味における不確実性に対して、預金保険制度はどのような効果を及ぼしている（もしくは、及ぼす可能性がある）のだろうか。

預金保険制度は通常、事後的政策であるとみなされ、事実何らかの措置がとられるのはリスクが現実化してからのことである。しかしながら、あらゆる

る保険制度がそうであるように、預金保険は実際に破綻した金融機関の預金者を保護するだけでなく、将来破綻するかもしれないかわからない全ての金融機関の預金者に「保証」という名の安心感を提供するというもう一つの重要な機能を同時に果たしている。こうした安心提供機能は元来「事前的」なものである。

ここで問題にしたいのは、その「保証」の対象が計量化できるリスクか、それとも計量化できない不確実性なのかという点である。生命保険や損害保険などの場合、保険会社によって綿密なリスク計算が行われ、それにもとづいて保険料率が算定される。もちろんだからといって不確実性が無視されてよいわけではなく、ソルベンシー・マージン（支払余力）の高さが保険会社の格付けを左右することは不確実性が無視できない要素であることの理由の一端を物語っている。預金保険の場合も同様である。財務・経営内容によって将来特定の金融機関が破綻する確率はある程度求められるかもしれないが、破綻するはずがないと考えられていた金融機関が経済環境の変化や競争に敗れることによって将来破綻することも十分ありえる。

したがって、預金保険が預金者に対して提供している「保証」は、計算可能なリスクに対してと同時に、予測困難な将来の「内生的」および「外生的不確実性」に対するものでもあると言うことができよう。

(2) 最後の貸し手機能と不確実性

最後の貸し手機能とは、特定の金融機関が何らかの理由によって流動性不足に陥り、資産売却やインターバンク市場を通じては十分な資金調達ができない場合に最後の拠り所としての中央銀行が必要なだけの流動性を当該金融機関に対して供給する役割のことをいう⁽⁸⁾。その概念的な起源は19世紀英国のソーントン (H. Thornton) やバジヨット (W. Bagehot) にまで遡り、最も古いプルーデンス政策の一つとして知られている。

さて、金融機関がこのような流動性不足に直面しているときというのは二

つの場合が考えられる。一つは、当該金融機関が個別的理由により経営難に陥って資金繰りが困難になった場合である。その場合中央銀行は金融システムに与える影響の大きさを勘案して資金供給を決意するかもしれないが、不確実性は次に述べるケースと比較して相対的に重要な問題ではない。もう一つのケースとは、経済が金融恐慌とも言える危機に陥って、システム全体の流動性不足が喫緊の問題になっているような場合である。こうした金融恐慌時における流動性不足は、個別金融機関の資金需要問題を超えている。それは経済ショック後にシステム全体が弱気の状態に陥って株式や不動産を一斉に売却しようとする、それによって生じる膨大な安全資産（＝貨幣）需要がその根本的原因になっているケースである。この場合、中央銀行が意識しようとしまいと、彼らは不確実性の問題に対処しようとしているのである⁽⁹⁾。

経済ショック後に安全資産への需要が高まるのは、もちろんケインズのな意味における不確実性だけが原因ではない。たとえば、不十分な個別金融機関のディスクロージャーは公衆の弱気を助長する一つの要因であるし、他の経済主体が一斉に危険資産の売却を行っているときに個人がそれに追従することは合理的判断にもとづく行為であるかもしれない。しかし、大きなショックが経済構造や経済環境を大きく変化させてしまっているような場合、われわれの定義する「外生的不確実性」の高まりによって安全資産である貨幣の需要が急増している可能性は否応なく高くなる。ショックの規模が大きければ大きいほど、その可能性は高まる。さらに、落ち着く先がわからない金融恐慌時に個別金融機関のディスクロージャーが持つ重要性は相対的に小さくなっているであろう。なぜならそれらの情報が将来を予測する上でいつまで有効性を保ちつづけることができるか定かではないからである。

もし仮に、中央銀行が不確実性の増大によって高まった流動性需要にスムーズに応じられなければ、現象として金利の高騰を招くだけでなく、支払に対応できない金融機関の連鎖倒産が新たなショックを次々に生み出してシステムの不安定化は際限なく拡大することになるであろう。反対に中央銀行

がシステム内の流動性危機に陥った金融機関に潤沢な流動性を供給しつづけることができれば、安全資産である貨幣が獲得できるという公衆の確信が強まり、不確実性は後退して金融危機は沈静化へと向かってゆくことになる。

最後の貸し手機能とは、貨幣の根源的供給者である中央銀行に任せられた「外生的不確実性」のコントロール機能であると言っても過言ではないのである。

(3) 不確実性とモラル・ハザード問題

以上われわれは公的セーフティ・ネット（事後的プルーデンス政策）と不確実性との関係について、預金保険制度ならびに最後の貸し手機能の両者について検討してきた。ここで公的セーフティ・ネットについて議論する上で避けて通れない課題としてモラル・ハザード問題があることを思い出したい。公的筋による過剰な保護は、対象金融機関が自らの経営責任を放棄して顧客の利益に反するようなハイリスク経営を追求する原因になりかねない。この問題についてわれわれは不確実性論の立場から何らかの言及をしておく必要があるだろう。

まず預金保険制度に関連したモラル・ハザード問題について考えたい。預金保険は公衆の預金資産を一部または全部保全し、銀行取りつけの可能性およびそれが現実化した場合のシステム・リスクへの拡大を阻止する機能を果たす。だが反面、預金者のモニタリングへのインセンティブを弱めるマイナス効果も持ち合わせている。また金融機関自身も保険料を支払っているとは言え、彼らの負債返済義務を部分的にでも肩代わりしてもらえらるわけであるから、それがない場合に比べてリスク追求への傾倒を強める効果があることも否めない⁽¹⁰⁾。

しかしながら、こうした政策の持つ負の面とシステムの安定化という政策本来の目的とを比較考量した上で、われわれは預金保険制度を評価しなけれ

ばならない。特に不確実性という公衆の心理要因を重視するならば、預金保険のシステムに対して果たす役割を過小評価することは適当ではないだろう。また、われわれの意味における不確実性を考慮に入れるならば、預金保険の逸脱してはならない一線を明確にすることもできる。例えば、預金保護の限度枠がありながら、破綻金融機関を保護基金によってすべからず救済したり、さらに救済に不足する資金を国債発行によって賄ったりすることは、モラル・ハザードを助長する原因となるだけでなく、政府による借金を永久に続けていくことは不可能であることから、いずれその救済がストップしたときには新たなショックと「外生的不確実性」の増大を生むことになるだろう。さらに、早期是正措置の場合と同様に預金保険制度が一つの経済秩序として「内生的不確実性」を抑制する機能を働かすためには、それがあくまでも一定のルールにもとづいて運営されていることが肝要なのである。

結局、預金保険がモラル・ハザード問題に抵触しないためにも、適正な不確実性抑制装置として機能しつづけるためにも、政府の裁量を排することが、最も大切な要件だということである。

次に中央銀行の最後の貸し手機能とモラル・ハザード問題について考えてい。

そこで重要なことは、金融機関の流動性危機が生じた原因が何かということである。前述したように、金融機関に流動性問題が生じる原因は大きく分けて二つある。一つは個別金融機関が自らの経営ミスによって招いた支払資金不足である。ここで問われるべきは当該金融機関の自己責任なのであり、この点を見逃して流動性を供給することはモラル・ハザードを許すことにつながってしまう。この場合中央銀行は沈黙を守って、適切な処理を金融庁など監督機関に委ねることが望まれる⁽¹¹⁾。

流動性危機のもう一つの原因は、経済ショック後の「外生的不確実性」の高まりによるシステム全体の貨幣需要の急増である。このケースにおいて中央銀行が個別金融機関の経営の良否やモラル・ハザードを勘案している時間

的余裕はない。レンダー・オブ・ラスト・リゾート機能が直ちに発動されるべきケースである。ただしこのようなケースが頻繁に生じることは先進国では考えがたく、現実には起こっている現象が本当の意味での金融危機かどうか、見分ける眼が中央銀行には求められているのである。

5. 民間機関による諸プルーデンス政策と不確実性

以下においてわれわれは民間機関によるいくつかのプルーデンス政策についても不確実性の観点から言及しておくことにしよう。

(1) 不確実性とディスクロージャー

民間機関自身による事前的政策としてまず、銀行協会等が制定した統一規程に沿って各機関の財務・経営内容についての情報開示を行ういわゆるディスクロージャー制度がある。ディスクロージャーは投資家の自己責任の前提とされるものであり、金融自由化時代にもっとも重要視されるシステム安定化の要件である。しかしながら、これは元来、不完全情報もしくは非対称情報によるリスクを低減させるための手段であって、一見われわれの意味における不確実性とは無関係なように思える。

だがもちろん、不完全情報にもとづく過剰リスクの問題は無視されてよいものではない。常日頃からの情報開示が適正な金融市場のパフォーマンスにとって重要であることは言うまでもないが、正確な情報を提供しつづけることはまた経済ショック後の模索過程において速やかな再度の均衡を達成する上でも不可欠な要件であると考えられる。ショック後の不確実性の存在を考えればディスクロージャーは万能であるとは言えないが、だからといって不要だということを言っているわけではない。

不確実性論の立場から唯一つ言っておきたいことは、制度としてのディスクロージャーは紛れもなく経済秩序の一部を形成しているということ、すな

わち経済環境の第一層（安定層）を成しているという事実である。ディスクロージャーが確立された制度であるということは、市場に参加する全ての主体が、現在から将来にかけて他の経済主体が正しい情報開示をすることを期待に織り込んで将来に対する（投資決意等の）意思決定ができるということの意味する。逆にこの制度が確立されていなければ、正しい情報が利用できるかどうかに関する不確実性が生じ、その意味において市場参加者は他の経済主体の行動を予測することが困難になるし、全経済主体の行動の結果である将来の経済環境を予想することもまた容易ではなくなる。すなわち、ディスクロージャーが確立されていないということは、将来に対する「内生的不確実性」を増大させることにつながる。この観点から、ディスクロージャーには不確実性論の立場からも一定の意義を見出すことができるのである。

(2) 格付け制度と不確実性

ディスクロージャー制度が金融機関自らの情報開示を行うことであるならば、格付けは格付け機関による（金融機関をはじめとした）他の経済組織についての情報生産である。これもまた一種の事前のブルーデンス政策と見てよいかもしれない。格付け機関はディスクロージャーが不十分な企業の情報を投資家に提供したり、複雑な情報開示内容を誰にでも理解可能な形に加工したりといった、いわば補完的情報生産機能を担っているとみなせる。そのような意味から格付け制度と不確実性の関係はディスクロージャーの場合と同様であるように思われる。しかしまたいくつか注意しておくべき点も存在するので以下に述べよう。

まずもっとも懸念されることは、一部に存在する格付けを神聖視する風潮である。高格付けを与えられた金融機関がそれを自らの広告で誇示しているのはその一例である。格付け機関によって生産された情報も企業自ら開示した情報も機能の上で差があるわけではない。現在の企業情報は、将来、経済構造・経済環境が変化してしまえば無価値になってしまう可能性を常に内包

しているものである。「経済環境の変化にも揺るぎない財務内容」という意味のトリプルA格付けが、経済環境の変化によって格下げされてしまうことこそ、まさに将来が不確実であることの証拠なのである⁽¹²⁾。

もう一つ、格付けの表示がわかりやすいことの裏返しとしてそれが単純に過ぎるといふ欠点にも眼を向けるべきである。平時において経済がたとえ連続的に変化を遂げて行ったとしても、格付けの変化は多かれ少なかれ断続的にならざるを得ない。それが市場参加者に対しては多少とも経済ショックとして作用するという。そして格付けの変化に対する公衆の不確実性が市場で一人歩きをしてしまう可能性にも警戒する必要があるだろう。

一部で言われる格付けの恣意性をわれわれはここで問題にしないが、いずれにしても、格付けを過大評価しないことが肝要であり、一つの参考程度にとどめて、格付けのみに頼った投資判断は回避したほうが懸命だということである。

(3) 民間機関同士の相互援助制度について

民間機関による事後的プルーデンス政策として、体力のある金融機関が流動性不足に陥った金融機関に資金供与を行う、あるいは体力の弱った金融機関を買収合併して経営破綻がシステムに及ぼす影響を封じるといった相互援助的安定化の方法がある⁽¹³⁾。

相互援助制度は中央銀行による最後の貸し手機能を補完する機能やペイ・オフの地域経済にあたえる混乱を回避する機能を果たしていると考えられる。相互援助はもちろん不確実性の抑制要因の一つに違いない。しかしそれは現状をみる限り確立されたものではなく、援助が行われるかどうかには不確実な要素が含まれているといわなければならない。それが「内生的不確実性」の抑制装置として機能するためには、システム全体に適用される明確なルールに基づいて実行されるという確信が、市場参加者によって共有されていなければならない。そうしたルールの確立こそが、不確実性論の立場から

言っても最も重要な課題であり、現状のままでは不確実性に対して多くの効果を期待することはできないのである。

6. 結 論

本稿は、金融システム安定化のための諸規制について、一貫して不確実性の観点から議論を行ってきた。ここでもう一度全体を振り返ってみることにしよう。

不確実性を「内生的不確実性」と「外生的不確実性」とに分けた場合、ブルーデンス政策は圧倒的に内生的不確実性を抑制する機能のほうが強く、外生的不確実性に対しては、競争制限的規制の一部と預金保険制度が事前的抑制因になりえ、最後の貸し手機能が事後的な鎮静効果を持つくらいで、その他はさしたる効果を持っているようには思われない（第2表参照）。もっともそれは原理的に「規制」というものがシステムの一部を構成することによってシステムの安定化に寄与する性質の施策だからである。われわれの言葉でいえば、経済環境の安定層を厚くする役割を果たす、ということである。

そのなかで競争制限的規制は安定層の厚みを増すというよりは不安定層の

第2表 不確実性に対する各ブルーデンス政策の予想される効果

	内生的不確実性	外生的不確実性
競争制限的規制	◎	○
早期是正措置	○（条件付）	●（可能性）
預金保険制度	○	○/●（可能性）
最後の貸し手	……	◎（条件付）
ディスクロージャー	○	……
格付け制度	○	●（可能性）
相互援助制度	○（条件付）	……

◎…システム全体への効果、○…部分的効果、●…マイナス効果

拡大を阻止するという方法論を採っており、ある意味で非常に強力な（内生的）不確実性抑制効果を持っていたのである。だがその副作用としてわが国の金融革新を遅らす結果になった。

では競争制限的規制に代わる早期是正措置、種々のポートフォリオ規制、預金保険制度等が、果たして競争制限的規制ほどに内生的不確実性を抑え込む装置たり得るのかといえば、いずれもその効果は部分的なものに過ぎない。あえて言えばこれら諸規制が全体として一つの秩序たり得た時にはじめて内生的不確実性の全般的抑制効果を発揮できるのである。

しかしながら、そこにはいくつかの課題が残されていた。1) 早期是正措置が依拠する自己資本比率規制自体が内包する不確実性の除去、2) ルール主義の徹底、そして3) 中央銀行の分別力向上等がそれである。このうち1) は会計制度の改革によってやがて解決してゆく可能性が高い。だが2)、3) の実現のためにはさらに、4) 中央銀行の独立性の強化、という課題を加える必要があるだろう。政府裁量の入り込む余地をなくすためである。これら2)、3) および4) に対しては今後不断の努力を必要とするものである。

最後に、外生的不確実性を抑制する装置として、プルーデンス政策には多くのことを期待できないと述べたことについて付言しておきたい。それは、2節(2)で述べたように、外生的不確実性についてはもっと他に採るべき施策があるということである。ではどのような政策に期待をかけるべきなのかであるが、それがわれわれが取りくむべき次のテーマなのである。

主要参考文献

- 小村衆一・守山昭男・西脇廣治・二上季代司（1997）、『金融システム論』、多賀出版。
千田純一・岡正生・藤原英郎（1997）、『日本の金融システム』、中央経済社。
山脇岳志（1998）、『日本銀行の真実』、ダイヤモンド社。
西垣鳴人（1998）、「ゆらぎ、危険、そして不確実性 — 「不確実性論」周辺整理ノート(1)

- 一), 『岡山大学経済学会雑誌』, 第30巻第2号, pp. 163-194.
- 西垣鳴人 (1999), 「合理的期待と真の不確実性 — 「不確実性論」 周辺整理ノート(2) —」, 『岡山大学経済学会雑誌』, 第30巻第3号, pp. 365-385.
- 西垣鳴人 (2000), 「ケインズの不確実性の全体像」, 『岡山大学経済学会雑誌』, 第31巻第4号, pp. 347-370.
- Davidson, P. (1978), *Money and Real World*, Macmillan, second edition. (原正彦訳『貨幣的経済理論』, 日本経済評論社, 1980年.)

注

- (1) 内生的不確実性と外生的不確実性に関する詳細については, 西垣 (2000), pp. 350-352を参照のこと。
- (2) 西垣 (2000), pp. 366-368を参照。
- (3) 以下第1表を参照のこと。
- (4) その他主要なものとしては, 新規参入規制, 店舗規制, 配当規制および有担保規制といったものが競争制限的規制に含まれる。
- (5) 千田・岡・藤原 (1997), pp. 89-101および pp. 133-158, 小村・守山・西脇・二上 (1997), pp. 169-182などを参照して作成。
- (6) 対企業貸出しはリスクウェイトが100パーセントであるため, 自己資本比率の基準達成のために真っ先に圧縮される資産項目の一つとなる。このため自己資本比率規制および早期是正措置の存在が金融システムをかえって不安定化させることになってしまったと考えられる。
- (7) 事前的プルーデンス政策にはこの他に金融庁による立入り検査や日銀考査も入れることができるかもしれない。これらについても監督者側が常日頃から金融機関に明確な評価基準を周知徹底しておくことが金融機関の不確実性を減少させる上で重要だと思われる。
- (8) 旧日銀法第25条に関わる部分であるが, 新日銀法 (1998年4月施行) においては, より踏み込んで次のような規定がなされている。
- 第37条 金融機関の一時的かつ緊急の流動性不足には, 日銀独自の判断で無担保の流動性供給を行なう。
- 第38条 経営の健全性に問題のある金融機関の処理その他信用不安の対処においては, 政府の要請を受け, 日銀が政策委員会の議決を経て, 必要な措置を実行する。
- 以下の議論とも関わるが, この第38条は, 日銀の独立性問題とも絡んで, 不確実性の観点から問題を残しているように思われる。山脇 (1998), pp. 231-232参照。
- (9) 公衆の流動性選好 (= 貨幣需要) 要因として将来に対する不確実性の存在を強調したエコノミストとして著名なのは, P. デヴィッドソン氏である。Davidson (1978), 邦訳 pp. 155-175などを参照のこと。ただし彼の議論はその後一貫して, 人間心理としての不確実性の“変動”を無視しており, 経済ショック後の「外生的不確実性」の増大と

いった考え方には至っていない。

- (10) 預金保険制度による金融機関側のモラル・ハザードを回避する手段として、米国では各金融機関が抱えたリスクの大きさに応じて適用する保険料率をレーティングしてゆく方法が採られている。また、預金保険に頼らないナローバンキング提案もある。小額の貯蓄手段と決済手段のみを提供するナローバンク（狭義銀行）と積極的な資産運用を行なう投資銀行とに銀行システムを二分化することによって、決済システムの破綻を防止しようという構想である。ナローバンキング提案と不確実性の関係については、本論文の統編において言及がなされる予定である。
- (11) トゥ・ビッグ・トゥ・フェイル、すなわち巨大金融機関の破綻がシステムに及ぼす影響の大きさを考慮すると救済せざるを得ないという中央銀行が抱えるジレンマが指摘されることがある。90年代後半のわが国金融行政はまさにこの原理に従って運営されてきたが、早期は正措置の精神とは明らかに矛盾する性質の考え方である。事実、米国においては1991年以降この原理は法的に適用されないことになった。小村・守山・西脇・二上（1997），p. 181参照。
- (12) バブル崩壊“前後”における邦銀格付けの隔たり，アジア通貨危機“前後”におけるニーズ諸国の国債ならびに諸企業格付けの落差に鑑みれば，このことは明らかである。これは格付け機関自身の審査に落ち度があったというよりは，将来の情報はディスクローズすることが不可能であるという不確実性の原理がそこに貫徹していたと考えた方がよいだろう。
- (13) 相互援助は自発的に行なわれる場合と監督当局の指導にもとづいて行なわれる場合の両方がある。ここでは特にその区別は問題にしないこととする。