

金融法の経済学

大阪経済大学経済学部教授(元日本銀行金融研究所長) 高橋 巨

金融業では、金融機関自体に政府からの規制監督が課されているほか、金融商品の販売などの業務にもさまざまな法規制が課されています。このような規制監督の適否は、近年発達してきた法律の経済合理性を検討する「法と経済学」のアプローチで論じることができます。

このアプローチでは、法律の経済学的な根拠を明らかにすると同時に、経済学の観点から法律の趣旨を解説することによって、銀行の窓口など、法が運用される現場での応用に役立てることが期待されます。今回は「情報の経済学」に沿って、金融機関の存在意義、銀行免許、金融商品取引法の説明義務などを論じていきます。

金融の経済学

従来、経済学の金融論は「資金の融通を分析対象とする学問」として「お金の流れ」に注目する学問分野とされてきました。それでも市場での価格の動きを分析するミクロ経済学が、貨幣をあたかも目に見えない空気のような存在として扱っているのに対して、金融論は貨幣による売買を前提に貨幣そのものも分析対象とするため、より現実に近い学問とされてきました。

また経済全体の動きを対象とするマクロ経済学でも、ケインズにより貨幣に裏づけられた「有効需要」の重要性が指摘され、貨幣を融通する金融の重要性が認識されました。有効需要では、貨幣所得の裏づけのない単なる願望のような需要ではなく、貨幣所得の裏づけのある需要が重要であり、経済の景気・不景気を左右するとされました。その後、保有資産を多様化してリスクを効率的に減少させるポートフォリオ分析も発展

し、金融におけるリスクの重要性が認識され、資産や資産市場を分析するファイナンス理論も発展しました。

こうした流れを受けて、金融の経済学を変える大きなインパクトとなったが、「情報の非対称性」などを前提として金融取引などを分析する「情報の経済学」です。

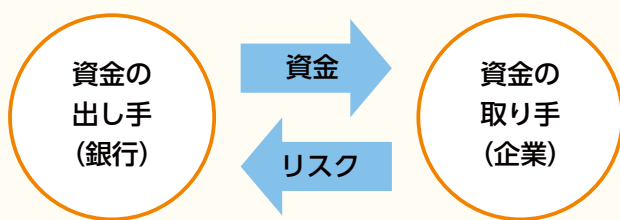
金融取引には、普通の商品売買に比べて2つの特徴があります。一つは、時間を越えた取引であること、もう一つは資金の出し手、受け手の間に情報の格差があることです。資金の貸借を例にとれば、資金の貸借のタイミングには時間差があります。どんなに信用できる借り手でも将来は何が起こるかわからないため不確実性が生じます。また、これに加えて融資資金の用途については、たとえば対象の投資プロジェクトについて、貸し手は借り手に比べて情報が不足するという情報格差があります。さらに、借り手はいったん資金を借りれば、実際は努力を怠りかねないとの問題も生じます。

情報格差の問題は、小売店で物を買う日常の取引でも多少はありますが、従来の経済学ではそれは無視しうる程度で、取引では買い手も売り手と同じ情報を持つ「完

全情報」が仮定されていました。この結果、人々は価格のみで売買を決定し、市場メカニズムが働き、人々の満足が最大化される望ましい結果が導かれることが示されました。しかし情報格差・情報の非対称性があるとこれとはまったく異なる結果になります。

なお金融取引は必ず返済リスクが伴います。金融論では、情報の経済学以降、金融取引とは、貸し手が借り手に資金を提供すると同時にリスクを引き受ける取引(資金とリスクの交換)、リスクの対価が金利と定義されるようになりました(図1)。

図1 新しい金融取引の定義



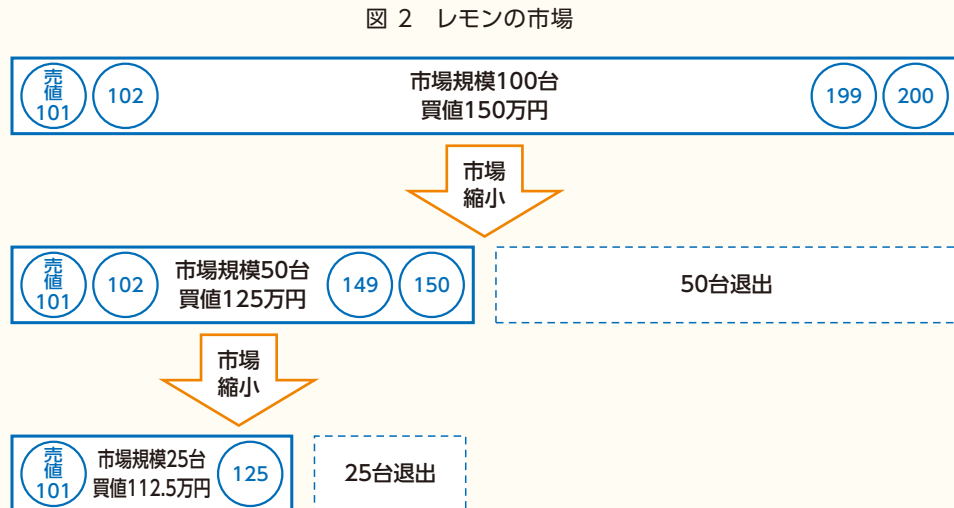
情報の非対称性

「レモンの市場の理論」は情報の非対称性を論じた現代経済学の古典ともいべき理論です。

「レモン」とは中古車についての米国の俗語です。いま100人の販売者がそれぞれ同じ車種の車

古車を販売、中古車の値段は10万円から200万円まで一様に分布しているものとします(図2)。売り手は自分の販売する車の本当の価値を知っていますが、外見では判断できないため全員が200万円の売値を提示するとして、一方、買い手も市場の100台の車の価値が10万円から200万円まで一様に分布していることは知っています

が、それぞれの車の価値はわからないとします。売買が始まると、買い手は購入価格として一様分布の平均の価格である150万円を提示します。これは本当の価値が150万円以上と以下の車を購入できる確率は半々で、リスクに中立的であれば合理的です。買い手による150万円の提示を受けて価値が151万円以上の車を販売する50人は、販売をやめ市場から退出します。今度は、市場では101万円から、150万



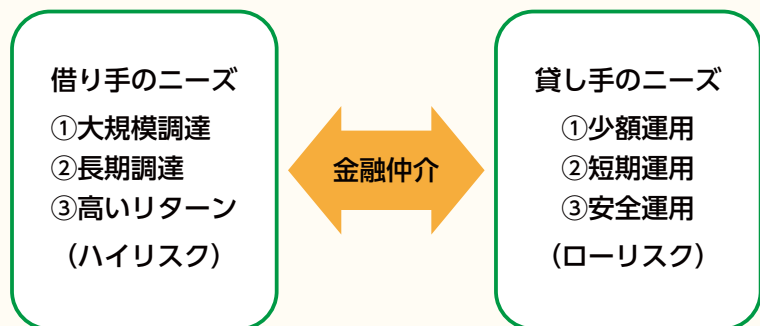
金融機関の存在意義

金融は情報の非対称性のある典型的な市場です。銀行などの金融機関には、情報の非対称性を減少させ資金の貸借を促進し、金融市場を機能させる存在意義があります。

銀行のように資金の出し手(預金者)と取り手(企業)をつなぐ作用を金融仲介といえます。預金で調達した資金を貸出で運用するように金融仲介は3つのかたちで資金の形を変えます。①少額の資金を集め規模の大きい資金として運用すること、②短期での運用を希望する資金を長期で借り入れる資金とすること、③利回りは低い安全な資金を、リスクはあるが利回りの大きい資金として運用す

ること。これら3つの作用を資産変換といい、これを行うことが金融仲介です。一般に資金の出し手は、少額の資金を短期で安全に運用、資金の借り手は多額の資金を長期のリスクはあるがリタンの期待できるものとして調達しようとしていますが、両者のニーズは直接はマッチしません。金融仲介はこのニーズをマッチさせます(図3)。

図3 借り手、貸し手のニーズのミスマッチ



古車の品質を判定するディーラーに似て、中古車の品質情報を提供することで売買両者の情報ギャップを埋め、市場機能を活発化させます。銀行も借り手の情報を審査（スクリーニング）することで、借り手と資金使途の正しい情報を獲得し、それに応じて金利などの融資条件を決定します。審査なしで借りればリスクが高いとみなされ高い金利が課されることになるため、審査による借り入れは借り手にもメリットです。

審査機能については、フィンテックなどの新たな金融企業がコンピュータなどを使い銀行特有の機能ではなくなるとの見方もありますが、融資についてのすべての情報がデータにより統計処理できるものとは限りません。また銀行には、審査に加えて借り手が努力し正しく資金が使われているかという監視（モニタリング）機能があります。これも今のところ銀行特有のものです。

銀行免許の経済合理性

情報の経済学は広く応用されます。たとえば銀行免許の経済合理性を説明します。一般企業では同種の製品を製作する企業Aと企業Bの製品も品質などは購買者によ

って区別はつきやすいのに対して、銀行預金の場合、その品質は銀行の信用度に依存するとしても、銀行Aと銀行Bの預金の区別は難しいでしょう。

銀行には、預金者から経営の巧拙を判断しにくいという情報の非対称性があります。銀行預金は、銀行の預金者からの借金（負債）であり、負債者は株主ほどではないものの企業への監視が期待されますが、預金者がコストをかけて監視するとの想定は現実的ではありません。このため、預金者に代わり政府が職権により監視し、銀行から情報を獲得し、経営を保証するものとして免許を交付します。医師が免許制であるのも同様な事情です。

また、政府は銀行の活動を監視しさまざまな規制を課します。これは、情報の非対称性に加え、銀行が優越的な地位となる場合も想定して、預金者、融資対象者に損害が生じることを防ぐことが目的です。また銀行は、資金の送受信など銀行システムとしてネットワークの性質を持ちます。このため銀行Aの経営破綻が、銀行Bに悪影響し、健全経営の銀行を経営破綻に導きかねないというネットワーク効果をもちます。これも政府

が特別に銀行を監督する経済的な根拠です。

このように、政府が銀行を免許制として規制監督することには経済学的な根拠がありますが、規制は時代や状況の変化によって見直しが必要です。一方、官庁には組織の論理として肥大化し強力化するという現象が生じ、規制を受けると側も規制に依存し革新を怠るという弊害が生じます。イギリスでは、一時銀行やその他の金融監督を中央銀行から政府の金融サービス庁に移管しましたが、過剰規制が生じたうえに金融危機を防止できなかつたことから、その権限の多くを中央銀行に戻し規制を見直しました。政府が経営にまで過剰に介入すると、経営責任の所在が曖昧になり無責任の状態になることも問題です。

金融商品取引法の経済学

近年経済学が法律に応用された分野が、会社法とならんで金融商品取引法（金商法）です。

金融業に対する法的規制は、近年大きく変わりました。従来は、銀行・信用金庫・信用組合、証券会社、保険会社、クレジットカード会社など業態に応じて、銀行法などの法律が制定され、行政も、

旧大蔵省の銀行局、証券局など、また旧通産省も含めて業界ごとの対応がされてきました。また規制の手法も行政指導や認可等、事前規制が中心でした。これらは既存の制度を保持・安定することに優れています。一方、変化に弱い面がありました。

1990年代末の金融ビッグバン以降、近年金融制度はグローバル化の下で大きく変わりました。特に自由化によって、たとえば銀行も国債から投資信託・生命保険の販売を行うなど業界の垣根が下げられたほか、デリバティブなどの新しい金融商品を、従来の金融機関以外の業者も取り扱うようになりました。こうした状況に応じて、従来の業界ごと（縦割り）ではなく、金融商品ごと（横割り）機能に即して業界横断的に（横割り）規制を行うようになりました。金商法はその典型例です。

また、経済の成熟化、貯蓄の増加に応じて人々の金融商品に対するニーズも多様化し、このため金融商品の仕組みも定期預金などの単純なものから高度化・複雑化したものになりました。こうした変化を促進し、金融行動も自由化するために行政による事前規制から、行政・司法による事後規制に

ウエイトが変わりました。近年、従来に増して金融機関に業務停止命令が課されるようになりましたが、これは規制が事後対応になったという事情も反映しています。

金融商品は、仕組みが複雑化しリスクが見えにくくなりました。金融商品の販売者と購入者の間の情報の非対称性が拡大しました。これを埋めるために法律上重視されるようになったのが、金商法で重視される、①説明義務、②適合性原則などです。

①説明義務とは、投資信託の販売などで、投資家に商品のリスクと合わせてリスクを伝える義務です。購入解約時の手数料などについても説明を行うことが求められます。最近では投資家の裾野の広がりもあり、説明義務がますます重要となる一方、金融教育の重要性も認識されています。わが国に比べて米国の家計では、預金以外の株式等の金融投資の割合が大きいのですが、これらの背景として金融教育が小中学校などで早期に始まり、金融教育が充実しているとの事情もあります。

また②適合性原則とは、判断能力の劣る人や、投資に十分な所得・資産を持たない人にリスクのある金融商品の販売を控えるとするも

のです。最近では高齢者の資産保有額が増加する一方認知症も増えていることから、金融商品の販売には家族などの立ち合いを求めることなども必要となつていきます。

法律では、一般的な商品の販売などには、すでに民法・商法が存在します。それに加えて金融商品に金商法が特別に存在する理由は、他の商取引に比べて情報の非対称性が大きいことに求められます。「レモンの市場」の例のように金融取引でも、適切な情報提供を怠れば、市場自体が崩壊してしまいます。残念なことに最近でも法律違反による処分がみられますが、これらが多発すれば市場全体への影響も無視できません。このため最近では、個別の法令順守にとどまらず、より原理まで立ち返る「フィデューシヤル・デューティー（信認義務）」が重要視されてきています。

「フィデューシヤル・デューティー（信認義務）」

フィデューシヤル・デューティー（FD）とは、プロフェッショナルな職業人が顧客に対して持つ当然の義務という英米法の概念で、サービスの依頼を受けた業者が当然もつ「受託者責任」ともされま

す。これは職業的な倫理観にも通じ、わが国の「職人意識」にも通じるところがあります。

FDについては、米国はよく契約社会であり契約に記載されていないものは行う義務がないと誤解されていますが、一方では、倫理的なFDという法的義務も広範に適用されています。たとえば、車の修理のケースでも、修理契約での該当部分以外に安全上の重大な問題が見つければ、顧客に通知し修理することを怠るとFDに反するとされる可能性が高いとされます。また医師の医療行為なども典型的な事例です。

FDの応用範囲は広く、自己と顧客（依頼者）の利益が対立するところなどに適用されます。典型は、会社の取締役の忠実義務で、取締役には自己の利益を排して会社の利益を優先することが求められています。わが国の金融界でも、金商法の補完としてFDを実践する「顧客本位の業務運営」が謳われてきています。これに対応してFDを具体化するマニュアル化なども行われています。

ただFDは職業倫理として完全に明文化は

できないもので、マニュアル化すれば足りるようなものではなく、またマニュアルに従えばよいとするのはFDの本来の趣旨ではありません。FDの実践のためには、販売者・顧客との関係の基盤でもある経済学で扱われる情報の非対称性という問題も理解していくことが重要です。

むすびに代えて

本稿では、近年の金融法制・金融規制の理論的裏づけに情報の経済学があることを示しました。金融法・金融規制は、法文・政令等の徹底のために細かな規定などを設けると、営業の窓口等の対応も煩雑化しがちです。

そうした事態を避け、フィデューシヤル・デューティーに沿った趣旨を理解するには経済学の助けが有用です。本稿の議論が、金融法・規制の理解の一助となれば幸いです。



高橋 巨（たかはし わたる）

大阪経済大学教授、神戸大学経済経営研究所リサーチフェロー。1978年日本銀行入行。国際局審議役、金融研究所長。Oxford大学経済学修士。東京女子大学、東京大学公共政策大学院、京都大学公共政策大学院、政策研究大学院大学（GRIPS）講師、慶応義塾大学経済学部教授、神戸大学経済経営研究所教授を経て、2013年より現職。専門分野は、中央銀行制度、金融論。