

中央銀行の最後の貸し手機能と 金融監督機能

春井久志*

This paper analyses two objectives of central banks: maintenance of monetary stability and financial stability. It is shown historically that one of the earliest central banks, such as the Bank of England, was established by their governments, as a private bank, especially for themselves. It was not until the late 19th century that they had finally admitted themselves being responsible for the financial stability as 'lender of last resort'. It is also shown theoretically that the purpose of external regulation on the operation of private banks have been threefold: (1) to check the abuse of monopoly power, (2) to deal with the effect of externalities, where private and social returns diverge, (3) to prevent the exploitation of poorly informed clients and to provide consumer-investor protection for those who cannot reasonably be expected to help themselves. Finally, this paper argues whether central banks should combine its macroeconomic function of monetary management with that of regulatory and supervisory policy or rather is separated? It is concluded that central banks must, for the time being, be closely involved in the regulatory and supervisory functions since they are the only available source of immediate last resort liquidity.

JEL : E52; E58; G28

キーワード：最後の貸し手、伝染効果、システミック・リスク、規制・監督機能、金融政策レジーム、預金保険、モラルハザード、消費者保護

I はじめに

Goodhart(1995)は、その著書の「序章」で学者の本来の役目、すなわち学者の職分について次のように述べている。「今日、中央銀行の日々の金融調節は絶え間

* Hisashi Harui (Ph.D.) is Professor of Economics, School of Economics, Kwansei Gakuin University, Nishinomiya, Japan. E-mail: haruchan@kwansei.ac.jp.

ない評価と批判にさらされているが、経済システム全体の内部における中央銀行の機構上の役割については広く一般的に理解され、受け入れられている。中央銀行は既存の制度的枠組み、すなわち現状の経済システムの一部を構成している。現に存在している制度的枠組みの合法性や価値を定期的に再評価し、吟味することは学者本来の職分のひとつである。このような知的修練を困難にするものはものぐさと時間のなさである、とそれ以外の人々の大半は言い訳をする。」

この指摘に呼応するかのようには、バブル経済崩壊後の日本における金融システム不安を解消し、低迷する日本経済を金融政策面から支援するための措置が矢継ぎ早に打ち出されてきた。たとえば、1995年9月に採用された史上最低水準にまで引き下げられた公定歩合（年率で0.5%）や最後の貸し手として経営破綻した金融機関への救済資金の供与（いわゆる「日銀特融」）、1998年4月の日本銀行法の改正論議における中央銀行の独立性とアカウントビリティを巡る論争、また1999年2月以降の、世界でも前例のない「ゼロ金利政策」によるベースマネーの潤沢な供給というマネーサプライ政策の採用の是非を巡る論議など、わが国においても日本銀行のとりまく経済的・ミクロ経済的金融政策を巡って、中央銀行の存在意義や実施された政策の有効性に関する議論が盛んに展開されている。

ところが最近になって、政府は本来、大蔵省が所管する為替レート政策を支援するために、日本銀行に対してその専管事項である金融政策を隷属させることを意味する「量的緩和」策を声高に要請している。これは Goodhart(1995) のいう「学者本来の職分」とは無縁の暴論である。

このような日本銀行の独立性に対する政府や政治家の挑戦に対して、経済学者は知的なレベルでの中央銀行論を真剣に論議することが社会的に要請されているといえるであろう。まさにこれこそが、上述の「学者本来の職分」と考えられる。中央銀行の存在意義を巡る正統的な挑戦がここ二、三十年の間にいくつか見られた。ひとつはマネタリストによる機械論的な金融政策（マネーサプライ目標方式）の提唱であり、もうひとつはベースマネーを独占的に供給する中央銀行そのものを否定する「自由銀行主義 (free banking)」の主張であった。

1960年代と1970年代をとおして、M・フリードマン (Milton Friedman) たちを中心としたマネタリストは、中央銀行の中心的な機能であるマネーサプライ政策を単純で機械的な方式、すなわちベースマネーの増加率を日々ある一定の比率に固定する方式、いわゆる「k%ルール」を採用することを主張した。ここにケインジャン対マネタリストの論争が展開された。これは中央銀行の貨幣供給を「ルール」に基づく方式を採用するか、あるいは中央銀行家の「自由裁量」方式に委ねるかの選択の問題であり、19世紀イギリスにおける「通貨主義」と「銀行主義」との間で展開された貨幣供給方式を巡る論争以来の未解決の金融政策問題である。

さらに先進主要国における幾多の金融機関の経営破綻が連続的に発生するのを経験して、自由銀行主義を標榜する新しい学派から、より急進的な中央銀行批判が提出された。彼らは、すべての中央銀行をこの世界から永遠に葬り去ろうと言う。彼らによれば、銀行のどこにその他の金融機関はもとより、保険や法律、会計などのサービスや商品の供給機関と区別すべき特殊性があるのかを問い、またなにゆえに銀行の増加総数を管理したり、銀行行動を詳細にわたって規制・監督する公的な組織体としての中央銀行を必要とするのかとの疑問を發した。Selgin(1988, 1994)らは、すべての商業銀行が自由にかつ競争的に貨幣を供給すれば、パニックに瀕する恐れのない安定的な銀行システムが形成されるという。彼らは、銀行パニックを引き起こす唯一の理由が銀行システムに対する法的な規制の存在にあると考える。したがって、銀行の経営状態を常時監視したり、規制・監督する必要性もなくなるにとどまらず、銀行に流動性を機動的に供給して経営破綻を防止する中央銀行の最後の貸し手機能も不要とされ、さらに中央銀行それ自体の存在意義すら否定されることになる¹⁾。

以上のような中央銀行を巡る論議を背景とし、はたまた1997年の東アジアの通貨・金融危機の連鎖と、その後のロシア、中南米諸国への金融危機の波及を経験した金融グローバル化の進展した世界を直視すれば、中央銀行論を真剣に検討する知的修練の必要度は、今日、いやが上にも高まってきているといえよう。以下の第II

1) 春井(1997)参照。

節では、中央銀行の生成・発展を歴史的に跡付け、ベースマネーの独占的供給特権と最後の貸し手機能の成立過程との関連をイギリスの事例を中心に考察する。第 III 節では、最後の貸し手機能を果たす中央銀行が銀行の規制・監督機能をも同時に果たすケースが比較的多い状況から、銀行規制の理論的根拠と金融機関一般の規制の問題について分析する。最後の第 IV 節では、マクロ経済的な金融政策を担当する中央銀行が金融システムの安定化のためには金融規制・監督機能を兼務すべきか、あるいは分離すべきかを理論的かつ実証的に検討する。

II 中央銀行と最後の貸し手機能

1. 中央銀行の独立性強化と中央銀行法改正

1990 年を通して欧州連合 (EU)、当時の欧州経済共同体 (EEC)、加盟諸国の中央銀行総裁委員会は提案されていた欧州中央銀行制度 (ESCB) の設立文書の草案を同年末の経済通貨同盟 (EMU) に関する政府間協議 (IGC) に提出すべく準備していた。慎重な協議の後、1992 年の EU 首脳会議で「欧州連合」の創設を宣言する新しい「憲法」とでもいべき欧州連合条約 (いわゆる「マーストリヒト条約」) が調印された。その後幾多の紆余曲折を経て、1996 年には「新欧州連合条約」、いわゆる「アムステルダム条約」が採択され、ESCB の正式設立が承認された²⁾。

この ESCB は欧州中央銀行という中核となる組織と 12 の各国中央銀行とから構成されることになっていた。しかし実際には、1998 年 5 月の EU 首脳会議で EMU の参加条件 (「収斂基準」) を充たした 11 カ国の中央銀行から構成される、いわゆる「二段階方式」が採用された。1998 年 6 月に発足した ESCB は 11 カ国の EU 加盟国政府およびその他あらゆる EU の政治的組織体からも完全に独立的な組織として設立された。同時に、EU に加盟するすべての国の中央銀行およびその意思決定機関 (たとえば、中央銀行の金融政策委員会など) もまた政府に対する政治的従

2) EU の欧州通貨統合への過程については、相沢 (1999) が詳しい。

属関係を撤廃し、機能的に独立性を確保すべきことが要請された。このような流れを受けてヨーロッパ諸国の中央銀行法を改正する動きが始まり、日本においても旧日本銀行法の改正が政治日程に上り、ついに1998年4月に独立性と透明性を旧法よりは若干高めた新しい日本銀行法（いわゆる改正日銀法）が施行された。金融の自由化やグローバル化が急激に進展していた世界の中での、半世紀振りの中央銀行法改正であった。

しかし注目すべき点は、世界で最も古い中央銀行といわれるスウェーデンのリークス銀行 (Riksbank) やイギリスのイングランド銀行は、その設立当初から今日いうところの中央銀行であったわけではなく、その置かれた経済環境の変化・発展の中で徐々に中央銀行へと進展していったのである。以下では、イングランド銀行を中心に中央銀行への生成・発展の過程を簡単に考察してみよう。

2. 中央銀行政策のマクロ的目的

1914年以前の長期間にわたって、欧米主要国の中央銀行は自国通貨の対内外価値を安定的に維持することをそのマクロ的政策の目的としてきた。この目的が、中央銀行の割引率の変更（今日の公定歩合操作）によって達成されてきたことは、Bloomfield(1959)が明らかにした周知の歴史的事実である。春井(1992)が分析したように、1914年以前のいわゆる「古典的金本位制度」の下では、この中央銀行政策の目的は「金兌換性の維持」という形をとった。つまり中央銀行券の対内価値は、既定の金平価でもって銀行券と商品としての金（金貨）との無制限の交換によって保証された。また、自国通貨の対外価値を示す為替レートは、金の輸出入の自由を無制限に保証することによって安定的に維持された。

しかし20世紀に入り、戦争や金融恐慌、世界的不況などの外的ショックが直接の引き金となって、欧米の主要国は次第に金本位制度から離脱して行き、後に「管理通貨制度」と呼ばれるようになった紙幣本位制度もしくは名目貨幣制度へと徐々に移行していった。この動きに伴い、中央銀行政策の目的は「金兌換性の維持」か

経済学論究第 53 巻第 3 号

ら「物価水準の安定的維持」へと変遷していった。すなわち、中央銀行券の対内価値は物価水準の逆数と考えられるようになり、中央銀行は物価水準目標やインフレ率目標の達成を目指すようになった。

このように中央銀行のマクロ的政策目標は、その国の貨幣制度やその国を取り巻く国際金融システムの歴史的変遷とともに変化を遂げてきたといえよう。かつて春井(1997)は歴史的時間の経緯に伴う中央銀行のマクロ金融政策目的の変化を3つの時期に分けて考察したことがある。以下、それを簡単に紹介しよう。

(1)1914年以前の時期

世界最古のリークス銀行やイングランド銀行が政府の支援で初めてヨーロッパに設立された当時、これら民間の商業銀行が裁量的なマクロ金融政策や最後の貸し手機能を通して銀行に流動性を供給したり、あるいは銀行システムの安定性を維持するために民間銀行を規制・監督する近代的な中央銀行へと発展するとは、誰も想像しえなかったであろう。後に中央銀行へと発展した草創期の商業銀行が設立されたのは、当時の政府の財政的逼迫を救済するための資金を供給することが主たる目的であった。これらの銀行は政府から得る「勅許状」による特権(たとえば、銀行券発行権の独占など)を見返りとして、政府に資金を供給する「政府のための銀行」として設立されたのである。そのような動機で設立された銀行は、平時においては自国通貨の対内外価値をや信任を維持すること、イングランド銀行の場合には金本位制度を堅持することがマクロ金融政策の目的であった。しかし戦争など国家存亡の危機の際には国家の財政的必要性がマクロ的目的を凌駕し、金融政策運営は国家の緊急の資金需要を機動的に充足することが中心となった。

(2) 両大戦間期

第一次世界大戦の勃発により、ヨーロッパ諸国は文字通り国家存亡の危機に瀕した。戦争の混乱により金本位制度が不安定化したり崩壊した結果、多くの国は高失業、物価下落、種々の直接統制手段の導入による外国貿易や国際資本移動の大幅な制限とそれを契機とした世界経済の荒廃に見舞われた。そのため、自由な経済活動は制限され、金融政策の有効性が大きく減殺されてしまう。ひとたび金利が低い水

準に引き下げられてしまうと、有効需要水準に働きかけて景気を刺激する金融政策の効果はその力の大半を失ってしまうからである。そこで有効需要の管理はいきおい拡張的な財政政策に強く依存するようになる。その結果生じるインフレ圧力を抑制するために種々の直接統制手段が採用されることになる。

主要国による 1930 年代前半の金本位制度への復帰とその後の再離脱を通して崩壊した国際通貨システムは「自国通貨の対外的価値の維持」をもはや意味のない目的にした。逆に、主要国は経済ブロックを形成して、相互に為替レートの切り下げ競争という「近隣窮乏化」政策に走った。このようにして中央銀行が金本位制度の時期を通じてこれまで長きにわたって堅持してきた対外的な金融政策目的は消滅してしまったのである。

(3) 第二次世界大戦後の時期

第二次世界大戦終結後、世界の主要国は両大戦期の経験から直接統制的な経済政策を撤廃し、自由な経済活動と固定為替レート制度（いわゆる、調整可能な釘付け制度）の再建を目指して、ブレトン・ウッズ体制を確立した。このようにして確立された戦後の国際金融システムは、IMF 加盟国の中央銀行が自国通貨の為替レートを一定量の金またはアメリカ・ドルに固定することにより、通貨の対外価値を安定的に維持することを再びマクロ経済政策の目的として掲げるようになったことを意味した。このようにして、ブレトン・ウッズ体制の下で、アメリカ・ドルが金と等価あるいはそれ以上の価値のある国際通貨として国際金融システムの中核に据えられた。アメリカは「 n 番目の通貨」としてのドルの対外価値の維持義務から解放され、その対外価値はその他の「 $n-1$ 」カ国の為替レート調整によって自動的に維持されることになった。その結果、アメリカの中央銀行である連邦準備制度はドルの対内価値を安定的に維持するという、その他の中央銀行とは異なる、特別の責任を担うことになった。

このようにして確立された戦後の世界経済体制の下で、主要先進国は自国通貨の為替レート固定したままで国内の雇用と経済成長とを最大化する「ケインズ」的な有効需要管理政策を遂行してきた。しかし 1970 年代の初めに、アメリカ・ドルの

金兌換停止宣言、いわゆる「ニクソン・ショック」による IMF 体制の崩壊と第一次石油ショックとを経験した各国政府は、新たに経験する「変動為替レート」制度のもとで、失業の解消とインフレーションの抑制という 2 つの政策目的を達成することの重要性を強調するようになった。それは拡張的な金融政策を追求してきた諸国が相対的に高いインフレ率に見舞われる一方、相対的に高い雇用と成長率とを達成することにも成功しなかったからである。その結果、多くの中央銀行は徐々に「マネタリスト」的な金融政策を採用するようになった。すなわち、貨幣供給量を中間目標とする金融政策運営、「マネタリー・ターゲティング」方式の金融政策へのレジームシフトが起こった。

前述のように、ケインジアン対マネタリストの論争は金融政策の理論的側面を巡って激しくたたかわされた。1970 年代の「スタグフレーション」の解明を対立軸とした激しい論争は、結局マネタリストの勝利に終わった。「インフレーションと経済成長との間には中・長期的なトレードオフ関係は存在しない」ということが一般的に受け入れられたからである。かりに中・長期的なフィリップス曲線が垂直だとすれば、貨幣当局のもっとも適切な中・長期的な金融戦略は、物価安定を達成する方向へインフレ率を低減させることになる。最も、物価安定への最適な動学的経路は依然として、異論の多い問題として残されている。

その結果、1970 年代末までにほとんどすべての中央銀行は「実用主義的なマネタリスト」に転向してしまった、といっても過言ではないであろう。したがって、1980 年代前半の金融政策論議は、その最適な政策手段を巡って展開された。たとえば、どの貨幣集計量が名目所得ともっとも高い予測可能な関係を有しているか、またどの貨幣集計量を中間目標とすべきか、さらには目標とされた集計量をコントロールする政策手段としては利子率かマネタリーベース・コントロールか、などであった。この時期ほど貨幣需要関数の安定性に関する計量経済学的な研究論文が雨後の筍のように増産され、その直後に関数の安定性に対する疑念がその一時的なブームを掻き消してしまったことを経験した時期はない。

しかしながらマネタリストの主張の核心部分は傷つかずに残った。中・長期のフィ

リップス曲線が垂直であり、したがって金融政策は主としてインフレをゼロあるいはきわめて低い水準(たとえば、年率2~3%)以内に安定的に維持するためになんらかの中間目標をコントロールすることである、とする主張に意義を申し立てる重要な議論は現れなかった。

1990年代に入って、中央銀行の金融政策の運営方式に新しい動きが見られるようになった。1980年代に貨幣集計量を中間目標とする「マネタリー・ターゲティング」方式は失敗に終わり、他方の「為替レート・ターゲティング」の特別の状況においてしか有効性が期待できないことが判明した。しかし中央銀行は物価安定を達成する特別な責任を負わされているので、何とかしてこの責任を全うしなければならない。もっとも一般的な解答は、その主たる政策手段である短期利子率を操作して、インフレ目標を直接ヒットする「インフレ・ターゲティング」方式を導入することである。この新しい金融政策方式へのレジーム・シフトは1989年のニュージーランドで最初に試みられ、その後カナダ、オーストラリアなどが後に続き、いまでは8カ国が「インフレ・ターゲティング」方式を採用している³⁾。しかしながら金融政策運営における長くて可変的なタイムラグの存在や経済システムに関する不確実性の存在や経済システム自体の構造変化のために、「インフレ・ターゲティング」方式の金融政策運営は非常に難しいとされている⁴⁾。

3. 中央銀行政策のミクロ的目的

中央銀行のマクロ的政策の主要部分に関しておおよそのコンセンサスもしくは合意が成立しているといえようが、一方のミクロ的政策、いわば銀行システムの組織構造や安定性に関わる中央銀行の関心については未だに十分な意見の一致が見られない。中央銀行が主導的な規制監督責任を引き受けるべき銀行システムと、そうすべきでない資本市場に関わるその他の金融機関とを明確に区別することが金融の自

3) 春井(1999a) 参照。

4) Goodhart(1992) および春井(1999a) 参照。

由化・国際化とともにますます困難になってきた。そればかりか、金融機関の規制や構造に関わるミクロ的機能を一括して中央銀行以外の独立した組織に移管すべきであると主張する画期的な議論や実績さえ出てきた⁵⁾。

中央銀行のマクロ的機能をミクロ的機能から分離すべきであるとする議論の根拠はいくつか考えられる。第1に、欧州中央銀行制度 (ESCB) が政治的影響から独立的であるべきだとする立場に立てば、欧州中央銀行 (ECB) にミクロ的機能をも付与することはあまりにも強大な権限を ECB に与えることになり、民主主義的かつ政治的なプロセスから見て消極的にならざるを得ない、とする議論がある。第2に、ミクロ的レベルの銀行システムの安定性についての関心のために、物価安定を達成するという主要な責任から中央銀行を逸脱させる恐れがあり、そのため最後の貸し手機能が金融政策をインフレ的な方向へと偏向させる、とする議論がある。しかしこの後者の懸念は根拠の乏しい議論であるといえよう。第3に、金融機関の規制・監督は一国レベルで行うよりも、EU レベルで、すなわち「補完性原理 (subsidiarity principles)」に基づいて行うべきであるとする議論がある。

しかしながら中央銀行政策をマクロ的機能に制約し、ミクロ的機能をまったく別組織の機関に分離・移管するという「マーストリヒト条約」の基本的方針は、中央銀行や金融システムの歴史的経緯とは正反対の傾向のなかにある。1914 年以前の中央銀行は物価やマクロ的金融政策がおもに半自動的な金本位制度の運営の中で設立された。中央銀行のミクロ的機能は、銀行倒産や銀行危機、パニックなどミクロレベルの金融不安がマクロ経済を不安定化させないことを目的に運営された。さらに、その当時、経済発展の途上にあった日本やドイツ、ロシアなどでは、中央銀行はその国の工業発展や経済成長を支援するための金融システムの構造を発展させる上できわめて重要な役割を果たすべき公的機関とみなされていた。Goodhart(1992, p.232) はマクロ的機能を中央銀行に割り当て、ミクロ的機能をその他の機関に割り当てることは実行可能でもないし、存続可能でもないという。通常、銀行危機はその支払い能力が疑われた銀行からの突発的な大量の預金の流出、すなわち銀行取付

5) 春井(1999b) 参照。

が原因となって発生する。そのような状況では、流動性不足から支払い能力が疑われている銀行へ資金を供給する商業銀行はほとんどいない。経営破綻に瀕した銀行に救済資金を供給するか否かを決定したのは伝統的に中央銀行そのものであった。そして、この最後の貸し手として機能する中央銀行にとって代わる金融機関は皆無であった、という⁶⁾。

中央銀行が金融秩序の安定性に重大な関心を抱いていることは間違いない。金融システムが果たす重要な役割のひとつは、清算・支払・決済システムの安定した、円滑な運営である。このシステムの円滑な運営は、一時的に純債務ポジションに陥った銀行に日中オーバードラフト (daylight overdrafts) を供与する中央銀行の支援なくては考えられない。このゆえに、中央銀行は国内の主要な貨幣的金融機関、銀行に対する直接的な規制・監督・監視機能を保持しようとするのである。ひとたび中央銀行が金融秩序の安定性に関与することが確立されると、中央銀行は銀行に対する規制・監督機能および最後の貸し手機能を保持し続けることが必要となるが、中央銀行の責任範囲を明確に規定する境界線は存在しない。多くの金融機関ではその業務範囲の境界がますます曖昧で不明瞭になってきた。今や、巨大な銀行は国際化し、1991年のBCCI事件は国際的に業務を拡大しつつある金融機関に対する規制・監督機能の国際協調の重要性を改めて浮かび上がらせた。したがって、中央銀行もミクロ的機能の責任範囲も同様に不明瞭で曖昧なものになってきている。

以上で見たように、中央銀行もマクロ的機能(一般的な金融政策)についてはいまや大方のコンセンサスが形成されてきたといえることができるが、一方の金融システムの安定性維持に関わるミクロ的機能(いわゆるプルーデンス政策 Prudential Policy)は盛んな論争の対象となっている。この政策領域における中央銀行の果たすべき適切な責任や中央銀行が監督すべき金融機関の特定化などの問題については、まったく合意も共通の見解のまだ生まれていない。コンプライアンス(法律遵守)費用、“too big to fail”症候群やBCCI事件にみられるような規制の失敗などの潜在的な

6) Goodhart(1992)は中央銀行の存在しない金融システムにおける銀行危機の場合に、手形交換所などが救済資金を供給して最後の貸し手として機能したことには言及していない。Timberlake(1984)およびBordo(1990)を参照。

保険機能から生じるモラルハザードはすべて遺憾な出来事であるが、それらを解決する有効な手立てについては未だに合意を生むにいたっていないのが実状である⁷⁾。

III 金融監督システム

1. 金融規制の理論的根拠

国際通貨基金 (IMF) の経済学者による調査 (Lindgren et al. 1996) が明らかにしたように、ここに十年間に世界の大部分の諸国で金融システムはきわめて脆弱な構造を有していることが判明した。これらの金融システムの動揺が各国経済に及ぼした悪影響は、1930 年代の世界的大不況のそれに次ぐ深刻なものであった。この金融システム動揺の主たる原因は、杜撰な信用管理、縁故融資、流動性不足や資本不足など商業銀行の内部統治の杜撰さに起因するものであった。またこれらは、その歴史的な草創期以来、商業銀行業に随伴する典型的な原因であった。したがって、多くの国において、また新興市場国や市場経済への移行国においては特に、銀行の内部統治を強化するために外部規制を向上させ、改善する必要がある⁸⁾。

近年、世界中で経験された銀行倒産は、月並みでその規模も大きく、それが引き起こした損失も莫大な金額にのぼる。しかしながら銀行倒産の発生それ自体が、現在注目を浴びている金融機関に対する規制・監督の強化を必ずしも正当化するものとはいえない。実際、多くの「自由主義的」経済学者はこの銀行危機問題の原因を規制それ自体がもたらす有害な間接効果に求めている⁹⁾。

自由市場環境で業務を行っている金融機関に外部から規制・監督の網を掛けることは、その所有者や経営者がみずからを監視し管理する誘因を弱める効果を及ぼすだけでなく、金融サービスの消費者が十分な注意を払う誘因をも損なう。監督者が管理対象の金融機関の安全性と資産の基準を確実なものにしてくれるに違いなく、ま

7) Goodhart(1993) および Goodhart and Schoenmaker(1995) 参照。

8) Goldstein(1997) 参照。

9) Dowd(1996) および Benston and Kaufman(1996) 参照。

たそうすべきであるという期待を消費者と所有者・経営者の間に醸成する。しかしそのような期待は、導入すること自体が間違いであるような、コストが高く硬直的なシステムなしでは、決して実現されることはない。どのような規則であれ、すべての状況に適合するものなどはないのであるから、規制は必然的に経済に悪影響を及ぼす結末となる。したがって、最終的な結果は、規制が導入される以前の状態より悪化したものとならざるを得ない¹⁰⁾。

外部規制が時には失敗するにも関わらず、私的な自主規制によって完全には代替されないことには理由がある。規制のない金融システムにおける倒産の悪影響に対して国民が強く反対し嫌悪するため、預金保険機構や外部規制システムの導入を不可避とするからである。外部規制が支持される理由はそれだけではない。規制のないシステムでは「市場の失敗」が発生し、その結果は最適状態には及ばない (suboptimal results) し、またその結果は外部規制がもたらす結果よりもはるかに悪いものとなるからである。

私的な金融機関に対する外部規制の理論的根拠は3つある。すなわち、

- (1) 独占力、もしくは寡占力の濫用を防止すること。
- (2) 十分な情報を得ることが難しい金融サービスの消費者を搾取から守り、自助の能力が合理的には期待できない投資家を保護すること (情報の非対称性問題)。
- (3) 金融秩序維持または金融システムの安定性確保

このうち、金融システムに関する限り、規制の問題は(1)の独占力の抑制に関わることは少なく、むしろ(2)の金融サービスの消費者保護と(3)の金融システムの安定性とにより多く関わっている。(2)金融サービスの消費者保護は、プルーデンス規制と業務行為規制との2つの側面に分かれる。さらに、業務行為規制は、機関投資家が参加する卸売市場よりも小口の個人投資家が参加する小売市場に主として関係する。

また、(3)で信用秩序もしくは金融システムの安定性の次元が問題とされるのは、金融機関の経営破綻の「伝染効果 (contagion effect)」などの金融不安の「社会的

10) 外部規制のもたらす弊害の詳細な研究については Llewellyn(1996) を参照。

コスト」が破綻金融機関の株主や経営者などの「私的コスト」をはるかに超過していることにある。特に重要なのは、銀行取付の危険が健全な銀行にまで波及する「システミック・リスク」が懸念される銀行部門である。金融機関のなかで銀行がなぜ「特殊」で、証券会社や保険会社にはシステミック・リスクの懸念がないのかも検討に値する論点である。外部規制や監督は伝統的に一定の要請された基準（たとえば現金準備や資本、流動性などの比率や大口融資比率など）を制定する形態を取ることが多い。なお、論者によっては、規制 (regulation)、監視 (monitoring) および監督 (supervision) を厳密に区別しようと試みるケースがあるが、以下ではこれらの語句の厳密な定義にはこだわらないことにする¹¹⁾。

1997 年のタイ、マレーシア、インドネシア、韓国などの東アジア諸国を襲った一連の通貨・金融危機、およびその後のロシア危機、さらには中南米諸国への危機の波及（すなわち、伝染効果）は、新興市場国や移行国においては、先進国では普及している伝統的な外部規制・監督技術の適用が円滑に行われていないことを例証した。一方、先進国では銀行業務の複雑化や金融業務範囲の不明瞭化が進み、金融のグローバル化の下でポートフォリオ調整のスピードが格段に速くなってきており、共通の比率規制のような伝統的な外部規制手段が急速に不適合を生じてきている。

一方では外部規制の果たすべき役割はいつまでもその意義が失われることはないが、他方では内部リスク管理への増大する依存を代替する有効な規制手段が誕生していないという現実が存在する。この矛盾は、おそらく、外部規制と内部規制とは代替的なものではなく、相互に補完する関係にあると見るのが適切であろう。したがって、外部規制と内部規制とをいかにバランス良く組み合わせるか、より具体的には外部規制によって設定された一般的な規制・監督のフレームワークの中で、内部規制のリスク管理システムにより大きな比重を置いた管理システムへの移行が今後進行していくものと予想される。イギリス最古のマーチャントバンクを倒産に追い込んだ「ベアリングズ事件」（1995 年）は、銀行グループ内部のリスク管理の杜

11) 規制とは、特定の行動規範を制定すること。監視とは、その行動規範が遵守されているか否かを観察すること。また、監督とは、金融機関の行動をより一般的な立場から管理すること。

撰さが引き起こした金融破綻の格好の事例ではあるが、同時にこれは先進国における外部規制に改善の余地が大きいことも暴露した。この問題は重要ではあるが、紙幅の関係で本論の分析対象からは割愛せざるをえない¹²⁾。

(1) 独占の弊害の防止

金融サービス産業はきわめて競争の激しい産業であるが、同時に金融サービスを支援するシステム(あるいは市場)をネットワーク市場や規模の経済として具体的に形成する。たとえば、複数の支払・決済システムが存在するよりも、単一の支払・決済システムが存在する方が効率性が高い。ネットワーク決済の事例として、ある電子カード(たとえば、ICカード)が広く使用されればされるほど、それは交換手段として広く受容されることは想像に難くない。このようなシステム(または市場)の利用やそれが生み出す情報へのアクセスを支配しうる者は、独占レントを生み出し、不公正で不当な影響を部外者に及ぼす。したがって、このシステムや情報の利用条件は、反競争的となることがある。もっともあるシステムや市場を創出した者は誰がそれを使用するかについては一定程度の支配権を有するし、そのシステムが生み出した情報はある意味では私的所有物であるとも考えられる。いずれにしても、私的なシステムや市場、情報に国民がアクセスの権利を持つような状況は、判断が難しい領域であり、金融サービス産業よりもはるかに広範で一般的な産業分野の状況である。しかしながら、実際のところ、金融市場のグローバル化や自由化は金融機関や市場、行政管轄体との間の相互競争をいっそう激しいものにしてきた。したがって、公正で開かれた競争を保証し、システムや情報への合理的なアクセスを確保することは、金融サービス産業における規制の適切な役割である。

(2) 消費者保護

情報不足の小口の消費者(=投資家)を保護する理由は2つある。その第1は、消費者が自分の資金を預ける金融機関が倒産する恐れがあることである。第2は、金融機関が消費者にとって不利益をもたらす行動(不適切な業務行為)をとる場合があるからである。個別の金融機関の倒産は金融システムの安定性に悪影響を及ぼす

12) 詳細は、Goodhart et al. (1998, Chapter 2) を参照されたい。

ばかりでなく、同時に倒産後に自らの利益を確保する能力のない小口の預金者に損害をもたらすからである。これは、いわゆる「買い手責任 (caveat emptor)」が妥当しないケースである。もともと金融機関はそれが金融機関であるという理由だけで救済を正当化するものではない。しかし金融機関の倒産の影響が消費者や金融システムの安定性に及ぶ場合には、規制・監督当局は個別の金融機関の流動性や支払い能力、リスクの程度、一般的な健全性に関して金融秩序維持の観点から関心を持たざるを得なくされる。この意味でプルーデンス規制 (prudential regulation) とシステムミック規制 (systemic regulation) とはともに、金融機関それ自体の規制や監督を要請するのであって、金融機関が行う業務や機能の規制・監督ではない。

これに対して、業務行為規制はどのような金融機関が関係しようと、金融機関の機能に焦点を当てる。ここでいうシステムミック規制とは、純粹に金融秩序を維持する上の理由からなされる金融機関の安全性や健全性に関する規制である。前述の通り、その理由は金融機関倒産の社会的コストがその私的なコストを凌駕することにある。一方のプルーデンス規制は、たとえば金融機関の倒産がシステムミック・リスク (金融秩序の不安定化) を伴わない場合においても、消費者が損失を蒙る場合に発動されるという意味で、消費者保護を考慮した金融機関の安全性と健全性に関する規制である。

① プルーデンス規制

プルーデンス規制が要請されるのは、金融機関と取引する消費者がその金融機関の安全性と健全性を判断する立場にない場合である。プルーデンス規制が必要とされるのは、消費者が不完全な情報しか持ち得ず、金融監督機能の業務に関してエイジェンシー問題が発生することと関係している。したがって、システムミック・リスクがほとんど存在しない生命保険会社や個人年金基金の場合にも、プルーデンス規制はその意義を失わない。後者の事例としては、1990 年代前半にイギリスで公表された「個人年金不正販売事件」がある¹³⁾。

金融秩序維持あるいはプルーデンスを理由に課される規制は類似しているとはい

13) 詳細は、FSA のホームページと斎藤美彦 (1999) を参照。

え、これらの規制は同一の機関によってなされる必要もないし、またなされるべきでもない、とする主張がある。重要なのは規制の目的の違いにあるからだという。もしも単一の規制機関がシステミック規制とプルーデンス規制の両方を行う場合、規制の目的は異なった規制手段や方法を必要とするのに、異なった金融機関に同一の要請をしてしまう危険性があるという。1997年に成立したイギリスの労働党政権が乗り出した金融監督システム改革は、まさにここで危惧されている単一規制・監督機関 (Financial Services Authority) を創設しようとしていることが注目される¹⁴⁾

②業務行為規制

業務行為規制は、金融機関がその顧客である金融サービスの消費者とどのように業務を営むかに注目する。この規制には、情報の公開や金融機関およびその従業員の正直さと誠実性、金融機関の業務遂行能力、公正な業務慣行、金融サービスや金融商品の販売方法などを含む。プリンシパル (金融機関) とエイジェント (消費者) との間に情報の非対称性が存在する場合、金融アドバイスに伴う潜在的なプリンシパル・エイジェント問題を最小限度に抑えるためには、金融アドバイスには客観性についての指針の設定が求められる。この規制は、金融機関の不適切な行動によって消費者の利益が損なわれた場合に行われる補償のための手続きをも含む。総括的にいえば、業務行為規制は金融機関の安全性や健全性を確保することを意図したのではなく、消費者に対する適切な行動や業務慣行に関する規則や指針を制定することを狙いとしている¹⁵⁾。

③金融取引の卸売市場と小売市場との峻別

金融サービスの消費者は同質的ではなく、業務行為規制に対する要請もまた規制のコストを支払う意志も種々異なる。業務行為規制も卸売市場と小売市場とを峻別して、異なる規制方式を制定することが適切であろう。特に、個人による金融商品、サービス、契約の購入に関する小売業務の規制については、卸売業務の規制に比べて、はるかに厳密で詳細な規制方式が必要とされる。市場の失敗や市場の不完全性

14) 春井 (1999b) 参照。

15) 業務行為規制の理論的根拠は Llewellyn (1995) が詳しい。

がもたらす悪影響は、卸売業務におけるよりも、小売業務における方がはるかに広範で甚大なものとなると想像されるからである¹⁶⁾。

一方、金融商品・サービスの卸売市場については、小売市場と峻別されない場合には、大きなコストが発生する恐れがある。もしも両市場が明確に区別されず、小売市場と同じ高いレベルの規制が卸売市場にも適用されたならば、過剰規制のリスクが伴う。卸売市場では金融の専門家同士が取引をしているのであるから、業務行為規制の必要性ははるかに少ないものとなる。卸売市場の業務規制は自生的な行為規則に委ねるのが最適であるといえよう。規制機関の役割は、行為規則の生成を促し、監視し、規則侵害が生じた時には制裁を科すという程度にとどめるべきである。

(3) 金融秩序維持または金融システムの安定性確保

金融秩序規制もしくは金融システムの安定性を確保するための規制が必要とされるのは、金融機関(特に、銀行)の倒産の社会的コストが私的なコストを凌駕し、またそのような潜在的な社会的コストが金融機関の意思決定過程に組みこまれていない場合である。しかしながら、すべての金融機関の金融秩序維持が問題となるわけではない。重要なポイントは、銀行だけが取付け(突発的な一斉預金引出)の危険にさらされており、それが伝染効果を発揮する時には、支払い能力のある銀行の支払い能力を低下させる危険が存在するからである。その理由は、主として貸付からなる銀行資産の市場性が低くて即座に現金化しえないという性格を持っていること、およびパニックが市場性のある資産の現在価値を低下させるためである。

支払い能力のある銀行が破綻する可能性は、銀行の主要な資産である貸付が銀行の保有している「内部情報」に基づいており、またその情報が第二次市場へ確実に伝達されないという性格による。言いかえれば、銀行の資産は銀行の経営が存続するという仮定に基づけば、それが清算されるという仮定に基づく場合と比べて、はるかに高く評価されるからである。特に、ある銀行の倒産や損失の露見が、それが正しいか悪しくも、その他の銀行の資産価値に関する部外者の評価を下方へ改訂

16) なお、この点の詳細は Llewellyn(1996) が詳しい。

させる傾向を生じるからである¹⁷⁾。

4. 銀行とノンバンク金融仲介機関

規制・監督の理論的根拠、そして規制の最適形態は銀行とそれ以外のノンバンク金融仲介機関（以下では、ノンバンク）とでは本質的な差異が存在する。この差異は、年金や保険などの長期契約型金融商品などのサービスを提供するノンバンクの場合には、いっそう重要となる。特に、銀行規制の場合には金融秩序問題 (systemic issues) がもっとも重要視されるのに対して、ノンバンクの場合にはそれほど重要視されないからである。むしろ、後者の場合には消費者保護 (consumer protection) の問題のほうがいっそう重要な問題である。

Fama(1980) は、銀行には2つの機能があるという。その第1は取引サービスの提供であり、第2はポートフォリオ管理である。これに対して、Goodhart(1987) は、取引サービスが、中央銀行による特別な規制や監督を必要としない金融機関（たとえば、郵便貯金 [postal banking] や振替為替制度 [giro] など）によっても提供されているという事実を指摘する。彼はさらに一步踏み込んで、長期契約型の貯蓄商品であるアメリカの「ミューチュアル・ファンド」やイギリスの「ユニット・トラスト」、「インベストメント・トラスト」など、主として市場性のある証券を提供する投資信託会社のほうが取引サービスを安全にかつ十分に提供することが可能である、という。

したがって Goodhart(1987) によれば、多くの金融仲介機関の中で銀行が取引サービスを提供し、ポートフォリオ管理者としての役割を果たすべき必然性はどこにも見当たらない。銀行とノンバンクとはこれら2つの機能を果たす点では大いに共通しているといえる。しかしながら、銀行が所有するポートフォリオの性質はノンバンクのそれとは決定的な差異がある。もっとも重要な論点は、この2つの機能を結合して遂行する点において銀行業に特別の性格が与えられる。このゆえに銀行は、

17) Schoenmaker(1996) 参照。

中央銀行を設立した上で特別のサービスを受けることを不可欠の要件とするのである。この特別のサービスこそが、銀行が流動性不足など経営困難に陥ったときに提供される中央銀行の最後の貸し手機能やその他の銀行支援サービスであり、ノンバンクが困難に陥った時に提供される公的機関による支援サービスとは大きく異なる、という。

最後の貸し手機能に関する歴史的分析を試みた Bordo(1990) は、最後の貸し手機能に関する多様な見解を 4 つの類型に分類し、彼自身は「古典派の見解」を支持する¹⁸⁾。この古典派の見解では、最後の貸し手機能の発動が要請されるのは、「一部準備銀行制度 (a fractional reserve banking system)」の下では、ハイパワードマネーに対する突発的な需要の殺到が銀行パニックを発生させ、それによって貨幣ストックが急減し、さらには経済活動水準が低下するという事態を未然に防止、または事後的に收拾するためである¹⁹⁾。1870-1933 年におけるイギリスとアメリカの銀行危機の分析から、危機との関係のある変数の動きについては、両国間にきわめて高い類似性が見い出されるにも関わらず、パニックの発生率については顕著な差異のあることが指摘された。また、イギリスのみならずフランス、ドイツ、カナダと比較すれば、アメリカのみが非常に高い銀行危機の発生率を示している。彼は、その理由として、一部準備銀行制度およびアメリカの金融システムの特徴である「単一銀行制度 (unit banking system)」と最後の貸し手機能の未発達という 2 つの要因を挙げている。

つまり、このような銀行パニックの発生を未然に防止するためには、ハイパワードマネーに対する需要を充足するのに必要な流動性を割引窓口で罰則金利で、しかし無制限に供給するか、あるいは公開市場操作で必要な流動性を十分に供給する、中央銀行もしくは公的機関による機動的な金融支援が要請される、という。

このような見解に対して、Goodhart(1987) は、銀行がノンバンクと異なり特殊な存在で、中央銀行の追加的な規制・監督が必要となる、という議論は正しくない

18) 春井(1997) 参照。

19) Bordo (1990) Table 1 参照。

と主張する。銀行とノンバンクとを峻別するもっとも重要な差異は、両者が提供する負債の性質を主として決定する両者の資産ポートフォリオの性質にある、と結論付ける。すなわち、銀行が提供する負債(預金)はその貨幣価値が固定されているのに対して、ノンバンク(投資信託のような金融商品)のそれは市場価値によって変動する。

いいかえれば、銀行の取引相手と結ぶ契約の性質が関係している。銀行は流動性の高い預金を供給するが、その償還価値は銀行の資産運用のパフォーマンスや市場で変動する銀行の資産価値とは独立している。これに対して、銀行は預金の受け入れで手に入れた資金を市場価値の不確実な非流動的な資産に運用する。このような資産ポートフォリオの性質に内在する潜在的なリスクもしくはハザードのために、支払能力のある銀行ですら損失覚悟で資産を売却することを余儀なくされることがある。第二次市場(流通市場)が存在していない銀行貸付を第三者に売却することは困難だからである²⁰⁾。というのは、銀行貸付の潜在的な購入者にとって借り手に特有な情報(いわゆる「私的情報」)を正しく評価し査定することは不可能に近いからである。資産の投売り売却は、情報の非対称性問題、すなわち市場は売却される資産の真実の価値や「質」を正確に査定できないという問題のために、そうでなければ支払能力のある銀行が支払不能状態に陥る危険性が存在する。このように、銀行とノンバンクとを区別する要因は、特定の銀行預金(当座預金)の特殊な貨幣的性質ではなく、両者が保有する資産ポートフォリオの性質の差にある。

銀行が自己資本比率などの規制を受ける理論的な根拠は、まさにこのような支払能力不足の蓋然性をできる限り低く抑えることにある。また銀行業務にリスクが発生する第1の理由は、上で述べたような銀行の取り結ぶ契約の性質とその非対称性にあり、第2の理由は、自動車購入資金のための消費者ローンや住宅ローン、商業用不動産ローンなど、特定の銀行貸付については貸付を流動化するための第二次市場(流通市場)が発達する兆しが認められるものの、いまだ十分には発達していないことにある、といえよう。

20) Benston and Kaufman(1988) 参照。

ノンバンクの金融サービスの規制に関する問題は、銀行の場合とは異なる。銀行規制の必要性を支持する銀行の特別な性質の大半が証券会社や保険会社の場合には、欠落している。すなわち、ノンバンクの場合には、預金保険制度や最後の貸し手が不必要なので、これらの存在が潜在的に生じさせる「モラルハザード」とそれが引き起こすシステム・リスクを未然に防止するための機構やシステムを準備することが必要なくなるからである。

もともと、現実には証券会社や保険会社もなんらかの規制を受けており、自己資本比率規制や「寄託証券補償基金」、「保険契約者保護基金」などの消費者（顧客）保護制度が準備されている²¹⁾。

5. モラルハザードと消費者啓蒙

上で考察したように、金融サービスの消費者の要請（需要）が存在する限り、規制・監督当局は金融機関に対する規制サービスを提供（供給）する。しかし重要なのは、規制にはコスト（費用）が不可避であり、またそのコストが直接・間接を問わず、最終的には消費者に転嫁される、ということ十分に認識しておくことであろう。

金融機関に対する規制は市場メカニズムをとおして供給されるものではない。また、消費者はどのような種類の規制が要請されるか、どの程度までの価格を規制サービスに支払う用意があるのか、あるいはどの程度まで厳しくかつ有効な規制を要求しているのかを明確に示すことは通常しない。したがって、規制は常に、規制の費用と便益とが比較考量され、両者の間のトレードオフ関係についての不断の判断を必要とする。このような理由のために、時として生じる金融機関に対する規制の中断や規制の失敗などは、有効な規制システムの構築と改良に不可避免的に伴う必要なコストとして認識される必要がある。規制の失敗を 100 パーセント取り除く非常に厳しいかつ完璧な規制システムを確立するのに要する費用（コスト）は、それがも

21) 主要国におけるこの制度の詳細については、相沢 (1999) を参照。

たらずと期待させる便益をはるかに超えてしまうであろう。

したがって、すべてのリスクを回避することは不可能であること、また「最適な規制」のレベルは消費者が金融サービスを契約する際に、間違っただけの選択をする可能性をすべて除去することはできないことなど、金融機関の規制や監督には限界があることを認識する必要がある。金融は本来、リスクを伴う経済取引であるから、金融サービスの消費者（投資家）からすべてのリスクを除去するような程度の厳しい、完璧な規制システムを構築しようとするのは金融の本質的な機能そのもの、金融サービスに関する契約それ自体を否定してしまうことを意味する。公共政策についての取り決めや制度は金融サービスの消費者が当然払うべき「注意」を払うような誘因を、決して取り除くようなものであってはならないのである。

既に述べたように、規制にはモラルハザードを必然的に生み出す潜在的な欠陥や短所がいくつかある。そのなかでも、特筆すべき欠陥は金融規制が不可避的に生み出す「暗黙の契約 (implicit contract)」の危険である。規制・監督機関が創出され、規制のための諸要求基準などが確立されると、金融サービスの消費者と規制・監督機関との間に「暗黙の契約」が締結されたかのような認識や了解が生じる危険が発生するからである。すなわち、金融機関に対する「認可手続き」が存在する以上、何らかの規制が確立され、また金融サービスの供給者は規制当局によって認可・監督されているので、認可された金融機関は「安全」である、と消費者は暗黙のうちにかつ一方的に仮定するからである。この暗黙の契約は消費者が金融サービスを利用する金融機関の安全性について、自分自身では十分な注意を払う必要がなくなるという印象を創出するという、明らかな危険を創出する。これが規制のモラルハザードである。規制それ自体が十分な注意を払う必要はない、また金融サービス取引において消費者には「買い手責任」という自己責任原則は妥当しない、との心象（イメージ）を創り出す²²⁾。

このようなモラルハザードは、外部から課されるあらゆる形態の規制に不可避的に伴う根本的な弊害であり、消費者と規制を受ける金融機関との双方に有害な誘因

22) Wallis Committee of Inquiry in Australia(1997, p.300) 参照。

を生み出すことになる。一方で消費者は規制が安全性と善意の行為を保証すると仮定し、他方で金融機関は規制・監督者の要請項目の名目的な部分だけを遵守すれば事足りると仮定する。これは、いわば規制が生み出す「双子の危険」である。

したがって、公共政策の観点からは、規制にはおのずから限度があり、またその限度の範囲内においても規制の失敗の可能性があること、リスクを完全には回避できないこと、さらには規制の最適レベルは金融サービスの契約の際に消費者が誤った選択をする可能性を排除するものではないことなど、金融規制・監督の限界について消費者の意識を認識し、かつ消費者意識を促進・向上させる啓蒙・教育を整備し充実させることが重要な課題となる。消費者は、規制や監督があらゆる損失の可能性から彼らを保護するものではないことを改めて認識する必要がある。

IV 金融政策と金融監督機能：兼務か分離か

1. 最後の貸し手機能と規制・監督機能

中央銀行業の初期の歴史を分析した Timberlake(1984) および Bordo(1990) は中央銀行以外の私的・公的機関が最後の貸し手機能を発揮した事例を挙げている。スウェーデンやイギリスなどヨーロッパの主要国では、銀行制度発達の早期にその後中央銀行へと発展した銀行が設立されたが、それは「政府のための銀行」として設立された民間の商業銀行の形態を取り、その銀行は「見返り」に政府から銀行券発行に関する特権的地位をえたので、19 世紀後半まではその国における最大の有力銀行であったというのが一般的なケースであった²³⁾。

そのようにして獲得した特権と有力銀行としての役割がそのような商業銀行にもっとも高い信頼性や効率性を賦与したため、この銀行は次第に最後の貸し手機能という公的機能を引き受けるようになり、いわゆる近代的な意味における中央銀行へと発展していった。イギリスでは、1913 年までイングランド銀行がイングランド銀行

23) Goodhart(1988)。

券の金への兌換性を保証するというマクロ的な貨幣的管理をその最大の目的とする全体的な責任を果たすようになった。このようにして、イングランド銀行は次第に「銀行のための銀行」へと変貌を遂げていった²⁴⁾。

しかしながら、このようにして設立された商業銀行が「政府のための銀行」から「銀行のための銀行」へと変貌するにつれて、モラルハザードの問題が発生するようになった。中央銀行の存在を前提としたその他の銀行は、最後の貸し手機能をとおして流動性を供給し、経営破綻に瀕した銀行を事後的に救済する中央銀行が存在しない場合には実行しないような、リスクの高い貸付や投資に乗り出すという放漫経営に走る傾向を強くしたからである。このような「モラルハザード」が原因となって、中央銀行の事後的な救済を前提とした（つまり、最後の貸し手として機能する中央銀行を事前に想定した）、その他の銀行を規制・監督する機関の設立とそのための立法措置の必要性が生じた。

たとえば1866年のオーヴァレンド・ガーニィ商会 (Overend Gurney) の倒産事件の際に、イングランド銀行は自らの商業上の競争相手を救済することに躊躇したものの、中央銀行としては正常な状況の下では支払能力に問題のない健全な銀行を支援することは社会全体の利益（公益）に繋がるという考え方へと次第に傾斜していった²⁵⁾。

萌芽期の中央銀行が、19世紀後半に、銀行救済で主導的な役割を進んで引き受けるようになったことにより、中央銀行が準公的な貨幣当局として最後の貸し手機能を果たすべき機関であるとの自覚が徐々に確立されていった。1890年のベアリング兄弟商会 (Baring Bros.) をイングランド銀行が救済した事件は、そのような中央銀行の機能としてはもっともよく知られた事例である。しかしそのような事例は必ずしもイングランド銀行のみにとどまるものではなく、フランス銀行 (Banque de France) やイタリア銀行 (Banca d'Italia) もまた同様な危機管理と銀行救済機能、すなわち信用秩序維持政策 (prudential policy) に関わっていった²⁶⁾。このように、

24) Thornton(1802) および Bagehot(1873) を参照。

25) Bagehot(1873) Chapter II および寺地 (1998, 1999) を参照。

26) Goodhart(1993)。

マクロ的な金融政策とミクロ的な危機管理機能とは、その萌芽期から中央銀行の内部で兼務されていたといえる。

萌芽期の中央銀行のミクロ的な危機管理機能はその規模と範囲との点では、現在の中央銀行と比べると、かなり制約されていた。それは、少なくとも 1914 年までは、中央銀行が第一義的に「銀行」として自らを規定していたことと関係している。すなわち、中央銀行は普通の商業銀行とは多少異なる特別な銀行であると自認していたが、公的な機関であるとか公共部門の機関であるとの自覚はまだ生まれていなかった。事実、イングランド銀行の株主は、1946 年の国有化までは、民間部門に属していたのである。したがって、1914 年以前においては、中央銀行がその他の商業銀行を監視したり規制・監督者として行動する公的な職務を果たすべきであるとする観念は、商業銀行にとってもまた中央銀行自身にとっても、忌避されるべき迂遠な考えであった。したがって、イングランド銀行の場合には 1870 年代に確立されたとみなされている最後の貸し手機能を正式に容認することが、必ずしも中央銀行が規制・監督機能を本格的に執行することを意味するものではなかった。

それではいつ頃から中央銀行がミクロ的な金融秩序維持政策を本格的に実施する使命を自覚し自認するようになったのであろうか。この答えは一つではなく、その時期は各国まちまちであろう。たとえばイギリスの場合、1970 年代まで下るかもしれない。1973 年には、いわゆる新興ノンバンクの「セカンダリーバンク」もしくは「周辺銀行」が連鎖的に倒産し、金融秩序が動揺するという「セカンダリーバンク危機」が発生した²⁷⁾。しかしこの「セカンダリーバンク危機」の発生以前の時期では、イングランド銀行の金融監督機能は、イギリスにおける追加的な流動性を供給する中核的市場である「割引市場」（通常の場合には、マネーマーケット）の円滑な機能を保証することに限定されてきたのである。この危機を契機としてイングランド銀行の銀行監督機能は強化された。しかしそれでも、イギリス最初の制定法である銀行法 (Banking Act 1979) が 1979 年に成立するまでは、イングランド銀行は銀行を定期的に監督する公式の権限を付与されてこなかった。

27) 春井 (1993, 1994, 1996) 参照。

1979年銀行法の制定によるイングランド銀行の銀行監督機能の強化にも関わらず、その後1984年にはジョンソン・マセイ銀行(Johnson Matthey Bankers)事件などが発生してイギリスの銀行法は再度改正された。これが1987年銀行法(Banking Act 1987)である。1880年代から1914年までは潜在的に支払い能力があるとみなされた銀行はイングランド銀行を主導者とする組織的な救済措置によって救済されるという暗黙の保証が存在していた。要するに、それは中央銀行の指導力の下に形成されたカルテル化された銀行(金融機関)のクラブ組織的な「自主規制のシステム」以外のなにものでもなかった。しかしその後の金融の自由化や規制緩和、さらには国際的な競争の激化などの進展により、競争制限的なカルテル化した銀行クラブは崩壊を余儀なくされた。特に、ジョンソン・マセイ銀行の救済の時に、イングランド銀行はその他の銀行を救済策に参加させるうえで非常な困難を経験した。特に、預金保険が主として加盟金融機関の保険料の拠出によって金融されている場合には、経営破綻した金融機関の救済について合意を得ること、さらに追加的な保険料の拠出はきわめて難しいものとなるからである。

また、経営破綻した金融機関を救済するための資金はアメリカやスウェーデン、日本に見られるようにその多くの場合、中央銀行が単独で供与しうる範囲、あるいはその他の金融機関が競争相手の救済のために金融支援(いわゆる「奉加帖方式」)を受容しうる範囲を大きく上回ってしまった。その結果、多くの場合、公的資金、すなわち税金による救済以外に選択肢がなくなり、その負担が納税者にしわ寄せされざるを得なくなった。このような事例としては、1930年代の金融恐慌や1980年代のS&L破綻を経験したアメリカをはじめ、1990年代のスウェーデンや日本などを挙げることができる。金融機関の救済が公的資金で賄われるケースが増えるのに応じて、納税者への負担に安易に依存することを防止するうえからも、金融システムの規制・監督責任が従来の中央銀行から独立的な政府機関に移管される傾向が生まれてくる。

イギリスでは、その後も銀行破綻が発生した。たとえば、1991年のBCCI事件や1995年のベアリングズ事件である。そしてついに1997年、労働党政権の成立後、

イギリスの複雑な金融システムとそれを規制・監督する 9 つの重層的な金融監督機関を単一の規制・監督機関である「金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA)」に統合するという画期的な金融監督システムの改革が断行されつつある²⁸⁾。

以上の考察から明らかなように、各国の金融システムの歴史や経験といった特殊な要因を別にすれば、金融機関の規制・監督機能の所轄問題は誰が救済資金を最終的に負担するのかという「実際的な問題」に帰着する。しかしながら他方では、Timberlake(1984) や Bordo(1990)、Goodhart(1993)、Goodhart and Schoenmaker(1995) が議論しているように、マクロ的な金融政策とミクロ的な金融監督機能とを分離することの是非を巡る「規範的な問題」がその次の議論の中心となるであろう。

2. 「分離」賛成論

マクロ的な金融政策機能をミクロ的な金融監督機能から分離すべきであるとする主要な議論は、両機能の結合もしくは兼務が「利益相反」を生むことを懸念するからである。最後の貸し手としての中央銀行が経営困難になった銀行へ金融支援をすることは、銀行システムへの現金準備を追加的に供給し、結果的に現金準備のネットの流入額を増大させるとする議論である。しかしこの議論は説得性に欠ける。なぜならば、中央銀行は実際に貸し出された額を正確に把握しており、過剰な現金準備を公開市場操作によって吸収して適正な準備供給量をコントロールすることができるからである。最後の貸し手機能は、銀行間の現金準備の配分を変化させるだけである。したがって、最後の貸し手機能は、全体としての準備ベースの増加率についての量的目標方式による金融システムのコントロールを目指している中央銀行の目的達成を阻害するものではない。

マクロ機能とミクロ機能の兼務から生じる利益相反は、為替レートの固定やインフレーションの抑制、貨幣供給増加率の削減などの目標を達成するために金利の引き上げを望む金融政策当局と金利引き上げが不良債権や収益、自己資本比率、銀行シ

28) 春井 (1996, 1999b) 参照。

システムの支払い能力などに悪影響を及ぼすことを懸念する金融監督当局との間に発生する、と考えられる。すなわち、中央銀行がこれら2つの機能を兼務する場合には、その金融政策の決定過程において金融システムの安定性を考慮に入れる、という期待を市場に抱かせることが考えられる。しかしながらこのような利益相反は、通常、金融当局の関係者間で内部化されることが多く、またその結果、金利が低く抑えられたという事例が文書化され、公表されることもほとんどないであろう。

一般的にいつて、金融政策と金融監督政策との利益相反は、それぞれの政策担当者が追求する異なる「目的」の間に生じるというものではなく、むしろ経済システムや金融システムがどのように機能するかに関して想定される「経済モデル」の相違に基づくと考えられる。この種の利益相反は、経済理論一般における「依頼人・代理人 (Principal-Agent)」問題とはその性質が異なる。金融政策担当者が金融システムの安定性の動揺を恐れてある経営破綻した民間銀行を救済しようとするのに対して、金融監督担当者は「モラルハザード」回避のためにその同じ銀行を閉鎖しようとするかもしれない。このような利益相反は実際に起りうるし、制度上の変更によって簡単に解決することが難しい種類の問題である。このような問題の存在は、金融機関の規制・監督機能を中央銀行に兼務させることを支持する議論を有利にさせる。

しかし、前述のBCCI事件やジョンソン・マセイ銀行事件のようなイギリスの事例では、国民一般と政治家はともに、金融システム不安を未然に防止し得なかったとして、金融監督当局であったイングランド銀行を非難した。これは両者の間に認識の相違が存在することを示唆しており、その場合には、両機能を兼務することの便益よりも、中央銀行にとって重要な意味をもつ評判 (reputation) を低下させるというリスクを伴うという議論に留意する必要がある。

3. 「分離」 反対論

以上の「分離」賛成論に対して、両機能の「兼務」を支持する「分離」反対論が

2つ存在する。その1つは、中央銀行は支払いシステムの円滑な運営に強い関心を持つべきであるとする議論である。もしもこの議論が正しいとすれば、中央銀行は支払いシステムの中核を構成するマネーマーケットに参加する主要な商業銀行を規制・監督する必要がある。

もう1つは、経営破綻した銀行の救済問題である。銀行の経営破綻はしばしば突発的に発生し、そのため当該銀行の即座の閉鎖とその結果生じるその他銀行への「伝染効果」の波及、すなわちシステムック・リスクの発生を防止するためには流動性の機動的な注入による銀行救済が不可避的となる、とする議論である。もしもこの議論が正しいとすれば、どの機関が規制・監督を担当しようと、またどの機関が最終的に救済コストを負担しようと、最後の貸し手機能を機動的に発揮しうる唯一の機関である中央銀行を除いて、銀行救済を考えることは現実的ではない。

巨額の日中信用リスクにさらされている今日の支払いシステムは、一つの銀行が決済不能に陥り、その結果、システムック・リスクを引き起こす危険を常に抱えている。複数の支払いがなされた一定期間の終了後に決済する「ネット決済システム」であれ、個々の支払いが即座に決済される「グロス決済システム」であれ、支払いシステムの信頼性は、特定の支払い・決済システムへの参加者の質と中央銀行の支援の可能性とに本質的に依存する。今日多くの国で中央銀行によって行われている支払い・決済システムの管理は参加機関のリスク管理能力やコンピュータ・バックアップ機能、手形交換所および決済情報のネットワーク技術に依存している。これらの管理技術は支払い能力や流動性に関する銀行の一般的な監督技術とは異なる。

銀行の流動性を監視し評価するには、監督者は銀行の短期の資産・負債ポジションを知る必要がある。支払いシステムの運営担当者はそのシステムを通して銀行の資金フローに関する情報を収集することができるが、銀行のそれ以外の資産・負債ポジションについての情報を得ることはできない。この後者の情報こそが、ネットで借り方となった銀行が決済問題を抱えた時に、決定的に重要な情報なのである。

確かに、安全で安定性の高い支払いシステムの発展を構築しそれに協力すること、さらにその他の支払いシステムや証券決済システムとのリンクを保証することは中

中央銀行の責任であるといえるかもしれないが、それは必ずしも中央銀行がその支払いシステムや決済システムを運営しなければならないということを意味するものではない。言いかえれば、中央銀行は支払いシステムの規制・監督には明白な管理責任があるが、その運営については別である²⁹⁾。

次に、中央銀行の最後の貸し手機能に関してしばしばなされる議論は、ある銀行が流動性は不足しているが支払い能力が十分な状況と、ある銀行が支払い能力は不足しているが流動性については十分か不足しているのかが不明確な状況との区別に関するものである。Bagehot(1873) から Humphrey(1975, 1989) や Bordo(1990) にいたる従来の研究では、中央銀行が最後の貸し手機能を適用すべきケースは前者の場合であり、「モラルハザード」問題を引き起こす後者の場合ではないというものであった。

しかし Goodhart(1993, 1995) は両者のケースを峻別することは、今日きわめて困難な状況になっていると主張する。その主張は、今日のようにマネーマーケット、殊にインターバンク市場が発達した効率的な短期金融市場においては、支払い能力があると信用されている商業銀行が、流動性不足を補うために必要な追加的資金を調達する上でなんら困難はきたさない、という。コンピュータの技術的な問題で資金の収支がうまく調整できなかつた 1985 年のバンク・オブ・ニューヨークのケースを除いて、一般に、一時的な流動性不足を補うためにマネーマーケットで資金調達ができない銀行は、1984 年のコンチネンタル・イリノイ銀行のケースのように、対応する市場の潜在的な資金の供給者、すなわち貸し手からその潜在的な支払い能力が疑問視されていることを意味する。「日々の金融調節」と呼ばれる中央銀行による通常の資金供給とは異なる、最後の貸し手機能の執行は借り手の支払い能力が疑われた場合には、金融システムの安定性を維持する上で不可欠の要素である。

實際上、流動性の追加供給を必要とする銀行が現れた場合、その借り手の資産内容を十分に精査し、その支払い能力を確かめる時間的な余裕がないケースが一般的である。他方、このような状況において公的な介入は事態を誤った方向へと導く恐

29) これについての反論は Summers(1991) を参照。

れが大きいとする強い主張が存在する。しかしながら、一般に、一国の金融システムの安定性に責任を持つ中央銀行が、ある金融機関の破綻が「伝染効果」によりシステムミック・リスクを発生させる危険が認められた場合には、それを防止するために困難に陥った銀行を救済することを優先する傾向があることは広く認識されているといえよう。

Goodhart(1993) は、1980 年代から 1990 年代にかけて、24 カ国における 104 件の銀行破綻の事例を実証的に分析した。彼の分析は、(1) 破綻銀行の処理方法 (①緊急資金援助もしくは資本注入などの救済パッケージ、②その他の銀行による買収、③特別管理もしくは資金、④清算)、(2) 2 つの処理方法が適用されたケース、(3) 破綻銀行のための資金源 (①中央銀行、②預金保険機構、③政府、④その他の銀行、⑤外部資金なし)、および (4) 2 つの資金源の組み合わせが用いられたケース、に分けて考察している。この考察からいくつかのファインディングズが指摘された。まず第 1 に、大規模銀行の預金者はすべて救済の対象とされたが、小規模銀行の預金者はその対象とされなかったという明白な「不公正」が見られた。いわゆる “too big to fail” 原則はかなり一般的な慣行となっているが、これは爾後に不満の要素を残す差別問題を生じることが懸念される。

もっとも、大規模な銀行や金融機関のすべてが救済されたわけではない。救済の対象とされなかった事例としては、前述のイギリスの BCCI 事件やアメリカのドレクセル・バーナム・ランバート事件がよく知られている。これらの事例は、その銀行や金融機関が金融システムの中では比較的重要性が低く、中枢的な役割を果たしていなかった「部外者」的存在であったという点が共通している。これらの金融機関はともに規模は大きい金融システム全体にとってみれば比較的マイナーな存在であり、その破綻が十分に抑制しうる程度の影響力しか持たないと判断されたからである。

グッドハート (1993) は言及していないが、これと類似した事例としては、1995 年に経営破綻したベアリングズ事件がある。これは、その前身であるベアリング兄弟商会が 1890 年の経営危機に瀕して、イングランド銀行が主導した民間銀行によ

る救済組織である「救命艇」によって倒産を免れた際に、「スレッドニードル街の老婦人」と呼ばれたイングランド銀行から「(救済は)これが最後ですよ」と引導を渡されたことを想起させて、歴史の奇妙な巡り合わせを強く印象付ける事件であった(図表1参照)。

第2のファインディングズは、銀行の経営破綻を経験したのは特定の国に限定されるものではなく、先進国の大半が銀行破綻を共通して経験しているということである。第3に、全体で104件の破綻のうち31件(約30%)だけで銀行が清算され、またこの31件の清算のうち20件(約19%)だけで預金保険からの支払いが実行された。このことから金融監督当局が、銀行破綻が直接、清算に繋がることをできる限り回避しようとしたことが読み取れる。第4に、中央銀行が金融監督機能を果たした場合(兼務)のほうが、商業銀行を金融支援という救済措置に巻き込むケースが多く、逆に金融監督機能が別の機関に分離されている場合よりも公的資金(税金)を導入するケースが少ないという結果が認められる。

4. 結びにかえて

以上では、最後の貸し手機能、銀行救済措置、および預金保険について考察してきたが、金融機関の規制・監督機能が中央銀行によって遂行されるべきか、それとも別の機関によって遂行されるべきか、またそうだとすればどの機関がその機能を遂行すべきかなどについてはあまり正面から言及してこなかった。以下ではその可能性について考察しよう。第1は、中央銀行が金融監督機能の責任を主体的に果たすべきであるし、また今後も果たしつづけるべきであるとする立場である。第2は、政府が任命し、救済資金を提供する独立的な機関がその機能を果たすべきであるとする立場である。第3は、金融監督の責任と機能とをなんらかの仕方で中央銀行と独立的な政府機関とで「分担」するべきであるとする立場である。

「分離」賛成論の立場からは、中央銀行のマクロ的な金融政策の視点から望まれる金利の引き上げが、銀行システムの「健全性」を確保するために制約を受けるこ

とが懸念される。しかしながら、このような金利政策に関する意見の相違は、金融的な要因がどのように実体経済に影響を与えるのかについての経済モデルの相違に起因することが多い。また設定されるモデルの相違は特定の銀行システム構造の特質を反映している。そうだとすれば、特定の国にとって最適な規制・監督システムを設計するためには、各国の金融・銀行システムの特異な構造を考慮に入れたものでなくてはならないであろう。そのように各国の金融システムの特徴にもっとも適した金融監督制度を構築することは、一般的に妥当する普遍的な結論を導き出すことが困難であることを明らかにする。

この最後の点は、支払いシステムの円滑かつ効率的な運営を保証することを中央銀行に求める見解と結びつく。円滑かつ効率的な支払いシステムが構築されるまでの間は、信用リスクと流動性リスクにさらされる危険を制限することが重要となる。それゆえに支払いシステムの設置とその支援とに責任を持つ中央銀行の規制・監督機能が重要な役割を果たすことが不可欠となる。これが、「分離」反対論を支持する、現在もっとも強力な論拠とされている。

しかしこれらの異なる3つの立場を評価する基準としては、やはり前述の「救済資金を最終的に負担するものが最終責任を負う」という原則であろう。そうだとすれば、救済や預金保険の資金が、公的資金や政府の関与なしに、最後の貸し手としての中央銀行およびその主導下で中央銀行に協力する民間銀行によって提供される限り、中央銀行は規制と監督の連結機能を遂行することを望むであろうし、また民間の銀行もそれを期待するであろう。しかしながら、この方式は多くの国で急速に減少する傾向が見られる。

一方、預金保険が法的に明確化され、政府による公的資金によって金融される場合には、政府が金融監督の最終責任を取り、規制・監督機関は政府に対して回答義務を負うことになる。他方、中央銀行が金融政策などその他の機能において政府からの独立性を維持したいと望む場合には、金融機関の規制、監督、認可、閉鎖および預金保険などの責任を引き受ける独立的な政府機関と中央銀行との間での機能分担を図るべきであるとする見解が強く支持されるであろう。

グッドハートの分析では、考察の対象とされた諸国の約半数で金融政策機能と金融監督機能が分離され、もう半分の諸国でそれらが兼務されていたという事実（図表2）が、この問題に関してはなんら決定的な議論が成立していないという現実を指摘している。

一般に、両機能を分離すべきであるとするケースは、利益相反をその根拠としている。しかし、その根拠は、前述のようにあまり強力なものではない。他方、両機能の兼務を支持する立場は、主として伝染効果がシステムック・リスクを引き起こすことを未然に防止することが中央銀行の目的であったという、歴史的な根拠に依拠している。最近、中央銀行による破綻銀行の救済に対する経済学者からの反対論がモラルハザードを根拠にますます顕著になってきている。しかし、金融当局が破綻銀行の救済を以前よりまして安易に増大させているという傾向は、1990年代の日本とスウェーデンを例外として、ほとんど認められない。実際には、中央銀行は従来の金融監督機能から徐々に撤退しつつあるという事実が観察されている。その理由としては、第1に、銀行システムがますますファジーになり、従来明瞭であった各種金融機関の業態間の区別が曖昧になりつつあることが指摘できる。第2に、中央銀行は自主規制ベースでの救済措置の構築に必要な民間銀行の協力を得られなくなっている。これらは、金融機関のコングロマリット化や競争のグローバル化などの世界的な潮流の激変に伴って、金融システムの構造そのものが急速に変化しつつあることを反映しているのかもしれない（図表2参照）。

しかしながら、当面の間は、このような責任分担を完璧に実行することはきわめて難しい問題を伴う。政府が運営する預金保険機構の場合、預金の払い戻しや資金提供には煩雑さや手間が掛かるという問題が不可避免的に生じる。それに対して、流動性危機や支払い能力危機はしばしば突発的に生じ、システムック・リスク回避のためには現金準備の追加的な供給という機動的な対処が求められる。金融システムの制度的・組織的構造のため、中央銀行が即座の流動性供給の源泉として唯一の機関としての機能するというのが一般的な認識である。そうだとすれば、たとえ銀行救済の最終的な責任が政府に帰着し、銀行への金融支援を公的資金に依存するとい

う形で政府の役割が否定しえないとしても、中央銀行を銀行の救済措置から完全に切り離すことは現実問題としては考えられない。

Fetter(1965)や春井(1992)が指摘するように、一国の貨幣制度の根幹を成す「本位貨幣(monetary standard)」の決定は、いわゆる「貨幣高権(monetary prerogative)」を有する国家に属する本質的な権利である。この権限は、国民が主権者であるような民主主義国家においては、国民を代表する立法府としての議会もしくは立法府から行政権を付与された行政府に属する。中央銀行は、「貨幣高権」を有する議会または政府から独占的な本位貨幣発行権限を委譲された機関である。そしてこれを根拠として、中央銀行券は決済の完了性を付与された「法貨(legal tender)」としての地位を獲得しているのである。この点で、資産決済を実現する本位貨幣(中央銀行券)と民間銀行の債務にすぎず、負債決済にとどまる銀行預金との本質的な相違が厳然として存在している。そして、この中央銀行券の「法貨」性のゆえに中央銀行こそが「本来の」最後の貸し手としての機能を発動しうるのである。

以上の意味で、中央銀行が最後の貸し手機能を果たしうる現実的な唯一の機関である限り、金融監督責任をになう独立的な政府機関といえども、中央銀行と密接に協力する必要性がますますその重要度を増大させている。したがって、規制・監督機能遂行するうえで、これら2つの機関の間にその意思決定や運営に関して多少の重複が今後とも持続することは避けることができないであろう³⁰⁾。

参考文献

- 相沢幸悦(1999)『金融機関の顧客保護』東洋経済新報社。
 春井久志(1992)『金本位制度の経済学』ミネルヴァ書房。
 春井久志(1993)「金融の自由化と金融秩序(1)ーイギリスのセカンダリー・バンク危機の背

30) 小論と類似した金融システム設計を提案している文献としては、小田・清水(1999)がある。本文献は、金融サービス市場における「情報の非対称性」の存在を前提として、銀行システムにおける経営破綻の伝染効果(負の外部性)を最小限に抑制して銀行機能の効率性と安定性を同時に確保するためには、可変料率の預金保険制度や中央銀行の最後の貸し手機能などの「公的介入(プルーデンス政策)」の必要性を主張している。

春井：中央銀行の最後の貸し手機能と金融監督機能

- 景一』『名古屋学院大学論集』、第30巻、第2号、7月。
- 春井久志(1994a)「金融の自由化と金融秩序(2)—イギリスのセカンダリー・バンク危機と『救命艇作戦』—」『名古屋学院大学研究年報』、第7号、12月。
- 春井久志(1994b)「創立300年を迎えたバンク・オブ・イングランド(1694-1994年)(上/下)」『月刊金融ジャーナル』、1994年8・9月号。
- 春井久志(1996a)「金融の自由化・国際化と金融システムの安定性—イギリスのセカンダリー・バンク危機を中心に—」『経済学論究』、第49巻、第4号、1月。
- 春井久志(1996b)「中央銀行の独立性：イギリス—金融政策の信頼性確保を目指して—」『月刊金融ジャーナル』、1996年7月号。
- 春井久志(1997a)「中央銀行の機能をめぐる諸問題—中央銀行論(Central Banking Theory)を目指して—」『金融経済研究』、第11・12号、3月。
- 春井久志(1997b)「イングランド銀行の独立性」『金融経済研究』、第13・14号、11月。
- 春井久志(1998)「中央銀行機能の生成・発展」『経済学論究』、第51巻、第1号、1月。
- 春井久志(1999a)「金融政策レジームとイングランド銀行法改正」『商学論究』、第46巻、第3号、3月。
- 春井久志(1999b)「イギリスにおける金融監督システム改革—Financial Services Authorityを巡って—」『経済学論究』、第52巻、第3号、3月。
- 楠本くに代(1997)『金融機関のレンダー・ライアビリティ』東洋経済新報社。
- 小田信行・清水季子(1999)「プルーデンス政策の将来像に関する—考察：銀行システムの効率性・安定性の両立へ向けて」『金融研究』、8月。
- 寺地孝之(1998)『近代金融システム論』有斐閣。
- 寺地孝之(1999)「国際金融システムの危機とイングランド銀行—バジョット以前の中央銀行機能—」『商学論究』第46巻、第3号、3月。
- 家森信善・小林 毅訳(1998)『金融業の将来』東洋経済新報社。
- Bagehot, W. (1873) *Lombard Street: A Description of the Money Market*, H.S. King.
- Benston, G.J. and G.G. Kaufman (1996) 'The Appropriate Role of Bank Regulation', *Economic Journal* 106:436, May.
- Bloomfield, A.I. (1959) *Monetary Policy under the International Gold Standard*, Federal Reserve Bank of New York.
- Bordo, M D. (1990) 'The Lender of Last Resort: Alternative Views and Historical Experience', *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January/February.
- Dowd, K. (1996) 'The Case for Financial Laissez-Faire', *Economic Journal* 106:436, May.
- Fetter, F. W. (1965) *Development of British Monetary Orthodoxy, 1797-1875*,

- Harvard University Press.
- Goldstein, M. (1997) 'The Case for an International Banking Standard', *Policy Analysis in International Economics* 47, Institute for International Economics.
- Goodhart, C. A. E. (1987) 'Why do Banks Need a Central Bank?', *Oxford Economic Papers* 39.
- Goodhart, C. A. E. (1988) *The Evolution of Central Banks*, MIT Press.
- Goodhart, C. A. E. (1992) 'The Objectives for, and Conduct of, Monetary Policy in the 1990s', in Goodhart, C.A.E. (1995) *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (1993) 'Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agents', in C. A. E. Goodhart (1995) *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (1995) *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (1996) 'Some Regulatory Concerns', *Swiss Journal of Economics and Statistics* 132 (4/2).
- Goodhart, C. A. E. and P. Hartman, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez and S. Weisbrod (1998) *Financial Regulation: Why, how and where now?*, Routledge.
- Goodhart, C. A. E. and D. Schoenmaker, (1995) 'Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be Separated?' *Oxford Economic Papers* 47.
- Harui, H. (1997) 'Japan's Financial Problem: Causes and Prospects', *Loughborough University Banking Centre Research Paper* 108, June.
- Harui, H. (1998) 'Issues in Reforming the Bank of Japan', *Kwansei Gakuin University Social Sciences Review* 2, March.
- Harui, H. (1999) 'Institutional Arrangements and Policy Objectives of the Bank of Canada: The Inflation Targeting Regime', *Kwansei Gakuin University Social Sciences Review* 3, March.
- Heller, H.R. (1991) 'Prudential Supervision and Monetary Policy', in J. A. Frenkel and M. Goldstein (eds.), *International Financial Policy: Essays in Honor of Jacques J. Polak*, International Monetary Fund, 1991.
- Humphrey, T.M. (1975) 'The Classical Concept of the Lender of Last Resort', *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, January/February.
- Humphrey, T.M. (1989) 'Lender of Last Resort: The Concept in History', *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Review*, March/April.

春井：中央銀行の最後の貸し手機能と金融監督機能

- Lindgren, C.-J., G. Garcia and M. I. Saal (1996) *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund.
- Llewellyn, D.T. (1995) 'Regulation of Retail Investment Services', *Economic Affairs*, Spring.
- Llewellyn, D.T. (1996) 'Re-engineering the Regulator', *The Financial Regulator*, 1:3, December.
- Schoenmaker, D. (1993) 'Contagion Risk in Banking', *LSE Financial Markets Group Discussion Paper 239*, London School of Economics, March.
- Selgin, G. (1989) *The Theory of Free Banking: Money Supply under Competitive Note Issue*, Rowman and Littlefield.
- Selgin, G. (1994) 'Free Banking and Monetary Control', *Economic Journal* 104, November.
- Summers, B.J. ed. (1994) *The Payments System: Design, Management, and Supervision*, International Monetary Fund.
- Thornton, H. (1802) *An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*. Edited by F. A. Hayek, Augustus M. Kelly.
- Timberlake, R.H. (1984) 'The Central Banking Role of Clearinghouse Associations', *Journal of Money, Credit and Banking*, 16:1, February.
- Wallis Committee (1997) *Financial System Inquiry: Final Report*, Australian Government Publishing Company, April.

ホームページ (websites)

- カナダ銀行 <http://www.bank-banque-canada.ca/>
- イングランド銀行 <http://www.bankofengland.co.uk/>
- 英金融サービス機構 <http://www.fsa.gov.uk/>
- 英大蔵省 <http://www.hm-treasury.gov.uk/>
- 米連邦準備制度 <http://www.bog.frb.fed.us/>
- 日本銀行 <http://www.boj.or.jp/>

図表 1 2つのベアリング危機 (1890年と1995年)



Old Lady of Threadneedle Street: “You’ve got yourselves into a nice mess with your precious ‘speculation!’ Well – I’ll help you out of it, – *for this once!!*”

● Punch cartoonist John Tenniel on the earlier Baring crisis in November 1890 – correctly predicting that the Old Lady would not help the bank out again.

出所: *The Financial Times*, February 28, 1995 より再録。

図表2 金融政策当局と金融管理当局

Country	Monetary agency	Supervisory agency	
Australia	Reserve Bank of Australia (CB)	Reserve Bank of Australia (CB)	C
Austria	National Bank of Austria (CB)	(Federal) Ministry of Finance (MF)	S
Belgium	National Bank of Belgium (CB)	Banking and Finance Commission	S
Brazil	Central Bank of Brazil (CB)	Central Bank of Brazil (CB)	C
Canada	Bank of Canada (CB)	Office of the Superintendent of Financial Institutions (MF)	S
Denmark	Danmarks Nationalbank (CB)	Finance Inspectorate (MI)	S
Finland	Bank of Finland (CB)	Bank Inspectorate (MF)	S
France	Banque de France (CB)	Bank of Finland (CB)	
		Banque de France (CB)	C
Germany	Deutsche Bundesbank (CB)	Commission Bancaire	
		Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen	S
		Deutsche Bundesbank (CB)	
Greece	Bank of Greece (CB)	Bank of Greece (CB)	C
Hong Kong ¹	Hong Kong Monetary Authority (CB?)	Hong Kong Monetary Authority (CB?)	C
India	Reserve Bank of India (CB)	Reserve Bank of India (CB)	C
Ireland	Central Bank of Ireland (CB)	Central Bank of Ireland (CB)	C
Italy	Banca d'Italia (CB)	Banca d'Italia (CB)	C
Japan	Bank of Japan (CB)	Ministry of Finance (MF)	S
		Bank of Japan (CB)	
Luxembourg	Luxembourg Monetary Institute (CB)	Luxembourg Monetary Institute (CB)	C
The Netherlands	De Nederlandsche Bank (CB)	De Nederlandsche Bank (CB)	C
New Zealand	Reserve Bank Of New Zealand (CB)	Reserve Bank of New Zealand (CB)	C
Norway	Norges Bank (CB)	Banking, Insurance and Securities Commission (MF)	S
Philippines	Central Bank of the Philippines (CB)	Central Bank of the Philippines (CB)	C
Portugal	Banco de Portugal (CB)	Banco de Portugal (CB)	C
Spain	Banco de Espana (CB)	Banco de Espana (CB)	C
Sweden	Sveriges Riksbank (CB)	Swedish Financial Supervisory Authority	S
Switzerland	Swiss National Bank (CB)	Federal Banking Commission	S
United Kingdom	Bank of England (CB)	Financial Services Authority (CB) ²	S
United States	Federal Reserve Board (CB)	Office of the Comptroller of the Currency (MF)	S
		Federal Reserve Board (CB)	
		State Governments	
		Federal Deposit Insurance Corporation	
Venezuela	Banco Central de Venezuela (CB)	Superintendency of Banks	S

記号：Cは業務、Sは分離、CBは中央銀行、MFは大蔵省（または経済省）MIは産業省をそれぞれ表す。

注1：香港は1997年7月1日にイギリスから中国に返還され、「一国二制度」の下でHKMAも存続している。

注2：イギリスは、1997年に銀行監督業務がBOEから新設のFSAに移管された。FSAは独立的な政府機関。

出所：Goodhart (1993)から掲載。

図表3 インフレーションの国際比較

国名	a 兼務国の消費者物価指数上昇率(年平均、%)				b 分離国(地域)の消費者物価指数上昇率(年平均、%)			
	Heller(1991) 1980-91年	Goodhart(1995) 1980-91年	Harui ¹ 1980-91年	Harui ² 1980-91年	Heller ¹ 1980-91年	Goodhart ² 1980-91年	Harui ¹ 1980-91年	Harui ² 1980-91年
オーストラリア	7.9	8.7	3.5	5.7	3.7	4.2	2.6	3.3
ブラジル*	1158.9	1729.5	12.3	735.3	4.6	5.5	2.3	3.6
フランス	6.7	8.5	2.2	4.9	6.3	7.0	2.8	4.6
ギリシャ	19.5	20.9	12.4	16.0	6.2	7.5	2.6	4.6
インド*	9.5	9.5	9.7	9.6	7.0	7.7	2.9	4.9
イタリア	8.2	10.7	2.5	6.0	2.9	3.1	2.5	2.7
イタリヤ	10.4	12.6	4.6	8.0	8.9	8.7	8.1	8.3
ルクセンブルグ	4.5	5.3	2.4	3.6	2.6	2.8	1.4	2.0
オランダ	2.9	3.4	2.2	2.7	7.6	9.0	3.0	5.6
ニューゼaland	10.6	13.3	3.0	7.3	8.3	8.4	4.1	5.9
フリビゼン*	15.3	16.2	10.2	12.7	3.6	3.5	2.5	2.9
ポルトガル	16.8	19.3	7.2	12.3	5.4	5.8	3.3	4.4
スペイン	8.4	8.7	4.6	6.3	5.4	5.8	3.3	4.4
イギリス	7.5	7.7	4.4	5.8	25.4	14.5	51.3	35.8
兼務国の平均(14カ国) (除くブラジル)	91.9	133.9	6.8	59.7	7.1	6.7	6.9	5.0
先進国 " (11カ国)	9.9	11.1	5.9	5.9	5.3	5.9	2.7	4.0
途上国 " (2カ国)	8.5	9.7	4.1	6.5	17.2	11.6	29.7	22.1
途上国 " (除くブラジル)	300.1	443.6	9.8	192.5				
	13.9	15.0	9.0	11.5			6.3	34.3
							6.1	7.3

* : 途上国
 ** : 香港は1980-91年の間、金融政策と銀行監督の両業務は分離されていた。為替基金庁は外貨準備を管理しており、銀行委員会が銀行を監督していた。しかし1993年4月1日に、両者は単一の金融当局である香港金融管理局(HKMA)に統合された。

出所 : IMF, *International Financial Statistics*, annually.
 注1 : Heller(1991) in Goodhart(1995, p. 370).
 注2 : Goodhart(1995, p. 370).

図表2 インフレーション率の国際比較の解説
 1. データ : Heller(1991)はCPIを世銀の世界開発報告とブライス・ウネーターハクスから、Goodhart(1995)とHaruiはIMFの *International Financial Statistics* からデータをとり、年平均上昇率を算術平均した。しかしGoodhartとHaruiの結果は、Hellerのそれと合致しており、[銀行監督責任のない(分離型)CBはより優れたインフレ抑制成果を有する]という命題を支持している。
 2. Hellerとその他の結果は、データの違いを反映して、若干の差異がみられる。しかしGoodhartとHaruiの結果が逆転するが、これは金融システムの数が多い途上国の場合(ブラジルを除く)には、上記の結果が逆転すると結論づけることには十分な論拠があるとは言えない。その国の金融・銀行システムの構造が金融政策の運営、したがってインフレ成果により重要な関わりをもつと考えられる。