

マクロブルーデンス政策主体としての 日本銀行のガバナンスについて

—エージェンシー理論からの一考察—

前 調査第二部長 矢島 格

〔要 旨〕

- 1 金融システム全体の安定確保を目指すマクロブルーデンス政策主体としての日本銀行のガバナンス問題を分析することが本稿の目的である。日本銀行がマクロブルーデンス政策主体として行動する場合、日本銀行のインセンティブとそのインセンティブがもたらす行動をいかにモニタリングし規律づけていくかという点が重要なポイントとなる。
- 2 マクロブルーデンス政策の内容は未だコンセンサスが得られていないが、その重要性については、2007年に発生した金融危機で改めて認識された。そして、このマクロブルーデンス政策主体をどうするかについての議論が欧米では活発に行われた。なお、米国やユーロ圏では、各国の中央銀行をマクロブルーデンス政策主体とはしないこととされたが、日本では、金融庁との連携のもと日本銀行がマクロブルーデンス政策主体となっている。このような状況を踏まえ、マクロブルーデンス政策主体としての日本銀行のガバナンス問題についてエージェンシー理論を用いて分析する。
- 3 分析の結果、日本銀行が国民からマクロブルーデンス政策運営を委譲された関係（国民＝プリンシパル，日本銀行＝エージェント）および日本銀行がマクロブルーデンス政策運営のために金融機関をモニタリングする関係（日本銀行＝プリンシパル，金融機関＝エージェント）の2つのエージェンシー関係が指摘される。そして、いずれのエージェンシー関係でも、日本銀行のインセンティブが歪み、公共の利益のためよりも自らの利益のために行動するようなモラルハザードが起こる可能性が指摘される。
- 4 以上の分析結果を踏まえて、日本銀行のインセンティブを歪ませないように規律づけしていくガバナンスシステムとして、対外的に自らの行動や意思決定の内容を説明しその結果によっては制裁などを受ける可能性もあるアカウンタビリティを、日本銀行に義務付けることを提案する。

目 次

はじめに

1 マクロブルーデンス政策と中央銀行

(1) マクロブルーデンス政策の概要

(2) マクロブルーデンス政策主体としての 中央銀行

2 エージェンシー理論からの評価

(1) エージェンシー理論の概要

(2) エージェンシー理論におけるブルーデンス 政策

(3) エージェントとしての日本銀行

(4) プリンシパルとしての日本銀行

3 日本銀行のインセンティブに関する観点 からの提案

(1) アカウンタビリティの重要性

(2) 日本銀行のアカウンタビリティに ついて

おわりに

はじめに

本稿の目的は、金融システム全体の安定確保を目指すマクロブルーデンス政策の担^(注1)い手としての日本銀行のガバナンスに関する問題を分析することである。

2007年のサブプライム危機とそれに続く2008年のリーマンショックによって引き起こされた米国発の金融危機は、世界経済に大きなダメージを与えただけでなく、現在の欧州危機の要因のひとつとして考えられている。このような金融危機の主な発生原因としては、ブルーデンス政策が不十分であったことが指摘されており、これまで、バーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision）をはじめとする国際機関などで、ブルーデンス政策の見直し・強化が図られてきた。

こうしたブルーデンス政策の見直し・強化の背景にある基本的な考え方として、マクロブルーデンス政策の視点がある。個々

の金融機関経営の健全性を図ることを重視するミクロブルーデンス政策は従来から取り組まれてきたが、金融システム全体の安定確保を重視するマクロブルーデンス政策への取組みは疎かにされてきたことが、金融危機の発生をもたらしたと広く認識されている。このため、マクロブルーデンス政策の考え方を実際の政策運営に取り入れようという動きが一般的となった^(注2)。

そして、マクロブルーデンス政策を具体的に実施していくために、その目的、ツールなどの内容についての議論が展開されるなかで、マクロブルーデンス政策を運営する主体をどうするかについての議論および制度変更が各国で盛んに行われた。とりわけ、金融システムの安定を従来から担ってきた主体が中央銀行であるという前提のもと、中央銀行がマクロブルーデンス政策にいかに関与すべきか、あるいは中央銀行がマクロブルーデンス政策主体になるべきか、^(注3)などについての議論が注目されてきた。

日本では、マクロブルーデンス政策に関

する明示的な規定は存在しないが、金融庁がマクロプルーデンス政策を含めたすべてのプルーデンス政策の主体になっている。^(注4)そのほか、日本銀行は、金融庁や海外中央銀行・監督当局との連携のもと、「マクロプルーデンスの視点を重視して、金融システム全体のリスク動向の分析・評価や必要な施策の企画立案・運営に関し不断の努力を続ける」こととしている。^(注5)つまり、日本銀行としても、マクロプルーデンス政策に関与しその政策主体として行動していく考えであると解釈できる。

プルーデンス政策主体の能力が完全なものでなく、プルーデンス政策主体のインセンティブは、政治的な圧力や官僚組織の持つ組織優先の誘因が働くことによって歪んでしまい、モラルハザードが起きる可能性がしばしば指摘される。^(注6)従って、日本銀行がマクロプルーデンス政策主体として行動する場合、マクロプルーデンス政策の適切な実現のためには、日本銀行のインセンティブとそのインセンティブがもたらす行動をいかにモニタリングし規律づけていくかという点、すなわちガバナンスの問題が重要なポイントになる。

かかる観点から、本稿では、マクロプルーデンス政策主体としての日本銀行のガバナンスについて、近年著しい発展を遂げた新制度派経済学(New Institutional Economics)を構成する理論群のひとつであるエージェンシー理論(Agency Theory)^(注7)を用いて、分析・評価し、さらに、その分析・評価結果を踏まえて、日本銀行のイン

センティブに関する観点から対処案を提示したい。

なお、マクロプルーデンス政策主体としての日本銀行に関連する主な先行研究としては、翁(2010)、折谷(2011)および白塚(2011)が挙げられる。翁(2010)は、物価の安定という目標と両立し得るのか、また、経営資源を十分に監督機能に割り当てることが可能なのかといった点についての多角的な議論が必要としながら、日本銀行は、金融庁と密接に連携してマクロプルーデンスの視点での政策運営の役割を期待されていると主張している。折谷(2011)は、取引コスト理論(Transaction Cost Economics)^(注8)など用いて日本銀行のプルーデンス政策における役割を分析し、マクロ・ミクロのプルーデンス政策主体を統合すること、しかも統合の主体はできれば日本銀行とすべきことを明らかにした。白塚(2011)は、物価の安定とプルーデンス政策(特にマクロプルーデンス政策)の組み合わせが必要とされるとして、柔軟なインフレターゲットの概念的な基礎として提唱されてきた金融政策に関する限定された裁量を、金融政策とマクロプルーデンス政策を包含した政策運営全体に拡張することを提案している。しかし、これらの先行研究のいずれも、本稿の目的であるマクロプルーデンス政策主体としての日本銀行のガバナンスの問題については、分析の焦点にはしておらず、十分な議論はなされていない。

本稿の構成は次のとおりとする。最初に、1で、マクロプルーデンス政策の概要

を説明し、その政策主体としての中央銀行をめぐる議論を概観する。次に、2では、エージェンシー理論の概略について説明し、そのエージェンシー理論を用いてマクロプルーデンス政策主体としての日本銀行のガバナンス問題を分析する。そして、3では、その分析結果を踏まえて、日本銀行のインセンティブに関する観点からの対処案を示す。最後に、本稿のまとめと今後の課題について述べる。

(注1) マクロプルーデンス政策の概要については、1の(1)で詳述。なお、プルーデンス政策とは、信用秩序維持政策あるいは規制監督政策と訳される(翁(2010)参照)。これに従い、本稿では、信用秩序維持政策あるいは規制監督政策を意味する際には、プルーデンス政策という用語を使用する。また、規制監督政策を運営する当局を示す用語として、プルーデンス政策主体を使用する。

(注2) たとえば、2013年より適用開始が予定されているバーゼルⅢでは、銀行による行き過ぎた与信行為がもたらすリスクに対応する「カウンターシクリカルな資本バッファー」などの規制内容がマクロプルーデンス政策の考え方に基づいている。なお、バーゼルⅢの詳細については、Basel Committee on Banking Supervision (2010a, 2010b)を参照。

(注3) こうした議論の展開については、翁(2010)および折谷(2011)が詳しい。

(注4) 日米欧の体制比較については、折谷(2011)が詳しい。

(注5) 日本銀行(2011)を参照。なお、文中の括弧内は日本銀行(2011)の10頁より引用。

(注6) こうした見解については、例えば、堀内(1998)やBarth et al.(2006)を参照。

(注7) 新制度派経済学およびエージェンシー理論の概略については、菊澤(2006)が詳しい。

(注8) 取引コスト理論は、本稿でも使用するエージェンシー理論と同様、新制度派経済学を構成する理論群のひとつである。その概略については、菊澤(2006)が詳しい。

1 マクロプルーデンス政策と中央銀行

(1) マクロプルーデンス政策の概要

マクロプルーデンス政策については、これまで議論が活発に行われてきたが、その内容については、未だコンセンサスが得られていない。マクロプルーデンス政策に関しての先行研究は多いが、政策の目的についての統一的な見解を得るまでに至っていない。政策の手段についても考えられる手段は検討されているが、主要な手段の選定を含めて標準的な手段を体系化するような段階にはなっていない。^(注9)

こうしたなかで、Borio(2003, 2010)によって示されたマクロプルーデンス政策の概要が、多くの先行研究で引用されている。同様に、本稿でもBorio(2003, 2010)に基づきマクロプルーデンス政策の概要を紹介する。

Borio(2003)では、従来のミクロプルーデンス政策との比較を行い、マクロプルーデンス政策の概要を説明している(第1表参照)。基本的に、マクロプルーデンス政策は、個々の金融機関の健全性を規制監督することではなく、金融システム全体の観点から規制監督を実施することと言える。

政策目標としては、金融システム危機拡大を防止し、経済成長へのマイナスの影響(経済成長率が下押しされるなどの影響)を回避することである。これは、ミクロプルーデンス政策が、個々の金融機関の破綻を防

第1表 マクロブルーデンス政策とミクロブルーデンス政策の比較

	マクロブルーデンス政策	ミクロブルーデンス政策
短期的な目標	金融システム危機拡大の防止	個々の金融機関の破綻の防止
最終的な目標	経済成長へのマイナス影響を回避	投資家／預金者の保護
リスクの特性	集団としての行動の結果によるとみなす	個々の主体の行動の結果によるとみなす
金融機関間の相関関係や共通のエクスポージャー	重視される	重視されない
信用秩序のコントロール方法	システムリスクの観点からのコントロール(トップダウン型)	個々の金融機関のリスクの観点からのコントロール(ボトムアップ型)

資料 Borio(2003)から筆者作成

ぎ、投資家や預金者の保護を図ることが目標にされていることと異なる。リスクの特性は、金融機関をはじめする各主体の個々の行動ではなく、各主体の集団としての行動の結果生じるものと考えている。このため、ミクロブルーデンス政策とは異なり、金融機関間のつながりの状況や相互に影響を与え合う関係の内容が重視される。政策の実施方法は、金融システム全体の望ましい状態を目指した鳥瞰的（トップダウン的）なもので、それを通じて個々の金融機関の健全性を図っていくというものである。これに対して、ミクロブルーデンス政策の実施方法は、個々の金融機関の健全性確保を最初に図るという積み上げの（ボトムアップ的）なものである。

さらに、Borio（2010）では、マクロブルーデンス政策の概要を時系列面と横断（クロスセクショナル）面の2つの観点から説明している。時系列面の観点からは、金融システムリスクが時間の経過とともにいかに変化していくかについて分析し対応することを内容とし、横断（クロスセクショナル）面の観点からは、ある時点における金

融システム全体を捉えて金融システムのリスクがどういう状況になっているかについて分析し対応することを内容としている。そして、マクロブルーデンス政策を実行するうえで、金融システムに影響を与えるマクロ経済や金融市場全般への配慮が必要であることから、中央銀行がマクロブルーデンス運営の中心的な役割を担うべきであると主張している。

（注9）マクロブルーデンス政策に関する先行研究のサーベイは、Galati and Moessner（2010）およびLongworth（2011）を参照。

（2）マクロブルーデンス政策主体としての中央銀行

ブルーデンス政策への中央銀行の関与のあり方については、古くから議論されてきた。その内容は、金融政策を担う中央銀行がブルーデンス政策も合わせて担うようになると利益相反が起きるという主張と、金融システム全体のリスクを防ぐという中央銀行の目的を考えれば金融政策とブルーデンス政策は統合すべきであるという主張に、分かれている。^{（注10）}

前者の主張は、金融政策とブルーデンス

政策は分離すべきというもので、中央銀行によるLLR（Lender-of-last-resort：最後の貸し手）機能を考えた場合、ベースマネーの供給につながるLLR機能が必要な時点が、ベースマネーの供給をすべきでない物価安定を図る必要がある時点と重なってしまう事態などが想定されている。一方、後者の主張は、金融政策とプルーデンス政策は統合すべきというもので、モラルハザード発生^(注11)の懸念はあるものの、中央銀行がプルーデンス政策も担った方が、金融システム全体のリスクの拡大を防げる効果があるという考えに基づいている。

ところで、2007年に発生した今次金融危機に伴い、マクロプルーデンス政策の重要性が改めて認識されたという状況を踏まえて、金融政策とプルーデンス政策は分離すべきであるという前者の主張は見直すべき^(注12)であるという指摘がなされるようになった。たしかに、マクロプルーデンス政策に焦点を当てて考えれば、金融政策との相互連関性が強く、金融システム全体のリスクに対処しなくてはならない事態が起きる場合には、金融政策とマクロプルーデンス政策は密接に組み合わせて運営していく必要性は高いと言えよう。

しかし、今次金融危機の教訓からプルーデンス政策の体制見直しが行われた米国やユーロ圏では、マクロプルーデンス政策の政策主体が新たに設立されることになり、中央銀行をマクロプルーデンス政策主体として位置づける体制は組まれなかった。

米国では、当初、マクロプルーデンス機

能を中央銀行であるFRBに持たせるべきという主張がなされたが、最終的にはFRBの権限強化に根強い反対意見が出され、新たに、マクロプルーデンス政策主体となる金融安定監視協議会^(注13)（FSOC：Financial Stability Oversight Council）が設定された。

ユーロ圏では、プルーデンス政策が各国に任されていた状態から、マクロプルーデンス政策については、ユーロ圏全体をカバーする政策主体として、欧州システミック・リスク委員会^(注14)（ESRB：European Systemic Risk Board）が新たに新設された。

これに対して、日本では、日本銀行がマクロプルーデンス政策主体になることについての議論やマクロプルーデンス政策主体設置などに関する議論は、筆者の知る限り欧米ほどは活発にはなされなかった。これは、日本が今次金融危機の主要な発生源でなかったことが影響していると考えるが、いずれにせよ、従来からプルーデンス政策を担ってきた日本銀行が、金融庁との連携のもと中央銀行の特性を活かしてマクロプルーデンス面の様々な取組みを行っている^(注15)のが実態である。

(注10) 詳細については、Goodhart and Schoenmaker (1995) を参照。

(注11) 経営資源を、金融政策とプルーデンス政策に対して、それぞれ適切に振り分けられないような事例が想定される。

(注12) 例えば、White (2009) やYellen (2009) を参照。

(注13) このあたりの事情は、翁 (2010) および折谷 (2011) が詳しい。

(注14) このあたりの事情は、折谷 (2011) が詳しい。

(注15) 日銀 (2011) では、「中央銀行は、物価の安定と金融システムの安定を通じて、持続的な経

済成長の実現に貢献することを目的とする組織」であり、その実現のために有する特性を活かすことがマクロブルーデンス上有効であるという説明をしている。

2 エージェンシー理論からの評価

次に、エージェンシー理論を用いて、マクロブルーデンス政策主体としての日本銀行のガバナンス問題について論じる。

(1) エージェンシー理論の概要

本稿の分析で使用するエージェンシー理論はJensen (1998, 2000) にもとづくもので、この理論は、人間の行動や組織の行動を、エージェンシー関係として捉えて分析する。エージェンシー関係とは、プリンシパル（依頼人）が自己の目的を達成するために、エージェント（代理人）に権限を委譲して仕事を代行させる契約関係のことである。そして、この理論では、プリンシパルの行動とエージェントの行動のいずれにおいても次の2つの仮定がなされる。

情報の非対称性の仮定：

すべての人間は、情報収集・処理・伝達能力に限界があり、この限定された情報のもとでのみ合理的に行動するという「限定合理性の仮定」が導入される。その結果、すべての人間は、情報収集・処理・伝達能力に限界があり、相互に同じ情報を有するとは限らない。

利害の不一致の仮定：

すべての人間は、自己の効用を最大化しようとするが、その利害は必ずしも相互に同じではない。

以上の2つの仮定のもとでは、プリンシパルとエージェントの両者がそれぞれ自分の効用を最大化しようとするならば、エージェントは、契約履行において必ずしもプリンシパルのために最善を尽くすとは限らない。エージェントがプリンシパルの不備につけ込んで自己の効用最大化のために行動する可能性や、隠れて怠慢を働くなどの可能性がある。このような現象はエージェンシー問題と呼ばれ、この問題を反映するコスト（無駄）が、エージェンシー・コスト^(注16)である。

エージェンシー問題の発生を抑制して、エージェンシー・コストを節約するために様々な制度が作られるという考え方から、現存する制度・体制の分析や各種の政策展開を図ろうとする理論がエージェンシー理論である。

(注16) Jensen and Meckling (1976) は、エージェンシー・コストを、プリンシパルがエージェントを監視するためのモニタリング・コスト、エージェントが自らの潔白を示すためのボンディング・コスト、そしてプリンシパルとエージェントのそれぞれの行動の根本的な差異が生み出すプリンシパルの富の減少である残余ロスに区分している。

(2) エージェンシー理論におけるブルーデンス政策

エージェンシー理論におけるブルーデンス政策については、ブルーデンス政策の必

要性を裏付ける主要な理論である代表仮説 (Representation Hypothesis) に基づいて考察する。

代表仮説はDewatripont and Tirole (1994) が提唱した理論で、本来的には金融機関経営をモニタリングする必要があるのは金融機関の利用者 (預金者など) であるという考えに基づく。しかし、金融機関のモニタリングは煩雑でコストも時間もかかるし、金融機関の利用者 (預金者など) の多くは、金融機関の業務内容を十分に理解できるような能力を持っていない。さらに、金融機関の利用者 (預金者など) の各人ひとりひとりにとっては、他の誰かによって金融機関をモニタリングしてもらえば良く、あえて自分から行おうとは思わない。つまり、金融機関の利用者 (預金者など) は、金融機関のモニタリングにあたってはフリー・ライド (Free-Ride ; ただ乗り) を志向するという問題が生じる。

このような問題を解決するためには、金融機関の利用者 (預金者など) が、金融機関をモニタリングできる能力を持つ代表者を指名して、その代表者に金融機関の利用者 (預金者など) の意向を汲み取って行動してもらうようにすればよいというのが代表仮説の趣旨である。そして、代表仮説では、その代表者としてプルーデンス政策主体が^(注17)存在していると説明される。

この代表仮説の見方に従えば、エージェンシー理論におけるプルーデンス政策については、以下のように解釈できる。

本来ならば、金融機関の利用者 (預金者

など) が、直接、金融機関をモニタリングしてその経営が健全に行われるように規律づける必要があるが、実際には、様々な手間やコストなどがかったり、フリー・ライドの問題が生じたりすることから、金融機関の利用者 (預金者など) は、プルーデンス政策主体に金融機関のモニタリングや経営の規律づけを委譲しているという見方ができる。換言すれば、プルーデンス政策主体は、金融機関の利用者 (預金者など) から、金融機関の破綻や金融システムリスクの顕在化を防止することを委譲されているという見方が成り立つ。こうした見方に従えば、金融機関の利用者 (預金者など) がプリンシパルでプルーデンス政策主体がエージェントというエージェンシー関係が考えられる。

そして、プルーデンス政策主体と金融機関との関係については、プルーデンス政策主体は、金融機関の利用者 (預金者など) の代表者として金融機関をモニタリングしているという見方が成り立つ。この見方から、プルーデンス政策主体がプリンシパルで金融機関がエージェントというエージェンシー関係が考えられる。このエージェンシー関係は、プルーデンス政策主体は、プリンシパルとして、金融機関としての健全経営や金融システムの安定を実現させるため、エージェントである金融機関に様々な種類の規制を課し様々な形態の監督を行っているといえられる。

ところで、金融機関破綻などに対して公的資金を投入する事態を考えると、公的資

金の究極的な負担者は納税者である国民である。また、金融システムリスク顕在化の場合を考えると、金融機関の直接の利用者ではない者にもマイナスの影響が及び、最終的には国民全員の生活にも波及するに至る。つまり、金融機関の利用者（預金者など）とブルーデンス政策主体とのエージェンシー関係においては、プリンシパルを金融機関の利用者（預金者など）ではなく国民とした方が、より実態に合ったふさわしいものと言えるだろう。

ここで、上述したエージェンシー関係を整理すると、第1図のようになる。

第1図のエージェンシー関係①は、国民がプリンシパルでブルーデンス政策主体がエージェントというエージェンシー関係にあたり、エージェンシー関係②は、ブルーデンス政策主体がプリンシパルで金融機関がエージェントというエージェンシー関係にあたる。

次に、この第1図で示したブルーデンス政策主体をマクロブルーデンス政策主体としての日本銀行と考えると、本稿の目的である日本銀行のガバナンス問題について論じ

ることにしたい。

(注17) この代表仮説に従えば、仮に、金融機関の利用者（預金者など）が、十分な能力を持ちフリー・ライドの問題を克服できるように互いに協調し合えるとすれば、金融機関をどのようにコントロールするかについて考察してみることが、ブルーデンス政策のあり方を議論する際のポイントになる。

(3) エージェントとしての日本銀行

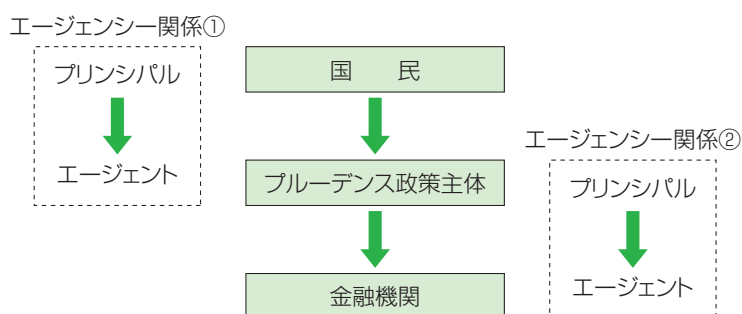
まず、上記(2)で示したエージェンシー関係①において、日本銀行をエージェントとして考えた場合、どのようなエージェンシー問題が起こり得るかを述べる。

(1)で説明したとおり、エージェンシー理論においては、エージェントは、プリンシパルのために最善を尽くすとは限らず、プリンシパルの不備につけ込んで自己の効用最大化のために行動する可能性や、隠れて怠慢を働くなどの可能性がある。とりわけ、エージェントが日本銀行のような公的部門である場合には、公共の利益ではなく、自らの権限拡大や自己の報酬あるいは名声を得ることを目標にするインセンティブが働く可能性もあるという見方でもできる。^(注18)

いずれにしても、エージェンシー理論に

よれば、マクロブルーデンス政策主体としての日本銀行（エージェント）が、国民（プリンシパル）のために最善を尽くすとは必ずしも言えない。具体的な例としては、次の2種類の例が考えられる。1種類めの例は、金融政策とブルーデンス政策（マクロプ

第1図 ブルーデンス政策のエージェンシー関係



ルーデンス政策とマイクロルーデンス政策の両方を合わせたルーデンス政策)が両立し得ない例であり、2種類めの例は、ルーデンス政策の運営のなかで、マクロルーデンス政策運営とマイクロルーデンス政策運営が両立しえない例である。

1種類めの例としては、金融機関のモニタリングよりも物価の安定を優先することが考えられる。これは、1の(2)で紹介した金融政策とルーデンス政策を分離すべきであるという主張と整合的なものである。例えば、金融機関のリスクテイク行動が行き過ぎたレベルに達して、ルーデンス政策としては政策金利の予防的な引き上げなどによる金融引締めが必要な局面にもかかわらず、当面の目途とされる物価上昇率を目指して金融引締めが選択されないような状況が典型的な例と言える。

2種類めの例としては、1の(1)で整理したようにそれぞれ異なった政策目標を持つことから、マクロルーデンス政策とマイクロルーデンス政策の運営は両立し得ない可能性もあると考えられる。具体的には、次の2通りの場合が想定される。

ひとつめは、本来ならばマクロルーデンス政策をマイクロルーデンス政策よりも重視すべき局面であるにもかかわらず、マイクロルーデンス政策が優先されてしまう場合が考えられる。不良債権を抱えて経営が健全でない金融機関は、破綻処理を先延ばしにするよりも早期に破綻させた方が、長期的なマクロ経済への影響の軽減あるいは最終的な国民負担の軽減を考えれば、望

ましい局面も考えられる。こうした局面では、マクロルーデンス政策の観点からは個別の金融機関を早期に破綻させる選択をとるべきであるが、マイクロルーデンス政策の目標との相反が障害になってしまう。この場合、一般の人々にとってはわかりやすい身近な出来事である個別金融機関の破綻を避けるというマイクロルーデンス政策の目標の方を、日本銀行によって優先されてしまうことも想定できる。

ふたつめは、本来ならばマイクロルーデンス政策をマクロルーデンス政策よりも重視すべき局面であるにもかかわらず、マクロルーデンス政策が優先されてしまう場合も考えられる。ある金融機関の経営が悪化している場合、マイクロルーデンス政策の観点から、その金融機関の破綻を回避するために貸出伸長などを促して収益性を高める必要があることも考えられる。しかし、その時、折しもマクロ経済の状況が過熱気味に傾いていたとしたら、日本銀行によってマクロルーデンス政策の観点から銀行貸出量を制限するような措置が取られるということも想定できる。この背景には、マクロ経済の状況についての認識は広く一般の人々に行き渡るが、個別の金融機関の経営状況は特定の人々にしか認識されないことが考えられる。

要するに、日本銀行は、「一般の人々」に代表される外部者の反応を見ながら、日本銀行の名声を維持し権限拡大などにつながるような行動を優先する可能性があると考
(注19)
えられる。その結果、マクロルーデンス

政策とマイクロブルーデンス政策との望ましい両立がなされないおそれもありうる。

(注18) こうした見方は公共選択理論 (Public Choice Theory) にもとづくもので、詳細は、Masiandro et al. (2007) などを参照。

(注19) よりわかりやすい事例としては、一般の人々から多くの支持 (得票) を得たい政治家の意向を、ブルーデンス政策運営にあたって優先することなどが考えられる。

(4) プリンシパルとしての日本銀行

次に、(2) で示したエージェンシー関係②において、日本銀行をプリンシパルとして考えた場合、どのようなエージェンシー関係が起こり得るかを述べる。

(1) で説明したエージェンシー理論に従えば、プリンシパルである日本銀行は、エージェントである金融機関が日本銀行の不備につけ込んで自己の効用最大化のために行動する可能性や、隠れて怠慢を働くことなどを防ぐために、金融機関をモニタリングしなくてはならない。この場合、プリンシパルである日本銀行は、モニタリング・コストというエージェンシー・コストを負担する主体として捉えられる。

しかし、(3) でも述べたように、日本銀行が、公共の利益ではなく、自らの権限拡大や自己の報酬あるいは名声を得ることを目標にするインセンティブがあるとすれば、日本銀行は、金融システム安定というマイクロブルーデンス政策の目標の追求よりも自らの権限拡大や自己の報酬あるいは名声を得ることを優先することになる。そして、金融機関サイドとしても、日本銀行から厳しい規制監督を課されることを避けた

いという欲求があるとしたら、金融機関と日本銀行との間で何からの結託 (coalition) が行われ、国民や社会全体の利益を減じる可能性がある^(注20)。

このような結託が発生するメカニズムについては、(2) で説明したエージェンシー理論の前提となる2つの仮定のうち、利害の不一致の仮定が緩められた場合に発生するという解釈もできる。プリンシパルである日本銀行とエージェントである金融機関の両者とも限定合理的であり不完全な情報しか有しないなか、マイクロブルーデンス政策目標の追求などの公共の利益ではなく自己の利益を優先したいとするプリンシパルである日本銀行のニーズと、日本銀行による厳しい規制監督をできるだけ避けたいというエージェントである金融機関のニーズが一致した結果、結託が実現すると言えよう。

ところで、結託が発生するメカニズムは、日本銀行をマイクロブルーデンス政策主体とした場合にも当てはまる。金融機関を破綻させないために金融機関経営者に健全経営をさせようとする日本銀行との結託への誘因が、金融機関サイドに働く可能性があるだろう。けれども、経営状態が良好な金融機関にとっては、経営状態が悪化している金融機関に比べれば、マイクロブルーデンス政策主体としての日本銀行との結託への誘因はそれほど働かないだろう。健全経営を行っている金融機関にとっては、マイクロブルーデンス政策主体としての日本銀行から受ける規制監督はそれほど恐れること

はないからである。これに対して、マクロ
プルーデンス政策の影響を受ける対象は、
経営状態にかかわらず、あらゆる金融機関
である。つまり、日本銀行がミクロプルー
デンス政策のみを運営する場合よりも、ミ
クロプルーデンス政策とマクロプルーデ
ンス政策の両方を運営する場合の方が、影響
を受ける金融機関の範囲は広がるため、日
本銀行と金融機関との結託はより発生しや
すくなると言えよう。

(注20) この場合の結託とは、プリンシパルとエー
ジェントが自分たちの利益のみを享受し、さら
に、その他の関係者（国民など）が本来得られ
る利益を奪うような事態を指す。このような結
託が生じるメカニズムの理論的な可能性につい
ては、Tirole（2006）で論じられている。そして、
大瀧・花崎・堀内（2008）では、結託の具体的
な例として、監督官庁などの役職員が退職後に
金融機関の役員ポストに就くという「天下り」
現象を説明している。なお、「天下り」現象につ
いての実証的な分析は、Horiuchi and Shimizu
（2001）を参照。

3 日本銀行のインセンティブ に関する観点からの提案

2の（3）と（4）で指摘した問題は、マ
クロプルーデンス政策主体としての日本銀
行のガバナンスの問題として対応すべきで
ある。以下では、日本銀行のインセンティ
ブに関する観点から、この問題に対する対
処案を示す。

（1） アカウンタビリティの重要性

エージェンシー理論から指摘できる問題
は、2の（3）と（4）で述べたとおり、マ
クロプルーデンス政策主体としての日本銀

行が、本来追求すべき金融システム安定化
を図るよりも自らの権限拡大や名声の維持
などにつながる行動をとる可能性があるこ
とである。換言すれば、エージェンシー理
論に従えば、日本銀行において本来期待さ
れる行動をとるようなインセンティブが弱
まり、公共の利益のためよりも自らの利益
のために行動するようなモラルハザードが
起きてしまう可能性も否定できないことが
考えられる。このような可能性の実現を抑
えるためには、日本銀行のインセンティブ
を歪ませないように規律づけしていくガバ
ナンスメカニズムが必要になるだろう。

これまでの多くの先行研究では、アカウ
ンタビリティ（Accountability）が、プ
ルーデンス政策主体に対する重要なガバナ
ンスメカニズムになると考えられてきた。^(注21)一
般的に、アカウンタビリティとは、対外
的に自らの行動や意思決定の内容を説明し
その結果の影響について自ら責任を持つも
のと定義される。このアカウンタビリティ
が課せられることによって、プルーデ
ンス政策主体のインセンティブは自らの利益
の追求を控え公共の利益を追求するように
働くことになるこれまで説明されてきた。
この定義に加えて、Amtenbrisk and Lastra
（2008）は、プルーデンス政策主体のアカ
ウンタビリティには、公共の利益を追求さ
せ自らの利益の追求を控えさせるようなイ
ンセンティブをより有効に機能させるため
に、行動や意思決定についての適切なパフ
ォーマンス評価にもとづく報酬（rewards）
や制裁（sanctions）が必要であると主張し

ている。この主張は、プルーデンス政策運営が誤っていたり不十分であったりした場合には、制裁される可能性もある結果責任が問われることで、プルーデンス政策主体が公共の利益を優先するように、より強く規律づけられるという考えにもとづいてい^(注22)る。

従って、日本銀行に対しても、対外的に自らの行動や意思決定の内容を説明し、その結果について自ら責任を持ち、さらにその結果によっては報酬や制裁を受ける可能性もあるというアカウンタビリティを課せば、エージェンシー理論から発生可能性を指摘されるガバナンスの問題は防げると考えられる。

^(注21) この点については、Dijkstra (2010) が詳しい。

^(注22) さらに、Amttenbrisk and Lastra (2008) は、報酬や制裁を実施するためには、そのもとになるパフォーマンス評価が適切に行われることが求められ、プルーデンス政策主体の行動基準や目的を明確化する必要があるという説明も合わせて行っている。

^(注23) 白塚 (2011) も、次のように述べ、中央銀行行動の対外的説明の重要性を指摘している。「中央銀行の政策行動に関するトラック・レコードとその信認が重要になる。この場合、中央銀行のトラック・レコードとは、単に物価の安定を含めたマクロ経済のパフォーマンスが良好であるということだけではなく、それが、中央銀行の具体的な行動とそれに対する明確な説明によって裏打ちされていることが重要と考えられる。」

(2) 日本銀行のアカウンタビリティについて

では、実際に、マクロプルーデンス政策主体としての日本銀行に、上記 (1) で述べたようなアカウンタビリティが課せられているのだろうか？ 日本銀行が果たすべ

き役割や責任などについては、基本的には日本銀行法（平成9年法律第89号）が法律的な裏付けである。そのため、アカウンタビリティが法的に課せられているか否かについては、日本銀行法の規定内容を調べるべきだろう。

この日本銀行法では、日本銀行の目的が第1条で次のように定められている。

(目的)

- 第1条 日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。
- 2 日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑な確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。

マクロプルーデンス政策の運営を含んだプルーデンス政策（条文上では「信用秩序の維持に資すること」）の運営については、第1条の第2項で日本銀行の目的と定められている。そして、第3条で、日本銀行の自主性の尊重と透明性の確保について定められている。

(日本銀行の自主性の尊重及び透明性の確保)

- 第3条 日本銀行の通貨及び金融の調節における自主性は、尊重されなければならない。
- 2 日本銀行は、通貨及び金融の調節に関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない。

第1条の第1項で定められた目的である「通貨及び金融の調節」については、第3条の第2項で、「通貨及び金融の調節に関する

意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めなければならない」と定められているが、第1条の第2項で定められた目的である「信用秩序の維持に資すること」は、それに関する意思決定の内容及び過程を国民に明らかにするよう努めることについては明確には定められていない。

つまり、マクロプルーデンス政策について、その意思決定の内容及び過程を対外的に説明することは法的には求められていないことがわかる。(1)で述べたようなエージェンシー理論から指摘されるガバナンスの問題の解決策となるアカウントビリティというガバナンスメカニズムは、日本銀行法のもとでは規定されていないことが明白と言える。ちなみに、日本銀行のマクロプルーデンス面の実際の実施の取組みをとりまとめた日本銀行(2011)にも、ガバナンスメカニズムとしてのアカウントビリティに関連する記述は当然ながら見当たらない。

これまでのところ、エージェンシー理論から発生可能性が考えられるマクロプルーデンス政策主体としてのインセンティブの歪みとそこから生じるモラルハザードが、実際に起きていることは証明されていない。しかし、インセンティブの歪みやモラルハザードが起こりうるような状況を事前に想定して、そのような状況の実現を回避させるような措置を講じておくことは重要である。

以上より、マクロプルーデンス政策主体としての日本銀行が陥る可能性のあるガバナンス問題に対処するために必要と考える

アカウントビリティの実施を、日本銀行法の改正などによって法的に義務付けることを提案したい。

おわりに

本稿は、マクロプルーデンス政策主体としての日本銀行のガバナンス問題について、エージェンシー理論を用いて考察した。考察の結果、マクロプルーデンス政策主体としての日本銀行が陥る可能性のあるモラルハザード(他の政策と両立が難しいことや金融機関との結託が発生する可能性)について指摘した。そして、日本銀行のインセンティブに関する観点から、自らの行動の対外的な説明とその結果にもとづき報酬や制裁を受ける可能性のあるアカウントビリティの重要性を説明して、そのアカウントビリティを日本銀行に課すことを提案した。

今後の課題としては、次の2点が挙げられる。1点めは、本稿で指摘した日本銀行が陥る可能性のあるモラルハザードが、実際に起きているのか否かについて実証的に検証することである。2点めは、報酬や制裁を日本銀行に与える可能性も兼ね備えたアカウントビリティの実施を実現させるために、その前提となる日本銀行の政策運営に対するパフォーマンス評価が公平かつ適切にできる仕組みを考察することである。

<参考文献>

・大瀧雅之・花崎正晴・堀内昭義(2008)「誰がモニターをモニターするのか—金融機関の規律づけと

実体経済のパフォーマンス」, 大瀧雅之編『平成長期不況-政治経済学的アプローチ-』東京大学出版会: 3-48。

- ・ 翁百合 (2010)『金融危機とブルーデンス政策』日本経済新聞出版社。
- ・ 折谷吉治 (2011)「ブルーデンス政策のオーナーシップ理論ー中央銀行の役割を中心にー」『明大商学論叢』第93巻第2号: 101-174。
- ・ 菊澤研宗 (2006)『組織の経済学入門ー新制度派経済学アプローチー』有斐閣。
- ・ 白塚重典 (2011)「中央銀行の政策運営におけるマクロブルーデンスの視点」IMES Discussion Paper Series 2011-J-2。
- ・ 日本銀行法 (平成9年法律第89号) (http://www.boj.or.jp/about/boj_law/bojlaw1.htm/)。
- ・ 日本銀行 (2011)「日本銀行のマクロブルーデンス面での取組み (2011年10月18日)」(http://www.boj.or.jp/finsys/fs_policy/fin111018a.pdf)。
- ・ 堀内昭義 (1998)『金融システムの未来ー不良債権問題と金融ビッグバンー』岩波新書。
- ・ Amentbrisk, F., and R.M.Lastra (2008), "Securing Democratic Accountability of Financial Regulatory Agencies - a Theoretical Framework" in De Mulder, R. V. (ed.) *Mitigating Risks in the Context of Safety and Security. How Relevant is a Rational Approach ?* (Rotterdam : OMV) : 115-132.
- ・ Barth, J., G.Caprio, and R.Levine (2006) *Rethinking Bank Supervision and Regulation : Till Angels Govern* (Cambridge, U.K. : Cambridge University Press)
- ・ Basel Committee on Banking Supervision (2010a), "Basel III : A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems" Bank for International Settlements.
- ・ Basel Committee on Banking Supervision (2010b), "Basel III : International Framework for Liquidity Risk Measurement, Standards and Monitoring" Bank for International Settlements.
- ・ Borio, C. (2003), "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation ?" *CESifo Economic Studies*, Vol49, no2/2003 : 181-216.
- ・ Borio, C. (2010), "Implementing a Macroprudential Framework : Blending

Boldness and Realism" Bank for International Settlements.

- ・ Dewatripont, M., and J.Tirole (1994), *The Prudential Regulation of Banks*, The MIT Press. (北村行伸・渡辺努 訳『銀行規制の新潮流』東洋経済新報社, 1996年)
- ・ Dijkstra, R.J. (2010), "Accountability of Financial Supervisory Agencies : An Incentive Approach" *Journal of Banking Regulation*, 11 : 115-128.
- ・ Galati, G., and R.Moessner (2010), "Macroprudential Policy - A Literature Review" DNB Working Paper No.267.
- ・ Goodhart, C., and D.Schoenmaker (1995), "Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision Be Separated ?" *Oxford Economic Papers* 47(4) : 539-560.
- ・ Horiuchi, A., and K.Shimizu (2001), "Did Amakudari Undermine the Effectiveness of Regulatory Monitoring in Japan?" *Journal of Banking and Finance*, 25 (3) : 573-596.
- ・ Jensen, M.C., and W.H.Meckling (1976), "Theory of the Firm : Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure" *Journal of Financial Economics*, 3 : 305-360.
- ・ Jensen, M.C. (1998), *Foundations of Organizational Strategy*, Harvard University Press.
- ・ Jensen, M.C. (2000), *A Theory of the Firm : Governance, Residual Claims, and Organizational Forms*, Harvard University Press.
- ・ Longworth, D. (2011), "A Survey of Macroprudential Policy Issues" mimeograph.
- ・ Masiandaro, D., M.J.Nieto and H.Prast (2007), "Who Pays for Banking Supervision ? Principles and Trends." *Journal of Financial Regulation and Compliance* 15(3) : 303-326.
- ・ Tirole, J. (2006), *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.
- ・ Yellen, K.L. (2009), "Linkages between Monetary and Regulatory Policy : Lessons from the Crisis" *FRBSF Economic Letter* 2009-36.
- ・ White, W.R. (2009), "Should Monetary Policy 'Lean or Clean' ?" Federal Reserve Bank of Dallas Globalization and Monetary Policy Institute Working Paper No.34.

(やじま いたる)