

## 訳者あとがき

北村行伸

本書は Jean Tirole, *Financial Crises, Liquidity, and The International Monetary System*, Princeton University Press, 2002, を全訳したものである。

本書の翻訳は畏友のティロール教授から 2001 年秋段階の原稿の時点に頼まれたものである。実際の作業は 2002 年に本書が出版される前から始め、2002 年末には谷本和代氏の下訳は完成していた。その後、北村が原稿を時間のとれる限り繰り返し修正を続けたが、様々な事情により、完成が 2006 年 6 月にまで延びてしまった。その後、編集に約 1 年かかり足かけ 6 年も翻訳に時間がかかってしまった。ティロール教授には出版が大幅に遅れて大変申し訳なかったが、ここによりやく約束がはたせた。結果論にはなるが、今年 2007 年はアジア金融危機から 10 年目にあたり、またワシントンの 2 大国際金融機関である世界銀行と国際通貨基金 (IMF) のトップが共に交代するという事態になっており、国際金融制度を見直すという意味では時宜にかなった出版になったと思う。編集は東洋経済新報社の高井史之氏が最初から一貫して担当していただいた。同氏の忍耐強いサポートがなければ出版にはたどりつけなかったことを記して感謝の言葉としたい。

著者の略歴は次の通りである。ジャン・ティロールは 1953 年フランス生まれで、1981 年に MIT で経済学博士号を取得後、1984 年より MIT 準教授、教授を経て、現在トゥールーズ第一大学産業経済研究所 (Institut d'Économie Industrielle (IDEI)) の学術担当所長および 2004 年 5 月 1 日に 57 歳の若さで亡くなった IDEI の創立者であるラフォン (Jean-Jacques Laffont) 教授を記念して 2007 年 2 月 1 日にフランス政府によって創設されたラフォン基金・トゥールーズ経済学院 (Toulouse School of Economics) の理事長に就任している。

ティロール教授の専門論文は 150 本を超え、現在最も生産的で質の高い論文を書く経済学者の一人である。1998 年にはエコノメトリック・ソサエティ会長、2001 年にはヨーロッパ経済学会会長などを歴任している。著作も多数あり、主要なものを挙げると、*The Theory of Industrial Organization* (1988) The MIT Press, *Game Theory* (1991) The MIT Press (with D.Fudenberg), *A Theory of Incentives in Regulation and Procurement* (1993) The MIT Press (with J-J Laffont), *The Prudential Regulation of Banks* (1994) The MIT Press (with M.Dewatripont), (邦訳『銀行規制の新潮流』、北村行伸・渡辺努 (訳) 東洋経済新報社、1996 年)、*Competition in Telecommunications* (1999), The MIT Press (with J-J Laffont), *The Theory of Corporate Finance*, (2006), Princeton University Press.. などがある。

### 本書の要約と意義

本書は国際金融機関の本来の任務を規定した原則に立ち返り、市場の失敗の具体的な形を

定式化し、危機の防止と国際金融制度設計についての指針を提示することを目的として書かれたものである。本書の中でティロール教授は金融危機の歴史と制度的背景を概観しつつも、国際金融は標準的な企業金融と二つの決定的な問題を除けば同じであるとの前提で議論を展開している。これを「重複代理人問題(dual-agency problem)」と「共通代理人問題(common-agency problem)」と名づけ、これらの概念に基づいて、市場の失敗がどうして起こるのかを論じ、さらにその防止策を組み込んだ国際金融制度の設計について論じている。

以下ではこの概念を簡単に解説し、その意義について論じておきたい。

重複代理人の状況とは投資家の収益を確保する役割が複数の代理人(例えば借り手と政府)の間で分担されているような状況を指す。すなわち、外国投資家が依頼人であり、その代理人が借り手と当該政府で重複している状況であれば、一方の代理人(借り手)の行動を監視するだけでは、依頼人の収益を確保できないことを意味する。政府に外国投資家の収益に比して国内投資家の収益を守るというインセンティブがあれば、外国投資家と民間の借り手の間の契約に外部性が生じる。依頼人は借り手のモラルハザードを防ぐために、様々な契約を結ぶことが出来るのに対して、政府とは契約が結べない。逆に言えば、政府は国際市場へのアクセスを維持することに配慮して、外国投資家の収益をある程度内部化できたとしても、このメカニズムが外国投資家に対する負の外部性を完全には排除するほどには強くなければ、いずれにしても市場の失敗が発生する可能性を排除できないということになる。

一方、共通代理人の状況とは、複数の貸し手から融資を受けている政府あるいは民間企業が貸し手にとって共通の代理人の役割を果たしていることを指す。政府が複数の貸し手から借入れた場合にも、市場の失敗が起こる可能性が出てくる。すなわち、貸し手と政府の間の融資契約が他の貸し手に与える内部化されていない外部性によって非効率性が生じるのである。例えば、過剰な貸出額および貸出構成のミスマッチ、モニタリングの欠如および介入の欠如、意志決定の外部性などによって非効率性が生じるとされている。

ティロールはこのような状況下で、政府のモラルハザードを阻止するための仕組みとして(1)情報の公開を通じて国家の対外債務や経済的リスクの透明性を明らかにすること。(2)政府が外国投資家の資産価値を下げることおよびそのインセンティブを抑制すること。(3)融資条件の原則を受け入れること、を挙げている。そしてこれを実行するには、外国投資家間の契約の外部性、政府と外国投資家との間の契約の欠如を補完する役割を担う代理モニターを設置することが必要であると説かれる。その役割を国際通貨基金(IMF)が果たすべきであるというのが彼の主たる結論である。

本書は当代一の経済理論家の手によるもので、一般読者を対象に数式は一切使われていないが、本書で語られている内容は厳密なモデルに裏付けられている。関心のある読者はTirole, Jean (2003) "Inefficient Foreign Borrowing: A Dual-and Common-Agency Perspective", *American Economic Review*, 93(5), pp.1678-1702 を参照していただきたい。

本書から国際金融の実務や国際金融制度に関する具体的な改革案を期待した方には、物足りなかつたかもしれない。そのような面に関心のある方は Eichengreen, Barry (1999) *Toward a New*

*International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agenda*, Institute for International Economics, Washington, D.C., Kenen, Peter B.(2001) *The International Financial Architecture*, Institute for International Economics, Washington, D.C., Truman, Edwin M.(ed)(2006) *Reforming the IMF for the 21<sup>st</sup> Century*, Special Report 19, Institute for International Economics, Washington, D.C.などを参照していただきたい。

また、本書の書評としては Allen, Franklin (2004) “Book Reviews”, *Journal of International Economics*, 62, pp.233-236., McKinnon, Ronald (2004) “Book Reviews”, *Economica*, 71, pp.325-326., Ivanova, Anna and Kehoe, Timothy J. (2003) “Review”, *Journal of Economics*, 81, pp.297-302., 安達貴教(2004)『書評』ペンシルバニア大学(原稿)などがある。とりわけ安達氏には、書評を訳者にお送りいただき、翻訳の過程で参考にさせていただいたことを明記し、感謝の言葉としたい。

### 企業金融との関係

国際金融が企業金融と同じ枠組みで分析できるというティロール教授の視点は新鮮である。ティロール教授によれば、「企業金融とは、投資家に収益を確約しつつ提供された資金を有効に利用することである」と定義されている。その上で、企業金融に関する7つの原則を提示している。

(1)競争的な資本市場では投資家保護の利益は借り手にいく。(2)保証収益と企業価値は代替関係にある。(3)コントロール権は企業価値を最大にする人に配分されるべきである。(4)融資条件は借り手の財務状況に応じて変更されるべきである。(5)ソフトな予算制約を認める場合もある。(6)流動性およびリスク管理は重要である。(7)共通代理人問題に対処すべく会計制度、証券設計、代表制度などを導入する。

このような企業金融理論の諸側面を極めて包括的に扱ったのが Tirole, Jean. (2006) *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press.である。本書で扱われた企業金融の議論はティロール教授のこの著書の中で敷衍されている。金融を資金の借り手と貸し手の交渉問題と考えれば、国内金融であれ国際金融であれ、基本的な構造は等しいはずである。よく知られているように、情報の非対称性や代理人問題(agency problem)、あるいはコーポレートガバナンスの議論などは国際金融の理論でも用いられている。本書を契機に、より精緻な企業金融の理論的枠組みが国際金融の理論に用いられることが期待される。

例えば、ティロール教授が取り上げた重複代理人問題は、ごく最近、日本で問題になったステール・パートナーズ・ジャパンのブルドック・ソース買収劇にも当てはまる側面がある。今回の最高裁判決では、株主総会の判断を尊重するというものであるが、影響力のある少数株主を差別的に扱っているのかという議論には明確な判断は示されていない。少なくとも資金調達を金融市場で行っている限り、経営判断の違う多様な株主が出てくる状況は避けられず、しかも、外国投資家が、国際的な金融市場での慣習と比べて日本の市場が極めて排他的あるいは国内投資家優遇的であると判断した場合には、外国投資家は金融市場から退出するか、あるいは、その歪みを修正するように政府に求める行動に繰り返し出るだろう。その際、政府が外国投資家の言うことを聞

けば、国内的には外国迎合的であると批判されるだろうし、逆に国内投資家保護を受け入れれば、国際的な金融・資本市場としての日本の存在意義は著しく低下することになるだろう。

同様に中国・ベトナムなどへの資本投資も究極的な状況では、政府は国内投資家あるいは企業を保護し、外国投資家が不当に扱われるのではないかという懸念が残っている。

金融・資本市場がグローバル化した中では企業金融の問題は、単に国内問題では終わらなくなってきている。会社法や会計基準も国際的な協調が不可避になってきているように、企業金融と国際金融が同じ土俵で語られるようになるのも、そう遠い将来ではないように思われる。

### 国際金融制度改革の行方

本書は経済理論家の手により、主として国際金融における市場の失敗の原因とそれを生み出すメカニズムの経済学的解明に当てられているが、国際金融制度のあり方についてもいくつかの重要な指摘をしている。

まず、IMFのガバナンスに関して、ティロール教授はその監視構造が極めて政治的であることを指摘している。近年の流行である説明責任がIMFにも求められているが、国際機関の場合、メンバー国の代表が、組織の目的よりも、出身国の有権者の意向におもねるインセンティブがあるために過度の透明性は有害であると言われている。実際、IMFは常務理事の総意で意思決定を行い、投票結果や反対意見を公表することは行われていない。これによって常務理事が組織の目的に沿った意思決定に専念できると考えられているのである。もちろん、常務理事の政治的独立性が高いのであれば、いっそう高い透明性は望ましい。とりわけ、専門性の高い問題、例えば金融の分野であれば、ある程度の独立性を与えて、任務に専念し、政治的配慮から解放することが望ましいと論じている。この判断はティロール教授の一連の政治経済学研究から出てきた結論であるが、どのような状況にあっても政府や国際機関には説明責任があり、政治的透明性が高いほうがいいとは言えないことを指摘しており、重要な論点である。

最近、国際金融機関のガバナンスに関して、もう一つの判断材料が提供されている。すなわち、2007年に入り世界銀行(世銀)およびIMFのトップがともに交代するという事態に陥っている。それぞれのトップが交代する理由についてはあえて触れないが、ワシントンの2大国際金融機関のトップが同時に交代することは珍しい。ここで問題になるのは後継者をどのように選ぶかという問題である。これまで、世銀はアメリカ人、IMFはヨーロッパ人、とりわけフランス人が長い間、そのトップの地位を占めてきた。しかし、世銀もIMFも、その運営規則にトップ人事の国籍条項はない。加盟国の出身者の中から最善の人物を選ぶべきであることは、国際機関のトップ人事としてはあたりまえのことに思われる。それにもかかわらず、アメリカは世銀総裁に再びアメリカ人を選んではまい、ヨーロッパ勢もIMFトップ人事を手放しそうもない。戦後60年以上過ぎ、国際経済情勢に大きな変化が現れ、戦後の国際金融体制を見直そうという最中、また金融危機の時に本当に適切な救済ができず信認を低下させてしまったIMFで、旧態依然たるトップ人事にこだわるリスクを主要な出資国はどのように見ているのであろうか。

国際的な流動性供給の役割をIMFに託すかどうかという点についても、ティロール教授は慎重

である。というのは、国際的に移動可能な民間資金は潤沢であり、世界的に見て流動性不足に陥るということはあまり考えられないことと、先進国の中央銀行（欧州中央銀行、アメリカ連邦準備制度、日本銀行など）が、金融・資本市場で問題が起こりかけた場合には、早期に資金注入を行うという合意が出来つつあるということがある。とりわけ、問題が先進国の金融市場や金融機関へ影響を及ぼすような場合には、例えば、最近のアメリカにおけるサブプライムローン問題に対しても各国中央銀行が協調して対処するような体制ができています。このような状況の中で、あえてIMFの任務として「最後の貸し手」機能を強調する必要はないのではないかという判断をティロール教授はしているように思う。もちろん、サブプライムローン問題が、今後どのような展開を示すかは予断を許さないが、例え、今回は国際的な金融危機の発生を抑えられたとしても、この種の金融ショックの国際的波及は今後も発生するものと思われる。その際、どのような対応が考えられるだろうか。アジア金融危機の経験を経て、アジア諸国はチェンマイ・イニシアチブといわれる複数の2国間協定を結び、流動性の供給を確保する仕組みを作り、また、自国内での外貨準備率も高めている。しかし、このことが国際流動性の問題は民間部門あるいは中央銀行の連携によって完全に解決できるということを意味している訳ではない。IMFの流動性供給機能は補完的であったとしても残っていると思われる。

最後に、ティロール教授の本書における結論である、IMFは国際投資家の代理モニター役割を担うべきであるという議論について触れておきたい。原則的に、IMFが市場の失敗を緩和する役割として、依頼人（貸し手）の代理として借り手の行動をモニターする役割を担うべきであるということはわかるが、民間金融機関の国際的金融契約をIMFがすべてモニターすることは不可能である。では具体的に国内で銀行貸出先をメインバンクが代理モニターするという場合と対比して、IMFはどのようなモニターをすればいいのであろうか。現在、得られているIMFの機能としてのコンセンサスは、各国のマクロ経済政策が健全に執行されているかどうかを継続的に監視（サーベイランス）し、経済運営に問題が生じそうであると認識した場合には、早期に是正を求めるというものであろう。これらの考え方の背後には、IMFに事後的な危機処理ではなく、事前の危機管理の役割を求めているように思われる。

銀行業であればBIS規制をクリアすることが、事前の健全性指標となりうるが、国際金融取引においてIMFはどのような事前の経済指標を求めべきであろうか。この点についてティロール教授は答えていない。とはいえ、口の悪い論者には、ティロール教授の提言に対してIMFにウォール街の代理人として機能しろということかと批判的な意見を述べる向きもあるが、ティロール教授はIMFにはあくまで各国のマクロ経済の監視をすることを求めているのであって、個別の民間金融取引のモニターを求めている訳ではないことは明らかである。

いくつかの残された問題について述べておきたい。第一に自由化の潮流の中で、一般には事前の審査よりも、国際的な規制や法制度を定め、その中で自由な経済取引を認めて、それに違反した場合に事後的に処罰するという考え方が主流ではないかと思うが、国際金融の中で、どのような罰則規定や司法機能が働くのか、その方向での国際金融制度改革をすすめる必要があるとすれば、どうすればいいだろうかといった議論が必要である。第二に、国際的な資本移動の重要な

プレーヤーに育ってきたヘッジファンドに対して、その実態を知る統計も十分なければ、規制の網も掛かっていないという状況に対して緊急に対応する必要があるだろう。第三に、国際的な金融危機を事前に抑制し、阻止する仕組みを充実させることは必要だが、それによって金融危機の可能性が完全に消滅した訳ではないだろう。とすれば、地域協力や中央銀行ネットワークだけに任せるのではなく、IMFなどの国際金融機関が、ある程度確固とした事後処理責任を負うべきであるという任務を割り当てるべきであろうし、それが出来なかった場合の責任の所在も明確にしておくべきであろう。

本者は国際金融の専門家によって書かれたものではないが、それだけに、問題の本質を、学界の常識に曇らされることなく、追っているように思う。読者諸氏の健全なご判断を仰ぎたい。

盛夏の国立にて  
北村行伸