

《論 文》

金融危機と規制強化のインプリケーション

Implication of Recent Financial Reform After Financial crisis

富 家 友 道

年報 創刊号 2010年12月 (抜刷)

政策科学学会

## 金融危機と規制強化のインプリケーション

### Implication of Recent Financial Reform After Financial crisis

富家友道

TOMIIE, Tomomichi

#### 要旨

米国発の金融危機に対する規制強化の議論が大詰めを迎えつつある。本論は、リスクベース自己資本規制の相関性、金融危機下での市場機能確保、米国での新規制案（所謂ボルカールール）の3点に絞りそれらについての現状の議論の評価とそのインプリケーションを述べる。特に、リスクベース自己資本規制においてカウンター・シクリカルな特性をもつオペレーショナルリスク資本の有用性と市場機能確保の意味でのパラメーター情報の整備については現状の議論の中で欠落しており再検討を要するものとする。また、米国規制は中期的に米国の日本化を一層進める要素がある点を議論する。

#### Keyword

サブプライム、金融危機、自己資本規制、ボルカールール、米国の日本化  
sub-prime, financial crisis, capital adequacy rule, Volcker rule, U.S. Japanization

### I 金融危機の経緯と本項の視点

#### 1. 金融危機の経緯

米国のサブプライムローンの証券化商品市場の崩壊を端緒とする金融危機は、当初は信用度の低い同債権について景気変動に伴う価格下落による損失の発生に限定される局所的問題とみられていたが、最終的にグローバルマーケットの全ての商品に及ぶ金融市場全体の危機に発展し、実体経済での景気後退をももたらすものとなった。100年に一度の危機ともいわれ米国の1930年代の経済危機と比較される深刻な経済危機を招くことになった。特に、金融市場においては、証券化商品価格の異常な低下とその長期化ばかりでなく信用スプレッドの異常な拡大、株価・商品価格の

暴落と低迷の長期化等通常の間関係等に基づく理論価格の算定やリスク計算を無効にする混乱が長期化したことが大きな特徴である。この金融危機の原因分析は多数の経済学者、金融当局者によって行われ、再発防止に向けた金融規制強化がすすめられている。

こうした議論の中で指摘されている代表的な原因は、①証券化をする前提での杜撰な信用評価に基く過大な信用創造②再々証券化等のスキームの過剰な複雑化③格付機関の不適切な格付け④タックスヘブンを等でのオフバランスでのファンディング⑤ノンバンクによる過大融資⑥モノライン等による杜撰な保証等が挙げられている。更に、こうしたサブプライム関係の問題に加え、これが他の商品に伝播し金融危機が拡大した原因として①店頭

デリバティブの保有状況の不透明性②  
SIV,VIE等によるオフバランス化により損失  
実態が不透明化する等により金融機関間市場  
が機能不全をきたした点が挙げられている。

これらの原因分析に対応し、各国政府、  
バーゼル国際銀行監督者委員会で規制強化が  
議論されている。ここでの主な対応は自己資  
本規制の技術的改善である①規制資本の積み  
増し②資本の質の向上③流動性規制の強化、  
市場の危機における耐性強化として④流動性  
リザーブの要件強化といった銀行のソルベン  
シーの向上に関する規制と⑤デリバティブの  
清算機関義務付け⑥格付機関への規制強化と  
いった市場の機能の確保や透明性確保の対策、  
さらに米国では元FRB議長であるポール・  
ボルカーの提案に従うコマーシャルバンクの  
スコープに関連する規制である⑦自己資金投  
資の制限⑧証券化等でのオフバランスの利用  
の制約⑨規模の制限といった対策が行われて  
いる。米国での今回の金融規制の強化は、  
1930年代のグラス・スティーガル法以来の初  
の規制強化と言われている。

## 2. 本項の視点

こうした多岐にわたる論点のうち本項では  
“リスクベース資本の相関性”、“市場機能の  
長期的不全”と“米国での規制強化”の3点  
を中心に議論を進めることとするがその理由  
は以下の通りです。まず、今回の金融危  
機の重要な特徴は、現状のリスクベースの自  
己資本規制のプロシクリカリティー（景気変  
動拡大機能）が顕在化した点である。現状の  
BISIIでは、信用リスクの評価はデフォルト  
率と回収率に基づき行われるが、景気拡大局  
面ではその両方がリスク縮小方向に評価され  
る、その結果として景気拡大局面では過大な

リスクテークになりやすく、またその結果と  
しての信用創造の拡大により更に景気拡大に  
寄与することになる。規制として自己安定化  
方向への再考を要すると考える。次に、日本  
の90年代の不動産バブル崩壊後の金融危機が  
基本的に銀行危機の性格であったのに対し今  
回の金融危機は金融市場危機である点である。  
日本の危機での対応策は銀行の不良債権問題  
としての解決策の策定であったが、今回の危  
機ではより広範囲の参加者の健全性が問題に  
なった。その結果として、市場の価格機能の  
回復に長期間を要したという特徴がある。今  
回策定されている規制強化の案ではデリバ  
ティブの清算の一本化による市場参加者のリ  
スク把握の透明性確保の徹底以外について市  
場機能強化の視点での議論は行われていない。  
そこでこの視点での議論提供することが有用  
と考える。最後に、米国での規制再構築の議  
論は昨年来さまざまな視点での議論を踏まえ  
て進められてきたが、グラス・スティーガル  
法以来の規制強化と言われる法案が姿を現し  
てきている。銀行業の将来を見る視点で個々  
の条文はともかくその底流に流れる基本的な  
思想とそのインプリケーションについての議  
論を開始することが必要ではないと考える。  
以下の章ではこれらの諸点の論点を整理し今  
後のより詳細な議論に資することを意図する。

## II リスクベース資本の相関性

バーゼル委員会は今回の金融危機に対応し  
多方面にわたる規制の見直しを進めてきてい  
る。その1つとしてリスクウエイトの積増し  
を実施している、市場環境や商品の進化に対  
しこうした技術的な改善は必要でありそれ自  
体は正当である、一方、今回の金融危機で改  
めて問題になったのは金融リスクに対するリ

リスク感応的な資本賦課はプロシクリカリティを有する疑いである。BISII では信用リスクのリスクウェイトをリスク感応的にすることに対応して銀行のそのほかのリスクをオペレーショナルリスクとして別建てで資本賦課する枠組みが導入された。オペレーショナルリスクは事務量の増加や事務の複雑化による事務ミスの増加、内部管理の不適切から来る損失、内部および外部不正による損失と言った銀行が抱えるリスクのうち市場リスクや信用リスクのような金融リスクに括れないリスクに対し設定されたものである。事例として、2003年にはCDSの契約条項の複雑性によりコンファメーションの実施が大幅に遅れるなどの問題が発生し、銀行業界の主要プレーヤーによる提案（コリガンⅢ）がまとめられ、契約条項の標準化がすすめられ、さらに清算機関での一元的なコンファメーションの取扱いにより問題が大きく改善された経緯がある。また、今回の金融危機についてUBSは2008年に大規模損失に至った原因等を記述した株主レポート注1）を開示しているが、その中で損失の原因の1つとしてガバナンスの問題を挙げている。具体的には、証券化商品のウエアハウジングの開始にあたり事前のリミット承認や資本配布などが行われておらず後付けで行われたこと、また、リスク管理委員会の中での議論で当該証券化商品市場は今後価格下落が進むというアナリストの分析を受けているにもかかわらず自己投資部門は当該商品の保有を大きく増加させる等の内部管理上の失敗が具体的に挙げられている。こうした状況は景気拡大局面における規律の緩みが拡大する等という意味でオペレーショナルリスクに対する規制資本賦課の適切性が明確に示されたものと考えることができ

る。さらに、オペレーショナルリスクは景気拡大局面でみられる取引件数の増加、収益、役員賞与等の増加に比例し増加するリスクであることから、景気拡大と正相関の性質があるものと考えられる。つまり、金融リスクのプロシクリカリティの性格と反対にカウンターシクリカリティの性格があると考えられる。従って、今回のようなバブルとその崩壊に伴う金融危機に対しては適切な対応に向けた道具立てとして有効性があるものと考えられる。今回の金融危機の経緯からは、現状の金融リスクへの資本賦課とオペレーショナルリスクへの資本賦課のバランスを調整し、オペレーショナルリスクの比率を大きく高めることが必要であると考えられる。今回の改定案では、市場リスクの資本の大幅な積み増しが提案されているが、これ自体は保有期間との関係で一定の合理性があるとはいえ、主要な問題はモデルのキャリブレーションではなくリスク間の重み付けである点を無視した点で適切性が低下したと評価できる。景気拡大局面で典型的な規律の緩みに対応したオペレーショナルリスクへの資本賦課の水準の適切性の検討と景気変動に対するプロシクリカリティのオフセットの必要性の技術的解決の2方面からの議論が本来の論点であったのではないか。

### Ⅲ 市場機能強化への対応

今回の金融危機の1つの特徴は市場の価格機能の不全が長期にわたったことである。危機の初期段階での流動性の枯渇に対する唯一の対症療法は中央銀行による無制限の資金供給であるが、今回の危機においてもFRBによる果敢な資金供給は初期段階の大きな成功であった。一方、一定の市場の流動性が確保

された後も CDS のスプレッド、証券化商品の価格等は長期にわたり低落した。この価格低下の原因は当初の流動性の枯渇によるものから、情報の非対称性によるものに変化したものと考えられる。今回の危機の端緒となった住宅ローン商品の値付けに必要な情報であるデフォルト率、回収率等の体系的な基礎的パラメーター情報は市場には実質存在しない、また問題の証券化商品は仕組みの複雑性が指摘されているが、確かに複雑ではあるが、多くの商品は一定の種類の範囲に入り実際 ITRAXX などで価格情報が提供されている。しかしながら、証券化商品の構成要素である住宅ローンなどの原資産のパラメーター情報が提供されていない状況で、結果としての証券化商品の価格情報の提供のみではどのような根拠でその価格になっているか不透明であり、実際に買い方が消滅した状況で投げ売りの効果も含め不合理な価格下落となったものと考えられる。市場の価格機能を確保するにはこうした不透明性を減少することが一つの対策である。その意味で、価格算出の前提となる一連の情報を市場参加者が共有できるように整備することが必要である。現状の各国当局による金融改革法等の対応ではこうした市場の基盤的機能に対する対応は一切含まれていないところが問題である。

#### IV 米国の規制強化の基本的考え方とインプリケーション

米国では1930年代のグラス・スティーガル法以来の規制強化と言われる金融規制の見直しが進められている。現状法案は可決したが運営の詳細は未決定である。ここでは本法案の基本的骨格となっている“ボルカー ルール”の基本的考え方を分析しその長期的影響

について論じることとする。

ボルカールールは①自己資金投資の制限；ヘッジファンドへの出資、支援も認めない、また、デリバティブ取引も外部へ移行させる、②規模の制限；負債規模が全銀行の負債規模の一定比率以下であることを求める、の2点から構成され、一方で業務範囲は証券業務と銀行業務の併存を認めまたヘッジファンドなどに対するプライムサービスも排除しないとい構成になっている。また、銀行に対する規制であるが金融システムに重大な影響を与えるノンバンク（投資銀行等）に対しては当局の裁量で当該規制を適用することとしている。一見して明白なのは、本規制案は、今回の金融危機の原因分析に基づきその再発を防止するという視点ではなく、あくまで、公的資金で救済すべき金融機関をそのほかの金融機関から分離すること、その対象となる金融機関に対しては業務範囲などを制限するとともに、銀行として監督体制を強化することによって、危機が仮に発生しても当該金融機関は最小限の影響のもと銀行システム全体としては健全性を維持できるとする考え方である。実際ポール・ボルカーは議会証言で市場の自由度は留保し大規模なリスクをとり破綻する自由は銀行以外にはあると言及している。公的資金により救済される公益性な性格を持つ銀行は厳しい監督のもと業務運営を強いられるべきというボルカー氏の考え方が色濃くにじむ規制と考えることができる。また、市場の危機は根絶できないしこれからも発生する、その前提のもとで国家経済の基盤である銀行システムの健全性は必ず維持することに目的を置いているものと考えられる。ボルカー氏はまた、こうした規制の対象になる大規模な金融機関は全世界で数十社であり、限定されて

いるとともに、競争条件の整備のためグローバルでの調整が必要とも述べている。米国では、本法案と前後して成立した雇用促進法（HIRE Act）において、シャドウバンクの要因となる金融機関のタックスヘブンでのSPC等による資金調達に制限がかけられており、そうした対応は考慮されている。

さて、今回の改革はグラス・ステイーガル以来の規制強化と言われているが規制の中期的な影響はどのようなものか推測することが有用であろう。まず第一の疑問は、再び金融危機は来るのかという点である。これは、上記で述べたように危機の再発を防止することを目的としていないことから危機は発生する、一方で銀行システムは最小限の影響しか受けないとの主張である。ここで参考になるのは、今回の危機での本邦銀行のような状況が実際上発生するものと考えられる、つまり、市場の混乱により一定の損失は発生するが致命的な（資本注入必要なほど）のものではない、一方で、もともとの収益性の低さから、中期的に資本不足が発生しやすく、また、その結果としてマイルドな貸し渋りが発生、長期的に景気拡大の足引っ張ることになる、という状況が想定できる。米国の日本化を推進する規制と考えられる。ここで、銀行の健全性は監督強化により維持されることになると考えられが、規模の制約を通じて公的資金救済に伴うモラルハザードを封じる意思を示したことの効果もある。

次に、銀行システムへのリスク集中問題が考えられる。今回の規制では格付け機関への規制等市場での資金調達、証券化等に対しこれまでのような自由度は与えられないものと考えられる。その結果、銀行がオリジネートした信用リスクの大半が銀行のバランスシ-

ェットに残る金融システムの構成に向け変化が進むことになると考えられる。規制強化（監督強化）により、主要金融機関のコストが増大することになるが、その結果は証券化の停滞か企業の資金調達コストの増大の片方もしくは両方の発生が想定できる。銀行の健全性維持のために、市場自体のコスト構造が変更され国民経済の効率性に一定の負の影響が与えられることになろう。

短期的には、主要銀行は健全性の向上からレピュテーションは向上するものと考えられるが、収益性の低下は、中期的には米国企業としてこれまで最優秀人材を引き付けてきた力を失う効果があると想定される。もともと、主要銀行と投資銀行は収益性、イノベーションにより高給をもたらす大きな機会を提供することにより米国での最優秀人材を引き付けてきた、今後低収益で且当局による監督の縛りがきつくなるとそうした要素を喪失することになる。結果として、保守的な業務運営と平均的給与の職場として評価されることにならう。20世紀後半の金融の時代がここに終わることになる可能性がある。ある意味、ボルカー氏の意図はそこにあるのかもしれない。現状のようなグリーディーで且超野心的な銀行家ではなく、公共性を理解したプロフェッショナルリズムあふれる抑制の効いたより分別のある銀行家をイメージしたものではないか。

さて、本規制は米国の一国であるが、今後バーゼル委員会等場で競争条件の一元化等の観点で我が国初め主要国にも同様の基本的考え方が敷衍されるものと考えられる。我が国における問題は、米国と比較し市場機能は脆弱な点である、クレジット商品の値付けやその前提となる監査制度、開示制度や市場業

務に携わる素養のある弁護士等の市場機能維持の必須要素がクリティカルマスに達しないままに市場から銀行に戻ることは再度銀行の不良債権評価の問題へと戻る可能性があり危険をはらむ。市場機能の確立のもとでの銀行システムの監督強化へと進むことが必要である。

**参考文献**

- 1) UBS Shareholder report on write down  
2008 4月