



金融と規制の変化

—世界金融危機のリスクはなぜ見過ごされたか

東京大学公共政策大学院 客員教授

天谷 知子

はじめに

天谷知子でございます。よろしくお願いいたします。

今日は、時代とともに変化する金融に、規制はどう対応してきたのだろうか、あるいは対応してこなかったのだろうか、こうした問

—目次—

はじめに

1. 2003年～2006年の取組み
—証券化商品のリスクと格付け
2. 高格付けへの依存と市場の崩壊
3. 2003年～2006年の取組み—CDS
4. 国際的取組みの限界と各国当局が抱えていた問題
5. 市場競争力と金融規制緩和競争
6. バーゼルⅡ第2の柱とバーゼルⅢ
—数値基準の強化か裁量的運用か

題意識をもとにお話しします。

ここ数年の金融を取り巻く大きな変化は、2007年、2008年の金融危機であり、その後の規制改革です。金融危機につながった直接の要因はさまざまな分析がなされています。しかし、危機に至るリスクが蓄積された過程、これはリアルタイムでは繁栄と感じられていたわけですが、これを共有していない日本にとっては、いわば外在的・外来的な危機であり、危機に至る過程そして特に「なぜ防げなかったのか」という点は、今一つ実感をもって感じられないというところではないかと思っています。そこで本日はその「なぜ」を切り口に、お話をさせていただきます。

まず、金融危機を招いた問題の1つとして挙げられる証券化商品のリスクや格付け、クレジット・デフォルト・スワップ（以下「CDS」）について、時代を2003年にさかのぼって見てみたいと思います。

■ 1. 2003年～2006年の取組み —証券化商品のリスクと格付け

2003年9月に、金融安定化フォーラム（以下「FSF」）^{（注1）}が「Credit Risk Transfer（信用リスク移転）」と題するコメントを発表しました。そこでは「2003年9月FSF会合において、ジョイント・フォーラムは、信用リスク移転に関する情報ギャップを埋めるための早急な行動が必要であるというFSFからの求めに応じて策定した作業計画を説明した。調査では、主な信用リスク移転市場参加者、参加者の主なリスクとリスク管理、典型的な取引の仕組みと利用方法、信用リスク移転に関する監督規制、開示・報告義務についての理解を深めることを目指す」としています。

少し背景を説明しましょう。当時、ローンの供与額が欧米を中心に非常に伸びていることがさまざまな統計から明らかとなっていた一方で、銀行の自己資本比率の分母であるリスクアセットはあまり増えていませんでした。まず可能性として指摘されたのは、銀行は自分が取った信用リスクを他のセクター、特に保険会社に移しているのではないかということでした。そこで、保険監督者国際機構（以下「IAIS」）が調査しましたが、結果は2つの意味で、期待に沿うものではありませんでした。1つは保険会社の協力を得られない国があり満足なデータを示せなかったこと、そしてもう1つは、いずれにせよ、銀行から保

険会社へのリスク移転という単純な話ではなさそうだということです。

それならばジョイント・フォーラム—これは、銀行、保険、証券それぞれの監督当局による国際機構の代表が集まる場ですが—でしっかり研究・調査するよにということになったのが先ほどのコメントです。

この答えは「Credit Risk Transfer」と題する分厚いレポートにまとめられ、2004年10月に案を公表、2005年3月に最終版となりました。

ここでも、起きていることは、あるセクターから他のセクターにリスクを移転するという単純な話ではないということが明らかになっています。そして、金融機関のリスク管理上の課題として、債権をプールし、それをシニア債、メザニン債、ジュニア債という形で優先劣後関係をつけた債務担保証券（以下「CDO」）などを組成した結果、こうした証券化商品のリスクは、一般の社債やローンのリスクとは異なった性格のものになっていることを指摘しています。具体的には、非常にレバレッジのかかった投資になりうることや、格付けは期待損失等を重視して決められるためCDOのリスクを十分反映しておらず、このことが格付けが同等であっても金利に大きな違いが生じる一因となっていることを指摘し、投資家は格付けに依存せずリスクをよく理解する必要があるとしています。

また、2006年4月発行のIMFの世界金融安定性報告では、こうしたストラクチャーもの

の場合、その格付けが下がる時にはかなり大幅に下がりやすいという特色がある、このあたりの特性を投資家がどこまでわかっているのか甚だ不安であると問題提起をしています。

そして、格付けの付け方を変えた方がよいのではないかと述べています。これにより、投資家はもとより組織の幹部や金融監督当局にも一般の社債の格付けと証券化商品の格付けの違いが明らかになるだろうとしているのです。

おそらく、これを執筆したIMFの担当者としては、証券化商品特有のリスクを過小評価し格付けに依存した投資が行われているという懸念を抱いていたのでしょう。しかし、各格付会社は格付手法を明らかにしているの、誤解を招くようなことをやっているとも指摘できない。また、金融機関の資産運用担当者と議論をすれば彼らは証券化商品やその格付けの特性はよく理解していると言うので投資家はよく理解しないで投資をしているとも指摘できない。そんな中で、金融機関の幹部も本当にわかって投資にゴーサインを出しているのか、あるいは金融監督当局はどこまでわかっているのかというと、甚だ疑問である、そんな問題提起をしたかったのでしょう。

同じような議論は2005年1月に中央銀行を中心とした会合であるCGFS (Committee on the Global Financial System) が発表したレポート (『The role of ratings in structured finance』) でもなされました。格付けはリスクの説明として適切なものにはなっていない、

だから格付けに依存することは避けた方がよい、格付けをもとにして投資基準を作っている場合、本当に適切な信用リスク管理手段なのか疑わしいという話も出ています。

このように、2004年から2006年の間に、さまざまところで証券化商品のリスクの特性や格付けについてのレポートが発表されました。

ここで、証券化商品の格付けの特性とは何を言っているのか付け加えておきます。

格付けは、損失の発生確率や期待損失等によって決定されます。優先劣後関係のある証券化商品では、ほとんどの場合、損失の発生をジュニア部分だけで引き受けることとなるように設計されています。そこでシニア部分では損失ゼロとなる確率が非常に高く、その一方で非常に大きな額の損失が出る確率がそこそこあったとしても、全体としての損失の発生確率や期待損失は比較的小さくてすみ、良い格付けをとることができます。裏を返せば、証券化商品の場合、同等の格付けをとっている一般の社債に比べて大きな額の損失の発生確率は高いことが多いということです。

また、モデルによって損失額の発生確率を算定する前提である債権間の相関や、経済動向や地価動向を変化させれば、確率は簡単に変わります。一方で一般の社債の場合のように特定の債務者に何か問題が起きたから格付けが変わるということはありません。そのため、証券化商品における格付変化の特徴は、モデルが前提とする状況がひとたび変わると

大きく変化し、かつ同じようなモデルを使っている商品では、格付けの変化が一斉に起きるといふところにあります。

■ 2. 高格付けへの依存と市場の崩壊

これらを踏まえて証券化商品と格付けの問題への対応について考えてみたいと思います。

「証券化商品に対しての格付けの問題は、非常に複雑で不透明な格付手法が取られていたことにある。もともと証券化商品そのものが非常に複雑で不透明だった」、「格付会社に対して手数料を払っているのは発行する側だから、甘い格付けがされる」。こうした指摘は正しいのでしょうか。間違いとは言えないのですが、それが問題の中心とはいえないのではないかと思います。

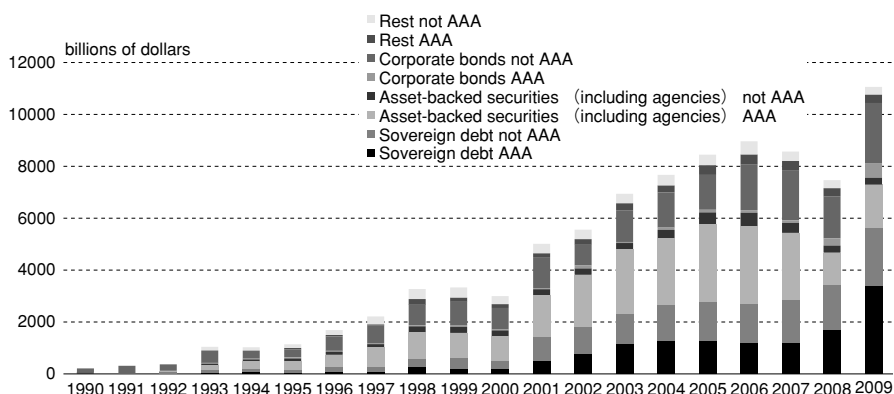
純粋に投資、資産運用目的で証券化商品を購入した最終投資家、例えば中小金融機関や年金についてであれば、複雑で不透明なリスクを正しく評価できないまま甘い格付けを信じて投資をしたというようなことも当てはまるかもしれません。しかし、現実には、むしろ自社もマーケットの主要プレーヤーとして、証券を組成・発行する側でもある大手のグローバル金融機関がリスク管理に失敗し経営危機に陥ったことが問題となったわけですから、複雑・不透明で正しいリスク評価ができなかったことが問題だったということでは、ちょっと説明しきれません。

また、透明性確保と言いますが、もともと格付手法や使用モデルは、かなり詳細に明らかになっていました。だからこそ先ほど引用した各種レポートで分析ができたのです。もちろん、定性評価や裁量のような部分もありますが、一般の社債に比べて格別不透明なプロセスというわけではありません。

発行者が格付手数料を払うという仕組みがおかしいというのは、一理あります。しかし、発行する側が良い格付けをとりたいたいと思っているだけでなく、買い手のほうも、運用担当者としてみれば、格付けが高くて金利がある程度良い商品というのが一番好ましいわけで、とりあえず自分自身の目先の成績を上げるためには厳格な格付けよりも甘い格付けを求めるインセンティブが働きます。

この構造は何も格付けに限った話ではありません。銀行融資を行う貸出担当者にしてみれば、厳しい審査で融資を断るより貸出実績や成績を上げたいというインセンティブも働きます。保険会社の被保険者による告知義務と販売員の関係についても同じようなことが言えるでしょう。こうした例では、本部審査があつたり、後になって問題がわかればさかのぼって人事評価に反映させたりとさまざまな防止策がとられますが、格付けの場合はそうした仕組みを作ることなく、格付けに依存してしまっているのです。こういう状況では、どちらが格付手数料を支払ったとしても、厳格な格付けを求めるプレッシャーにはならなかったでしょう。

(図表1) World issue of fixed-income



(出典) The Joint Forum "Report on asset securitisation incentives" 2011年

また、証券化商品に甘い格付けがされたと言われますが、実際に何が起き、どんな形になったのでしょうか。

例えば米国の金融危機調査委員会が出した報告書を見ると、2006年に、ムーディーズ社は1営業日当たり30本のペースでモーゲージ証券にAAAを出していました。そのうち、調査報告書が出た2011年の段階で、83%は格下げになっているそうです。

また、ある調査(注2)によると2004年から2007年まで米国で発行されたサブプライムローン担保としたAAAのモーゲージ証券の元本の毀損割合が2011年の段階で0.17%だそうです。0.17%という数字は、高格付けの証券化商品の実際の価格の下がり方を考えると「そんなに小さいの?」という印象かもしれません。AAAの証券としては、0.17は十分に大きい数字とも言えます。

いずれにせよ、こうして見ていくと、格付

けが慎重に行われていたとは言えません。とはいっても、何か特別に変なことが行われ、想定外のことが起きたのかと言われるとそうでもない。先行きを明るく見通し高い格付けを得たものが、状況次第では格下げになるということは当然起こりうる話ですし、先ほど説明したように証券化商品の格付けは、下がる時には一斉に大幅に下がることはその特性として想定されることです。

ここで示している(図表1)のグラフは、世界的な債券発行額とAAAが占める比率を表したものです。一般の社債発行に占めるAAAの割合は10%に満たないものですが、ソブリン債の場合は半分くらいになります。これが資産担保証券(ABS)の場合には圧倒的にAAAが多いことがわかります。

つまり、証券化商品市場というのは、もともと高格付けであるということに依存して成立していた市場なのです。買い手は一種擬似

的なりスクフリー資産と当て込んだり、それを担保としてさらに資金調達をすることを見込んだりして証券化商品を保有しています。そういう高格付けだからこそ存在しえる市場に、格付けが下がるかもしれないという情報が入ってきたので、市場は崩壊しました。格付けが甘いかどうかというよりも、そもそも格下げがあってはいけない市場になっていたのです。

2005年のIMFの世界金融安定性報告は「流動性の不足が市場価格ショックの増幅装置として働く（例えば、売り手ばかりで買い手がないときには、なかなか取引が成立せず、とんでもない低い価格になる）ことが、重大な盲点となっている。これについては、グローバルな金融システムを強化する上で、最優先事項として取り組まれる必要がある。また、低いリスク・プレミアム、市場の自己満足、そしてリスク管理システムが複雑な金融商品のリスクを適正に管理できるかどうかいまだにテストされていないということが、金融市場を混乱させる可能性がある。複雑でレバレッジのきいた金融商品（クレジット・デリバティブやストラクチャード商品）の増殖は流動性リスクを一層高めている」と言っています。証券化商品と金融市場の安定性との関わりについては、このあたりの記述が正確でしょう。

■ 3. 2003年～2006年の取組み —CDS

ところで、先ほど申し上げた、リスク移転や集中についても少しお話ししたいと思います。

IAISでは2004年から、再保険市場に関するレポートを作ることになりました。その際、2002年、2003年の調査で、再保険会社がCDSやCDOに興味を示していたこと、当時フィッチ社のレポートで保険会社が信用リスク移転におけるプロテクションの主要な売り手になっていると指摘されていたことから、保険会社・再保険会社によるCDSやCDOへの取組みについても調査しました。

しかし蓋を開けてみると、かつてこの手の市場に興味を示していた再保険会社は、その後あまり活発に取り組んでいません。保険会社のCDS取引の数字の伸びの大半がAIGによるもの、その中でも保険業を営まない子会社であるAIGフィナンシャル・プロダクト社によるものだということがわかりました。

IAISの作業では、保険グループ内の非保険子会社は調査の対象外でしたが、ここまで非保険子会社の影響が大きいのなら調査範囲を考え直すべきではないかという意見も出ました。これに対し、米国は反対しました。米国は保険会社を個別に州が監督していて、非保険子会社であるAIGフィナンシャル・プロダクト社を所管して監督している州はないので、調査対象とされても困るわけです。

日本も含め他の国の当局者にとっても米国とわざわざ喧嘩をするほどのインセンティブが働きませんし、AIG以外の保険会社もグループ内にさまざまな非保険子会社を持っていますから、再保険市場レポートの中で非保険子会社まで調査対象とすることとなれば、米国以外の監督当局も自国の保険会社から大ブーイングを受けることは、火を見るよりも明らかで、調査対象の拡大には乗り気ではありませんでした。

結果として、IAISの再保険市場レポートでは独自の調査はせず既存の数字をさらりと紹介するにとどめました。2004年については「フィッチ社は、世界の保険・再保険部門（除金融保証専業会社）は、（信用リスク移転におけるプロテクションの）売り手として大きくなっており、2004年末にはネットで319bnドルの売りポジションを保有していたとする。ただしこの数値はAIGフィナンシャル・プロダクト社の圧倒的なポジションによって歪められている。AIGを除くと、ネットの売りポジションは51bnドルである」、2005年については「（フィッチ社によると2005年末には）保険会社・金融保証専業会社は879bnドルのグロスの（信用リスク移転におけるプロテクションの）売り手となっているが、うち365bnドルは金融保証専業会社、485bnドルはAIGであり、他の保険会社・再保険会社によるものは29bnドルにとどまる」としています。

当時のIMF世界金融安定性報告（2006年4月）は、CDSによるリスクの集中についての

懸念はないと結論づけていますが、よく読むと「入手可能なデータに基づけば規制対象の金融機関…に信用リスク移転市場を通じて信用リスクの集中が増しているという証左は見られない」（下線筆者）といった極めて慎重な書き方をしています。リスクの集中は、当局が気がつかないところで隠れて進行していたのではなく、リスクの集中が進行しているところから、当局が目をそむけていたのです。

そして、同じIMF報告書のCDSやCDOに関する記述セクションの冒頭部分では、「銀行が自らのバランスシートに信用リスクを抱え込むのではなく、より広く多様な投資家に分散させるようになったことにより銀行システムさらには金融システム全体の耐性を高めているとの認識が広がりつつある」と書いてあります。

この文言は2007年以降に、皮肉っぽくあちこちで引用されることとなりました。ちなみに2006年当時、IMF内部の審査では上記の記述について納得していない人が多数派だったそうです（注3）。

以上、証券化商品やCDSが拡大した2003年から2006年の間に、金融監督当局等により行われていた調査・分析や評価を振り返ってみました。こうして見ると、後に金融危機につながる問題について、当時からある程度正確にストーリーや可能性が分析されていたことがわかります。にもかかわらず、十分な対応がなされなかった要因は何だったのか、次に考えてみたいと思います。

(図表 2) FSF会合において議論された懸念事項

「金融システムに緊張をもたらすリスクをいくつか特定した。このなかには、世界的な資金と市場流動性の現状のレベル、そしてそれに伴うリスクプレミアムと長期金利の低さが含まれる。」(2005年3月)

「いずれ金融市場の緊張につながりうる状況が数多く進みつつあることを指摘した。このなかには、低いリスクプレミアムと長期金利の要因とその意味するところ、複雑で流動性のない金融商品へのエクスポージャーの増大、家計部門の債務の増加、国際収支・財政の不均衡の継続・拡大が含まれる。」(2005年9月)

「金融システムに緊張をもたらすいくつかの進展を指摘した。このなかには、国際収支不均衡の拡大、幾つかの国における家計部門の債務の高さ、高い流動性と市場における金利志向の継続にともなう低いリスクプレミアムが含まれる。」(2006年3月)

「金融システムに緊張をもたらす懸念される分野をいくつか指摘した。これらには、いくつかの国において家計部門が債務の増加及び住宅市場の調整局面に対応できるか、LBOと借入資金による買収の急速に拡大していること、金融商品の複雑性が増していること、国際収支の不均衡が含まれる。」(2006年9月)

(出典) 各会合後プレスリリース

(図表 3) FSF会合において議論された対応策

「市場参加者、監督当局、政策当局は、リスクに対して中期的な視野に立つこと、とりわけ市場規律、信用供与基準・オペレーション基準、引当金のレベルの適切性が確保されるよう特に注意を払うことが重要である。」「金融商品の複雑化の進展や新たな参加者の参入といった市場の構造的な変化が進展しており、また大規模で複雑な金融機関が重要な役割を持っていることから、(金融機関のリスク管理能力およびリスク吸収能力の) 両面にわたり一層の強化が必要となっている。」「最近の出来事からは、市場参加者は、自らのリスク管理モデルについて市場流動性が途絶えた場合に有効に備えるためのストレス・テストを行うことが重要であることが強調される。」(2005年9月)

「金融機関が、ストレス・テストとシナリオ分析の包括性を含めリスク管理をさらに強化すべきであることを強調した。」(2006年3月)

「金融機関は、リスク分析やプライシングにあたり、現在の良好な市場環境の反転(市場の流動性の低下を含め)がもたらす結果を十分に勘案する必要がある。」「リスク管理をさらに強化すること、とりわけ確率は低い大きな影響を持つようなイベントや複数の脆弱性が同時に顕在化するシナリオによるストレス・テストの実施を奨励した。」(2006年9月)

(出典) 各会合後プレスリリース

4. 国際的取組みの限界と 各国当局が抱えていた問題

2005年、2006年当時のFSF会合における議論について、各会合後のプレスリリースから懸念材料の指摘に関する部分を抜粋したもの

が(図表2)、それに対する対応に関する部分を抜粋したものが(図表3)です。

短い文章ですが、当時、将来に向けた懸念材料として、さまざまな市場の過熱状況や金融商品の複雑化について議論がなされていることがわかります。一方、これへの対応を一言で言うと「金融機関は気をつけてください」

と呼びかけているにすぎません。

この点、あくまでも情報交換や協力のあるあり、自ら指示したり主体的に動いたりできないFSFの限界と言えるでしょう。

懸念があっても、さらにシミュレーションするためのデータは持ち合わせておらず、「これ以上言えない」というのが実際です。当時間もデータを収集しリスクの集中の分析やシミュレーションを行うべきだという話がありました。ただ、例えば事務局の分析スタッフがこうした提案をしても、各国当局等が乗り気でなければ進みません。

なお、金融危機を経験し、現在では、国際的な取組みとして、金融機関間のリスク移転や相互依存関係、リスクの集中の実態を解明し分析するために、金融機関共通の報告のフレームワークを作る、さらには取引主体識別子を開発しようという検討がされています。

このように、国際的な取組みには限界があったわけですが、各国の金融監督当局においては、もっとうまく当時現れていたさまざまな問題意識や情報を活用して、積極的な監督対応をとることはできなかったのでしょうか。米国、英国においてどのような反省点が挙げられているか、見てみます。

米国の金融危機独立調査委員会の報告書(2011年)は、銀行監督当局が適切かつ能動的に対応できなかった背景として、「規制は過度の負担を課すものである、金融機関は自らを律することができる、監督当局は収益を上げている活動を阻害すべきでないといった

考え方が信じられていたこと」を挙げています。

また、ロイヤル・バンク・オブ・スコットランド(以下「RBS」)の経営破綻に関する英国金融サービス機構(以下「FSA」)報告書(2012年)では、RBSの破綻に至るまでのFSAの監督アプローチには問題があったことを認め、仮に監督アプローチを強化しようとしても当時の状況下では過重な規制として受け入れられなかったであろうとしています。具体的には、当時の背景として、国際的規制基準が適切かつ洗練されたものと信じられていたこと、金融の革新や複雑さにより金融システムは安定化しているという実務家・政策当局者の一致した見方、FSAの所管業務の広さ、イギリス金融業の「競争力」重視、「不必要な」規制は排除すべきという姿勢があったことを挙げています。

こうした当時の状況を、regulatory capture(規制の虜)という言葉で説明することがあります。この言葉は、先日発表された原発事故に関する国会事故調報告書でも、原発の規制当局と電力会社の関係を示すものとして使われていますが、規制する側が規制される側の影響を受けすぎて、結果として規制される側の意に沿う、あるいは規制される側の利益になるような行動をとることを指します。

必ずしも癒着や賄賂を介するような直截的な話ではありません。規制する側と規制される側が議論を共にしているうちに、徐々に相手の考え方が頭に刷り込まれるであるとか、

同様な資料を持って議論していると、考え方が一緒になってしまうというようなより広いものです。

スポーツの世界では、よくホームチームが有利と言われることがあります。この要因について審判が無意識のうちに観客（サポーター）の反応を気にしてホームチームよりの判定をする傾向があるためであると分析した人がいます。これになぞらえて、金融監督当局が無意識のうちに金融業界の反応を気にするために規制監督が甘くなると説明する人もいます（注4）。

今回の場合、単に規制する側がされる側の影響を受けたというにとどまらず、金融の革新を妨げるべきではない、市場規律に委ねるべきといった経済学者の思想が広く関係者に刷り込まれていたという面がありますので、cognitive capture, intellectual captureという言い方がされることもあります。また、こうした考え方が金融監督当局等の内部で主流となっていたために、それに反する議論がなされなくなったという集団思考（groupthink）の問題として指摘されることもあります。

ところで、先ほど少し触れた原発事故の国会事故調報告書の英文版委員長挨拶では、今回の事故を極めて日本的な要因に根差したものであるとして、具体的には、再帰的な服従（reflexive obedience）、権威に対し疑問を呈したがる態度（reluctance to question authority）、計画維持へのこだわり（devotion to sticking with the program）、

集団主義（groupism）、島国根性（insularity）を挙げています。

一方で、IMFの独立評価機関が、金融危機に至るまでの過程においてIMFが的確な対応ができなかった理由として挙げていた点を見ると以下のような点が出てきます。

- ・市場規律と自主規制で十分であり規制は最低限でよいとの集団思考に陥っていた。
- ・スタッフは、上司に対し異論を述べたり、IMF全体がそれまでとってきたスタンス、一般的なポジションから逸脱したことを述べたりすることは避け、従来の大勢に従うような結論を出す。

- ・大国の権威に逆らうようなことは言わない。

先ほどの事故調委員長挨拶で、「日本的」として挙げていた点の多くがここでも登場します。「島国根性」という点についてすら、IMFでは外部アナリストの分析を重視しない傾向があることを「IMFの島国的文化」と表現しています。

■ 5. 市場競争力と 金融規制緩和競争

こうした傾向を加速させた要因として、当時、市場競争力を極めて重視する風潮にあったことが挙げられます。

英国では当時シティの発展のために、いかに金融機関とフレンドリーであるかのアピールに、国を挙げて必死でした。

トニー・ブレア首相は演説で「FSAがや

っていることはおかしい。もともとFSAは詐欺的な金融取引から消費者を守るためにある。誰を騙しているわけでもない金融機関に対して余計な負担を課していることは問題だ」と言い、ゴードン・ブラウン財務大臣は、「金融機関はきちんと監督をしないと責任ある行動をとらないという考え方は古い」「規制は軽く（light touch）ても、金融機関に任せておけば、あとは市場の評判を気にしながらきちんと企業活動を遂行していく」と言い、「軽い（light touch）規制にとどまらず限定的な（limited touch）規制だ」という言い方もしていました。

同じブレア首相が3、4年後には「金融機関が責任ある行動をとるためには厳しい監督が必要だ」と言うことになるわけですが。

英国がそうした状況でしたので、金融機関は米国政府に対して非常に強気に出ました。政府が金融機関の嫌がることをすれば、「それならロンドンでビジネスをする」と言えばいいだけです。もともと、米国金融業界は非常にパワフルですが、ますます強気に出ていた時代だったと言えます。こうした当時の英国と米国の状況について、米国のガイトナー財務長官は金融規制緩和を通じた「底辺への競争（race to the bottom）」と表現しています。

あるいはbeggar thy neighbor（近隣窮乏化政策）という言葉で説明する人もいます^(注5)。この言葉は、自国の交易条件を良くするために為替をどんどん切り下げていくというよう

な政策手段を説明する場合に使われる言葉です。それと同じような形で金融規制の緩和競争をやっていたというわけです。

こうしたあたりが、金融危機に至るまでの過程において多くの問題点が認識されいながら実際に対策がとられるまでに至らなかった背景にあります。さて最後に、このような当時の状況についての認識は、規制改革の議論にどう関わるかをお話したいと思います。

■ 6. バーゼルⅡ第2の柱と バーゼルⅢ

—数値基準の強化か裁量的運用か

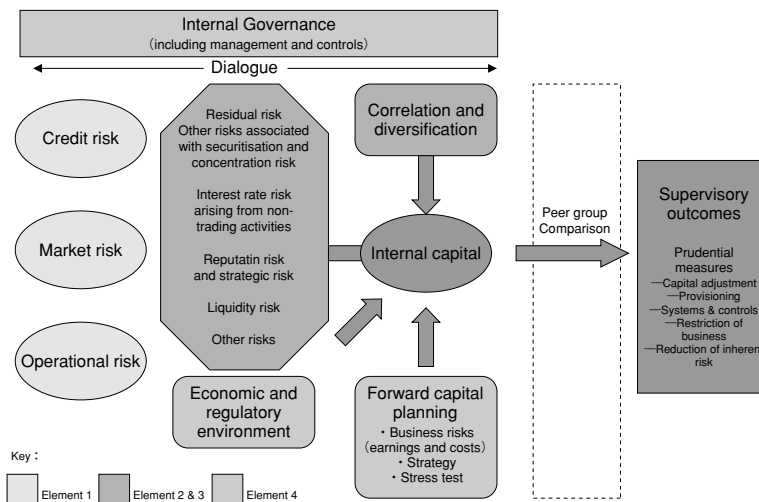
ここからは銀行の自己資本比率基準の強化を例にとってお話しします。

2004年6月に発表されたバーゼルⅡは、銀行に8%以上の自己資本比率の維持を求める第1の柱、銀行が適切な自己資本戦略を設定し監督当局がこれを検証する第2の柱、ディスクロージャーによる市場規律である第3の柱から構成されています。

日本における第2の柱の実施は、第1の柱つまり自己資本比率を計算する上で十分に把握できていないリスクを含めた統合的なリスク管理態勢の評価や大口与信リスクや金利リスクへの早期警戒制度から構成されると説明されています。

しかし、バーゼルⅡの原文を見ると、これでは本来の第2の柱の内容をきちんとカバーできていないことがわかります。

(図表 4) Diagram 2 : Supervisory review using a structured approach



(出典) CEBS “Guidelines on the Application of the Supervisory Review Process under Pillar 2” 2006年

まず、第2の柱で考慮すべき要素として、日本で言われている第1の柱で把握されないリスクのほかに外部要因、主にビジネスサイクルの影響も挙げられています。景気や市場環境が良い時もあれば悪い時もあります。銀行は自己資本の十分性を考える上で、ビジネスサイクルの中で今どのステージにいるのかを見込んだ上で考える必要があるということです。

また、監督当局は銀行に対して、リスク管理を検証するだけでなく、所要自己資本を超える資本バッファを持つことを要求・懲罰することとされています。当然のことながら、ビジネスの過程でリスクが変化し自己資本比率が変動することがありますし、自己資本の増加が必要となった時に短期間で調達しようとしても困難でコストが高くなるのがまま

あるからです。

2010年9月に公表されたバーゼルⅢでは、最低所要自己資本比率に上乗せをして資産保全バッファやプロシクリカルバッファを求めています。しかし、実はバーゼルⅢがなくても、バーゼルⅡの第2の柱で、銀行に対してビジネスサイクルの影響を考えるべきであると、監督当局は銀行に対しビジネスの過程で自己資本比率が変化することを踏まえ最低所要自己資本比率を超えた自己資本の保有することを求めるべきであるとしているわけです。

この(図表4)はEUにおいてバーゼルⅡの第2の柱の実施に関する文書を発表した時に使われていたものです。日本における第2の柱の説明よりも、こちらの方がバーゼルⅡの原文に忠実だと思います。

これを忠実に実施すれば、監督当局は、銀行に対し、業績・景気が良い時に、今のうちにもっとバッファーを積んでおくようにと言えるわけです。しかし、そのようには活用されてこなかった、あるいは、今後そのように活用されることは必ずしも期待できない、だからバーゼルⅢで資本バッファーの上乗せを求めることが必要だという議論になるわけです。

さて、十分なバッファーの確保のためにどういう対応があるのでしょうか。

イングランド銀行（Bank of England）の金融政策委員会のメンバーを務めたこともある学者のチャールズ・グッドハート氏は、「深夜の旅人シンドローム」というたとえ話を使います。深夜、疲れ切った旅人が列車から降りると、駅前にタクシーが1台止まっていた。「ああ良かった」と乗ろうとしたら、タクシーの運転手は「お客さん、すみません。お客さんを乗せることはできないのです」と断ります。なぜだと聞くと「規則によって駅の前に必ずタクシーが1台待機していなければいけません。もし私がお客さんを乗せていってしまうと、駅前に待機しているタクシーがなくなってしまうので、お客さんを乗せることができません」と言いました。

このたとえ話は、例えば流動性規制に内在する矛盾を表すものとして使われます。予定外の事態があった時に使うためのバッファーとして流動性資産を持っているはずなのに、流動性資産の保有を義務付ける基準を作った

ことによっていざという時に自由に流動性資産を利用できなくなったら意味がないではないかというわけです。同じことが資本についても当てはまります。資本は損失に対するバッファーとして持っているはずなのに、何か困った時にバッファーを使いたくても、自己資本比率規制の基準を割り込むことになるので使えませんとなってしまっただけでは、意味がないかということです。

数値基準による規制を行うことで、流動性や自己資本を持つ意味が失われてしまうことがあるというのが、この「深夜の旅人シンドローム」の話です。

チャールズ・グッドハート氏は、流動性にしろ自己資本にしろ、バッファーは必要であるとします。しかしバッファーがバッファーとして機能するためには画一的な数値基準による規制ではなく、余裕のある時に積み立て、余裕のない時には崩すことを認めるという監督当局による裁量的な扱いが望ましいとします。

しかし、実際には、先ほどお話ししたとおり、足元の経営が良好な金融機関に監督当局がどこまで厳しい対応をとることができるのかという課題があります。この点について金融安定理事会（FSB：従来のFSFのメンバーを拡大するとともに組織基盤や能力を強化した組織）がどんなことを言っているか紹介します（注6）。

FSBは、金融監督当局は2005年～2006年頃の経済環境の良い時にやるべきことをやって

いなかったとし、実際に損失が発生するなどの問題が起きていない状況で金融機関に何かをさせるのは非常に難しいということも併せて言っています。

特に、金融監督当局が金融機関に対して何らかのアクションを起こして適切な対応を求めることが難しくなるような環境について以下のような例を挙げています。金融機関の業績が良く世間から成功者のように見られている状況、金融機関の活動が、その時の社会的要請や政策的要請—例えば自国の金融市場の発展・国際金融ハブ市場化や、庶民の住宅取得促進といった国の政策目標—に貢献していると目されているような状況、このような状況のもとでは金融監督当局はそうした金融機関の活動にブレーキをかけるような規制を行うことは難しく、差し控えてしまうので、本来とるべき行動がとられなくなると言っています。

こうした反省に立ち、FSBでは、金融監督当局の行動する意志 (will to act) を強調するとともに、金融監督当局にとって業務運営上の独立性だけでなく政策的指向 (policy perspective) からの独立性が重要だと指摘しています。業務運営上の独立性というのは、例えばある金融機関に対して処分をする時に、日本語風に言えば「手心を加えてほしい」というプレッシャーを受けることがないようにしなければならないということで、この重要性は従来から言われてきたことです。今回の指摘は、それだけでは不十分で、金融監督

当局は、その時々の方政策的な指向を付度したり振り回されたりすることがないようにすることも必要だと言っているのです。

以上はいわば第2の柱がきちんと機能するための議論です。

でも実際のところ、そんなことができるのかという議論も出てきます。経済の環境が良く、市場が活性化し、金融機関の業績も良い時に、金融監督当局が金融機関に今のうちに先々に備えてバッファを積み増しなさいと強制することができると思うのは現実的ではない、そんなことはできないので裁量的なものではだめだという考えもあります。そこはきちんとルールを定めて、自己資本の積み増しを求めなければいけないと考えるわけです。英米の学者のグループが発表した「The Fundamental Principles of Financial Regulation」というレポート（以下「ジュネーブ・レポート」）はそうした主張をしています。

チャールズ・グッドハート氏の考え方、FSBの着眼点とジュネーブ・レポートは相容れないものではありません。チャールズ・グッドハート氏自身、ジュネーブ・レポートの執筆メンバーです。彼は、裁量的な対応が望ましいと主張しているのですが、一方で、金融監督当局は裁量をうまく使えないから明確な基準を設けて規制を行う必要があるという意見があることも認め、もしそうするのであれば、規制を段階的なものにする必要があるとも指摘しています。実際、ジュネーブ・レ

ポートではそうした段階的規制の考え方が取り入れられています。また、FSBの着眼点は、これを行うことにより数値基準による規制の強化が不要になると言っているものではなく、パーゼルⅢ等による規制の強化を前提としつつこれに依存するだけでなく金融監督当局による判断要素が有効に働くことが不可欠だという観点から指摘されています。

こうして見てみると、自己資本比率規制についての議論は、あるべき自己資本比率の水準の議論ではなく、実際の金融監督当局の運用を踏まえて、何がワークするかの議論であると言えます。

一律の規制強化では、弊害が大きいわりに本当に必要なところにはうまく機能しない可能性が大きいから規制は裁量的なものとして、金融監督当局は、経済状況が良好で足元に何の問題がないように見える時であっても、いやそういう時にこそ、市場の活力を削ぐと非難されようが他の国の金融機関との競争に不利になると不満が出ようが、毅然とした対応で金融機関に対し資本バッファの積み増しや新たなビジネスに伴うリスクへの対応を求めなければいけないという考え方が一方にあります。これに対し、そんなことを金融監督当局がいつもタイムリーにできるなどと期待するのは現実的ではないという考え方に立つのであれば、少々の弊害には目をつぶってでも、裁量を排して強制的にバッファを積むための規制強化が必要ということになります。もし両方ともだめだと考えるなら、

つまり一律の規制強化では弊害が大きく上手く機能しないし、かといって金融監督当局の裁量が常に有効に機能すると期待するのも現実的でないと考えるのであれば、金融機関の業務自体をもっと縛るしかないのかという方向に議論が向かうでしょう。

私からの本日の話は以上です。ご清聴ありがとうございました。

(注1) アジア金融・通貨危機等の経験を踏まえて設立された情報交換と国際協力強化を通じて国際金融の安定化を図る場。主要な金融市場を有する国及び地域の関連当局(金融監督当局、中央銀行、財務省)等が参加する。

(注2) Sun Young Parkの研究。Robert J. Shiller (2012) *Finance and the Good Society*における引用による。

(注3) IMFの中の独立評価機関(Independent Evaluation Office、略称「IEO」)が2011年に発表した報告書による。

(注4) James R. Barth, Gerard Caprio Jr., and Ross Levine (2012) *Guardians of Finance*。スポーツに関する分析は、Tobias J. Moskowitz and L. Jon Werthim (2011) *Scorecasting* (邦訳「オタクの行動経済学者、スポーツの裏側を読み解く」)

(注5) Viral V. Acharya and Matthew Richardson (2009) *Restoring Financial Stability* (邦訳「金融規制のグランドデザイン」)

(注6) FSB “Intensity and Effectiveness of SIFI Supervision” (2010) 及び同progress report (2011) による。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の要旨である。構成：桜木 康雄)