

## 金融危機とプルーデンス政策

金融システム・企業の再生に向けて

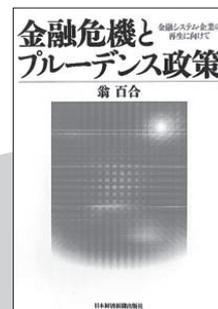
■ 翁 百合 著

■ 日本経済新聞出版社

評者

中央大学商学部教授

根本 忠宣



90年代以降、金融を取り巻く環境は規制緩和と金融イノベーションという大きく2つの潮流に沿いながら変化している。規制緩和とは、競争制限的な事前規制（金利規制、融資規制、業務分野規制、参入規制）や国際的な資本移動規制の撤廃であり、金融イノベーションはリスク管理あるいはリスク分散手法の高度化に象徴される。こうした変化は、ビジネス・モデルの多様化やファイナンスの市場化を加速する一方で、様々な市場の失敗をもたらしている。国内ではバブル崩壊後の不良債権の処理を巡って銀行中心型の金融システムの不効率性や金融監督体制の不備が顕在化し、国際的にはアジア通貨危機やサブプライム金融危機などグローバルな危機の伝染によって国際金融システムが不安定化している。

とりわけサブプライム金融危機は、取引手法の高度化によって市場の透明性が高まるどころか、むしろ複雑化することで潜在的风险を拡大してしまう点を示した象徴的な出来事であった。こうした事態に対応して各国ではベターレギュレーション（金融規制の質的向上）を目標に新たな金融秩序の確立を模索している。

本書は、学術的な議論や各国の動向を踏まえ広範な視点から金融監督体制や規制のあり方を検討した時宜を得た研究書である。

第I部の「金融危機とマクロプルーデンスの視点に立った政策」では、サブプライム金融危機の背景と既存の金融監督体制・規制の限界とともにマクロプルーデンスの必要性が考察される。

サブプライム金融危機の背景には、グローバルな金融取引の拡大に加えて、銀行と同様の機能を果たしながら、銀行の規制を受けない銀行類似の投資銀行、SIV（銀行の連結対象外子会社）などいわゆるシャドールバンキングの台頭がある。そうした新たなプレイヤーが危機のトリガーになると危機の発生時期や波及経路が潜伏してしまう。皮肉なのは銀行本体に対する自己資本比率規制を強化すればするほどSIVを通じたオフバランスニーズが高まるというトレードオフの存在である。子会社を通じてリスク商品への投資を積極化するいわゆるレギュラトリー・アービトラージである。

また、翁氏が強調するように自己資本比率規制は、景気の下局面では資産価格が低下し、流動性が逼迫するため、銀行が資産売却や融資姿勢を慎重化するという、いわゆるプロシクリシティ問題（時系列的にみた景気循環の増幅効果）を惹起してしまう。さらにレバレッジの拡大や証券化を通じた危機の連鎖などの現象を踏まえると、個々の金融機関の経営危機を防止するミクロプルーデンスのみならず、金融システム全体に危機

が波及することを回避するためのマクロプルーデンスの視点に立った政策の確立を急がなければならない。

第Ⅱ部の「危機対応としての産業再生機構と金融市場」と第Ⅲ部の「公的金融システムが抱える課題は何か」では、市場の失敗に対する政府介入のあり方に焦点が当てられている。第Ⅱ部では、不良債権問題の解決を目的として設立された産業再生機構を総括することで金融危機に対応した事業再生のあり方が、第Ⅲ部では、日米の公的金融改革を事例として公的金融の機能を適切に発揮するための条件とは何かが考察される。

翁氏の政府介入に対する基本的なスタンスは、「公的部門がリスクを負担すれば、民間部門はハイリスク部分を公的部門に依存し、よりリスクの小さい部分をシェアしようというインセンティブが働いてしまうため、一定の期限を設けて公的部門は縮小または撤退する、というサンセット手法をとるなどの工夫が必要である」という主張に要約されている。

例えば、産業再生機構については、「事業再生に関する機能を集約することによって効率的に行われた面もあり、公的機関であるがゆえに利害調整を強力に推進することができた」としながら、「事業者、投資家や銀行などのモラルハザードを誘引するだけでなく、事業再生市場で活躍する民間プレイヤーの成長を阻害する」というデメリットにも留意しなければならないとしている。つまり、産業再生機構は緊急避難的な危機対応措置としてのみ正当化できるのである。

一方、公的金融の機能を適切に発揮するためには、①「事業の政策目的が適切であり、市場の失敗が存在すること」、②「効果的に政策目的が実現され、かつ効率的に事業が施されること」、③「金融市場を大きく歪めるようなプライシングがなされず、納税者に対するリスクが過大にならないこと」の3つの要件を満たすことが不可欠である。

そのうえで担い手である公的金融機関の設立にあたっては、「その政策目的を適切かつ効果的に実現できるか、また株主によるインセンティブと規律づけの仕組みを構築するメリットが大きいか、という比較に加えて、民間企業が行うことによって競争上の問題も含めて大きな社会的問題を発生させない」ための工夫が必要である点を強調する。

ちなみに翁氏は、公的金融の必要な具体的な分野や目的（課題）として、①医療や環境分野における研究開発投資や資源開発、②地域間の民間金融機関の競争状況の違いがもたらす格差是正、③民間金融機関融資の景気循環によるプロシクリカリティ問題の緩和、などを挙げている。

他にも公的な投融資や信用保証における最適プライシングあるいは政策評価のあり方など日本政策金融公庫が模索する実践的なテーマについても言及している。

本稿の執筆中にオバマ政権は、金融監督・規制改革法を可決させ、ボルカー・ルール（追加的自己資本・流動性賦課、業務範囲・規模に対する制限）を導入するなど規制強化を図った。規制緩和から規制強化へ振り子は戻りつつあるが、重要なことは翁氏も指摘するように、金融監督体制や規制のあり方は固定的ではないという点に尽きる。それ故、「監督当局が国際的に連携を強め、マクロ経済や金融市場の状況を勘案しながら、主要金融機関の動向を監視」していくことが不可欠である。公的金融についても同様であり、適宜政策目的の妥当性を検証したうえで、適切な支援手法や運用方法の選択を模索しなければならない。本書は、必読の学術論文や公式な議論の動向が要領よく整理されており、論点を理解するための指針を提供してくれる。もちろん、要領よく議論が整理されているとしても決して簡単な書物ではない。しかし、企業金融を展望するうえでもプルーデンス政策の理解は必須であることから、政策担当者のみならず実務家諸氏にも一読をお薦めしたい。