

市場型システミック・リスクとセイフティ・ネット

淵田 康之

■ 要 約 ■

1. 今回の金融危機は、市場型システミック・リスクという様相を呈したが、この背景には、伝統的な金融仲介とは異なるシャドウバンクとも言われる新たな金融仲介形態の発達がある。
2. このためシャドウバンクへの規制強化の議論がある一方、こうした新たな金融仲介形態も、銀行同様、重要な満期・信用・流動性変換機能を発揮しているとの指摘がある。
3. 満期等の変換機能を発揮する銀行は、預金取付けの問題を避けられないことが理論的にも証明されている。従って従来、銀行に対して預金保険や中央銀行貸出などのセイフティ・ネットが用意され、この社会的に有益な変換機能の維持が図られてきた。
4. ところが金融危機後の欧米の議論は、満期等の変換機能の発揮に規制を加えると同時に、銀行やノンバンクが引き起こす危機を、公的枠組みで救済するという選択肢を極力排除しようとしている。
5. このような金融危機対応では、かえってシステミック・リスクを引き起こしやすくなるとの指摘がある。むしろベイルアウトの可能性のある体制の方が、そうでない場合に比べて資源配分が最適化され、金融危機も生じにくいとの分析もある。さらに、銀行のみならず、同様な変換機能を発揮するシャドウバンクにも、セイフティ・ネットを拡大すべきとの議論もある。
6. わが国は、過去の金融危機を通じて、公的枠組みでの救済を含む金融危機対応の仕組みを構築してきた。ノンバンク発の市場型システミック・リスクも、中央銀行貸出を活用しつつ抑止した。理念先行の欧米の議論に比べ、実務的にも理論的にも優れたアプローチが採用されているとも言える。ただし、その後の市場や業界の変化、欧米の金融危機の教訓、日銀法の変化等を踏まえ、現状の危機対応制度を再点検し、一段と改善していくことが望まれよう。

I 市場型システミック・リスクとその対応策

1. 市場型システミック・リスクとは

システミック・リスクとは、金融システムの一部で生じた問題をきっかけとして、システム全体の機能不全が生じたり、資金の出し手が安全資産へ一斉に金融資産をシフトさせるなどの状況が生ずる結果、健全な経済主体ですら資金調達に窮するなど経済活動全体にも甚大な影響が及ぶようなリスクである。

伝統的にシステミック・リスクとは、ある銀行の破綻や破綻の危機が、不安心理を呼び、他の多くの健全な銀行に対してまで合理性を伴わない取付け騒ぎが生じる所まで発展するという、銀行業に典型的な問題として理解され、対応がなされてきたのがこれまでの姿であった。銀行はいつでも引き出し可能な預金を負債に持つ一方、資産にはすぐには流動化できない長期のものを多く保有することで、資金供給者と資金需要者を仲介する重要な役割を担うが、後述するように、この満期等の変換機能は、取付けの問題を言わば宿命づけられているのである。

しかし、今回の金融危機で、「市場型システミック・リスク」とも言うべき新しいタイプのシステミック・リスクが大規模に発生し、この常識が覆された。金融市場で流動性が突然枯渇し、①価格がつかなくなり取引がストップする、②市場参加者がカウンターパーティー・リスクを強く意識するようになり、取引相手を選別する動きが広がる、そして③価格が急激に変化し、ボラティリティーが高まるといった状況が生じたのである¹。

この背景の一つとして、投資銀行が、証券を担保としたレポ取引や CP での資金調達を行い、ヘッジファンドに融資するといった取引を拡大させていたことがある。これも銀行同様の満期等の変換機能と類似しており、証券会社の経営や担保となる証券に対する不安が生じると、預金取付け同様の状況に陥るのである。流動性を確保するため、参加者が証券の投売りを迫られると、時価会計を通じて、一見、無関係の主体にも損失が発生し、危機が市場全体に容易に拡大する。次に見るように、市場型システミック・リスクの背景には、この他、証券化、証券貸借取引、デリバティブの拡大なども大きく関係している。

2. パニックの諸相

多くの銀行の店頭で預金取付け騒ぎが生じるという従来型のシステミック・リスクと異なり、市場型システミック・リスクは、市場におけるいくつかの取引分野で関係者以外にはわかりにくい形で、しかし鮮明に進行し、市場全体を麻痺させ、実体経済にも深刻な影響を与える。

今回の金融危機では、特に以下のような分野でパニック的な状況が生じた。

¹ 白川方明『現代の金融政策』日本経済新聞出版社（2008年）。今回の金融危機で生じた市場型システミック・リスクの概説としては、淵田康之『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社（2009年）。

- サブプライム危機発生で、証券化商品への投資家が急減し、オリジネーターである銀行等が原債権や証券化商品の在庫を抱え、そのファイナンスに窮することとなった。また在庫となった債権・商品の値下がりにより大きな損失を被った。
- ストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）が、アセットバック CP 等で資金を調達し、モーゲージ証券等に投資して、利ざやを稼いでいたが、サブプライム危機発生により、アセットバック CP の投資家が再投資を拒み、SIV は資金繰りに窮した。SIV の設立母体である銀行が、流動性補完を行うのみならず、風評リスクを避けるためオンバランス化を迫られたことから、問題は銀行本体の健全性に波及した。
- 銀行や投資銀行の健全性への不信が広がり、これら主体はインターバンクやレポ市場を通じたファイナンスが困難となった。担保のヘアカットの急上昇も生じた。証券化商品によるレポでの資金調達などはほとんど不可能となった。
- ロンドン市場では慣行として、ヘッジファンド等への証券担保金融で資金の出し手となっていた投資銀行が、担保として預かった証券を使いレポで活発に資金調達を行っていたが、危機の発生でレポによる資金調達が困難となったばかりではなく、投資銀行の健全性を懸念したヘッジファンド顧客からの担保返還要求が殺到したものの、これに対応することが困難となった（リーマンのロンドン現法が典型）。
- 証券貸借市場では、証券の借り手が貸し手（あるいはその仲介金融機関）に担保として預けた現金を回収する動きが広がったが、この現金が証券化商品等に投資され、かつそれが値下がりしていたことで、貸し手が現金の返済に窮する事態となった（AIG がその典型）。
- 資金調達の困難化（資金流動性の枯渇）を受け、金融機関では保有有価証券の売却を進めたが、買い手が見つかず、投売りの状況も生じた（市場流動性の枯渇）。時価会計の下、価格が大幅に低下したり、価格がつかなくなった証券を保有する金融機関全体に損失が拡大、あるいはその懸念が生じた。
- OTC デリバティブ市場においても、カウンターパーティー・リスクの高まりにより担保の大幅な積み増しが必要となった。
- CDS 市場におき、リーマンの破綻により、多くの CDS の売り手が巨額の支払いを迫られることが懸念され、対金融機関の取引が縮小した。
- リーマンの破綻によりリーマン発行の CP の主要な投資家であった MMF に元本割れが生じた。この結果、MMF 全般からの資金流出が急増し、事業会社やそのファイナンス会社を含む CP 発行全体が困難となった。
- 米国のオークション・レート証券（ARS）市場においては、入札を管理する引受金融機関がサブプライム問題で損失を抱え、ARS の買い支えをやめたことや、ARS に保証を提供していたモノラインへの懸念が生じたことから、入札の不成立が続出し、機能停止状態となった。多くの地方自治体が同証券を発行していたが、入札の不成立により 20% といった最高金利の負担を迫られたり、新規の資金調達が不可能となるケースが生じた。短期運用商品として ARS を購入していた投資家も、売却できない状態となった。

3. 新たな対応の必要性

FRB のタルーロ理事も、システミック・リスクの原因は、大手金融機関の経営悪化や破綻の他への波及と、多くの市場参加者が短期の資金調達先としていた市場の崩壊の二つがあると述べている²。これは、前記の伝統的システミック・リスクと市場型システミック・リスクの区別に相当しよう。

その上で、タルーロ理事は、これまでの金融規制・監督の改革は、バーゼルⅢなどに見られるように、大手金融機関の過度なリスクテイクによって生じる前者の問題への対応に主として焦点が当たってきたが、後者の問題に対してなすべきことが多く残されていると指摘している。特に、後者の各種の市場の問題は、必ずしも大手金融機関のみによって生じる問題ではなく、大手金融機関への規制強化が規制回避の動きの活発化を通じ、これらの市場を拡大させる恐れがあるため、後者の問題への対応がより重要となるという。

もちろん、上記の各分野で生じた問題には、既に様々な対応が実施されたり、対応の検討が進展している点も多い。特に証券化市場や OTC デリバティブ市場については、各国におき、各種の規制強化が導入されつつある。また欧米における MMF の投資対象の厳格化などの制度改革、米国におけるレポ市場の改革検討といった動きもある。

しかしこうした個々の分野ごとの対応では不十分であり、より包括的なアプローチが不可欠と考えられる。というのも、これら各分野における問題に共通した背景として、今日、銀行の預金・貸出という伝統的な金融仲介以外の様々な金融仲介市場が重要となっており、そこで生じた銀行預金取付けにも似た流動性パニックが、経済全体に深刻な影響を及ぼすようになったという点が指摘できるからである。個々の分野の問題に対処しても、また別の金融仲介ルートが拡大し、同様な問題を抱えるかもしれない。

この伝統的銀行とは異なる金融仲介は、シャドウバンクやパラレル・バンクと呼ばれており、今回の金融危機に大きく関与したとして注目を集めているが、これに対してどのように対応すべきかについて、まだ本格的な検討が進んでいないのである。

II シャドウバンク論と新たな規制・監督アプローチ

1. 銀行 vs. シャドウバンク

本年7月、ニューヨーク連銀は、スタッフ・レポートという形でシャドウバンクに関するまとまったサーベイを発表した³。これによればシャドウバンクとは、「中央銀行の流動性や公的セクターの信用保証へのアクセスなしに、満期変換・信用変換・流動性変換を行う金融仲介機関であり、例としてファイナンス・カンパニー、アセットバック CP 導管

² Tarullo, K. Daniel, "Comments on "Regulating the shadow banking system"," speech at the Brookings Panel on Economic Activity, Washington DC, September 17, 2010

³ Pozsar, Zoltan., Tobias Adrian, Adam Ashcraft, and Hayley Boesky, "Shadow Banking," Federal Reserve Bank of New York, *Staff Reports*, no.458, July 2010

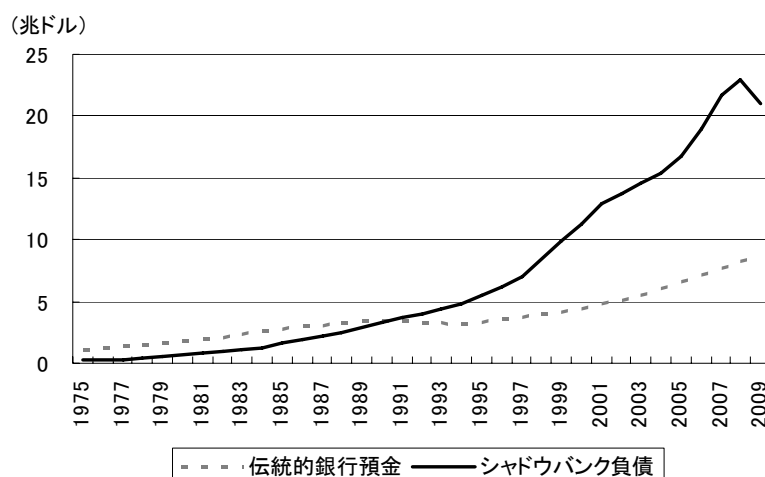
体、リミテッド・パーパス・ファイナンス・カンパニー、SIV、クレジット商品のヘッジファンド、MMF、証券レンディングを行う主体、GSEがある」としている。

「中央銀行の流動性や公的セクターの信用保証へのアクセス」が可能な形で満期変換（負債が短期で資産が長期）、信用変換（安全性の高い負債でリスクのある資産を保有）、流動性変換（流動性の高い負債で流動性の低い資産を保有）を行ってきたのが、銀行である。後述するように、これらのリスクを伴う満期・信用・流動性変換を行う故に、銀行には、中央銀行へのアクセスや預金保険制度などが用意されてきたとも言える。

しかし、過去 20 年ほど米国では、短期で一見リスクが低く、流動性の高い運用対象に集まった資金が、シャドウバンクを通じて、相対的にリスクが高く、また長期で流動性の低い資産に活発に向かった。図表 1 は、シャドウバンクのおおよその規模を推定したものである。ここで示されるように、90 年代初頭にシャドウバンクの負債が、銀行預金を上回り、両者の差は拡大する一方となった⁴。

この内訳を見たのが図表 2 である。ここでは MMF 運用残高や証券会社の負債、GSE の負債、アセットバック発行主体等の負債残高を合計しているが、負債の一部は必ずしも短

図表 1 急拡大したシャドウバンク

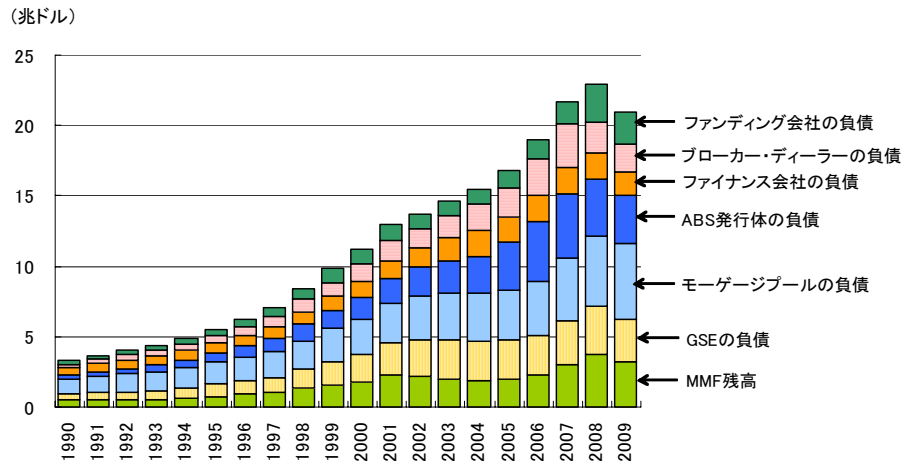


(注) 銀行預金は、商業銀行、貯蓄金融機関の預金及び、クレジットユニオンの預金の合計。シャドウバンクは、MMF 残高、GSE の負債、モーゲージプールの負債、ABS 発行体の負債、ファイナンス会社の負債、ブローカー・ディーラーの負債、ファンディング会社の負債の合計。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States より野村資本市場研究所作成。

⁴ 図表 1、2 はニューヨーク連銀のサーベイを参考に作成したが、同サーベイでは、シャドウバンクの規模として、オープンマーケットペーパー残高、レポ負債残高、ネットの証券ローン、GSE 負債、モーゲージプール負債、ABS 発行体の負債、MMF 残高を合計し、シャドウバンクはピークで 20 兆ドル、2010 年第 1 四半期で 16 兆ドルとしている。しかしこの計算では、オープンマーケットペーパー残高には、ABS 発行体が発行する CP が既に含まれているため、これに ABS 発行体の負債を加算すると二重計算部分が発生する。本稿では、銀行以外の金融会社（投信は MMF のみ）の負債を合計している。社債等、長期の負債も含まれる分、数字は若干大きくなっている。なお、後掲 Ricks (2010) は、2007 年 7 月時点の推計値として、アセットバック CP (1.2 兆ドル)、証券貸付 (0.6 兆ドル)、ブローカー・ディーラーのレポ (2.5 兆ドル)、ファイナンスカンパニーの CP (0.4 兆ドル)、流動性プット（テンダーオプション・ボンド、ヴァリアブルレート・ディマンドノート、オークションレート証券、0.7 兆ドル）、預金保険対象外の預金 (2.7 兆ドル)、MMF (3.1 兆ドル) の合計 11.2 兆ドルが、FDIC 預金保険対象預金の金額 4.8 兆ドルを大きく上回っていたことを示している。

図表2 シャドウバンクの内訳



(注) 図表1参照。

(出所) 図表1と同じ。

期負債ではないものも含まれるため、前記のシャドウバンクの定義とは厳密には一致しない。また MMF は、レポを通じて証券会社への資金の出し手になったり、アセットバック CP 等の所有者でもあるため、これらを単純に合計することへの疑問もあろう。しかし、MMF に取付けが生じた場合の混乱と、証券会社のレポ調達が困難化した場合の混乱の両方があいまってより大きな混乱になりうるものであり、システム上のインパクトを推し量る上では、両者をネットアウトするのではなく、加算して考えるべきであろう。

この他、シャドウバンクとしては、オークション・レート証券等、証券会社が流動性を供給している商品もあり、またヘッジファンドの活動もシャドウバンク的要素があることを考えると、図表 1、2 でカバーされていない部分もある。一方、証券会社の活動が全てシャドウバンク的性格を持つわけではないため、この数字はあくまで大雑把なものである。

また、シャドウバンクは、必ずしも資金運用・調達だけではなく、先述の「パニックの諸相」からも明らかのように、デリバティブを通じたリスク関連の取引や、現金を担保とした証券貸借取引なども、システムック・リスクにつながったのであった。以上、様々な取引を含め、伝統的な銀行預金・貸出を通じない金融仲介は、かつてディス・インターミディエーションが騒がれた時代に比べても、飛躍的に拡大したのであった。

2. シャドウバンクは悪玉か？

米国における資産バブルの膨張の背景には、証券化を通じた住宅ローンの拡大があるが、増大した高格付けの証券化商品は、レポ等の担保として利用され、このレポの主たる資金の出し手が MMF であった。また証券化商品は、SIV が積極的に購入し、これを担保にアセットバック CP 等が発行され、MMF 等が購入していた。そして金融危機の下では、これらシャドウバンクの混乱に対処すべく、銀行同様、中央銀行アクセスや公的な信用保証

が提供される結果となった。

シャドウバンクという呼称は、ピムコのマネジング・ディレクターであるマッカレイ氏が、2007年に使い始めたとされる。この呼称自体、こうした金融仲介に本来的に問題があるという印象を与えているが、実際、金融危機の発生と拡大に密接に関係したことから、シャドウバンクへの批判も聞かれる。

確かに米国のMMFの歴史を振り返ると、金利が規制された銀行預金に対し、市場金利に準じた金利が付き、預金に近い安全性と流動性のある商品として導入された経緯があるなど、シャドウバンクには規制アービトラージの産物という面もある。

その一方、例えばレポでの運用の拡大の背景には、預金保険に限度がある中で、信用度の高い証券を担保にとることで、安全性・流動性の高い資金運用を行いたいという企業や機関投資家の切実なニーズがある。資金調達側である証券会社においては、拡大する証券発行ニーズに対応し、円滑に引受ビジネスを展開する上では、レポを通じたファイナンスは不可欠となっている。デリバティブやヘッジファンドも、これらの意義を否定する極論も無いわけではないが、実際にニーズがあったからこそ、拡大してきたのであろう。

ニューヨーク連銀のサーベイも、シャドウバンクは、伝統的な銀行システムの外側にあつて、重要な経済価値をもたらしている面もあるとし、パラレル・バンキングシステムといった表現の方が望ましいとしている⁵。MMFは銀行よりも透明性が高いという指摘にも言及し、これらシャドウバンクには専門性に特化したサービスを提供しているというメリットがあるとしている。そしてシャドウバンクの規模は、ピークより縮小したとはいえ、依然として実体経済にとって重要な信用供給源であり続けていると指摘している。

3. 危機予防と危機対応の新たなアプローチ

市場型システミック・リスクをもたらした各分野への個別対応もさることながら、これらがシャドウバンクという特徴を持つことを踏まえ、より包括的対応が必要とされているとしたが、これまでにある程度の対応はなされている。その大きな柱は危機予防と危機対応という二つの柱からなっている。すなわち銀行以外のシステム上重要な機関についても、銀行同様、システミック・リスク予防の観点から規制や監督を整備するということと、一般事業会社とは異なる特別の破綻処理の枠組みを導入することである。

前者の危機予防の観点については、2009年4月のロンドンG20金融サミットで採択された「金融システム強化の宣言」において、シャドウバンクを含めて、システミック・リスクが積み上がるのを制限するような金融規制に変更していくとされている。具体的には、システム全体のリスクを監視するマクロ・プルーデンス監督の評議会や委員会等の組織を設置することがあげられる。

さらに、銀行かどうかという業態に関わらず、システム上重要な金融機関という括りで、

⁵ ガイトナー財務長官も、ニューヨーク連銀理事長だった2008年6月のスピーチで、伝統的な銀行システムの外での金融資産の急増に言及し、これを「パラレル・システム」と表現している。

適切な規制・監督を課す方針が、既に 2008 年 11 月にワシントンで開催された第一回の G20 金融サミットの時点で打ち出されている。その後、FSB における検討を経て、より具体的な提案が、2010 年 11 月の G20 ソウル・サミットで示される予定である。

一方、破綻処理の関連では、2010 年 6 月の G20 トロント・サミットにおいて、「我々は、危機時にすべての種類の金融機関を、納税者が最終的に負担することなく再編又は破綻処理する権能と手法を我々が備えるシステムを設計し、実施することにコミットしており、その実施の指針となる原則を採択した」（下線は筆者）とある。この原則とは、FSB が策定した中間報告段階のものであり、これについても、ソウル・サミットでさらなる提案が発表される予定である。

なお米国においては、こうしたグローバルな議論を先取りする形で、2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法において、システム上重要な金融機関に対する危機予防の枠組みと、ノンバンク金融機関の破綻がシステム全体に脅威となる場合への特別の破綻処理制度の導入が決まっている⁶。

4. これまでの議論の問題点

1) 危機予防のための規制強化論に偏重

このように金融危機を踏まえた規制改革は、シャドウバンクへの対応を含めた形で進展しているかに見えるが、問題も多い。

まずバーゼル規制という従来からの銀行規制を強化する方向での議論が中心となる傾向があり、市場型システミック・リスクを正面から取り上げ、これに対処しようという議論にはなっていない。これは、FRB のタルーロ理事も指摘しているところである⁷。

また、危機予防のための規制強化に議論が集中しているが、とりわけ米英においては、銀行救済への国民の反発を背景に、極端な規制導入を目指す傾向が見られる。こうした強硬論の影響を受けた規制導入の結果、円滑な金融仲介機能が阻害され、実体経済にも悪影響を及ぼす恐れがある点も懸念される。

銀行か証券かといった業態別ではなく、システム上重要かどうかという点に着目した規制を導入しようという発想は合理的と考えられる。こうした金融機関に資本サーチャージによって外部不経済を負担させるという発想が生まれることも理解できる面もある。しかし公害問題と異なり、金融における外部不経済はその外部経済と表裏一体の面がある点に注意する必要がある。

例えば平時におけるネットワークの経済性は、危機時にはインター・コネクテッドネスによる伝染リスクへと姿を変える。後者を封じ込めるため、ネットワークの経済性の追求に課金するという方策をとれば、社会的コストがかえって増大しかねない点に留意が必要である。

⁶ 淵田康之「システミック・リスクと金融規制・監督」『野村資本市場クォーターリー』2010 年夏号参照。

⁷ 前掲 Tarullo (2010)。

2) 危機をトリガーしかねない破綻処理

さらに、規制をいくら強化しても、規制コストの上昇は確実である一方、規制防止の効果は不確実と言わざるを得ない。そこで規制強化の議論だけではなく、危機発生時への対応についても十分な議論が欠かせない。しかし現時点では、危機発生時にどう対処すべきかの議論については、規制強化の議論ほど十分な進展が見られておらず、またこれまでに提示されてきた枠組みを見る限り大いに問題がある。

例えば、米国の場合、銀行であろうとノンバンク（銀行持株会社や証券会社等）であろうと、システミック・リスクが生じるような問題に陥った機関に対しては、清算型の処理しか認めておらず、無担保債権者についても損失を負わせる枠組みとなっている⁸。これでは、どのような債権者がどの程度損失を被るかによっては、他の金融機関に損失をもたらし信用不安が拡大しかねないという問題がある。

また市場型システミック・リスクの教訓を踏まえると、市場全体でカウンターパーティー・リスクの懸念が急上昇し、他の様々な市場や取引が凍結状態となる恐れもある。とりわけドッド・フランク法では、今回の金融危機対応で重要な役割を果たした連邦準備法 13 条(3)項に規定する FRB の緊急時の特別融資についても、今後は同じような使い方は困難となったから、なおさらである⁹。すなわち従来は FRB 理事会のみの判断で個人を含む多様な主体に特別融資が可能であったが、新法の下では、財務長官の事前承認の下、流動性ファシリティやプログラムの利用を通じて金融システムに流動性を供給するために実行されるものとされた。またそのファシリティやプログラムの利用者はソルベントな金融機関に限定されている。

以上より、米国の新たな枠組みは、idiosyncratic（他と関係せず固有で独立的）な事情で特定の金融機関が破綻する際には有効かもしれないが、同様なビジネスモデルの金融機関が複数存在し、大なり小なり類似の問題を抱えているような状況や、資産価格が広範に暴落しているような市場環境の下で発動されれば、むしろシステミック・リスクをトリガーする恐れがある^{10,11}。また、米国がこうした対応をとることの

⁸ 有担保の債権についても、市場規律を向上し、納税者を守るためにヘアカットを実施すべきかどうかについても、金融安定監督評議会が 1 年以内に調査を完了し、議会に提案することとなっている。

⁹ 同融資は、緊急時かつ異常な状況において、FRB の判断（5 名以上の理事による承認）で個人、法人、パートナーシップに対して行うことができる。議会へは事後報告となる。今回の金融危機では、プライマリーディーラーへの融資や、CP 市場やアセットバック証券市場及び MMF の機能維持のための融資が行われた他、ベアー・スターンズ危機の際に低流動性資産を買い取るために設立された特別目的ビークルであるメイデンレーンへの融資、AIG から RMBS を買い取るメイデンレーン II への融資、AIG の CDS のカウンターパーティーから参照証券となっていた CDO を買い取るメイデンレーン III への融資が実施された。同制度は 1932 年に導入されたが、30 年代を除き、融資が実行されたことはなかった。2009 年 2 月 10 日のバーナンキ FRB 議長の下院金融サービス委員会証言参照。

¹⁰ Gordon, Jeffrey N. and Christopher Muller (August 18, 2010), "Confronting Financial Crisis: Dodd-Frank's Dangers and the Case for a Systemic Emergency Insurance Fund" *Columbia Law and Economics Working Paper No. 374*. The Center for Law and Economic Studies, Columbia University School of Law. Available at : <http://ssrn.com/abstract=1636456>. ここではドッド・フランク法について、"This resolution straitjacket is a prescription for a future disaster."と評している。

¹¹ この他、ドッド・フランク法における新たな破綻処理手続きに関しては、憲法が求める適正な手続きを経ずに行政当局が財産の没収を行うことになるとの批判もある。Scott, Kenneth E., "Dodd-Frank: Resolution or Expropriation?" (August 25, 2010). Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1673849> 参照。

国際的な金融市場への影響も十分配慮されているとは言いがたい。

そもそも最近発表された別のニューヨーク連銀のスタッフ・レポートでも、「税金は投入せず清算処理する」というドッド・フランク法の大方針とは逆に、金融機関のバイルアウトを禁止することは、必ずしも望ましくないとの理論的な分析が示されている¹²。これは、金融仲介機関が最適なレベル以下の満期変換機能しか果たさなくなり、資源配分が最適化されないだけでなく、投資家により早く資金を引き出そうとするインセンティブが生ずるため、経済はより危機に対して脆弱になるからである。

なおドッド・フランク法においては、預金保険制度が強化され、恒久的な措置として保護の上限が従来の10万ドルから25万ドルに引き上げられた。またFDICがソルベントな銀行に対して債務保証を行う権限は残された¹³。銀行が通常のFRB融資を受けられることについても、変更は無い。

これに対してシステム上重要なノンバンクについては、新たに銀行に準じた厳格な規制と清算型の破綻処理が導入される一方、銀行には認められているこうしたセーフティ・ネットは用意されていない。

III シャドウバンクへのセーフティ・ネット拡大論

1. 預金保険及び中央銀行貸出の意義

シャドウバンクがもたらした新たなシステムミック・リスクへの対応としては、ドッド・フランク法のような清算ありきのアプローチではなく、逆に従来銀行のみに提供されていたセーフティ・ネットをシャドウバンクにも適用すべきとの主張もある。

負債は短期、資産は長期といったバランスシート構造を通じて金融仲介を行う銀行は、「取付け」に遭いやすいことは、人類の歴史的な経験となっているが、この点は、理論的にも裏付けられている¹⁴。その分析によれば、預金保険や中央銀行貸出は、取付けを防止する上で、有効とされている。実際、銀行に対して預金保険や中央銀行貸出が整備されて以降、預金取付け騒ぎはほとんど生じなくなってきた。

一方、既述の通り、シャドウバンクが拡大してきたわけであるが、ここでも銀行に類似した満期変換が行われていたにも関わらず、銀行同様の規制はもとより、預金保険や中央銀行貸出のようなセーフティ・ネットは用意されていなかった。その意味で取付けの状況が生じたのはある意味、必然的だったということになる。

ニューヨーク連銀のサーベイは、今回の金融危機において、CP市場やMMF市場、

¹² Keister, Todd, "Bailout and Financial Fragility", Federal Reserve Bank of New York, *Staff Report* no. 473, September 2010.

¹³ 従来、FDICにはシステムミック・リスクにつながる危機に陥った金融機関を救済する、オープンバンク・アシスタンスという手段があったが、清算型の処理しか認められなくなった。

¹⁴ Diamond, Douglas W. and Philip H. Dybvig(1983), "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity" *Journal of Political Economy* 91, 401-19

そしてブローカー・ディーラーなどシャドウバンクを支える公的プログラムが重要な役割を果たしたことに触れた上で、「シャドウバンクが依然として大きな規模であること、そしてそこにはホールセールの資金供給者による取付けのリスクに晒されているという本来的な脆弱性があることを踏まえると、政策当局として、シャドウバンクが恒久的に公的なサポートにアクセスできるようにすべきか、あるいは規制を通じて消滅させるか、どちらにするかを評価することが不可欠となる」と指摘している¹⁵。

2. システム危機保険基金案

Ricks (2010) は、銀行預金かどうかではなく、機能（ファンクション）として同様なものには、同様の制度的な手当てを考えるべきというファンクショナル・アプローチの立場から、銀行同様の変換機能を発揮しているシャドウバンクにも、銀行同様、預金保険的なアレンジが必要と主張している¹⁶。

Gordon&Muller (2010) も、システム危機保険基金（Systemic Emergency Insurance Fund、SEIF）の導入を提案している。米国経済に深刻な混乱がもたらされるような金融危機が生じ、通常の措置では不十分であるという合意が財務省、FRB、FDIC の間で成立する場合、この基金を使い、FDIC による破綻処理計画の支援、資本注入をはじめとする金融セクターに対する各種の支援、FRB による流動性プログラムや資産買い入れプログラムの支援等を実施する。

規模は1兆ドル、米国のGDPの7%程度が想定されている。このうち4分の1は、大手金融機関（ヘッジファンドやMMFを含む）から、リスクの度合いに応じて事前徴収され、20年かけて積み立てられる。積立金が不足する場合、財務省からの借入れを可能とする。この借入れに損失が生じた場合は、追加徴収される。このため、税金によるベイルアウトという批判は回避できるとしている。なお彼らは、問題金融機関を救済しないで清算処理するというドッド・フランク法の考え方自体に反対しているのではなく、そのことが他の多くの金融機関や市場に危機を波及させることを防止する仕組みも必要であるとして、SEIFの導入を提唱している。

¹⁵ 規制強化による解決を目指している例として、Gorton, Gary and Andrew Metrick (September 10, 2010), “Regulating the Shadow Banking System”, Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1676947> がある。彼らは、シャドウバンキング問題として、証券化商品を担保としたレボ資金調達に焦点を当て、証券化商品は全てナロー・ファンディング・バンク（NFB）が購入し、投資家はNFBの発行証券に投資する、レボ市場を厳格な規制下に置く、MMFはNFBの短期負債に投資する、といった案を提示している。これについては、注2で示したTarullo (2010) が、一部のシャドウバンクの問題しか扱っていないこと、またフィージビリティが疑問といったコメントを寄せている。

¹⁶ Ricks, Morgan (August 30, 2010), “Shadow Banking and Financial Regulation” *Columbia Law and Economics Working Paper* No. 370. Available at <http://ssrn.com/abstract=1571290>

3. モラルハザード批判への反論

1) 広範かつ柔軟な危機対応の選択肢の必要性

ベイルアウトの問題点として必ず指摘されることは、モラルハザードである。救済期待があるため金融機関は過剰なリスクテイクを行う可能性がある。債権者においても、債権が守られる期待があるため、債権者を通じた金融機関への市場規律も働きにくい。むしろ救済可能性の高いツー・ピック・ツー・フェイル (TBTF) な金融機関ほど、格付けなども有利となり、資本コストも相対的に低下する結果、さらなる規模拡大、リスクテイクにつながる恐れがある。

これについては、まず危機が発生してしまった段階ではモラルハザードを云々してもはじまらなくなるという現実がある。ベアー・スターンズ危機時の FRB 融資への批判に対して、アラン・ブラインダーが 2008 年のジャクソン・ホール・シンポジウムで行った FRB 擁護論が参考になる。すなわち、堤防が水漏れしているのを発見した少年が、穴に指を入れようとしたが、学校で習ったモラルハザードの問題を思い出し、思いとどまった。というのも、堤防を作った会社を救済することになるし、人々も氾濫原に家を建てるような愚かなことをすべきではなかったと考えたからである。そこでそのまま家に帰ったら、家に着く前に堤防が決壊し、少年を含むあたり一帯の人々が全員溺れ死んだ、という例え話である¹⁷。

いかに規制を強化しようと、今後も金融危機は必ず発生するし、その際は国として異例であっても有効な措置を実行する必要がある。その時点において議会等で時間をかけた討議を経なければ必要な措置が採れないとすれば、被害は拡大する一方となる。今回、伝統的システミック・リスクとは異なる市場型システミック・リスクが広範に発生したように、将来の金融危機はまた新たな性格を帯び、その対応も従来とは異なるものとならざるをえない可能性もある。こうした点を踏まえれば、金融当局が実行できる危機対応策の選択肢を予め狭く限定するのではなく、広範かつ柔軟に機動的な対処が可能な枠組みとしておくことが不可欠ということになる。

2) 平時のモラルハザードへの対応

問題は、このような当然必要な危機対応の枠組みを整備しておくことが、平時においてモラルハザードを生みかねないことである。この点についてはベイルアウトの禁止は経済厚生を低下させ、危機を生じさせやすくすることを示した前記の Keister (2010) は、金融仲介機関の短期債務（あるいは満期変換活動）に対して適切な率の税金を課すことで解決できることを理論的に示している。

Gordon & Muller (2010) の SEIF 構想は、財政資金によるベイルアウトではなく、一定の事前積み立てを伴う保険基金を使うことで国民の批判をある程度回避しようとしている。また彼らは、モラルハザードを個々の金融機関におけるミクロ・レベルの

¹⁷ Blinder, S. Alan, "Discussion of Willem Buiter's, "Central banks and financial crises"", Jackson Hole, August 2008

モラルハザードの問題と、マクロ・レベルのモラルハザードの問題に分けて議論している。

前者のマイクロ・レベルの問題は、金融機関の過剰なリスクテイクや、大手金融機関が資本コスト面で中小金融機関より有利になってしまう問題である。これについては、前記のように彼らの案は、問題金融機関は清算するのであって、そのことがもたらしかねない悪影響を SEIF を投入して防止するという考えであるため、マイクロ・レベルのモラルハザードは低下するとしている。

後者のマクロ・レベルの問題は、緊急時のためのファシリティが存在することの安心感が、投資家や金融機関全般のリスクテイクを助長する問題とされる。当局もバックアップがあると考えれば、事前規制を本来あるべきレベルより緩く設定してしまうかもしれない。

これについては、米国の場合、緊急時のファシリティを容易には発動してこなかったという点がまず指摘されている。FRB の緊急融資も過去 70 年間で使われたのは、2008 年の危機の時のみであった。また保険料が徴収される仕組みの下では、個々の市場参加者が他の参加者のリスクテイクについて当局に警鐘を発するインセンティブも生まれるという。また仮にマクロ・レベルでモラルハザードの発生が避けられないとしても、金融システム全体で取付け的な状況が発生することの問題より小さいとの考えが示されている。

IV わが国の経験と教訓

1. 例外措置と位置づけられる預金カット

2010年9月10日、日本振興銀行は、預金保険法第74条第5項に基づき、「その財産をもって債務を完済することができない」旨の申し出を金融庁に行った。金融庁は、銀行法上の業務停止命令を発出するとともに、預金保険法に基づく「金融整理管財人による業務及び財産の管理を命ずる処分」を行い、預金保険機構が金融整理管財人に選任された。これにより、同行の代表権、業務の執行並びに財産の管理及び処分権は預金保険機構に専属することとなった。同行は、民事再生手続を利用しつつ、金融整理管財人の下で、預金保険で保護される範囲を超える部分の預金や一般債権の弁済や、第二日本承継銀行（ブリッジバンク）への事業譲渡の準備を進めている。1971年に預金保険制度が創設されて以来初めての、預金カットが実施されることとなった。

今回いわゆるペイオフ実施にあたり、金融当局からは、同行は決済機能を持たないことやインターバンク市場からの調達もないなど他の金融機関とはその形態が異なっているため、その破綻は金融システムへの影響がほとんどないという点が強調された¹⁸。

¹⁸ 2010年9月10日、自見内閣府特命担当大臣記者会見参照。

このことは逆に、決済機能を担う通常の銀行であれば、金融システム上の影響があるとして、預金の全額保護等を含む金融危機対応の措置（預金保険法 102 条 1 項）が実施される可能性が高いことが示唆されたことを受け止める向きもあろう。今回が例外的措置であり、本来、例外的措置である 102 条 1 項が、一般的措置というわけである。

2. わが国金融危機対応の先進性と今後の課題

欧米が金融危機を踏まえ、TBTF をいかに終わらせるかに注力している中で、TBTF 堅持の国是を図らずも印象付けたかにも見えるわが国の姿は、特異にも見えよう。しかし、現行のわが国の金融危機対応の仕組みは、1990 年代以降に直面した金融危機の貴重な実地体験を踏まえて構築されている。

わが国では、1996 年の住専問題対応において公的資金を使った処理を行ったことが、国民の厳しい反発を呼んだことから、その後危機がより深刻となる中でも、ペイルアウトを含む対応が長期にわたり躊躇された。このことが危機を拡大させ、結果的に国民負担は大きなものとなったとされる。わが国はペイルアウトという選択肢を排除することの問題を、既に経験済みなのである。

またわが国は、三洋証券や山一証券の破綻により、いわばシャドウバンク発の市場型システミック・リスクに、世界に先駆けて直面した経験もある。後者の破綻時に、わが国が日銀の特別融資の実施を含む緊急措置を講じ、グローバル市場に混乱が波及することを果敢に防いだことは、評価されよう。

ペイルアウトを可能とすることは、その可能性を排除する場合に比べて経済厚生を高め、また金融システム危機の可能性を低下させるという前述の分析を踏まえれば、こうしたわが国の預金保険制度や、これまでのノンバンクへの危機対応のあり方は、理論的にもその正当性が確認されるとも言える。

わが国の立場から見れば、欧米における金融機関の破綻処理制度の議論は、国民負担の回避、納税者負担の回避が強調される余り、危機対応としての実効性が軽視されている面がある。わが国の仕組みは、公的資金投入を含む必要かつ有効な手段を完備することがまず重要と認識されている。米国では今回、議論が二転三転した末に、ようやく救済コストの事後徴収の仕組みを採用したが、わが国ではとうに、救済コストの事後徴収の仕組みを導入していた点も、先進的と言えよう（預金保険法 122 条）。

欧米の危機対応の枠組みに欠陥があるままでは、金融市場がグローバルにリンクしていることから、わが国の金融市場の安定性にも由々しき問題となる。そこで過去のわが国の経験と教訓を踏まえ、欧米の議論の問題点を指摘していく必要がある。本稿でも紹介したように、一部の海外の学者からも欧米当局等の議論に対する問題点の指摘はあるが、未だ少数意見の域を出ていない。

ただし、現行の欧米発の議論には、早期の危機回復・破綻処理プロセスの発動必要性、ノンバンクの破綻処理制度の整備の必要性、そしてクロスボーダー金融機関の破

綻処理の枠組みなど、わが国においても検討に値する事項がいくつか含まれていると思われる。

わが国が金融危機に直面した当時からは、金融市場のグローバル化も進み、金融産業の構造も大きく変化している。日本銀行法の改正等もあり、特融も従来のような機動的で柔軟な発動が困難になった可能性もある。欧米の最新の金融危機の教訓も踏まえ、国際的にも優れていると考えられる現行のわが国の金融危機対応制度を再点検し、一段と改善していくことが望まれよう。