

欧州危機で問われる金融規制の今後

淵田 康之

■ 要 約 ■

1. 昨今の欧州危機の深刻化が示すことは、グローバル金融危機は未だ進行中ということである。金融規制のあり方も、この点を踏まえて再検討する必要がある。
2. 今回のようなシステムワイドな金融危機への制度面の対応としては、個々の金融機関に焦点を当てるのではなく、経済全体・金融システム全体に焦点を当てることが重要である。健全性規制としては、SIFI 規制などよりも、マクロプルーデンス政策の活用がより適切である。この観点に立てば、今日のような危機の進行過程では、規制緩和的な措置が動員されるべきである。
3. 一方、危機管理の枠組みも、個々の金融機関に焦点を当てた、いわゆる秩序ある破綻の議論ではなく、マクロ的な安定を目指す措置が重要であり、公的資金の注入による金融機関の資本増強という手段も排除すべきではない。
4. 欧州危機に関しても、EFSF を通じた銀行の資本増強が不可欠との認識が関係者に共有された所である。この現実を踏まえれば、これまでの G20 における危機管理の議論が、公的資金の注入策を排除する方針で進んできた点も、見直されるべきであろう。
5. 米国では、既にドッド・フランク法により、救済型の施策を発動する余地がほぼ封じられてしまった。これでは今後、米国の巨大金融機関が危機に陥った場合、再び大きな混乱が避けられない可能性がある。
6. これに対し、わが国は過去の金融危機の経験を踏まえ、今回の金融危機においても適切な対応を取っている。ただしノンバンク等に対する Special Resolution Regime の導入が課題として残っており、今後の検討が待たれるところである。

本稿は、2011 年 10 月 14 日、ワシントンで開催された Brookings-Nomura-Wharton Conference on Financial Markets（野村財団主催）における筆者及び小立主任研究員による発表、“Managing System-wide Financial Crises; A Macro Approach-Some Lessons from the Last Crisis as well as Japanese Experiences in the 1990s”の一部をベースに、当日の議論も踏まえて加筆・修正したものである。

持続するシステムワイドな金融危機

1. 手詰まりとなる財政・金融政策

グローバル経済は、2009年3月を底にサブプライム問題を発端とする金融危機から順調に回復過程を辿っていたかに見えたが、今年半ば以降、欧州危機の深刻化に加え、米国の景気減速懸念、新興国経済の変調が生じ、楽観論が急速に後退している。

先行き不透明感が強まる背景には、2008年9月のリーマンショック後に各国で採用された危機拡大防止のための積極的政策のいわば副作用というべきものがある。すなわち、各国は財政刺激政策や銀行救済を迫られたが、これが財政赤字の拡大につながり、ソブリンリスクの上昇をもたらした。その結果、特に問題が大きい諸国のソブリン債を保有する金融機関への信認が揺らぎ、深刻な金融危機の再燃も懸念される事態が生じている。

一方、金融危機に際しての金融政策は、ゼロ金利政策に加え、信用緩和など非伝統的な政策にも及んだが、その有効性に関する疑問の声も根強く、また新興国の通貨高や一部商品の価格高騰などにつながったとの批判もある。このため、金融不安が再燃しつつある現状にあっても、有効な追加策を打ち出す余地は限られている。

さらに、金融危機対応が公的資金による金融機関の救済を伴ったことが、国民の大きな反発を呼び、金融機関への一層の規制強化や課税強化を求める動きの台頭や、公的資金による危機対応という政策オプションを封じる方向の制度設計の進展につながっている。

リーマンショックから3年以上となるものの、米国の失業率が9%台と高止まりしていることもあり、金融業界への反発は時と共に沈静化するどころか、Occupy Wall Streetの動きに見られるように、むしろ拡大しているのが実態である。2012年はフランス、米国、韓国で大統領選が行われる年であるが、こうした大衆の動きは、今後の政治情勢にも影響を及ぼそう。

2. 見直しが必要な金融規制

財政・金融政策が手詰まりとなる中で、バランスシート調整を進展させるためには、民間セクター主導の自律的景気回復が不可欠である。金融セクターがこれを支えていくためにも、金融規制強化が金融機関の成長マネー供給を萎縮させることのないように注意することが必要である。

なによりも重要なことは、グローバル金融危機はまだ終わっていないという認識であろう。将来の金融危機を防止するための制度設計は重要であるが、直面する危機からの脱却が優先事項である。まして性急な規制強化が進行中の危機を悪化させたり、長引かせたりしてはなるまい。

象徴的なことは、欧州金融危機への対応策として、IMFのラガルド専務理事が、2011年8月のジャクソンホール会議で、欧州銀行への強制的な資本増強が必要であり、必要で

あれば、公的資金も利用すべきというスピーチをしたことである。2011年7月に、EUはEFSF（European Financial Stability Facility、欧州金融安定基金）を活用して域内銀行に公的資金注入を実施可能とすることで合意したが、この合意が全加盟国で採択され、さらに実施に至るまでには相当の時間を要すると見られるなか、迅速かつ果敢な行動を要請したわけである。その後、米国の当局者や金融関係者も、リーマンショック後に米国が実施したTARPによる金融機関への公的資金注入の経験を引き合いに、欧州版TARPの実現を促したとされる。

こうした欧州への要請は、多くの金融機関の資本不足が懸念される結果、金融収縮に陥りかねない状況にあっては、危機の拡大を防ぐために、公的資金の投入を含む資本増強が不可欠であるという当然の政策判断に基づくものである。しかしこれは金融危機後、グローバルに進展している金融機関破綻処理制度改革の設計思想の柱にある、「公的資金を使わない破綻処理」という方針と真っ向から対立するものである。足元から、現下の制度改革の妥当性が問われる事態が生じていることを、重く受け止める必要があるのではないか。

問題は欧州だけではない。今回、米国の一部大手金融機関の健全性にも懸念が及ぶ局面が生じたが、米国はドッド・フランク法により、個別金融機関は救済せず、清算するという枠組みを既に制度化してしまっている。後述するように、万一、欧州危機が米国に飛び火した場合、米国は危機回避の有効な政策を実行できず、再び世界を混乱に陥れることになりかねないのである。その意味で、今後は、より現実を見据えた金融危機管理制度に向けて修正を図っていくことが求められよう。

3．過去のシステムワイドな金融危機との比較

金融危機が終わっていないという認識が重要であると述べたが、まずこの点を確認しよう。今回の危機は、一般にThe Great Recessionと呼ばれるが、かねてより金融危機からの回復には多年を要することを主張し、楽観論を戒めてきたハーバード大学のロゴフ教授らは、The Second Great Contractionと呼んでいる¹。フリードマンらが1930年代の大恐慌（一般にはThe Great Depressionと呼ばれる）をThe Great Contractionと呼んだのに因み、今回の危機を大恐慌に匹敵するものと位置づけているわけである。

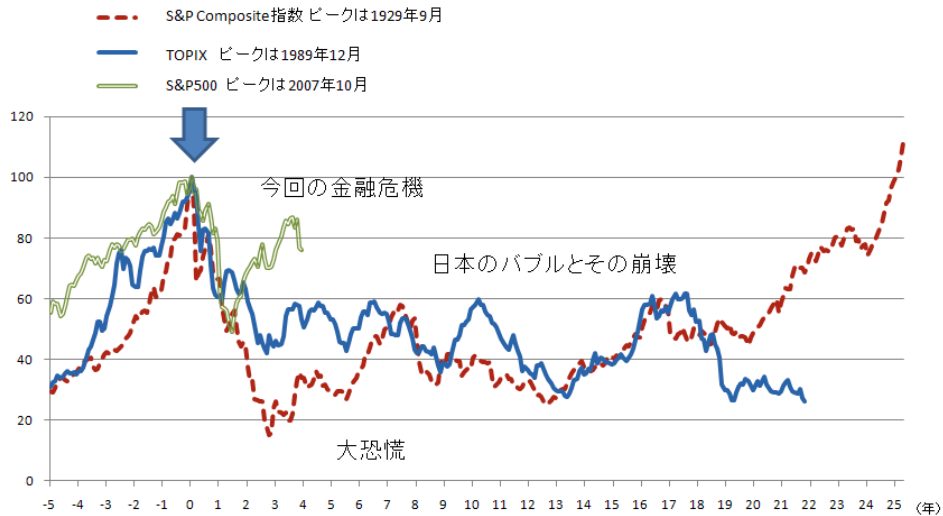
信用バブルの拡大とその崩壊に伴う経済・金融システム全体の危機という意味では、今回の金融危機は、大恐慌や日本のバブル崩壊後の金融危機とも共通している。そこでここでは、DepressionかRecessionかContractionかの議論は捨象して、これら3回の危機を総称し、「システムワイドな金融危機」と呼ぶこととする。

大恐慌と日本の金融危機の一つの共通点は、急速に上昇した株価が急落し、その後長年に渡って低迷を続けた点である。これは、バブルの過程で債務を拡大させつつ積極的な投資を行った経済主体が、そのバランスシートを調整していくのに時間がかかるためである。この過程では、先行きに対する不安が支配する中で、銀行危機が幾度となく発生する。さ

¹ Reinhart, Carmen and Kenneth Rogoff, *This Time is Different*, Princeton University Press, 2009

らに危機が進行中であるにも関わらず、金融や財政の引き締め政策が実施されるなど、ちぐはぐな政策が採用されることが混乱を長引かせてしまうことも特徴である（図表 1、2）。

図表 1 バブルの発生とその後の株価推移



(注) バブルのピーク時をゼロ年とし、その時点の株価指数を 100 とした。
 (出所) 野村資本市場研究所

図表 2 システムワイドな金融危機の状況

	1930 年代	1990 年代以降の日本	2007 年以降
株価指数	S&P composite	TOPIX	S&P 500
ピーク	31.30 (1929 年 9 月)	2859.57 (1989 年 12 月)	1539.66 (2007 年 10 月)
ピークに至る 5 年間の上昇率	+238.4%	+221.7%	+80.2%
ピーク更新	1954 年 9 月	未	未
長期に渡る金融危機	① 1930~1932 年 米国のいくつかの州に おける銀行取り付け、 クレジット・アンシュ タルト銀行などの破綻 ② 1933 年 2~3 月 米国全土における銀行 取り付けの発生	① 1995 年~1996 年 一部で銀行取り付け、 住専問題 ② 1997 年 三洋証券、北海道拓殖 銀行、山一証券等 ③ 1998 年 長銀、日債銀 ④ 2003 年 りそな銀、足利銀	① 2007 年 パリバショック、ノー ザンロック、SIV 問題 ② 2008 年 ベアー・スターンズ、 GSE 処理、リーマン、 AIG 等 ③ 2010~2011 年 欧州金融不安
緊縮的な政策の実施	1929 年の大暴落後も 続いた緊縮的金融政策 1931 年の政策金利引 き上げ 1930 年代初頭、及び 1937 年における均衡 財政主義	1996 年における消費 税、医療保険負担引き 上げ、財政健全化法の 導入 2000 年 8 月におけるゼ ロ金利政策の終了	2008 年 7 月、2011 年 4 月、7 月における ECB の政策金利引き上げ

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

今回の場合、ピークに至る5年間の株価の上昇率を見ると、大恐慌や日本のバブル期に比べて急激ではなかった。また、リーマンショックの直後に、危機拡大抑止のために、グローバルな政策協調の下で、各種の対応策が積極的に講じられた。これらの点は、今回の危機を過去の二つの危機ほど深刻なものとしめない方向に働く可能性がある。その一方で、先述のように積極策の導入が副作用をもたらし、危機からの回復を危うくしかねなくなっている点は、懸念材料と言えよう。

それだけに、今後、過去のシステムワイドな金融危機時のような、ちぐはぐな政策の採用は避けなければならない。注意すべき一つの分野は、金融規制強化の動きである。今回の金融危機を、システムワイドな金融危機として捉えると、今、金融当局が何をすべきか、というプライオリティも変わってくる。特に、今回の金融危機の予防にも危機管理にも、決して役立ったとは言えない従来の制度設計思想の延長線上で、規制強化を急ぐべきではないのである。

システムワイドな金融危機への制度的対応

1. 問題はシステム上重要かどうかではない

一般にシステミックリスクという場合、ある金融機関が危機に陥ることが他の多くの金融機関にも広く波及するという、金融業に特有の外部性によって生じるリスクのことを指している。これに対してシステムワイドな金融危機は、バブル崩壊などによる経済の深刻な後退といった共通の要因を背景に、多くの金融機関が不健全な状態に陥ってしまった状態である。こうした中で、なんらかのきっかけで一斉に市場関係者の不安感が高まると、預金の取付けや短期市場の凍結が生じたり、資産の売りが生じる。この結果、複数の金融機関が次々と破綻の危機に瀕するのである。

通常のシステミックリスクは、しばしば、隣接して並べられたドミノの一つを倒すと他のドミノが次々と倒れていくという状況に喩えられるが、システムワイドな金融危機とは、ドミノを立てたテーブル自体が不安定で、何らかのきっかけで揺れが生じると、どのドミノが倒れるかわからない状況である。しかもこの揺れは一回で収まらず、長期にわたり繰り返し生ずるのである。

ドミノ倒しのリスクの contagion（伝染）を念頭においた危機対応では、大型のドミノや、他の多くのドミノと隣接するドミノがハイリスク要因とされる。すなわち too big で too interconnected な金融機関が問題視され、その健全性を高めるために SIFI 規制を導入しようといった発想となる。

また個々の金融機関が他の金融機関とどのような取引を行い、どの程度の規模の債権・債務関係にあるかの情報を大量に収集し、ネットワーク分析を駆使して、システミックリスクを測定し、これに対処しようという発想も生まれる。

しかしシステムワイドな金融危機は、極端な場合、金融機関同士の取引が全く無いとし

ても、金融機関が大きな損失を抱えている可能性に懸念を抱いた預金者や MMF が、金融機関から一斉に資金を引き出したり、市場参加者による資産売りが生ずる結果、証券の市場価格が急落することで、多数の金融機関が破綻の危機に陥るのであり、SIFI に焦点を当てた措置や大量のデータの収集・分析で十分対応できるものではない。

2 . マクロプルーデンス政策の景気対称的な発動

システムワイドな金融危機の防止には、個々の金融機関の健全性に焦点を当てたマイクロプルーデンス政策ではなく、経済全体・金融システム全体の健全性を目指すマクロプルーデンス政策が重要となる。個々のドミノを倒れにくくする以前に、経済全体の加熱を防止するなどして、「テーブルの揺れ」が生じないようにするのである。

金融機関全体の健全性に疑心暗鬼が広がる中では、個々の金融機関が、自己資本比率規制や流動性規制を遵守しようと、インターバンクの貸出をストップしたり、証券貸借取引等の担保の積み増しを要求すると、ますます短期金融市場の凍結が進行してしまう。あるいは同様な理由で、各金融機関が資産売却を急げば、資産価格の下落が加速し、危機がさらに拡大しかねない。

つまりマイクロプルーデンス政策の追求は、プロシクリカルな効果を通じ、経済全体・金融システム全体の健全性を揺るがすのである。上記の喩えで言えば、個々のドミノを倒れにくくしようとするのが、テーブル全体の揺れを大きくしてしまうわけである。

現在、システムワイドな金融危機がまだ続いているという認識に立てば、今、必要なマクロプルーデンス政策は、例えば金融機関の貸し出しを刺激するような規制緩和である。すなわち、自己資本比率規制や流動性規制の強化ではなく、緩和である。この点は、英国のマクロプルーデンス政策を担う、イングランド銀行の FPC (Financial Policy Committee) のメンバーであり、イングランド銀行の金融安定担当エグゼクティブ・ディレクターである Haldane 氏も指摘しているところである²。

しかしマクロプルーデンス政策に関しては、景気の上げ下げの両極面で対称的に実施すべきという考え方に対して、景気後退期における金融システムの健全性強化を重視する考え方も強く、金融規制緩和論は有効な支持を得られていないのが実態である。

危機が進行しているという現実を踏まれば、プルーデンス政策の転換もさることながら、緊急度が高いのは、システムワイドな金融危機という認識を踏まえた危機管理政策の導入であろう。この点に関しては、プルーデンス政策においては、曲がりなりにも個々の金融機関だけではなく、システム全体に焦点を当てようという方針が採用されるようになったが、昨今の危機管理政策の潮流は、これとは全く逆に、システム全体ではなく個々の金融機関により焦点を当てる方向となってしまう点、大きな問題なのである。

² “Risk off”, Paper by Mr. Andrew G Haldane, Executive Director, Financial Stability, the Bank of England, 18 August 2011

3．ドミノ倒し型危機の発想に留まる「秩序ある破綻処理」論

すなわち金融危機発生後、危機管理政策として秩序ある破綻処理の仕組みの導入が提唱されているが、これはまさにドミノ倒し型の危機の想定に基づく議論に留まっている。

秩序ある破綻処理は、リーマンを法的処理した結果、グローバルに大きな混乱が生じたこと、そしてその後、AIG やシティなどに対して、巨額の公的資金を投入し、破綻を回避せざるをえなかったことの教訓から、銀行以外の金融機関も含め、金融安定性を維持しつつ、公的資金の投入を回避する形での、破綻処理を実施しようという考え方である。

このために強調されることとして、リゾルバビリティの向上がある。すなわち、整然とした破綻処理をしにくかったり、過度なリスクを抱えている組織やビジネスの構造となっていると行政が判断した金融機関に対しては、その是正を平時の段階で促すのである。このための一つの手段がリビングウィルである。

実際に破綻の危機が生じた場合は、特別の破綻処理権限を持つ当局の管理下に置くことで、組織や部門の売却を実施し、また途絶するとシステムへの影響が大きい契約や取引を継続させる。もともとリゾルバビリティが高くなっているはずであり、混乱は少ないはずである。また公的資金を投入せず、損失は株主や債権者に負担させる。

リゾルバビリティの向上とは、ドミノ倒しの喩えで言えば、倒れた場合に他の多くのドミノに影響を与えそうなドミノを早く見つけ、倒れても影響が少ない姿に変えようという発想である。しかしあるドミノが倒れるからではなく、テーブル自体が揺れる結果、多くのドミノが倒れてしまう場合、すなわち金融システム全体が危機に陥ってしまう状況では、個々の金融機関に焦点を当てたミクロ的な破綻処理制度では、システム全体の混乱には対処しようがないのである。

むしろ、バブル崩壊等によりほぼ全ての金融機関が少なからぬ損失を抱え、金融市場の参加者が金融機関全体の健全性について疑心暗鬼となっている時に、ある金融機関に対して破綻処理を実施すれば、その事自体が金融システム全体にパニック的状况を引き起こす可能性が高い。新たな破綻処理制度の下では、公的資金による救済は認められないため、株主や債権者が損失を被ることが必至であり、またシステムワイドな危機であるから、他の金融機関についても早期に状況が回復する見込みが立たない状況であるため、人々は一斉に出口に殺到してしまうからである。

4．十分厳格なストレステストを踏まえたバックストップ提供の必要性

こうした状況の下で必要なことは、まず金融機関の健全性に関する疑心暗鬼が広がっている状態を緩和することである。そのための有力な手段となりうるのは、システムワイドなストレステストである。ストレスシナリオは、人々の疑心暗鬼の原因となっている分野に、特に十分なストレスをかけたものとする必要がある。

ストレステストの結果をただ公表しても、混乱を招くおそれがある。重要なことは、ニューヨーク連銀のダドリー総裁が強調したように、バックストップの用意である。資本不足が懸念される銀行が自力で資本調達を行えなければ、公的資金注入も含めた救済策を講ずることである。また既に破綻状態にあるとみなされ、金融機関の救済が不適切なケースでは、一時的国有化等の措置を講じ、金融システムの混乱を防ぐのに必要な範囲で、債権者の保護を行うことである。

金融機関の救済コストが、国家の財政赤字を大きく増大させ、国債の信任が揺るぐような恐れがある場合は、銀行危機がソブリン危機に発展するのを防ぐため、地域レベルの救済基金や国際レベルの救済基金が用意されるべきであろう。

欧州金融危機においては、ストレステストの合格行がほどなくして破綻するという事態が繰り返され、かえって市場の疑心暗鬼を拡大する結果となっている点がまず問題である。また欧州金融機関の大幅な自己資本不足を懸念する指摘が強まる中でも、当初、各行の自主的な対応や各国政府の対応に任せるスタンスがとられ、EFSF を使った銀行への大規模な資本注入の用意が打ち出されるまでに時間を要した点、そしてその後も域内各国における批准に時間がかかり、実現に至る展望も不明確となっていることが問題である。

国際的な銀行資本注入の仕組みとしては、リーマンショック後の 2008 年 11 月、日本が世界銀行に提案して実現した途上国銀行資本増強ファンドの例がある³。これは国際協力銀行（JBIC）が 20 億ドル、IFC（International Finance Corporation、国際金融公社）が 10 億ドルを拠出して設立したもので、中小途上国の有力地場銀行に対し、出資や劣後融資を行うものである。しかし、リーマンショックから 3 年経った今日、資本増強が何よりも必要なのは、途上国ではなく先進国の銀行である。EFSF のような地域的な銀行資本注入の枠組みに加え、国際的な枠組みの強化も構想されるべきであろう。

5 . 日本の経験

日本においては、96 年、住専処理のために公的資金を投入したことが、世論の大きな反発を招いた。この結果、97 年にかけて金融危機が深刻化する中でも対応が遅れ、結果的に多大な処理コストを負担せざるをえなくなったとされる。このことから、銀行救済の直接的コストを忌避することを強調する昨今の欧米の破綻処理制度論は、問題と言えよう。救済型の対応をせず金融システムが大混乱に陥ることが、实体经济の縮小を招き、財政赤字の拡大や失業の増大などをもたらす。こうした国民負担の増大の方が、直接的な銀行救済コストよりもはるかに大きいことが、過去の金融危機からの教訓なのである⁴。

日本の経験で注目されることの二つ目は、システムリスクのトリガーを引くのは大きくて複雑な銀行だけではない、ということである。日本では、三洋証券の法的処理が、インターバンク市場の収縮につながり、山一証券や拓銀の破綻につながった。このことは

³ IFC Recapitalization (Equity) Fund, LP 及び IFC Recapitalization (Subordinated Debt) Fund, LP.

⁴ 前掲 Reinhart and Rogoff (2009) 参照。

前記のように、SIFI に注目し、これに追加規制を課したり、金融機関の巨大化や複雑化を是正するといった対応では、システムワイドな金融危機下におけるパニックを防げないことを示す。また金融機関から大量の取引や債権・債務データを収集しようというアプローチの妥当性にも疑問を投げかける実例と言えよう。

第三に、金融機関の救済型処理、あるいは一時国有化による債権者やカウンターパーティの救済型処理は危機の拡大を抑制するには不可欠であること、そして同時に、それだけでは危機は沈静化しないという教訓である。

わが国は、山一証券の破綻に際しては、日銀特融を実施し、世界に混乱が拡大するのを防ぎ、非銀行系証券会社の処理に失敗した米国に比べて適切な対応をとった。しかし、そのこと自体は危機を沈静化させず、その後、全国の複数の地銀で取り付け騒ぎの一步手前の状況が生じるなど、緊張した局面がしばらく続いたのである。

また 97 年の金融危機の後も、98 年には長銀、日債銀の破綻が生じた。これも特別公的管理により、債権者やカウンターパーティが保護される形で処理し、危機のさらなる拡大はとりあえず抑制されたが、これで日本の金融危機は終結せず、2003 年には、りそな銀行の救済、足利銀行の特別危機管理に至るわけである。

このように長期を要したのは、金融システム全体における不良債権の規模や潜在的損失額に対する市場の疑心暗鬼を払拭するような措置が、十分とられなかったことに一因があると見られる。2002 年になりようやく特別検査の実施や不良債権の早急な処理政策が導入されたことが、市場の信頼回復に貢献したと考えられる。今日であれば、システムワイドなストレステストを行う所であろうが、当時のわが国の場合、貸出債権の自己査定のみならず各行間での差異についての不信感が強かったため、この点に焦点を当てた、特別検査という手法はそれなりに有効であったと言えよう。

いずれにしても、救済型処理が不可欠な局面があることは強調されなければならない。しかしそれに先立つ形で、特別検査やシステムワイドなストレステストなどを通じ、まず危機の全貌を把握することが必要なのである⁵。

米国のドッド・フランク法では金融危機回避は困難

1. 欧州問題以上に懸念される米国の新制度

米国からは欧州危機への処方箋として、欧州版 TARP の実施を推奨する声も上がったわけであるが、この先、米国自身は、自らが金融危機に陥った場合、TARP 型の政策対応を講じられないという現実を、どのように考えているのであろうか。

図表 3 に見るように、過去のシステムワイドな金融危機においては、金融機関への公的資金投入や中央銀行による緊急融資といった政策が採られたが、ドッド・フランク法は、

⁵ 言うまでも無く、特別検査やシステムワイドなストレステストを行うだけでも不十分であり、その結果を踏まえて必要十分な対応策が実施される必要がある。

図表3 システムワイドな金融危機への対応

	1930年代の米国	1990年代以降の日本	2007-2009年の米国	ドッド・フランク法下の米国
預金保険	1933年6月、FDICの創設	拡充	拡充	拡充
金融機関の債務保証		時限的に導入 (決済用預金は恒久的保護)	時限的に導入 (2008年11月、TLGP)	ソルベントな銀行及び銀行持株会社一般を対象としたプログラムに限定
資本注入	1933年3月より実施	1996年に実施。 1998年3月に再開	2008年10月より実施	禁止
不良資産の買取り やロスシェアリング		1998年10月から 2005年3月	2009年3月に PPIPを導入	秩序ある清算の手段としてのみ実施可能
一時的国有化 (債権者、カウンターパーティの保護)		1998年10月、 長銀 1998年12月、 日債銀 2003年11月、 足利銀行	2008年9月、 ファニーメイ、 フレディマック	禁止
中央銀行による緊急融資や出資	1932年、連邦準備法に13条(3)を導入	1995年以降、22件	TSLF, PDCF, AMLF, CPFF, MMIFF, TALF, Maiden Lane I-III	ソルベントな借り手一般を対象としたプログラムに限定

(出所) 野村資本市場研究所

それらの多くを禁止、ないし制限したのである。

第一に、ドッド・フランク法のタイトル 1、秩序ある清算の権限 (Orderly Liquidation Authority, OLA) の規定に基づき、レシーバーシップ (receivership、管財) に置かれた全ての金融機関は、清算されなければならないし、いかなる金融機関に対してもその清算を防止するために一切の納税者の資金を用いてはならない (214条(a)) とされた。そして清算に要した経費は、当該金融機関の資産の売却金ないし金融セクターからの徴収によって回収される (214条(c))。さらに、どの政府機関も、このタイトルの目的を回避するようないかなる行動をとってはならない (212条(b)) とされている。

第二に、預金保険対象金融機関に対しては、従来は Federal Deposit Insurance Act Section 13(c)(4)(G)により、FDIC は、システミックリスクの場合、同法の最小コスト原則の例外措置として、資本注入や債務保証などのサポートを行うことが可能であり、今回の金融危機時においても、ワコビアやシティグループを支援したり、TLGP (Temporary Liquidity Guarantee Program) を使って金融機関に対する広範な債務保証が提供された。し

かし、ドッド・フランク法の 1106 条(b)により、同条項は修正され、システミックリスクの場合の例外的な支援の提供は、レシーバーシップに置かれた預金保険対象金融機関の解体（winding up）を目的とする場合に限定された。

第三に、ドッド・フランク法の下でも、FDIC は、金融市場における流動性悪化の結果、米国の金融システムや経済状況への潜在的な悪影響を回避したり緩和したりするため、健全な預金保険対象金融機関や健全な預金保険対象金融機関の持株会社（その関係会社も含む）の債務を保証する広く利用可能なプログラムを設置することができるが、いかなる資本性資金（equity）も提供できない（1104 条、1105 条）。

またこのプログラムの創設にあたっては、財務長官が、FDIC 及び FRB に対して、保証プログラムの使用を正当化できる流動性事由が存在するかどうかについて決定を求めることができる他、保証プログラムの期間や条件の決定にも、財務長官の同意が必要である。さらに、財務長官は大統領と協議の上で、FDIC の最大保証可能額を決定し、大統領が連邦議会に対して報告書を提出し、議会の承認を求めなければならない。

第四に、FRB の緊急貸出しに関する連邦準備法 13 条(3)は、大恐慌時の 1932 年、Emergency Relief and Construction Act によって加えられたパラグラフであり、2008 年 3 月の JP モルガンチェースによるベアー・スターンズ買収支援をはじめ、今回の金融危機時に活発に利用されたスキームの根拠となるものであるが、ドッド・フランク法 1101 条によって改正された。すなわちこの融資は、困難に陥った特定の金融機関を助けるためではなく、金融システムに流動性を提供する目的のための、広範に利用可能なプログラムないしファシリティであり、FRB はインソルベントな借り手がこれを利用することを禁ずるための手続きを確立しなければならないとされる。さらにこのプログラムないしファシリティの設置については、財務長官の事前の承認が必要とされ、議会への報告も要求される。

2 . 万一、米国巨大金融機関が危機に陥ったら

従って、今後、万一、米国の巨大金融機関が危機に陥ってしまった場合、どうなるのであろうか。この巨大金融機関が十分にソルベントな段階であれば、他の金融機関も含め、金融システム全体の流動性危機が懸念されるという趣旨で、FRB が連邦準備法 13 条(3)に基づく緊急貸し出しのプログラムないしファシリティを設置することが考えられるが、巨大金融機関の流動性サポートには、巨額の資金が必要とされるため、財務長官の承認が円滑に得られるかどうかのリスクがある。資金繰り確保に一刻を争う状況も考えられるが、従来のように FRB 自身の判断で機動的な対応ができなくなったのである。FRB が巨額の必要資金を提示しただけで、明らかに市場で噂される特定の巨大金融機関への支援とみなされないとも限らず、今後の議会からの追求を考えると、財務長官や FRB 議長が意思決定に躊躇することも考えられる。

この巨大金融機関が預金保険対象金融機関ないしその持株会社（その関係会社を含む）であり、かつソルベントであれば、FDIC が幅広く利用可能な債務保証プログラムを設定

し、当該金融機関もその対象とするという形で支援することは可能であるが、これも財務長官が大統領と協議し、大統領が議会に報告書を提出し、計画の承認を求めなければならない。昨今の反金融の風潮の強さを考えると、やはり議会が円滑にゴーサインを出さないリスクが考えられる。

このまま有効な流動性支援が得られず事態が悪化の一途を辿れば、当該巨大金融機関は、「アメリカの金融安定への重要なリスクとなる破綻しつつある金融会社」としてタイトルに基づく整然清算の対象とならざるをえない可能性がある⁶。

この場合、FDIC が管財人となり、整然清算のために必要な資金を支出することは可能となる。典型的にはブリッジ金融会社を設立し、対象金融会社の資産・負債をここに移転し、一定の資金も投入しながら、重要な金融取引や契約を継続させ、金融システムに大きな影響がないよう、まさに整然と清算手続きを進めることになるのである。

しかしここでも重大なリスクがある。混乱を避けるためには、後述するように特に短期債権者の保護が必要である。ドッド・フランク法では、一定の条件が満たされれば、債権者等に付加的な支払いをすることが可能とされている⁷。整然清算に関する FDIC の規則は、長期（360 日超）の債権者に対しては付加的な支払いを行わないとしており⁸、逆に言えば、短期の債権者の保護が意図されているようにも見える。しかしドッド・フランク法は、こうした支払いが認められるのは、資産売却からの収益を最大化するための場合等としており⁹、短期債権者を保護して金融システムの混乱を防ぐことが、明示的に目的とされているわけではない。

FDIC が 2011 年 1 月に発表した暫定規則の解説文においても、長期無担保シニア債と短期債権を区別していることは、後者が付加的な支払いを受けることを意味していないと明記されている。そして、短期債権者が付加的な支払いを受ける見込みはほとんどなく、実質的にほぼ全てのケースで、長期債権者同様、プロラタの弁済の対象となる、としている。

付加的な支払いを受けられない場合、整然清算においてレシーパーシップの対象となった債権の最大弁済額は、チャプター 7 による清算処理を行った場合に得られる金額を超えないとされるため¹⁰、CP など短期無担保債権者が損失を被る可能性は高いと考えざるをえない。

レポのように担保を持つ短期債権者に対しては、FDIC はレシーパーに指名された翌日の午後 5 時までに当該契約を継続するかどうか決定する¹¹。継続する場合は、FDIC はその時点までに出し手に通知する。継続されなかった場合は、レポの出し手は契約を解除し担保を接收できる。いうまでもなく、この場合、担保とされているのは必ずしも短期債権

⁶ 以下、OLA が適用された場合の短期債権の扱いの議論、及び次節の短期債権の損失がマネーの収縮をもたらすことに関する問題提起は、Brookings-Nomura-Wharton Conference on Financial Markets においてハーバードロースクールの Morgan Ricks 客員准教授が発表した“The Case for Regulating the Shadow Banking System”に負っている。

⁷ ドッド・フランク法 210 条(b)(4)、210 条(d)(4)、210 条(h)(5)(E)。

⁸ Federal Deposit Insurance Corporation, *Certain Orderly Liquidation Authority Provisions under Title II of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, Final Rule, 76 Fed. Reg. 41626 (July 15, 2011)のセクション 380.27。

⁹ ドッド・フランク法 210 条(h)(5)(E)。

¹⁰ ドッド・フランク法 210 条(d)。

¹¹ ドッド・フランク法 210 条(c)(10)(A)。レポの他、デリバティブ契約等は、通常、適格金融商品 (Qualified Financial Contract) とされ、この期限までは、カウンターパーティ側から契約の解除や一括清算等のアクションを起こすことができない。ドッド・フランク法 210 条(c)(8)(F)(ii)。

ではないため、預金運用の代替手段としてレポで運用してきた債権者は、流動性リスクや価格変動リスクに直面することになる¹²。

また仮に、FDIC がシステミックリスクに配慮し、短期債権に対して付加的な支払いをしようとしても、その原資となる財務省からの借り入れが円滑に実現するかどうかという問題がある。この借り入れは財務長官が要求する条件に従う必要があるが¹³、当該金融機関が巨大であり、数百億ドルの税金投入ともなりかねない場合には、財務長官としても、当然ながらその政治的な影響に配慮せざるをえない。

さらに、FDIC が財務省に設置された清算基金から借り入れられる金額は、最初の 30 日間は、FDIC が対象金融機関の連結資産の公正価値を集計できていない場合は、直近の連結総資産の 10% が上限となる。30 日を経過する、あるいは公正価値を集計できた場合は、弁済可能な総連結資産（公正価値）の 90% が上限となる¹⁴。従って、短期債権者に迅速に十分な付加的支払いを行うことは、相当困難と考えられる。

最後に、財務省がどの程度の規模の清算基金を用意できるかという問題がある。巨大金融機関の清算に要する金額が巨額に上り、そのために法定上限を上回る財務省証券の発行が不可欠となる場合は、議会の承認が必要となる¹⁵。これが容易には実現しないことは、今回の金融危機や昨今の米国財政を巡る議会における対立でも実証されている。

3．避けられない広義のマネーの収縮

フリードマンらが 1930 年代の大恐慌に関する分析で示したように、当時、銀行危機は預金の縮小、すなわちマネーの収縮を通じて、経済に深刻なダメージをもたらした。そこで預金に対しては、FDIC を設立し、連邦預金保険制度を導入することで、銀行取付けを抑制するという対策が講じられた。加えて公的資金による銀行の資本増強や中央銀行による流動性供給も重要な役割を果たした。さらに、FDIC は危機に陥った預金保険対象金融機関の整然とした処理を担い、システミックリスクの恐れがある場合は、例外的な支援も行うこととされた。

しかし今回の危機で明らかとなったことは、預金保険対象以外の短期の金融債権、いわば広義のマネーの収縮も深刻な問題となるということである。すなわち ABCP 市場の収縮、リーマンが発行した CP のデフォルトがもたらした CP 市場の収縮と MMF の収縮、そしてレポ市場の収縮といった動きである。これら広義のマネーの収縮は、信用収縮を伴いつつ、实体经济に急ブレーキをかけたのであった。

そこでリーマンショックの直後は、TARP や FRB の緊急貸し出し、あるいは FDIC のシ

¹² FDIC は、2011 年 1 月に発表した暫定規則の解説文において、担保不足となっているレポ取引については継続せず、担保不足部分の債権を通常債権の一部として処理する方針を示し、そもそもモーゲージバック証券などボラティリティが大きく、非流動的な担保を用いたレポによる短期調達への過剰な依存が金融危機の主たる原因と指摘していた。

¹³ ドッド・フランク法 210 条(n)(5)。

¹⁴ ドッド・フランク法 210 条(n)(6)。

¹⁵ ドッド・フランク法 210 条(n)(5)。

ステミックリスク・エクセプション条項に基づく債務保証プログラムやオープンバンク・アシスタンスといった措置が総動員され、預金のみならず、MMF、レポ市場、CP 市場等の機能保全が図られたのであった。

しかし上記で見たように、ドッド・フランク法は、こうした例外的措置を通じてマネーの収縮を抑止する余地を著しく狭めてしまったのである。

これに加えて、これまで述べてきたように、システムワイドな金融危機の場合は、巨大金融機関の整然清算の決定自体が、他の金融機関にも燻っていた不安を顕在化させ、市場全体を凍結させる可能性があり、危機はさらに深刻なものとなる。しかしドッド・フランク法の下では、これについても有効な対応策を講じることは困難なのである。

4 . リビングウィル、早期介入への疑問

ドッド・フランク法における整然清算については、以上のように、それが本来の目的とする整然とした清算につながらず、逆に金融システムや経済全体に大きな混乱をもたらしかねないという致命的な欠陥を指摘できるが、それ以外にも、そのフィージビリティに対する疑念が指摘されている。

FDIC のベアー前総裁自身も、現状、多くの巨大銀行やノンバンク SIFI は、数千の子会社を持ち、多くの国に跨って業務を行っていることから、会社全体の崩壊という大きなコストを伴うことを避けつつ、その一部を整然と破綻処理することは非常に困難となりうる、と認めている¹⁶。

これに対する一つの対応策は、国際的な金融機関の破綻処理フレームワークを確立することである。この点については、金融安定理事会（Financial Stability Board、FSB）が2011年7月にシステム上重要な金融機関の破綻処理制度に関する市中協議文書を発表するなど、徐々に進展が見られているとも言える。

しかし FSB も、金融機関の救済型の破綻処理を原則否定している。米国と同様、他の国も、救済型の処理の可能性を排除しようとするほど、むしろこうした国際的な破綻処理のフレームワークに関する有効な国際的な合意を実現することは難しくなると言えよう。

なぜならば、国際的な金融機関が破綻の危機に瀕した場合、そのホームカントリーにおいて混乱を抑制するための緊急の財政的・金融的措置が行使されるかどうかによって、海外の取引先や債権者の被る影響は大きく変化するからである。ホームカントリーがなんら救済措置を行わないのであれば、他国に甚大な影響が及び、負担をどう分担するかの議論は一層困難となってしまう。リーマンの破綻と、ベアー・スターンズ、ファニーメイ、フレディマック、AIG 等の危機がもたらした国際的なインパクトの差を考えればそのことは明らかであろう。

¹⁶ “We Must Resolve to end Too Big to Fail”, Remarks by FDIC Chairman Sheila C. Bair before the 47th Annual Conference on Bank Structure and Competition sponsored by the Federal Reserve Bank of Chicago, May5, 2011

一方、大きくて複雑な金融機関の存在が、整然清算を困難とするのであれば、こうした金融機関を分割したり、業務の簡素化を強制していくこと、すなわちリゾルバビリティの向上政策の徹底も考えられる。米国では、大手金融機関の分割法案は、ドッド・フランク法の審議過程で否決されたが、FDIC のベアー前総裁は、前記の発言に続き、ドッド・フランク法で導入されたリゾリユーション計画（リビングウィル）に関する権限を活用し、FDIC と FRB が、今後、金融危機が起こる前の時点から、金融機関の組織の合理化・簡素化を追求していかなければならないと強調している。

しかし金融機関の最適なサイズや構造は何かについて客観的な基準が無い限り、当局が強権的に組織変更を命じることは困難であろう。FRB のタルー口理事も、様々な業務を最大限にサイロ化する（業務間・組織間で危機が波及しにくいように各業務・組織ごとの自立性を高める）ようなリゾリユーション計画は、結果として効率性の低い組織形態を生み出すこととなり、家計や企業にとって金融サービスのコストを高めることになりかねない、と指摘している¹⁷。リビングウィルの制度は、FSB の提案に基づき、グローバルなレベルでも導入されようとしているが、こうした指摘にも留意する必要がある。

なおリビングウィルの分野以外でも、金融機関に対する早期介入（early intervention）の必要性が強調されている。例えばドッド・フランク法 166 条により、FRB は SIFI に対して Early Remediation Requirements（早期矯正措置）を設定し、フォワード・ルッキングな指標をベースに介入することが可能になった。

自己資本比率が遅行指標であるため、これを基準に早期是正措置（Prompt Corrective Actions）を実施するという従来の枠組みでは、危機対応が後手に回ってしまったことへの反省に基づく発想であろうが、具体的な根拠に基づく予防的な措置は必要としても、過度に裁量的な介入が行われるとすれば、その妥当性に疑問が高まろう。当局の裁量に依存した枠組みは、逆に、本来必要な場合も、その実行が躊躇されるという regulatory forbearance の問題にもつながり、十分な注意が必要である¹⁸。

例えば FDIC はドッド・フランク法の下では、リーマンの整然清算が可能だったとするレポートを発表したが¹⁹、格付がシングル A で、2008 年 3 月末時点で Tier 1 資本比率が 10.7%、自己資本比率が 16.1% だったリーマンに対し、ベアー・スターンズが危機に陥ったという理由だけで、同レポートのシナリオにあるように、当局が乗り込み、早期の資本増強を迫るといった権限を行使することは、可能だったかという疑問がある。

また繰り返し述べているように、システムワイドな金融危機が進行している場合には、特定の金融機関に対するこうした早期介入の実施自体が、市場全体をパニック的混乱に陥れるトリガーとなりかねないことを忘れてはならない。

¹⁷ “Industrial Organization and Systemic Risk: an Agenda for Further Research”, Speech by FRB Governor Daniel K. Tarullo at the Conference on the Regulation of Systemic Risk, Federal Reserve Board, Washington, D.C. September 15, 2011

¹⁸ Edwards, Jonathan M., “FDICIA v. Dodd-Frank: Unlearned Lessons About Regulatory Forbearance”, *Harvard Business Law Review*, Vol. 1, Spring 2011 参照。

¹⁹ FDIC “The Orderly Liquidation of Lehman Brothers Holdings Inc. under the Dodd-Frank Act”, *FDIC Quarterly*, Volume 5, No.2, 2011

日本への示唆

1. 欧州危機で証明された日本の立場の正当性

わが国は 1990 年代以降の金融危機の経験を踏まえ、今回の金融危機に際しても、早期回復の楽観論を戒める見解を国際的に発信してきた²⁰。パーゼル規制強化の動きに対しても、わが国の金融当局は、景気の方行に配慮し、十分な移行期間を設けることをグローバルな議論の場で主張し、実現させてきた。

今回、欧州危機が深刻化したことで、日本の慎重な姿勢とそれに基づく規制改革のあり方に関する主張が、実に当を得たものであったことが証明されたと言えよう。

わが国は、金融危機管理についても、1990 年代の試行錯誤を踏まえつつ、また G7 など諸外国からの提案も参考としつつ、ソルベントな金融機関の予防的資本注入とインソルベントな金融機関の一時国有化を通じた債権者保護というシステムリスク・エクセプションの枠組みを確立した。また日本銀行は、特別融資の運用原則を明確化した。これらの点は、こうした制度が確立していない段階から、わが国がグローバルに金融危機を波及させないというスタンスを堅持し、果敢な対応を採ったことと合わせ、評価されよう。

今回の金融危機時における、わが国の世銀に対する途上国銀行資本増強ファンドの設立提言も、適切なイニシャティブであったと言えよう。その後、欧州危機が深刻化するに及び、最近になり、公的資金による救済を否定した米国も含め、公的資金を通じた銀行の資本増強の必要性を叫ぶ展開となっている。

公的資金による銀行救済に対しては、言うまでもなくモラルハザードの問題もあるが、欧米における銀行救済への根強い批判の背景には、救済対象となった銀行やその経営陣に対する措置の甘さ、あるいはより一般的に金融機関幹部の高額報酬といった問題がまずあるように思われる。この点についても、わが国の姿が参考となる点があるかもしれない。

2. 今後の課題

本稿で強調したように、欧州危機において公的資金による銀行資本増強が不可欠とされる現実が発生している一方で、米国が、公的資金による金融機関やその債権者の救済を否定する制度を導入し、グローバルにもその方向で枠組み作りが進んでいることは、今後のグローバル金融システムの安定性を揺るがしかねない問題として、わが国は見直しを促していくべきであろう。

また JBIC と IFC の共同出資で実現した途上国銀行資本増強ファンドの経験も踏まえ、よりグローバルな金融危機へのバックストップの仕組み作りを主導していくことも考えられよう。

²⁰ 例えば“Way out of economic and financial crisis-lessons and policy actions”, Speech by Mr. Masaaki Shirakawa, Governor of the Bank of Japan, at Japan Society, New York, 23 April 2009 における「偽りの夜明け (false dawns)」への言及。

グローバルな破綻処理に関する FSB の提案では、ゴーイング・コンサーン型の処理も選択肢の一つとして位置づけられ、また各国が救済型処理をすることも否定されていないものの、バーゼル銀行監督委員会の CBRG (Cross Boarder Resolution Group) が発表した報告書が指摘するように、円滑な破綻処理のために必要な一時的ファンディングの制度すら整備されていない国も多いため、実際に機能するかどうか未知の領域と言える²¹。また米国のように一時的ファンディングの制度が導入されていても、現状のままでは短期債権のデフォルトが避けられない恐れがあるようでは意味をなさない。

一方、わが国の場合も、金融危機発生時に預金以外の広義のマネーの収縮を回避する措置を機動的に講ずることができるかどうか懸念が残る。CBRG の報告書は、多くの国において、銀行以外の金融機関に対する特別破綻処理制度 (Special Resolution Regime、SRR) が整備されていないことを、現状の問題点の第一にあげていた²²。この点については、わが国としても今後の検討が待たれる所である。

²¹ 預金取扱い金融機関には、預金保険基金が整備されている国が多いが、ほとんどの国は、破綻処理基金を持たず、預金者保護の範疇を超えたより広い破綻処理策のファンディングの手段としては、政府や中央銀行のアドホックなアレンジメントに依存したままである。Basel Committee on Banking Supervision, *Resolution policies and frameworks – progress so far*, July 2011

²² 金融機関が危機に陥ると、急速に資産価値が減価し、また多くの取引先との関係があるためこれを通じて危機が広がるという特徴がある。通常の破綻処理レジームは、債権者のクレイムの公正で秩序だった処理が重要な目的であるが、金融機関の場合は、こうした特徴を踏まえ、金融の安定性を維持することや、リテール預金者を保護するといったパブリックインタレストも目的とし、通常の破綻処理レジームとは異なる特別な破綻処理レジームが必要とされるのである。この内容としては、破綻処理担当当局に、契約の早期解除の停止やブリッジカンパニーへの資産の迅速な移管といった権限を付与することなどが含まれる。