

改めて注目される市場規律

淵田 康之

英国金融当局者も指摘するバーゼル規制の問題点

2010年12月、バーゼルⅢの規則文書が公表され、2013年から2019年にかけて段階的に導入される新たな国際的な銀行規制の詳細が明確となった。今後、自己資本規制が質・量共に強化される他、レバレッジ比率規制、流動性規制なども導入される。

バーゼルⅢに関しては、規制される側の民間金融機関から様々な批判が展開されてきた経緯がある。しかし、2011年年初に米国で開催された経済・金融学会において、当局者側からも、新規制に対する問題提起がなされたことは注目される。

発言の主は、バンク・オブ・イングランドの金融安定担当専務理事であるハルデイン氏。同氏は、英国の金融規制を回避するため、英国を離れる金融機関が出てきたとしても、金融危機をもたらすコストの大きさを考えると、それは英国として払うに値する代償であると言い切るなど、厳格な規制を求める強硬派のイメージがある。

しかし、今回の彼の問題提起は、バーゼルⅢの規制レベルでは生温い、といったことではなく、金融規制に必要な要件を十分満たしていない、という本質的な批判である。

すなわち、金融規制に必要な要件として、シンプルかつ透明であること、タイムリーであること、ロバスト（頑健）であることの3つが挙げられるが、バーゼルⅢはこのどれも満たしていないというのである。

まず複雑でわかりにくい。また自己資本比率規制は、金融危機で破綻した金融機関も危機の直前まで、数字上は十分クリアーしていたのであり、タイムリーな指標とはいえない。さらに、分母となるリスク資産の計算には様々な評価モデルが利用されるが、モデル・エラーが積み重なることで大きな誤差が生じる可能性がある。

求められる市場規律の活用

ハルデイン氏は、こうした問題への対処として市場規律を活用すべきと主張する。市場規律の活用は、バーゼルⅡでは三つの柱の一つとして位置づけられていたものである。すなわち第一の柱は、バーゼルⅠにおける最低自己資本比率の規制を精緻化したもの。第二の柱は、銀行自身が策定した自己資本戦略に、当局が監督上の検証を加えることである。これは、銀行業が高度化・複雑化する中、当局の監督・検査のリソースの限界を考えると、基本的にリスク管理の方法は銀行の自己責任としつつ、銀行の創意工夫を認めつつ、それを当局が補完的にチェックするのが適切、という考えに基づくものである。

そして第三の柱は、以上の枠組みを市場メカニズムを通じてチェックするというもので、その一環としてディスクロージャーの充実を強調したものであった。

ハルデイン氏は、第三の柱はバーゼルⅢでは否定されてしまったに等しいが、前記のような問題点を踏まえると、今後、活用していくことが必要であると強調する。同氏が市場

規律の活用法として例示したのは、帳簿上の自己資本ではなく、時価総額を使った指標（例えば時価総額／リスク加重資産）を参考とすることや、市場指標をトリガーとした CoCo ボンドの採用である。

市場規律をより活用すべきとの声は、他にも各方面から聞かれる。シカゴ大学のジンガレス教授らは、導入されつつある各種の金融規制は、金融機関をマイクロ・マネッジするものであると批判し、金融機関が発行する長期の劣後債の CDS 価格をトリガーとして当局が介入する仕組みを提唱する。

また、ハーバード大学のスタイン教授らは、金融機関の短期債務を課税（levy）や流動性規制で画一的に抑制するのではなく、中央銀行準備預金の需給メカニズムを通じたコントロールが望ましいと主張する。

形式的規制偏重への戒め

わが国では、2004年12月に発表された金融改革プログラムにおいて、「市場規律を補完する信頼される金融行政の確立」が掲げられるなど、市場規律を重視する考えが打ち出された経緯がある。しかし株や不動産など資産市場、あるいはクレジット市場においてバブルの発生と崩壊を目の当たりにした欧米諸国を中心に、市場が適切なシグナルを発し、金融機関を規律付けてくれるという発想の下で金融規制を論ずるという機運は、世界的に大いに後退してしまったのが今の状況である。

以前より市場規律活用論に対しては、市場の不完全性を引き合いに、否定的な意見も強かった。例えば、銀行劣後債は市場の流動性が十分とは言えず、その価格は適切なシグナルにならないといった批判である、

しかしその一方で、最低自己資本比率のような行政的規制が、各種の規制回避スキームの台頭や、格付けの機械的適用によるリスクの過小評価など、危機の防止どころか危機をもたらす要因となった面もあることを忘れてはなるまい。飛躍的に複雑性を増したバーゼルⅢにおいて、同種の問題がより深刻となりうることは、ハルデイン氏の指摘を待つまでもないであろう。

完璧な規制アプローチが見当たらない以上、様々なアプローチの良さを組み合わせていくのが賢明であろう。形式的規制偏重に陥らず、市場のシグナルも重視されるべきである。そのためにも、各種規制が市場機能を損なうことが無いよう、慎重に配慮していくことが望まれよう。例えば CDS 市場が有用な情報をもたらすのであれば、むしろこうした市場を振興していく立場もありうるのである。欧米で台頭する CDS 悪玉論を尻目に、2010年末には、中国で CDS 市場がスタートしたところである。少なくともアジアの多くの国においては、市場の育成、市場機能の活用が優先課題に位置づけられよう。