

金融規制改革一次は何か？

淵田 康之

■ 要 約 ■

1. 2011年は、バーゼルⅢなど、昨年導入が決まった新たな金融規制・監督の枠組みを、実行に移すための作業が進む。システム上重要な金融機関（SIFI）の規制や破綻処理制度などに関する政策論議も本格化する。本稿は、これらを巡る昨今の議論を紹介するものである。
2. SIFIについては、これを問題視する米英と、一国を代表する競争力ある大手金融機関の存在を是とする大陸欧州の間で、根本的なアプローチの相違がある。SIFIの定義や指定に使われるデータの問題も指摘される。また最近の研究では、金融機関の規模の経済性が顕著に確認されており、規模規制は社会的コストを伴うとの指摘もある。
3. 金融機関の破綻処理のあり方については、米国のドッド・フランク法におけるように、行政機関が裁量的に同一順位の債権者を守ったり、守らなかったりする枠組みには批判がある。また破綻時のデリバティブやレポ取引の特別扱いを見直す余地があるとの指摘もある。
4. バーゼルⅢ批判は続いている。特に、市場規律をもっと活用した枠組みとすべきとの意見が、英国当局の幹部からも聞かれる。
5. マクロ・プルーデンスへの取り組みも、不十分とされる。これについては、金融政策の役割が重要であるとの指摘がある。特に金融機関の短期債務の拡大への対応が重要となるが、中央銀行による預金準備率操作や預金準備への付利に相当する政策を短期債務全体に適用するほうが、levy（課税）やバーゼルⅢの流動性規制よりも望ましいとの主張がある。この他、デットとエクイティの税制上の扱いを見直すことが、高レバレッジ是正に必要なとの意見もある。
6. 以上のように一連の金融規制改革については、根本的な批判がある分野や、机上のアイデアが相次いでいる段階の分野も多い。金融危機がまだ続いていること、そして個々の規制変化の影響の大きさを踏まえると、拙速な結論に走ることは危険と言えよう。

I 2011年における注目点

グローバル金融危機発生から3年目を迎えた2010年は、危機の教訓を踏まえた新たな金融秩序の具体化に向けて進展した年であった。グローバルなレベルでは、12月にバーゼルⅢの詳細がほぼ固まった。米国では7月にドッド・フランク法が成立した。EUでは、9月に汎欧州レベルの新たな金融監督体制の設立を含む金融改革法が成立した。英国では、6月に新政権が新たな金融監督体制への移行を打ち出した。

2011年は、以上の枠組みを実行に移すための作業が進むと同時に、積み残されたいくつかの重要な課題の議論が展開されることとなる。特に重要なのは、システム上重要な金融機関（SIFI; Systemically Important Financial Institution）の規制と、破綻処理制度について、具体的な政策作りが目指されているところである。

またバーゼルⅢの内容は合意されたものの、今後、各国においては、その適用のあり方を巡る議論が進むことになる。この過程で、バーゼルⅢに関する様々な批判も引き続き展開されることが予想される。こうした議論は、各国における今後の国内規制の内容や運用のあり方に影響を与えていく可能性がある。

これまでの規制改革を全体としてみると、バーゼルⅢに見られるようにマイクロ・プルーデンス（個別金融機関の健全性確保）の対応は大きく進展したが、危機の当初から、今後の金融規制・監督の柱となるべきとされたマクロ・プルーデンス（経済全体・金融システム全体の健全性確保）に向けた対応はそれほど進んでいないとの指摘もある。従って、この分野で新たな展開が見られるかどうかは今後の注目点である。

以下では、2011年1月初めに米国で開催された経済・金融学会での議論を中心に、これらのテーマに関する学者や当局者の意見を紹介する。コンティンジェント・キャピタル（CoCo）に関する学者の提案が、時を置かずして当局の規制メニューに盛り込まれたことを踏まえても、アカデミズムと規制・監督の距離は、今日、極めて近接しており、学会での議論とは言え規制に織り込まれ、実務に影響していく可能性を秘めたものもあると考えられる。

なお、本稿では取り上げないものの、2011年に注目すべきポイントとしては、金融機関の業務分離に関する議論もある。すなわち、2011年秋までには、米国においてボルカー・ルールに関する最終規則が策定される他、英国では、独立銀行委員会の最終報告が9月に発表される予定である。

こうした点を踏まえても、2011年は、将来の金融機関の姿を相当程度規定する、重要な年となるといってよいかもしれない。

II SIFI 規制を巡る議論

1. 二つのパラダイム

米国は、ドッド・フランク法において SIFI 規制を導入し、2011 年 4 月にはノンバンク SIFI の指定に関する規則が制定される予定となっている。一方、EU では SIFI 規制導入に向けての具体的な方向性は明確ではない。こうしたなか、グローバルなレベルでは、2010 年 11 月にソウルで開催された G20 サミットにおいて、SIFI 規制に関する FSB（金融安定理事会）の提案が採択され、2011 年半ばまでにグローバルな SIFI（G-SIFI）を指定し、今後これら金融機関に、より高い損失吸収力を求め、また秩序ある破綻処理を可能とする枠組みを整備していく段取りとなっている¹。

SIFI を巡る議論は様々あるが、FRB のエコノミスト、ハンコック氏は、SIFI に関して各国間で根本的なアプローチの相違があると指摘する。彼女はこれを二つのパラダイムと表現する。一つは、マーケット・パラダイムである。これは SIFI に対する市場規律を重視し、外部性（当該金融機関が大きくて複雑であることが金融システム全体に及ぼす悪影響）に対して課金し、また SIFI を破綻させるという方針をとることで、モラルハザードを排し、経営者により慎重な経営を行うインセンティブをもたせようとするものである。そしてそのためにも、しっかり機能する破綻処理制度を導入し、大きすぎてつぶせない（TBTF、Too big to fail）という問題を無くそうと考える立場である。

これに対峙するもう一つのパラダイムは、ナショナル・チャンピオン・パラダイムである²。これは明示的ないし暗黙の産業政策の下で、SIFI をいわば準政府機関のように位置づける立場である。この背景には、国際的な競争力を持つ有力な金融機関が自国に存在することが、国家戦略上、望ましいとの考えがある。こうした国々は、SIFI は大きくて複雑かもしれないが、これは規模の経済や範囲の経済をもたらしているのであり、それ自体、問題視すべきではないと考える。

従って、こうした国々では、平時において政府は SIFI の活動を支援し、また危機においては政府と民間が協力して回復が目指される。そこでは SIFI は清算すべき対象ではなく再生させるべきものなのであり、SIFI の債権者もベイル・アウト（救済）されるのが通常である。

米英は前者のパラダイムにあり、フランス、ドイツは後者のパラダイムにあるとされる。ただし米国の GSE に対する対応は後者に近いと指摘される。

¹ 小立敬「ソウル・サミットが示した今後の金融規制改革の方向性」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号ウェブサイト掲載版及び「システム上重要な金融機関（SIFI）に関する政策提案と作業工程」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号参照。

² 1990 年代後半以降、欧州の単一金融資本市場化が進展する中で、域内各国において自国の大手金融機関の競争力を高めようという動きが台頭した。これがナショナル・チャンピオンの発想である（林宏美「欧州単一金融市場とナショナル・チャンピオン」『資本市場クォーターリー』2005 年春号参照）。この結果、スペインのバンコ・サンタンデールや BBVA、フランスのクレディ・アグリコル、イタリアのウニクレディトなどが域内大手銀行として台頭することとなった。

マーケット・パラダイムの問題としては、“SIFIness”を計測するのは極めて困難であることがあげられる。SIFIを特定する場合の要素として、規模、相互関連性、代替性に注目すべきとされるが、これらが何を意味するか十分明確になっていないという問題がある³。またそもそもクロス・カントリー、クロス・インダストリーで一貫性のあるデータが入手しにくく、例えば、総資産の数字でさえ共通の比較可能なデータがあるとはいえないという。またマーケット・データを使った規制は、マーケットが異常な時には不適切になる。

外部性が便益をもたらしている面もあり、例えば規模の大きさへの課金や追加的資本規制を通じて、外部性を内部化することが社会的コストを伴う可能性もある。一部のセクターを対象に規制強化で外部性を内部化しても、他のセクターを通じた金融仲介が拡大し、システム全体の安定性が低下するという懸念も指摘される。

これに対して、ナショナル・チャンピオン・パラダイムにおいては、当局の銀行への規制・監督に対する適切なガバナンスが不可欠である。スイスのように、金融機関を自国で救済できないほど大きくしすぎた国の例もある。

以上のような正反対の考えがあるとすれば、今回、いかなる形でグローバルな SIFI の規制に各国が合意できるかどうか注目される。妥協の結果、各国ごとの裁量の余地が残れば、レベル・プレイング・フィールドが実現しないという問題が生じよう。

2. 規模の経済を巡って

ハンコック氏の議論の中で、外部性が便益をもたらしている面もあるとの指摘が出てくるが、フィラデルフィア連銀のエコノミスト、メスター氏もこの点を強調している。従来多くの研究は、銀行経営の規模の経済は確認できないと結論するものが多かった。グリーンズパン FRB 元議長も、「FRB における研究では、中堅以上の銀行においては規模の経済は確認できていない」として、銀行の巨大化に対して否定的な見解を表明している⁴。

しかしこれら過去の研究は、80年代のデータに基づいたものであった。90年代以降の規制緩和や IT の発展を反映したデータを用い、また過去の実証研究の方法論上の問題（規模の拡大に応じて銀行のリスクや資本構造が変化することを考慮していない）も改善したモデルを用いると、顕著な規模の経済が確認されるということである⁵。しかも、規模が大きいほど、より大きな規模の経済が示されているという。

従って、規模が大きいことを理由に規制を強化する場合は、それによって失われる規模

³ この3つの要素は、FSBが2009年11月に公表した「システム上重要な金融機関・市場・商品の評価に関するガイダンス：一次検討」で示された。しかし FSB からは、これを踏まえたさらなる検討が公表されているわけではない。

⁴ Greenspan, Alan “The Crisis” *Brookings Papers on Economic Activity*, Spring 2010

⁵ 関連文献として Mester, Loretta J. “Scale Economies in Banking and Financial Regulatory Reform” *Banking and Policy Issues Magazine*, The Federal Reserve Bank of Minneapolis, September 2010 及び Hughes, Joseph P., Loretta J. Mester and Choon-Geol Moon. 2001. “Are Scale Economies in Banking Elusive or Illusive? Evidence Obtained by Incorporating Capital Structure and Risk-Taking into Models of Bank Production.” *Journal of Banking and Finance* 25(12)

のもたらすベネフィットとの兼ね合いに注意を払うべきである、とメスター氏は強調する。

なお従来から指摘されていることであるが、システミック・リスクをもたらすのは大手金融機関だけではなく、S&L 危機のように、小規模のプレイヤーが一斉に同じような行動をとることによっても起こるとの指摘も多数ある。この意味でも、SIFI 規制の発想には、留意すべき点が多いといえそうだ。

3. SIFI の特定と追加規制について

これまで大手金融機関のシステミック・リスクを計測し、キャピタル・サーチャージ（上乗せすべき資本）の程度を計算する方法がいくつか提案されている。例えば、ニューヨーク大学は、株式市場全体が例外的に大きく下落した時、その金融機関の株価がどの程度下がるかの指標（Marginal Expected Shortfall）を用い、危機時の金融機関の資本不足の規模を評価した数字を、米国の大手金融機関について継続的に計測し、順位付けしたものをウェブサイトに掲載し始めた。（<http://vlab.stern.nyu.edu/welcome/risk>）。同校はいくつかの国の大学とも協力し、他国についても同様の計測をする予定とのことである。

2011 年 1 月前半の数字を見ると、バンク・オブ・アメリカのシステミック・リスクの程度が 20% 以上と断然大きく、次いでシティ、JP モルガン、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスが 10% 前後で続く（数値や順位はその時々で変動）。それに続くのがメットライフとプルデンシャルで 6% 程度。その下は、2% 台でウェルズ・ファーゴやハートフォード・ファイナンシャルなどとなっている。

この指標では、保険会社がいくつも上位に入っていることが興味深い。また上位 10 行でも、バンク・オブ・アメリカとそれ以外では数値に極めて大きな差がある。また上位 5 行とそれ以外の数値の乖離も大きい。

このような指標を見るにつけても、どこまでが SIFI で、どこからがそうではないという判断は、相当程度裁量的にならざるをえないように思われる。また先述の通り、FRB のエコノミストは、SIFI の特定はデータの制約の問題があると主張しているところである。

III 金融機関破綻処理のあり方を巡る議論

1. ドッド・フランク法における破綻処理への批判

大手金融機関を安易に公的資金で救済せず、秩序ある形で破綻処理する枠組み作りは、グローバルなレベルでは、前記のように G-SIFI を対象に、FSB を中心に議論が 2011 年に進むこととなる。EU においては、域内の SIFI 規制の議論は表面化していない一方、危機管理体制に関する法案が 2011 年春までに提出される予定とされ、この中に新たな破綻処理制度に関する規定も盛り込まれると見られる。

米国は、既にドッド・フランク法においてノンバンクを含む金融機関の破綻処理制度の

法制化を実現している。2011 年は、同法に基づき、破綻処理計画（リビング・ウィル等）や秩序立った清算手続きに関する規則が策定される予定となっている。

米国では従来、銀行については FDIC（連邦預金保険公社）の下で、秩序ある破綻処理を行う枠組みはそれなりに整備されていたが、ドッド・フランク法において、大手ノンバンク（銀行持株会社も含まれる）等も、この FDIC を通じた破綻処理の対象となりうることとなった。しかしこの点については、批判も多い。

まずこの枠組みでは、当該金融機関の機能や関連取引がストップすることが他の金融機関、ひいては金融システム全体に影響を及ぼすことを防ぐため、FDIC が財務省からの借入れを通じて一時的に公的資金を活用したり、同一順位の債権者でもヘアカットしたり、しなかったりという判断を下すことが生じうる。こうして一部のステイク・ホルダーが守られうるが、そのコストは生き残った金融機関に課されることになる。

従来、預金保険対象銀行においてのみ認められていたこのような扱いが、大手ノンバンクにも拡大されることは、金融業への優遇の拡大であり、TBTF の制度化であるとの批判がある。また、当然のことながら、FDIC が行うこうした判断は、不透明で裁量的に過ぎるとの批判がある。加えて、FDIC は中小金融機関の破綻処理の経験は豊富であるとは言え、大手ノンバンクの破綻処理の経験が無いことも問題とされる。例えば膨大なデリバティブ・コントラクトの処理一つとっても、中小金融機関の破綻処理とは全く異なるリソースが必要となる。

2. デリバティブの扱いを巡って

デリバティブ・コントラクトについては、シカゴ大学のコ克蘭教授、MIT のショールズ教授らなどから、米国の破産法におけるデリバティブの特別扱いを見直すべきとの指摘が相次いだ。現状、デリバティブのカウンター・パーティは、他の債権者と異なり、連邦破産法における automatic stay（破綻申請が受理されると、自動的に全ての債権者の権利行使が停止されること）などの対象外となっており、破綻をトリガーとして一斉に解約や担保の売却が可能であるため、システム全体に混乱が拡大するという問題である。ドッド・フランク法においても、こうした扱いはほぼ認められている。

この問題は、ハーバード・ロー・スクールのロー教授が以前から指摘してきたところである⁶。ロー教授は、デリバティブだけではなく、同様な扱いとなっているレポ取引も含めて議論している。

彼が問題視するのは、破綻時に混乱が拡大する可能性もさることながら、市場規律の欠如をもたらしていることである。すなわち、こうした扱いの結果、これら市場の参加者がカウンター・パーティのリスクを十分モニターしないまま取引するようになり、こうした

⁶ Roe, Mark J. "The Derivatives Market's Payment Priorities as Financial Crisis Accelerator" (January 7, 2011). *ECGI - Law Working Paper No. 153/2010*; *Harvard Public Law Working Paper No. 10-17*. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1567075>

市場が本来の適正規模以上に拡大し、リスクも蓄積してしまうことになる。

ロー教授も、デリバティブ等の金融契約におけるこうした特別の扱いには正当なものもあるとしている。例えば、固定金利支払い・変動金利受取りというスワップ契約において、相手を変動金利支払いを全額できない時に、自らが全額の固定金利支払いをする必要はなく、ネットィングすることは正当であるという。

破産法上の扱いは、もともとデリバティブやレポ取引の円滑化を目的に導入された扱いであるだけに、不用意な見直しは逆にシステム全体のリスク増大につながるおそれもある。影響が大きい分野だけに、今後の議論が注目される。

3. 望ましい破綻処理の枠組み

ドッド・フランク法が新たな破綻処理制度を盛り込み、その施行規則制定の準備が進む中ではあるが、以上のような問題を重視する立場からは、より望ましい枠組みが提案されている。

銀行破綻処理に関し長年研究しているロヨラ大学のカウフマン教授（シカゴ連銀コンサルタント）は、改革の方向性として以下のような点を盛り込むべきとしている。

- －FDICのような行政機関ではなく、破産専門の裁判所による手続き。
- －破産管財人は、FDICではなく裁判所が任命した独立した専門家。
- －再生型の手続きと清算型の手続きの間で選択可能とする。
- －預金保険法やドッド・フランク法における当局による破綻処理の申請を可能とする。従って早期是正措置の枠組みは維持される。これに対する異議申し立ての権限は限定的なものとする。
- －資産売却による収入が実現する前でも、事業の継続に必要な債権者への支払いは可能とする。
- －預金保険対象外預金の預金者やその他の債権者は、優先順位に応じて損失を被る。システミック・リスクを防ぐ観点から、例外的に彼らの一部を部分的に保護する必要がある場合は、事前ないし事後に積み立てられる基金で負担する。
- －経営陣は原則として交替する。
- －政府ないし民間がDIPファイナンスを提供する。

以上は、現行の破産法、預金保険法、ドッド・フランク法における扱いを組み合わせた内容となっている。すなわち、早期是正措置を踏まえて行政当局が破産申請を行うという点は、預金保険法における銀行破綻処理の枠組みやドッド・フランク法の大手ノンバンクの破綻処理の枠組みを採用する。その一方、破綻処理手続き自体は、透明性や予測可能性を重視し、破産裁判所による司法的手続きを重視するというものである。

またドッド・フランク法では、清算型の処理以外認めていないが、再生型の処理の余地を残すべきとしていることや、債権者の損失を限定する扱いも認めている点は、預金保険法における銀行破綻処理の枠組みにもメリットがあるという判断である。

ベイル・イン（金融機関の破綻時に、事前の取決めに基づき、債権者に確実に損失を負担させること）の議論に見られるように、モラルハザードを防止し、市場規律を発揮させる上で、債権者に損失を求めることが昨今注目されているが、カウフマン教授は大幅な損失を被らせることは困難とし、例えば 2%程度の損失負担に留めることを提案している。なお、この債権者の負担に関しては、後述のジンガレス教授は、預金やその他短期債務をシステミックな債務、それなりの損失吸収力がある投信や年金が保有するような債務をノンシステミックな債務とし、破綻時に後者は保護しないという扱いを提案している。

以上は、米国における枠組みの議論であるが、クロスボーダーの破綻処理の枠組み作りについては、困難さを指摘する声が多い。例えばシカゴ大学のラジャン教授は、クロスボーダーの破綻処理とは、結局、バーデン・シェアリングの問題であり、これを各国間で事前に明記するのは無理があると指摘する。

金融安定理事会では、2011 年、G-SIFI ごとに、当局間でクロスボーダーの破綻処理協力の合意や再建・破綻処理計画の進捗報告を行うとしており、この成否が注目されるどころである。

IV バーゼル規制を巡るさらなる議論

1. さらなる自己資本規制強化の議論

バーゼルⅢの枠組みはほぼ固まったが、様々な議論は続いており、これで良しとする意見は聞かれない。しかも次に示すように規制緩和を求める声もさることながら、さらなる規制強化を求める議論もあれば、規制のあり方を根本的に問う議論もある。今後、各国でバーゼルⅢの国内法制化の段階に入るが、この過程で、こうした各種の議論が一定の影響力を持つ可能性もあろう。

昨年来、目立つようになった一つの主張は、自己資本比率規制を格段に強化すべきであり、バーゼルⅢのレベルでは全く不足であるというものである。

銀行は、その破綻がもたらす社会的コストが極めて大きいことを踏まえ、適切な水準の自己資本を維持することを要請されているわけだが、銀行界はエクイティはデットよりコストが高い等々の理由で自己資本規制の強化に反対している。

これに対して、2010 年、スタンフォード大学のアドマティ教授らが、銀行界の各種の自己資本規制強化反対論を、ことごとく論破し、エクイティを格段に増強すべきと主張する論文を発表した。これが学会はもとより、当局者の一部でも強い支持を集めたのである⁷。

この基本となる論拠は、MM 理論であり、デットとエクイティの構成比を変えることで資金調達コストは変わらないというものである。もちろん、税の効果はあるが、それは必

⁷ Admati, Anat R., DeMarzo, Peter M., Hellwig, Martin F. and Pfleiderer, Paul C., Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is not Expensive (October 29, 2010). Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper No. 86 ; MPI Collective Goods Preprint, No. 2010/42. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1669704>

ずしも大きくないし、後述するように利払いと配当の税制上の扱いを同等にすることも考えるべきとも主張する。

2009年のターナー・レビューでもMM理論に基づく自己資本規制強化論が見られ、また1840年には米銀の自己資本比率は50%以上だったのが、歴史的に10%前後まで低下したことに問題があると指摘する向きもあるなど、自己資本規制の極端な強化論はこれまでもあった。しかしこの議論が力を得たのは、このアドマティ教授らの論文が発表されたことが大きな契機となっている。

2010年11月9日のファイナンシャル・タイムズ紙には、この主張を柱とする学者グループの意見書が掲載された⁸。この意見書には、賛同者としてシャープ、ファマ、ロスなど著名なファイナンス学者20人が名を連ねている。彼らは、銀行に課税し、これを危機対応コストの原資としようという案にも反対している。この資金で債権者を保護するようなことは、ハイ・レバレッジを促進することにつながるというのがその理由である。それよりも、エクイティの増強を要求すべきというわけである。またCoCoについては、複雑すぎるし実行する上でトリッキーな面があるとし、やはりエクイティ増強の方がシンプルとする。

今回の会合でも、こうした意見を支持する意見が複数聞かれた一方、正面から反論する声は聞かれなかった。

2. 英当局幹部によるバーゼル規制批判

自己資本比率規制のレベルというよりも、規制のあり方に焦点を当てた議論も多い。特にバンク・オブ・イングランドの金融安定担当専務理事である、ハルデイン氏による批判は注目された。

彼は、金融規制は、シンプルかつ透明であること、タイムリーであること、そして規制のアービトラージやモデル・エラーに対して頑健（ロバスト）であることが重要であるが、バーゼルⅢはどれも満たしていないとする。

まずシンプルかつ透明という点については、バーゼルⅠにおいては、リスクのカテゴリーは7つ、金融機関において必要な計算も7つだけであった。ところがバーゼルⅡ、Ⅲにおいては、リスクのカテゴリーは20万以上、計算は2億以上にも上るといふ。このように複雑であると、透明性も失われる。

タイムリー性についても大きな問題がある。破綻した金融機関と生き残った金融機関を比べると、危機が生ずる直前においては、両者の自己資本比率の差は殆どない。破綻した金融機関の方が若干高かったというのが実態である。そうすると、自己資本比率の低下に応じて、早期是正措置を講じるという枠組みも危機予防には機能しにくいということになる。

⁸ Letter from Prof. Anat Admati and others, "Healthy banking system is the goal, not profitable banks" *Financial Times*, November 9, 2010

頑健性については、複雑であるだけにモデル・エラーの可能性が高まる。リテール向け信用、ホールセール向け信用、トレーディング・ブック等、それぞれのポートフォリオの評価において誤差が生じる可能性があり、これらが積み重なると必要自己資本が大きく変わってもおかしくない。また複雑であることは、規制アービトラージを生みやすいことも意味する。

ハルデイン氏はこうした問題を、バーゼルⅢでは殆ど否定されているに等しい第三の柱、すなわち市場規律を活用して対応することを提案している。

一つは会計上の資本ではなく、時価総額を分子、リスクウェイト資産などを分母とした比率を規制上用いることである。こうした比率は単純かつ透明であるだけでなく、今回、危機に陥った金融機関においては、この指標は危機の相当前から悪化していたことが確認できる。つまり通常の自己資本比率などよりタイムリーな対応が可能となるのである。

ハルデイン氏が提案するもう一つの市場規律の活用は、市場関連指標をトリガーとして株に転換される CoCo の導入である。彼は、配当や金融機関の株への報酬の一部を CoCo で行うべきとする。

3. 劣後債の CDS 価格をトリガーとする介入

シカゴ大学のジンガレス教授も、現状の金融規制議論は、金融機関をマイクロ・マネジジする内容ばかりであると批判し、市場規律を活用した大手金融機関に対する early warning の仕組みの導入を主張する。

具体的には金融機関が発行する長期の劣後債の CDS 価格が、一定値を上回る状態が予め決められた期間以上続くと、当局がその金融機関に対してストレス・テストを行い、CDS 価格の示す通りの問題があるかどうかをチェックする。問題がなければその旨宣言し、債務の返済が困難であることが確認されれば破綻処理プロセスを始動する。

この際、預金など損失を負担させるとシステムック・リスクにつながりかねない債務を除き、債権者にも損失を求める。当局はその後、事業の売却、あるいは資本増強を通じた再建を目指す。返済余力が生じた場合、債権者への返済が行われるが、少なくとも 20% 程度のヘアカットを実施する。

市場価格は流動性の多寡や相場操縦等の影響を受ける可能性があるため、破綻処理開始への自動的なトリガーとせず、あくまで行政が関与し精査を行うかどうかを決めるシグナルという位置づけとなっていることが、以上のアプローチの特徴である。

彼はハーバード大学のハート教授とこの主張を 2009 年から展開しているが⁹、2010 年は、共和党のリャン下院議員（ウィスコンシン州選出）が CNBC テレビでこの提案を支持する発言をするなど、一定の注目を集めている。

⁹ Hart, Oliver D. and Zingales, Luigi, A New Capital Regulation for Large Financial Institutions (January 8, 2010). *FEEM Working Paper* No. 124.2009. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1533274>

4. マクロ・プルーデンスへの取り組みは不十分

今回の金融危機への対応として、当初より必要性が強調されていたのが、経済全体・システム全体のリスクを考慮するマクロ・プルーデンス政策であるが、この点が結局、不十分なままになっている点も批判されている。

金融危機の一つの重要な教訓は、個々の金融機関の健全性を追求しても金融システムの安定性の確保には不十分などころか、逆効果にもなる場合もあるということであった。例えばバーゼル規制は、個々の金融機関に自己資本比率規制を課したが、経済がブームの時には金融機関は自己資本を容易にクリアーできる。しかしこういう時期にこそリスクは蓄積している。

また外部性への配慮が不十分であり、個々の金融機関の問題が、他の金融機関にもたらす問題が十分考慮されていなかった。特に近年、証券化やデリバティブ取引を通じて、金融機関同士の相互連関性が高まっていた他、ノンバンクやヘッジファンドを含めた金融仲介の拡大が生じていたのであった。

従って、マクロ・プルーデンス政策が不可欠とされてきたのである。しかしソウル G20 サミットで韓国政府のアドバイザーも務めたプリンストン大学のシン教授によれば、マクロ健全性を実際の規制に反映させようとする過程で、各国の意見が対立し、議論は尻すばみになったという。

マクロ・プルーデンスへの対応として導入が合意されたものとして、カウンター・シクリカル・バッファと SIFI 規制がある。しかし、カウンター・シクリカル・バッファについては、0~2.5%の間で各国が判断するとされたため、相当程度、裁量の余地が生じうる。また SIFI 規制については、前述の通り多くの問題がある。

従って、今後マクロ・プルーデンスへの取り組みがどの程度充実するかが注目されるが、この観点から注目されたのが次に紹介する短期債務を巡る議論である。

V 流動性規制の強化

1. 短期債務とシステミック・リスク

マクロ・プルーデンスへの対応として、シン教授はバーゼル規制のように資産サイドに注目した規制ではなく、負債サイドに注目した規制が重要と主張する。過去のシステミック危機に先立つ期間においては、短期債務の急増が見られてきたからである。

シン教授が特に注目するのは、銀行のノンコア預金である。通常の預金は、主として家計の所得にリンクしており、大きな変動は少ない。金融機関はこうした通常の預金に頼らずに、それ以外の短期債務を拡大してリスクテイクに走る傾向がある。こうした預金以外の短期債務は、金融機関やノンバンクの間の相互の取引で膨張するという意味でも、システミック・リスクに関連する。

韓国の場合、こうした銀行の短期債務の中でも、外貨借入れの急増が問題とされており、シン教授の提言を踏まえて、2010年12月に銀行の海外借入れに対するlevy（課税）を導入する方針が発表された。シン教授は銀行のウェイトが大きく、また為替政策を活用できないEU域内の新興国や為替が先進国の政策の影響を受けやすいその他の新興国でも、こうした短期債務へのlevyが特に有効であると主張した。

これに対して、中央銀行による準備預金への付利と準備率操作の方が短期債務問題への対応に有効であるという主張が、次に紹介するように新たな金融政策を巡る議論の一環として提示された。

2. 金融政策とマクロ・プルーデンス政策

マクロ・プルーデンス政策の実現のためには、金融政策の役割が重要であるとの主張がある。すなわち、シカゴ大学のラジャン教授は、金融政策は物価と雇用の安定が目的であり、マクロ・プルーデンス政策は金融政策とは別である、という考え方は変えていく必要があると主張した。

金融政策が金融システムの安定性に大きく関わるという点は、シン教授もかねてより指摘してきたところである。FRBの長期にわたる低金利政策が、過度なリスクテイクを促進したという指摘が数多くあるのであり、金融政策抜きにマクロ・プルーデンス政策は議論できないということである。

伝統的な金融政策とマクロ・プルーデンスを考慮した金融政策をうまく融合させる工夫として、ハーバード大学のスタイン教授とシカゴ大学のカシャップ教授は、中央銀行の預金準備率と預金準備への付利を活用することを提案している。

金融機関は短期の債務を増大させ、長期のリスクのある資産を保有するが、この満期変換活動が行き過ぎると、システムック・リスクが拡大する。そこで、短期債務に対して預金準備のように準備を積みせると同時に、この準備に対して金利を付す。政策金利は、この準備への金利と準備の需給を反映した金利の合計値となる。

デフレへの配慮から低い政策金利が要求される一方、金融機関の短期債務がシステム全体として最適なレベル以上に膨張している局面でも、政策金利を維持したまま、準備率の引き上げや、準備への利子の引き上げで短期債務を抑制できる。

彼らは短期債務へのlevyや、バーゼルⅢで流動性規制として導入が予定されているネット・ステイブル・ファンディング・レシオ規制よりも、こうした金融政策による対応の方が望ましいという。levyの場合、最適な税率は、個々の金融機関がどの程度の収益機会に直面しているかによって変化するが、これは当局が把握することはできない情報である。これに対して、準備率や準備への付利による調整は、準備への需給動向を観察することを通じて、機動的に調整していくことが可能となる。

ネット・ステイブル・ファンディング・レシオ規制も、金融機関の短期債務依存の程度を一定比率以下にしようというものだが、この比率は価格メカニズムによって調整されて

いく類のものではなく、裁量的かつ固定的に設定されるものである。こうした短期債務への単純なキャップは、不適切な比率が設定された場合、経済にもたらす問題は大きく、また規制回避のインセンティブも強く生ずるため望ましくないという。

FRB は、2008 年 10 月に成立した緊急経済安定化法により預金準備への付利を行うことができるようになった。預金準備率への付利は、他の国では既に行われていたケースも多いが、このように金融機関の短期債務をコントロールし、金融システムの安定性を実現するという、マクロ・プルーデンス政策の一環として位置づける発想はまだ普及していない¹⁰。

上記の説明からわかるように、スタインらは、通常の預金への準備だけではなく、それ以外の短期債務に同様な制度を導入すべきとする。さらに銀行のみならず、ノンバンクの短期債務も含め、中央銀行が預金準備率と預金準備への付利に相当するような政策を採用することを提唱している。

3. 債務拡大を促す枠組みを見直すべき

高いレバレッジが問題視されていながら、利子を課税所得から控除する枠組みを維持し、負債調達を奨励しているのは問題であり、デットとエクイティの税制上の扱いの差を解消すべきとの意見がある。

昨今の改革では、逆に流動性規制や MMF 改革で短期資産の保有を金融機関に奨励する結果、短期負債の調達コストが相対的に低下する方向となり、より短期債務に依存するインセンティブが高まる結果をもたらしていると指摘される。

支払利息の損金算入の見直し、あるいは支払配当の損金算入は、1992 年の米国財務省の個人・法人の税制統合に関するレポートにおいて、今後の選択肢に位置づけられた経緯はあるが、実現に至っていない。

一方、ドイツでは 2008 年法人関連税制改正により、法人税の実効税率引下げ（40% から 30% へ）とセットで、支払利息の損金算入制限（利益の 30% まで）が実施された。また昨年 11 月に発表された英国の税制改革指針「マーズ・レビュー」では、株式の調達コストにも支払利息控除と同様の「株式控除」を認めることが盛り込まれている点が注目される。

VI 課題は山積、避けるべき拙速な結論

以上のように今後の金融規制の枠組みは、相当程度、明確になった部分がある一方で、2011 年以降の議論に待つ部分も多い。個々のトピックスごとに十分な検討が期待されるが、同時に、次のような全体観も必要であろう。

第一に、金融危機はまだ収束していないということである。銀行危機がソブリン危機に

¹⁰ 日本銀行も、2008 年 10 月に臨時的措置として「補完当座預金制度」を導入し、超過準備分への付利を行っている。

発展したユーロ周辺国の問題を見れば、そのことは明らかであろう。米国でも、モーゲージ・ローンを巡る混乱や地方財政危機問題は容易に収束しそうにない。従って、規制改革が、景気の悪化や金融市場の不安定性といった、意図せざる影響をもたらすことのないよう十分な注意が必要である。

第二に、規制の変化の程度が大きいだけに、多少の移行期間を設けようとも、前倒しで様々な悪影響が発生する可能性があるということである。既に、バーゼルⅢ対応を受けて自己資本増強を急ぐ動きや、債券のヘアカットに関する思惑から、資金の取り急ぎが生じている。

本稿で見たように一連の金融規制改革については、根本的な批判がある分野や、机上のアイデアが相次いでいる段階の分野もまだまだ多い。金融危機がまだ続いていること、そして個々の規制変化の影響の大きさを踏まえると、拙速な結論に走ることは危険と言えよう。