

(財)国際通貨研究所  
経済調査部長・チーフエコノミスト  
竹中 正治

## “チキン”の逆襲

「今時の外資買収、“チキン”の逆襲？」：掲載タイトル

### 臆病は損か？再論

9月24日東京で雑誌「ユーロマネー」の日本資本市場 kongress が開催された。私は「規制対改革 (Regulation vs. Innovation)」と題されたパネルでの発言を終えてから、「日本版政府系ファンドの創設」と題したセッションに一般参加した。参議院議員田村耕太郎氏への公開インタビューである。

ピチピチ・パンツの派手なスーツにマッチョな身体をつつんだ田村議員が、日本版 SWF (政府系ファンド) プロジェクトについて英語で持論を展開した。その後フロアーから質問が出た。「欧米の大手金融機関がサブプライム危機で大損害となり、淘汰の嵐に揉まれている。一方、日本の大手金融機関は買収や大口出資に動き出した。こうした状況をどう思うか？」という趣旨の質問だった。もちろん、野村証券によるリーマンブラザーズの分解・買収、三菱 UFJ によるモルガンスタンレーへの約 9500 億円の大規模出資などを念頭に置いた質問だった。

田村議員は応えて言った。「日本の金融機関は“チキン” (chicken : 臆病者の意味) である。しかしチキンにもラッキーな局面はある。たとえば言うと、積極果敢で野獣のような欧米の大手金融機関が激烈な生存闘争で壊滅してしまった。逃げ隠れしていた“チキン”が生き残った局面となったのだ。しかし“チキン”のままではダメだ。“チキン”は変わらなければならない。」

セッションの後、カクテル・パーティーの場で田村議員にこう申し上げた。「田村先生、最後にもうひとつこと言って欲しかったですね。“The Chicken Strikes Back! (チキンの逆襲)”ってね。」「おっ！それは面白い！それは竹中さんがフロアーから言ってくれば良かった (笑)」

日本の金融機関＝「チキン」で思い出すのは、昨年8月のNBonlieでのJ.W.チャイ氏の論考「損失が少ないのは誇れるのか」である。引用してみよう。「欧米の金融機関の多くは、こうした金融商品で過去に莫大な利益を稼いできた。そして今回の信用収縮で損失を出したといっても、その多くは会社が揺らぐほどのものではない。こうしたハイリスク・ハイリターンの商品に対し、リスクを承知でポートフォリオに組み込んできた欧米の銀行と、消極的だった邦銀。その結果、『損失額が少ない』と胸をなで下ろしているのだとしたら、時代錯誤だろう。」当時、私はチャイ氏の議論が単純で一面的過ぎることを批判したが(「ジャパン・マネー、臆病は損か?」)、チャイ氏の議論が反論する価値もないほどの的外れだったことは、もはや誰の目にも明らかだ。

しかし、サブプライム危機に端を発したバブル崩壊的な金融危機はなぜ起こったのか？「チキンの国」に生きる私達としてはその教訓を正しく抽出して、「野獣ら」の轍を踏まないことが肝心だ。この点を考えてみよう。

### 行き過ぎた規制緩和の結果なのか？

米国の住宅バブルとその崩壊による金融危機は、「行き過ぎた金融自由化（規制緩和）の結果であり、規制の強化が必要だ」という議論がある。冒頭に述べたユーロマネー誌のパネルのテーマ“Regulation vs. Innovation”もそうした問題意識を下地に、規制と自由なビジネス・イノベーションのあるべきバランスを考えようという趣旨だった。

しかし、規制とイノベーションを対立概念として考えることが既に間違いの第1歩である。「規制」という言葉をどのように定義するかにもよるのだが、それをビジネス・経済活動における「ルール」と広義に理解するならば、そもそもルールのないゲーム（ビジネス）などありえない。ポイントはルールには2種類あるということだ。ひとつは新規の参入障壁を高くし、監督官庁が大きな裁量権を持つことで既存の業者の利益を擁護・調整する「保護主義的なルール」である。もうひとつは自由な競争とイノベーションを促進する「競争促進的なルール」である。

米国で過去30年の間、金融ビジネスを含む産業全般で進んだ自由化・規制緩和とは、本来的には保護主義的なルールの撤廃と競争促進的なルールの施行を目指したものだ。西欧や日本でもやや遅れて、同種の自由化・規制緩和が進んだ。

競争促進的なルールの下でも、ルールの遵守とそれに反した者を罰し、市場から退場させる監督当局の役割は欠かせない。たとえて言うなら、ゲームの審判役であり、ルールと審判なしではゲームは、やりたい放題のカオスになってしまう。

米国では住宅ローン・ビジネスの実態が証券化によって急速に変貌したにもかかわらず、ルールと審判役（監督当局）がそうした変貌に対応しておらず、審判なきゲームが展開した。これが、住宅価格が上がり続けられない限り返済不可能になる無謀なローンがサブプライム・ローンとして2000年代に急増したひとつの要因である。

### 大きく変貌した米国の住宅ローン・ビジネスと制度欠陥

この点をもっと具体的に説明しよう。サブプライム危機の真因を理解するためには、米国の住宅ローン・ビジネスが証券化という川下ばかりでなく、住宅購入者がローンを借りる川上を含めて90年代以降、従来の姿から大きく変貌したことを知る必要がある。

変貌の第1点はモーゲッジ・ブローカーの存在である。多くのサブプライムの借手がモーゲッジ・ブローカーを通じてローンを借りた。ブローカーの多くは個人、ないし個人事業に近い形態で、2000年には25万以上のブローカーが全米で活動していたと言う。ところが彼らに対してランセンス制度すら設けていなかった州が多かった。

この結果、知識も品行にも問題のある個人事業者が大量にブローカーとして参入した。米国では不動産売買の仲介には各州政府が試験を伴う比較的厳しいライセンス制度を設けて

いる。モーゲージ・ブローカーがそうしたライセンス制度の対象になっていなかったのは明らかな制度欠陥である。ブローカーは利鞘が厚く、従って手数料も厚いサブプライム・ローンに群がった。2003年にはサブプライムの半数以上、06年にはサブプライムの63%をこうしたブローカーが組成していたと言う。

ブローカーにはもちろん融資する資金はない。彼らは借入希望者の信用情報、購入対象物件などを記載した書類を作成し、レンダー（貸手）にローンの引受けを依頼する。このレンダーも個人事業、零細事業のノンバンク業者が90年代以降急増していたが、連邦政府レベルの監督対象にはなっていない。「サブプライムを売った男の告白（Confession of a Subprime Lender）」（ダイヤモンド社、2008年）の元レンダー・ビジネスをしていた著者によると、ブローカーが提出する書類の70%以上にはローンを引き出すためのなんらかのごまかしがあったと言う。

レンダーは大手金融機関にローンを売り、資金を回収した。最後に、大手金融機関がローンを証券化して投資家に売り捌いた。このように住宅ローンの証券化というイノベーションは、ローン・ビジネスのアンバンドリング（ビジネス・プロセスの分割）という構造変化を引き起こしていたのだ。ところが、監督体制は連邦政府レベルでも州政府レベルでも旧態然のまま、銀行のみを監督する枠組みだった。この結果、審判なきフィールドでのゲームが展開した。これで反則、いんちきが横行しなければ、むしろ不思議と言うべきだろう。

更に一步進んで、ブローカー、レンダー、証券化して売り捌いた大手金融機関、格付け機関もみな無理、無謀を承知でやり続けたのであり、一種の無言のコンスピラシー（共謀）が働いていたという批判もある。この点は、今後まだまだ増えるだろう刑事訴追、民事訴訟の結果がやがて明らかにしてくれるだろう。

## 陳腐化したルール

金融危機を深刻化させた第2の要因は、信用の引受けと資金の貸手の分離である。旧金融ビジネスモデルでは資金の貸手と信用の引受けは同一だった。従って監督当局は資金の貸手としての銀行を監視していれば、信用リスクも把握・監督できた。80年代に米国や一部西欧諸国で起こった金融危機への教訓として、銀行の保有するリスク性資産に見合った自己資本を要求するBIS規制が先進諸国で導入され、その後この規則は一層精緻化された。銀行が信用リスクや市場リスクなどを過度に引受けて破綻し、ショックの連鎖的な波及で金融・信用システム全体を危機にさらすことを予防するためのルールだった。

ところが90年代以降のデリバティブとしてのCDS（Credit Default Swap）の急速な普及は、資金の貸手と信用の引受け手を分離した。CDSで莫大な信用リスクの引受け手となったAIGが破綻に瀕し、FRBから大規模な緊急融資を受け、政府の管理下におかれたのは、こうした変貌の象徴である。BIS規制で銀行へのルールは厳しくなる一方、銀行部門以外のノンバンク金融機関は緩い規制・監督のままにおかれた。ここでも、イノベーションの結果、ゲームの内容が変貌しているのにルールは時代遅れで陳腐化し、審判の目は別の方向しか見ていないという同じ種類の問題が生じたのだ。

このように考えると、問題の核心は「規制か自由な市場原理か」ではなく、市場のイノベーションによって生まれた新しい状況に、ルール・監督のあり方が適合しているかどうかの問題だと判るだろう。

### 「チキン・ゲーム」に凌ぎを削る金融・投資のプロ達

3番面の論点は、金融工学が高度に発達し、リスク計測・評価手法が「洗練されたはず」の米国の金融・投資機関が、なぜ過大なリスクと莫大な損失を抱える結果になったのかである。この点については、リスク計測に関する理論的で興味深い諸問題が指摘されているが、ここでは省略しよう。

むしろ筆者が強調したいのは、金融工学の発達は市場のバブルとその崩壊を予防することにはつながらないという一見逆説的な事情である。この点を手短かに説明するのは難しいが、工学的に達成可能なことと、人間が人間を相手に行うゲームとは全く別事だにご理解頂きたい。

「チキン・ゲーム」をご存知だろうか。映画などにしばしば登場するものだが、非行少年達が崖に向かって2台の自動車を並走させる。先に車を止めた方が「臆病者（チキン）」となり負けである。市場で「投資・金融のプロ」が展開するゲームも一種のチキン・ゲームで、彼らは金融工学で装備されたハイテクカーに乗って崖に向かって爆走したのだ。

住宅価格が無限に上昇を続けることは不可能であること、その結果、多数の債務破綻と貸倒れ損失が生じることはほぼ必然であることが判っていても、業者（プロ）は業者である限り、每期ライバルと競争しながら稼ぎ続けなくてはならない。途中で降りたら、そこから先は全部ライバルにもっていかれゲームの敗者となる。

その結果、崖に向かって自動車を爆走させることになる。もちろん、崖から転落して死にたくはないので、バブル崩壊の兆しが見えたら売り抜けて（自動車から飛び出して）逃げようとする。ところが皆がそう考えるので市況が悪化し始めると売りは雪崩現象を起こし、大地（市場）そのものが崩壊してしまう。なんと因果なビジネスだろう。

### あえてチキンとなる勇気を持とう

この市場競争の宿命とも言えるジレンマに対して、我々はどうしたら良いのだろうか？私の結論は、投資家も金融機関もバブルと察したら「チキンとなることを恐れるな」「チキンになる勇気を持とう」である。市場全体がバブルに走ることは止められないかもしれないが、少なくとも自分の身は守れる。そうすればバブル崩壊後の安値で資産を買うこともできるだろう。ご賛同頂けたチキンの国の皆さま、それでは最後にご唱和願います。

「Go！Go！チキン！ガンバレ！ガンバレ！チキン！！！」

以上