

龍谷大学
経済学部教授
竹中正治

岐路に立つアメリカの金融ビジネス、オバマ金融改革への期待と不安:掲載タイトル

妻「あなた、今月はもう乗り切れないわよ。住宅ローン、自動車ローン、ガス代、電気代、もう払えないわ。クレジットカードも限度いっぱい使っちゃったし」

夫「ベイビー、俺に任せとけ。とっておきの手があるぜ。こうすると政府が救済してくれるってさ」

そう言って夫は自分の家の屋根に「BANK」と書いたでかい看板を掲げた…。

どの雑誌だったか、あるいは新聞だったか覚えていないが、こういうアメリカの4コマ漫画が昨年あった。「金融機関の連中は高給をもらっているのに、政府の公的資金注入で金融機関が支えられるのは納得いかない」という反発は、今のアメリカに限らない。日本でも銀行の不良債権危機の時期に繰り返されたことだった。

これはバラク・オバマ米大統領も様々なスピーチでとても気を使っている点で、「我々の目的は金融機関を救済することではない。アメリカ経済を回復するために欠かせないファイナンスの流れを回復させるのだ」と繰り返し強調してきた。

公的資金注入による支援問題の議論で必ず持ち出されるのが「大き過ぎて潰せない(too big to fail)」である。実際に財務省の総額7000億ドル(約70兆円)の不良資産救済プログラム(TARP)による[公的資金注入先一覧](#)を見ると、公的資金注入対象先は延べ600社を超える。つまり実際は「多過ぎて潰せない(too many to fail)」でもあるのだ。

この「大き過ぎて(多過ぎて)潰せない」ということの経済論的な本質は何だろうか。合理的に正当化できることなのだろうか。まずこの点から考えてみよう。

信用ネットワークとは生物の細胞組織のようなもの

以前の論考で取り上げたが、経済学に「外部性」という概念がある(2009年4月30日、ニュースを斬る「[米ドルが凋落するってホント?](#)」)。ある経済主体の選択(行動)がほかの経済主体に便益をもたらす場合には「正の外部性」があるという。反対に害やコストをもたらす場合には「負の外部性」がある。

企業が排出する汚染物による公害は「負の外部性」の典型だ。困ったことに、負の外部性が大きな財やサービスは、当該経済主体がその社会的なコストの一部(他者の受ける損害)を免れているので、その分だけ過剰に供給される。

また「ネットワークの外部性」という言葉を目にされたことがあるだろう。電話や電子メールなどのコミュニケーション手段は、利用者が1人の場合、価値はゼロであるが、加入者が増えるにつれ便益(プラス価値)が生まれる。そのプラスの価値はある一定規模を超えると急激に増大する。コミュニケーション手段に限らず、財、サービス、情報、資金を相互にやり取りするために人間が形成するネットワークは、ほとんど皆規模(参加者の数)に応じた正の外部性を生み出すようだ。

金融システムもそうしたネットワークの正の外部性に支えられたものだ。このネットワークの中では多くの主体が「他者から借りられるから、別の他者にも貸す」「他者から返済を受けられるので、別の他者にも返済できる」という相互依存を形成している。この信用ネットワークが十分に大きくなることで得られる便益とは、経済活動に必要なファイナンスがいつでも(一定の要件を満たすことを条件に)利用できることだろう。

自動車を買う時にはオートローン、住宅購入には住宅ローン、様々なショッピングにクレジットカード、企業の場合には短期・長期の運転資金から設備投資資金まで、現代ほどファイナンスの利用可能性(availability)が社会全体に拡大した時代はない。

信用ネットワークは通常は一種の動的な安定状態にある。債務不履行や倒産などによるネットワークの損傷(参加者の離脱)と新規の参加が常にあり、ちょうど生物の身体を構成する細胞の一定比率が常時死ぬと同時に新しい細胞が生まれ、動的な安定を保っているのに似ている。債務不履行の比率が債務全体の1~2%程度なら「予想の範囲」のことであり、ネットワークが危機に瀕することはない。

公的資金注入への嫌悪と批判の本質

ところがそうした不履行がある比率を超え、ネットワークの結節点となっていた大きな金融機関が複数同時に破綻するような場合は、ネットワーク全体が麻痺、崩壊する危険にさらされる。債務不履行は全体の10%でも、ネットワークの多くの参加者が損失の急増に怯え、信用供給を削減、停止する。その結果、信用の相互連鎖で出来上がっているネットワークは著しい機能低下に陥り、あるいは完全に麻痺する。自己資本が大きく棄損した銀行は貸し出しを絞り、投資家は社債やそのほかの証券を買わなくなる。

この時に、信用ネットワークの外部性は正から負に転じる。債務不履行、破綻がある規模を超えると突然ネットワークの機能が急速に低下し、それまで実現されていた正の外部性が消える、すなわち負の外部性が登場する。政府の公的資金注入によって回避しなければならないことは信用ネットワークが生み出していた正の外部性の消滅である、と言えるだろう。

しかし、ここで問題が生じる。現代の信用ネットワークの正の外部性(便益)は広く家計から企業まで享受されているとはいえ、ネットワークの構成員の受ける便益の程度はそれぞれ異なるし、便益

を受ける者と納税者とは異質なカテゴリーだ。そこに「政府の資金(=納税者の負担)で金融システムを支えなくてはならないのか？」という不満、批判が生じる根拠がある。

経済全体としては政府が公的資金を注入して金融システムの麻痺を回避した方が益が大きい。ところが、直接的な受益者と直接的なコスト負担者(納税者)が必ずしも一致しない。

ノンバンクにもシステム破綻予防のためのコストを課すべき

ではどうしたらいいのか。方策は大きく分けると2つある。

まず1つ目。経済学が好む回答は、外部性のコストの「内部化」である。

最近話題になっている代表的な外部不経済の内部化の例は、温室効果ガスの排出問題だ。企業でも家計でも温室効果ガスの排出を放置すれば気候変動リスクが高まると考えられている。そこで排出にキャップ(上限)をはめて、それを超えた分はコストとして徴収される仕組みを作る。さらにこれを「排出権」として売買できる権利にすれば、排出を減らす投資をした経済主体は排出権という収益資産を受け取ることができる。一方、排出を増やす主体は排出権を買うことでコストを担うことになり、市場メカニズムが機能する。

外部不経済が市場メカニズムの中に内部化され、経済主体はそのコストを計算に入れて行動を選択するようになる。結果として排出の総量は抑制される。

実は既に金融システムにも信用ネットワークを守るための事実上の外部不経済の内部化制度がある。預金保険制度である。

預金保険制度への加盟を義務づけられた銀行は、預金量に応じて保険料を払い、プールされた保険料は銀行が破綻した時に預金保証(元本1000万円まで)の原資となる。直接には銀行が破綻した場合に預金を一定限度まで保証する仕組みであるが、特定の銀行の破綻で生じた不安が、「ほかの銀行も破綻するかもしれない」という不安を引き起こし、預金引き出しがほかの銀行に波及し、破綻の連鎖というネットワークの麻痺、崩壊を避ける機能を果たしている。

ただし、預金保険制度は排出権構想のように、市場で売買される仕組みまでには至っていない。また、日本では預金保険の料率は財務内容が優良な銀行も劣る銀行も同一料率である。これでは財務内容に劣る(不良債権比率が高く、あるいは自己資本比率が低い)銀行に「保険制度へのただ乗り」部分が生じる。劣後する銀行への料率は高めに設定し、財務規律を上げる銀行経営のモチベーションを上げるべきなのだが、そうなっていない。

この預金保険制度がアメリカで制定されたのは1930年代の銀行危機、大不況の時だ。80年代までは銀行が信用ネットワークの主たる部分を占めていたのだからそれで良かった。ところが、証券

化と非銀行金融部門の急膨張を経たアメリカでは、預金保険制度では信用ネットワークの崩壊を防げないことが誰の目にも明らかになった。

あえて大胆な提案をするならば、一定規模以上のノンバンクの金融機関には債務規模に応じた課徴金を科し、それをプールすることはできないだろうか。その基金を信用ネットワークが今回のような危機に直面した場合に、公的資金注入を行う中核的な原資にすれば、「なぜ納税者の資金で？」という難しい政治問題は回避できる。

銀行預金保険のように破綻した金融機関の債務を保証する必要は必ずしもないだろう。個別債務まで保証しようとすると必要な基金規模が膨大になり過ぎ、そもそも債権・債務条件は当事者らの自己責任で判断するという市場メカニズムが機能しなくなるからだ。

金融監督制度が見逃した「影の銀行システム」の膨張

信用ネットワークの負の外部性問題へのもう1つの対応は、法令による健全化ルールの制定とその監視である。

銀行についてはそのリスク資産規模に応じた自己資本を義務づけることであり、これは80年代末に「BIS規制(Basel Accord)」として国際的な枠組みで始まった。これは言い換えるならば、銀行に対するレバレッジ規制である。特に米国では連邦準備理事会(FRB)などは銀行の自己資本について事実上BISルール以上に厳しいルールで監督していた。

ところが、米国では信用の膨張は90年代以降は商業銀行からノンバンクの金融部門に移っていった。この各種のノンバンク金融部門では銀行に対するBIS規制のようなものは存在せず、投資銀行(銀行ではなく、ノンバンク金融機関である)などに対しては2004年に事実上大幅緩和された証券取引委員会(SEC)のルールがあるだけだった。

1990年代以降、ノンバンク金融部門での信用の膨張と収益の拡大に脅威を感じた米銀は、もちろん指をくわえて見ているようなことはしなかった。自行の連結対象とならないようなSIV(Structured Investment Vehicle)など特定目的会社(要するにペーパーカンパニー)を設立し、SIVで証券化商品などリスク性資産に大規模に投資し、資金は短期のコマーシャルペーパー(CP)で調達するようになった。銀行はこのSIVが高い格付けでCPを発行できるように流動性補完や部分的信用補完契約を提供し、手数料でも儲けた。

しかし、これは事実上の自己資本規制逃れである。結局、金融危機の勃発でCPは発行不能になり、シティなどはSIVのリスク性資産を丸抱えすることになった。これはやはりSIVが事実上「偽りの手口」だったことを意味している。

こうした事態が米国で「影の銀行システム(shadow banking system)」として今日議論されている問題だが、金融監督制度に巨大な盲点が拡大しているのを見て見ぬふりをしていたようなものだ。ま

た詳しくは省略するが、銀行を対象にした既存の自己資本規制も銀行の保有資産価値と自己資本の変動を媒介に、銀行の信用供与の変化が景気変動に拍車をかけるというプロシクリカル (pro-cyclical) な傾向が改めて問題視されており、改善される必要があるだろう。

オバマ政権の規制改革への期待と不安

さて、こうした観点からオバマ政権が6月17日に発表した金融規制改革の方針を見ると、大局的な方向性は正しいと思うのだが、「期待と不安ともにあり」の気持ちになる(改革案は[財務省のサイト](#)で見ることができる)。

提示されている規制改革案の骨子は以下の通りである。

- (1) 規制・監督対象を銀行から“systemically important firms”と表現される金融機関に広げる。
- (2) 金融のシステミックリスク(連鎖破綻リスク)を監視する部署横断的なFSOC (Financial Service Oversight Council=金融サービス監督協議会)を発足する。
- (3) FRBに銀行ばかりでなく、その破綻が金融システム全体に脅威となるような大型金融グループを監督する権限を与える。
- (4) 銀行とノンバンクの金融機関全体を対象により厳しい自己資本規制と健全化基準を義務づける。規模が大きく、複合的な金融グループほど高い基準を要求する。
- (5) ヘッジファンド(の運用顧問)にSECへの登録とある程度の情報の開示を義務づける。
- (6) 証券化市場取引、店頭(OTC)市場取引、格付け会社に対して透明性向上を含む規制強化を実施する。
- (7) 消費者(金融サービス利用者)と投資家の保護のための(Consumer Financial Protection Agency=金融消費者保護庁)を発足させ、不公正、詐欺、乱用を監視させる。
- (8) 金融危機に際して金融機関、特にノンバンク金融機関の処理に対応する権限と手段を連邦政府に与える。
- (9) 規制と監督のあり方の国際的な合意を形成する。

「規制」を食い物にする輩が虎視眈々と機会を待つ

オバマ政権の改革案に対する「不安」とは、規制と監督の自己増殖的な膨張である。

以前の論考(2008年10月8日、ニュースを斬る「[今時の外資買収、“チキン”の逆襲?](#)」)で強調した通り、規制と監督のないビジネスは、ルールと審判のないゲームと同じで、あり得ない。ただし、あるべきルールと監督は、明快、公平、効率的で、自由な競争とビジネスのイノベーションを促進するものが望まれる。オバマ自身も規制改革はイノベーションを抑制するものであってはならないと語っている。

それでも金融・投資ビジネス業界は強く抵抗するだろう。水が濁っているからこそ、甘い儲けもあるからだ。しかも、敵はウォールストリートだけではない。規制と監督は自己増殖的な傾向を持っている。「大規模な規制改革」を掲げれば、諸規制を増産することも複雑化させることも喜んでやってのける規制テクノクラートたちがワシントンには群れを成している。ある意味ではこちらの方が厄介だ。味方の顔をして加わっているからだ。

それはちょうど経済回復のために大規模な歳出プログラムの法案を出せば、法案にロビイストが群れ集まるのと似たようなものだ。彼らは規制を増産した後、行政府を出て当該規制を作成したのは自分であることを「売り」にしてコンサルタントとして高額報酬を稼ぐ。そのためには規制は一般人には手に負えないほど複雑な方がいい。

IT(情報技術)バブル崩壊の不況時に続出したエンロンやワールドコムなどの企業の会計粉飾問題の後に、会計監査制度と内部統制強化のためにSOX(サーベンス・オクスリー)法が設定された。ところがルールはやはり複雑、煩雑で企業が会計監査事務所に払わなければならないコストが膨大に増えた。会計監査事務所は、会計粉飾幫助まがいのコンサルタントで荒稼ぎし、それができなくなると今度はSOX法で稼いでいると言われたものだ。

オバマ大統領は「利益団体とロビイストの食い物にされるようなワシントンの政策立案過程に終止符を打つために、私はこの地に來たのだ」と唱えてきた。その戦いは始まったばかりだ。