

## 英米型資本主義の興隆とその将来②①

法政大学 経済学部教授 (客員) 渡部 亮

サブプライムローン問題を契機として、金融規制強化の必要性が論じられるようになった。そもそも自由な市場取引を標榜する英米型資本主義において「政府当局はどの程度市場経済に介入すべきか」は、本質的な問題であり、悩ましい問題でもある。この点に関して筆者が、本シリーズ(15)で指摘したように、市場経済システムは、自由放任の市場原理主義ではないし、社会主義の計画経済でもなく、両者の中間に、それぞれの国の歴史的制度的な事情によって、多様な市場経済システムが存在し得ると考える。

金融取引に関しても「自由放任か規制強化か」といった単純な二分法は妥当しない。全面的に規制してしまえば、あらたな革新の芽は摘み取られてしまうし、逆に自由放任にすれば、バブルとクラッシュの繰り返しに陥るであろう。

### 1. グリーンスパン氏の所論

ところで金融危機の発生に関しては、規制監督行政のみならず中央銀行の金融政策も関係している。アラン・グリーンスパン前FRB議長は、4月7日のフィナンシャルタイムズ(FT)紙で、金融政策の観点から次のように論じた。

・住宅価格高騰は米国だけでなく、欧州を含めて世界的に起きた現象であって、金融緩和政策の結果とはいえない。

・金融政策当局者は、民間の市場取引参加者よりも格別に優れた先見力を持つわけではないから、当局が将来の危機を事前に的確に予測し、政策的に先手を打つことはできない。

・市場経済システムのメリットは、民間部門によるイノベーションの促進にあり、規制はそれを封じ込めてしまう。

この見解にたいする反論は、FRBの金融政策が、危機時には大幅に金融緩和したにもかかわらず活況時には引き締めをせず、非対称的であったとい

うものである。ネットバブル崩壊後、2002年後半から2003年にかけての景気回復時に、住宅価格が高騰したにもかかわらず、FRBは低金利政策を継続して住宅バブルを黙認したと批判されている。

### 2. 証券化市場の問題点

一連の金融危機や住宅担保ローンの証券化に関しては、金融政策とは別の側面、すなわち規制監督行政の不適合ないし欠如といった問題もあった。市場経済の規律が厳格なはずの米国で、家計の行き過ぎた借入をチェックするはずの金融機関自身が、外部負債の調達によって過度の投融資を行ったからである。

証券化はその導入当初、信用リスクを広範な投資家に分散させることによって、銀行部門の安定性を高めるものと賞賛された。また融資を証券化することによって、銀行は資金量(預金量)の制約から解放される一方、証券化商品を購入する投資家がどの程度のリスクを取るかによって、その業容が決まるようになった。その投資家は、証券格付けを額面通りに信用して巨大なリスクを取ることになったから、証券化ビジネスも巨大化した。しかも証券化を前提とする銀行融資は、融資がすぐに銀行のバランスシートから切り離されるので、借手の信用力に関する審査が甘くなる。また銀行は、融資を証券化すれば、リスク管理上必要とされる自己資本の額を増やさなくても済んだ。

こうした事態を踏まえると、今後は住宅担保ローンの頭金比率を高めたり、融資の証券化ビジネスを銀行の自己資本比率規制の枠組みの中に位置づけたりする必要が生じるであろう。

### 3. 最後の貸し手と救済融資の違い

金融政策と規制監督行政は、二重の意味で複雑に錯綜している。第一に、通貨価値の維持を主たる目的とする金融政策(流動性管理政策)と、信

用システムの秩序維持を目的とする規制監督行政との間には、利益相反が存在し得る。信用システムに不安が生じた場合、流動性供給の必要性が発生するから、インフレ抑制のための流動性管理政策は犠牲になるかもしれない。グリーンSPAN批判もこの点に関連するものだが、さりとて両者を峻別する一律のルールは存在しないであろう。

第二に、銀行が満期変換（短期借り長期貸し）によって利益をあげようとする、それに伴って内在的に流動性リスクが発生するが、この流動性リスクと、不良債権の発生などによる信用リスクとをいかに峻別するかといった問題がある。ここで信用リスクとは、借り手が元利金の支払いに支障を来す確率を意味し、流動性リスクとは、貸し手が現金を調達できなくなる確率を意味する。両者は関連しており因果関係も存在するが、常に同時発生するとはかぎらない。

従来から、支払い能力がある健全な銀行が一時的な流動性不足に直面した場合、決済システム全体の機能不全を回避するために、中央銀行が緊急融資を行うことは是認されてきた。これが、中央銀行の最後の貸し手（lender of last resort）機能である。しかし不良資産を抱えて支払い不能に陥った銀行に融資を行うと、それは中央銀行による救済融資（bail out）ということになり、通常は是認されなかった。なぜなら情報の非対称性の問題があり、中央銀行には民間銀行の融資内容を把握できないからである。従って、銀行融資の焦付きによる債務超過は救済すべきではなく、最終処理を行うべきだというのが従来の通念であった。

ところが米国では2008年3月下旬、投資銀行ベアー・スターンズの不良債権処理に際して、ニューヨーク連銀が不良債権の受皿会社に290億ドルの融資を行い、実質的に債務超過の救済を行った。中央銀行が民間企業（受皿会社）の信用リスクを引き受けたのである。また英国でも07年夏、ノーザンロック銀行が破綻した際、預金者による取付け騒ぎが発生したため、財務省が750億ポンドの信用保証枠を設定して、イングランド銀行からの融資の道を開き、事実上国有化された。

#### 4. 規制監督組織のあり方

こうした英米の事態は、中央銀行の最後の貸し

手機能と健全性規制との境界をあいまいにするものである。しかし、信用リスクを抱えた銀行にたいして救済融資を行った以上、今後は不良債権発生による銀行破綻を未然に防ぐため、規制監督を強化しなければならないであろう。ところが英国では、銀行の規制監督はイングランド銀行の役割ではなく、金融サービス庁（FSA）の役割とされてきた。97年にそれまで別個に存在した複数の規制監督機関をFSAに一本化し、単一規制体制を敷いたからである。

そこで今度は、規制監督当局をどのように組織するかが問題となった。米国の規制監督当局の組織体制は、銀行、証券、保険、商品取引など業態別に規制監督機関を配置する機能別規制であるが、ハワード・デイビスFSA元長官によると、英米方式のほかにもオランダとオーストラリアの方式があるという（4月2日付けFT紙）。それは、自己資本比率などの健全性規制と、情報開示やインサイダー取引規制など事業行動に関する業務規制とを分けるというものであり、二元的規制と呼ばれる。

デイビス氏の所論は、米国の規制監督組織のあり方に関するハック・ポールソン財務長官の試案（3月末提出）を論評したものであった。ポールソン試案は、これまでの米国の機能別規制を改廃し、オーストラリア・オランダ型の二元的規制にしようとするものである。その場合銀行の健全性規制は、流動性リスク管理政策（金融政策）とあわせて連邦準備制度（FRB）に一本化し、事業行動規制を証券取引委員会（SEC）等が行うことになる。

ポールソン試案によれば、商業銀行のみならず投資銀行の健全性規制監督権限も、SECからFRBに移ることになる。その場合投資銀行は、商業銀行並みの自己資本比率を維持することを求められるから、レバレッジを効かした過度の投資は困難になる。ただし商業銀行の資産が貸出中心であるのにたいして、投資銀行の資産が証券中心であるとすれば、資産の流動性（換金性）に違いがあるわけだから、同様に扱うことはできないといった議論もあり得よう。この点に関して現在、銀行と各規制監督当局を巻き込み、盛んなロビー活動が行われている。（以下は次号に続く）

わたべ りょう（法政大学 経済学部教授）