

## 現下の事態——検証と対応

大 森 泰 人

### 一、三人の賢人

#### (1) A. グリーンスパン

昨年の今ごろもこの会に呼んでいただきました  
際、経済や金融システムがうまく回っている間  
は、「マエストロ」とグリーンズパンをあがめて  
おいて、危機が顕在化すると、後智恵で戦犯扱い  
するのはいかなものか、みたいなことを申しま  
した。今でも基本的な気持ちに変わりありません  
が、昨年、グリーンズパンが出した「波乱の時

代」という書物や最近の発言を見ますと、幾つか  
気になる部分があります。

例えば、中国が高い経済成長を続けても、国内  
の金融システムや社会保障が未整備だし、元来の  
保守的な国民性とも相まって、アメリカ人のよう  
に所得以上の消費をすることができない、といっ  
た指摘があります。明らかに中国の過剰貯蓄を後  
進性の産物と見なしていて、世界のどこかで過剰  
貯蓄なら、世界経済として均衡するためには、ど  
こかが過剰消費にならねばならないとの前提に  
立っています。さすがに、アメリカが過剰消費す

るために住宅バブルが必要だったとまではいいませんが、バブルのマクロ経済的性格を強調することによって、金融政策という人智の限界を説明しているようです。

一方、二〇〇〇年のITバブル崩壊後のみずからの金融政策は、果敢な利下げにより不況を回避したと自画自賛しています。そして、資産価格というのは徐々に上がって一挙に崩壊するので、下がったときの金融政策は有効だが、上がるプロセスではみんな陶醉していて効かないと示唆します。

もう一つ、グリーンспанが評価しているのが、金融技術、なかんずくクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)の進展です。銀行や証券会社など、レバレッジビジネスの主体が資産保有に伴うリスクを移転できるから金融システムの安定性が高まるという主張で、実例はやはりITバ

ブルです。崩壊してもこれらのレバレッジ金融機関が破綻しなかったのは、CDSによって、保険会社や年金基金など、資金量が豊富でレバレッジビジネスを行わない主体にリスクを移転していたので、損失を十分吸収できたという指摘になります。より一般化すると、リスク許容度の低い主体から高い主体にリスクを移転すれば全体として安定性が高まるという主張ですが、実際のところは、レバレッジ金融機関が、よりハイパーレバレッジのファンドとやりとりして、システム全体としてリスク許容度を超えちゃったらどうするんだよ、というのが現下の事態になります。

ここまできても、「世界市場資本主義」という体制こそ世界を豊かにするというグリーンспанの信念は強固であり、穀物価格の高騰に対応した新興国の管理貿易を批判したりしています。最近「古きよき時代に帰れ」みたいな論調が多い

ので、私はかなりこの信念に共感を覚えますけれども、アメリカの穀物メジャーに席巻されて、新興国の子供が飢えていることまでは目に入らないようですし、信念が強固じゃなかったら自分の人生を否定するに等しいので、信じるしかないという側面はあろうかと思えます。

## (2) J・ステイグリッツ

グリーンズパンを批判する資格があると私が感じるのがジョセフ・ステイグリッツで、随分昔から、市場の問題解決能力というものに一貫して強い疑問と適切な規制の必要性を指摘してきました。

一〇年前の日本版ビッグバンは、一九七五年のアメリカのメーデー市場改革を四半世紀遅れで追うものだと評されましたが、本家の改革として、ステイグリッツにいわせると、なまじ手数料を自由

化して健全なブローカー業務が儲からなくなっちゃったので、八〇年代以降のいかわしい投資銀行業務の横行を招いた、ということになり、当たってなくもないかなと苦笑したことがあります。

最近も意気軒高のようで、先月の議会証言では、「証券化事業というのは、一分間に一人、バカが登場するとの前提に依拠している」とか、「この際政府に金融商品安全委員会をつくり、金融機関は委員会が認可した商品のみ買えるようにするべきだ」とか、大まじめに主張しています。ただ、奇抜なことをいつてるだけではノーベル賞はもらえないので、当然、理論的な背景はあるわけで、単純化すれば、市場参加者の間で情報が非対称だと、市場にゆだねても国民の厚生水準は高まらないということです。

そういう前提で、例えば、信用割当も正当化さ

れるといった理論を八〇年代の初めに公表していきまして、そのことは、二年前、たまたま貸金業制度を改革していた私にもサポーターティヴでした。何しろ、信用という商品の価格である金利の上限を下げるとか、量を収入の一定割合に制限するのは、アメリカ人にとっては共產主義者に見えるので、「市場メカニズムへの挑戦だ」とか、「日本のGDPにとってマイナスだ」とか、いろんなことをいわれます。それに対して、「個人の借金で内需を維持している国にいわれたくない、もつと自分の国を心配しなよ」と自信を持ってお引き取りいただいた背景の一つに、ステイグリッツ理論がありました。

欧米も、今はまだ、流動性供給とか公的資金投入といった金融システムの安定策に忙殺されていて、その中で日本の経験に学べみたいな議論がありますが、学んでもらうにはいささか気恥ずかし

い、長きにわたる試行錯誤だった感もあります。ただ、金融不安という上部構造には、住宅ローンの借り手の支払い能力という厳然たる下部構造がありますから、なぜ支払い能力を超えてここまで借りてしまったのかという反省と対策に話が及べば、それこそ、日本の貸金業制度改革に学べという展開になってくると思います。

### (3) F. ナイト

三人目の賢人としてフランク・ナイトを挙げるのは、今回の危機が顕在化して以降、ナイトの思想も人口に膾炙し過ぎて、いささか陳腐化していますが、発生する確率が計算可能なものを「リスク」といい、それを超えるものが「不確実性」であって、計算可能なリスクをとったところで競争により消滅してしまうから、収益の源泉は不確実性だけである、という言葉の定義はやはり便利だ

からです。先ほどのステイグリッツの手数料自由化への評価を当てはめると、株式や債券のブローカー業務で収益を得られたとしても、それが計算可能なら競争により収益は消滅してしまいます。

そうなると、別の商品を求めて、例えば住宅ローンの証券化を行います。原資産のプロファイルが紙になるだけでは物足りないのです、リスクとリターンごとにスライスして、投資家のリスク許容度に応じて、シニア、メザニン、エクイティと提供して、スライスを二乗、三乗していくCDOの仕組みは御案内のとおりです。

さらに、CDSによって資産からリスクのみ切り離れた移転が可能になるのは、原資産が存在しなくても、存在すると同様の商品が製造可能になることでもあります。結局、リスクを高度に管理して収益を上げているつもりが、今後、住宅価格がどうなるかという危うい不確実性の領域に入り

込んで、不確実性のプレミアムを得ていたと評価できます。

「ハイリスク・ハイリターン」という場合の「ハイリスク」とは、リスクが顕在化する確率のことなのか、顕在化した場合の損失の度合いのことなのかについては何も語っていません。かなりの確率で顕在化するから「ハイ」だけれど、その場合、損失はさほど大きくないのかもしれませんが、確率は、ふだんは気にしなくてもいいほどネグリジブルだが、万に一つ、顕在化してしまったら大きな損失を招くのもかもしれません。何となくそんなイメージを抱きながら、実は、かなりの確率で大きな損失を招くようなことをしていたのだと、後から気づいて慄然とします。リスクテイク競争をしながら収益を上げ続けようとするれば、不確実性を計算可能なリスクだといひ張る欺瞞が、顧客に対しても、自分に対しても必要だったのだ

と思います。

私たち日本人は、銀行中心の金融システムにおいて、今後、担保不動産価格がどうなるかという不確実性の領域に入り込んで大げがしましたが、現在、ナイトが再評価されているのは、自由主義経済や市場を中心とする金融システムを最良の体制としながら、その限界についてもかなりペシミスティックに認識していたところにあると思います。

## 二、原点としての大恐慌と その後の展開

### (1) 現在の金融制度の原点

何だか独創性のない経済学の先生の講義みたいになっていますが、大恐慌以来の危機のようですから、今度は、若干歴史のおさらいをしてみま

す。

株価がファンダメンタルズをはるかに超えて上昇して、一九二九年に暴落してしまった制度的な背景として、投資対象である公開会社の真実が開示されない、また、相場操縦やインサイダーが行っていたとの反省がありました。会社法が州法ですと、どうしても、我が州に立地してくださいと経営者にこびて甘くなるので、市場への開示と公正取引は連邦法で規律し、連邦機関であるSECが監視していく仕組みを形成しました。

また、預金者と投資家をもに守るために、預金を扱う商業銀行の業務は短期の貸付けに厳しく限定し、証券の引受けや販売などを行う証券会社を、ホールセール分野では「投資銀行」と呼ぶようになりますが、別業態にしたのも御案内のとおりです。

マクローの経済政策としては、借金してまで投資

して、ある日いきなりあるはずの資産が消滅してしまつと、しばらく借金返済に注力してバランスシートを修復せざるを得ず、こうした民間に資金需要のない時代には、金融緩和より政府が金を使うべきだという思想が市民権を得ました。また、保護貿易や通貨切り下げ競争によつて世界経済が縮小均衡して大戦につながつた反省から、戦後はドルを基軸通貨として、アメリカが世界に資金供給する体制が構築されたのも御案内のとおりです。

住宅金融の体制にもちよつと触れておきますと、伝統的に、アメリカ国民への住宅ローンの担い手は互助的に形成されたS&Lで、地域から預金を集め、顔の見える顧客にアドバイスしながら貸していました。この零細なS&Lを補完するため、連邦の住宅貸付銀行とか、S&Lの貸付債権を購入して証券化するファニーメイもニュー

ディール時代につくられていまして、アメリカ国民には大変なじみ深い存在になっています。

## (2) その後の展開

現下の事態に呼応して、大恐慌以来のアメリカの経済や金融システムを振り返る書物があふれていますから、私も幾つか眺めて、改めて感じたことがあります。それは、現在の私たちがいかにもアメリカ的だなど感じる自由主義経済の哲学、小さな政府のもとで規制を最小限にすれば国民の経済厚生が高まる、とか、金融システムは銀行よりも市場を中心とすべきであり、市場に問題解決能力があるという信念、先ほどのグリーンズパンの「世界市場資本主義こそ世界を豊かにする」というのももちろん同じですが、そうした哲学や信念は、たかだか八〇年代に入つて形成されたということです。それは、たまたま八〇年代から社会人

をしている私の認識の限界だったかもしれない。

逆にいえば、大恐慌以来、経済や金融システムは、政府が適切にコントロールしなければならぬという思想のほうが強くて、それが半世紀ほど続きました。ところが、六〇年代、七〇年代は、アメリカの実体経済の競争力がかなり無残に低下して日本製品などに席卷されますし、激しいインフレと不況に同時に襲われます。政治的には、ベスト・アンド・ブライテストを集めたはずが失敗し、戦争にも負けていったん自信を喪失した後、レーガノミックスになるといふことです。別にリーダー個人の思想や指導力によって路線転換したわけではないですが、レーガンやサッチャーは転換の象徴ではあったでしょうね。

そもそも、アメリカが実体経済の競争力低下に対応して、市場型に舵を切る金融システム改革を

どこまで自覚的、戦略的に行ったかは定かでないし、流行の陰謀史観にも組みませぬけど、銀行型金融システムのもとで生じたバブルが崩壊し、失われた九〇年代以降を過ごしていた私たちからすると、日本版ビッグバンで追いかける必要があると思えるほど、かなりうまく運営しているように見えました。

この一〇年来いつも、講演の機会をいただくたびに同じことを申し上げていますが、アメリカの市場型金融システムの強みは、まず、実体経済が必要とする資金配分が銀行より効率的です。保守的な銀行の貸付担当者が悩むより、不特定多数の投資家の評価により資金が流れ、市場が今後の成長分野を見い出していきます。

また、いったん資金が流れた後も、経営者にとっては、銀行より市場のガバナンスのほうが厳しく、常時、効率経営に努めて配当やキャッシュピタル

ゲインで株主還元しないと、株主はとつと見放してほかの会社にかえてしまいます。さらに、市場での評価を勘案しながら行うM&Aにより非効率企業の再編が容易になります。もとより、行き過ぎたLBOなどで企業価値が破壊されるデメリットと裏腹ですが、持合いに安住して資本効率の低い日本の現状からすれば、メリットが上回ると思われました。

歴史を見ても、製造業の比較優位が永続することはないですから、産業構造として、成熟した経済が市場を活用して稼げる金融立国を目指すのは当然の方向感でしょう。国民の資産構成としても、長期保有を前提とすれば、投資商品の比率を高めることによって、より豊かになれる可能性が広がる、といったところになります。

大恐慌の直後に、グラス・ステイガル法で業務を厳しく限定された商業銀行が同じように感じ

たのは当然であり、FRB主導で銀証の垣根の緩和が進み、九九年のグラム・リーチ・ブライリー法で法的に追認しますが、それは同時に、現在多くのFRB幹部が述懐するように、市場で発生した問題が必ず銀行まで波及してしまう金融システムにしまった、ということでもあります。

### 三、バランスシートの時価認識と セーフティネット

#### (1) 自己資本とレバレッジ

次に、しばらく金融機関のバランスシートを想像しながら聞いていただきたいと思えます。資産サイドに貸付けとか株式とか証券化商品があり、負債サイドに預金やCPや現先があり、自己資本があるという単純なモデルです。

金融機関であれば、銀行も証券会社も投資ファ

ンドも、自己資本とレバレッジの組合わせを模索しており、仮に最適自己資本比率が一〇%とすると、一〇の自己資本に対する資産規模は一〇〇です。ここで、資産価格の上昇を反映し、自己資本が五ふえて一五になると、一〇%という比率を維持するならば、借入れをふやして資産規模を一五〇にふやすことになり、その結果、需給が逼迫して資産価格がさらに上昇することが容易に想像できます。逆に、資産価格が下落して自己資本が半分になると、比率を維持するならば、資産規模も半分に減らし借入れを返済しますから、資産価格はさらに下落していきます。要は、バランスシートが資産価格の変動を時価で認識すると、資産価格変動のボラティリティが高まります。

一 現実には、資産価格の上昇局面ではレバレッジを高めるのが通例で、この傾向は相対的に規制の強い銀行でも結構観察されますし、証券会社では

さらに明瞭に、ファンドではさらにさらに明瞭であるのは皆さん御経験のとおりかと存じます。下落局面では逆にレバレッジが縮小し、証拠金の積み増しが拍車をかけます。上昇局面における意欲というか欲というか、下落局面における不安というか恐怖というか、主観的要素によって説明される現象です。B I Sの調査によれば、主要金融機関のうち、ゴールドマンサックスだけが、資産価格上昇とレバレッジに相関関係がなかったようで、ほどほどのところでやめておくという、逆張りのリスク管理はだれにでもできるものではないようです。

## (2) 銀行貸付けと引当て

こうしたメカニズムは、資産として株式のような価格変動商品をイメージすると最もフィットするようですが、不動産担保貸付けにおいても事実

上同じであるのは、八〇年代後半、担保価格の上昇による貸付けの拡大を経験した日本人には理解しやすいと思います。

よく投資銀行やヘッジファンドの無謀なレバレッジといわれますが、預金を扱う商業銀行とて、自己資本比率が八%なら一二・五倍、四%なら二五倍ですから、かなりのレバレッジではあります。通常は預金者というのはおとなしいので一斉に引き出したりしませんし、監督は厳格だということになっていきますが、それでもバブルは起こってしまいます。

貸付けそのものは、引当てを積むことによつて時価評価します。長い間、貸付先が破綻しても、担保不動産を処分すればおつりが来る時代が続いたので、貸付けをまじめに評価する必要がなく、税法が許容する引当てを積んでいれば足りました。不動産価格が下落に転じて初めて、貸付けの

現在価値がクルーシャルな意味を持ちます。

ここで留意すべきは、株式などの金融商品であれ、貸付けであれ、時価で評価する結果、どういう事態が起こるかということと、その事態に対するセーフティネットの整備状況とを切り離して、時価会計の是非をピュアに論じるのはナンセンスだということです。貸付けに対し、債務者区分に応じた実質的な引当てをした結果、トータルで債務超過になってしまうのであれば、預金者保護のために公的資金でバランスシートの穴埋めをできるのかとか、さらに進んで、予防的な資本増強ができるのかということです。

こうしたセーフティネットを整備して初めて、バランスシートを率直に認識し、破綻させることもできますが、実際に破綻して公的資金が使われると、だれかが落とし前をつけるという国民の気分が高まります。それを察知した検察が国策捜査

を始め、不良債権をつくった人ではなく、たまたま破綻時に経営の任にあった人を逮捕します。理由は、公正な会計慣行に従って引当てしなかったということですが、そんなことしたらつぶれてしまうので、おまえは自分の銀行をつぶして金融システムを混乱させなかつたから犯罪者だといっているんですね。この理不尽が最高裁で是正されるまで一〇年もかかりました。

世の中にはすばらしく先の読める頭のいい人もいますので、検察の理論武装をサポートし、検察側証人として法廷証言した経験を書物につづついたりします。私は、自分が利口でなく、先が読めないことには自信があるので、いつだって普通のサラリーマンの味方でありたいと思います。

#### 四、国民感情と危機対応

##### (1) これまでのアメリカの顛末

そこで次に、国民感情と危機対応の関係を日米対比しながら整理してみます。

この三月にベアスターンズの救済策が公表されたとき、モルガンを間にかませて可能な限り救済色を抑制しているあたり、なかなか苦心のスキームだなと感じました。それでも世論や議会の反応は厳しく、袋だたきに遭っているポールソンやバーナンキを見ると、九六年の住専国会を思い出さないではいられません。

半年後、九月のリーマンブラザーズの処理に当たり、アメリカ当局が、もはやベアと同じ方法とはれないと感じたのか、あるいは、一つぐらい破綻して混乱したほうが、事態の深刻さが普通の国

民にも認識され、金融システム全体として万全のセーフティネットを整備できると感じたのか定かではないですが、それでも金融安定化法案がいったん否決されるぐらいですから、ウォールストリートへの国民感情は非常に厳しいものがあります。

フアンイーメイとかフレディマックはアメリカ人のライフスタイルそのものだし、AIG、「アメリカが世界」というおかしな名前の保険会社の救済のほうが強欲投資銀行より受け入れやすいのは確かでしょう。常軌を逸するほど所得格差が拡大する一方、イラクで死んでいくのは貧しいアメリカの若者だという現実を前にすると、アメリカ国民のシンパシーの乏しさも理解はできます。

当初の対策の柱が不良資産の買取りだったのは、公的資金で資本増強するというより国民が受け入れやすそうだったからです。日本でも、住専

処理に際し、たかだか六八五〇億円の公的資金で大騒ぎになった後しばらくして、政府がおっかなびっくり提案したのが、不良資産をRCCが買い取るスキームでした。この提案をしているさなかの九七年一月に北拓や山一が破綻しましたから、公的資金の直接投入に向けた機運が盛り上がり、さらに、翌九八年に、長銀、日債銀の危機が顕在化して、ようやく使い物になるセーフティネットが整備されます。

今回も興味深いのは、アメリカ当局が、金融安定化法の成立前には、不良資産買取りのための法律だと説明する一方、公的資金の投入には極めて慎重ないい回しに終始しつつ、成立した途端に、実はこの法律で公的資金が投入できるんだとわかにかにいい始めたことです。このあたり、だましましやつていくしかないんだよというぼやきが聞こえてくるように感じます。

(2) 公的資金投入と時価会計停止のセット

×二ユー

先ほど見たように、八%の自己資本が毀損すれば、一二・五倍の貸付枠が縮小しますから、公的資金で一時的に自己資本を補完するのは有効な政策です。大企業なら市場調達もできますが、中小企業は銀行に頼るしかないので、公的資金投入はそもそも中小企業対策ともいえます。純粹な損得で見ても、弱ったときに入れてしばらくしのいで、立ち直ったらおつりをつけて返してもらうんだから、政府が国民のエンジニアントとして有利で割安な投資をしているともいえます。ただ、私が幾らそういつてみたところで釈然としない国民は多いですし、金融機関としても、申請しただけで経営を不安視されますから、勇気が要るのは確かです。

大恐慌の後、ルーズベルトは、当時、最も格付

が高かったモルガンに、まず、おたくが公的資金を受け入れて、ほかの銀行に範を示してほしいと要請しました。どうやらアメリカ当局は、最近に至るまで、困ったときにはモルガンを頼る伝統があるようです。

九九年に日本の大手一五行に一斉投入したのも、先立つ検査において、先ほどお話しした債務者区分に応じた実質的引当てを強く求めた結果、横並びで自己資本不足になったという背景があります。その後、地銀以下の業態からは、かなりせっぱ詰まらないと申請が出てこない状況が続きました。

今般、日本でも、公的資金投入の根拠法を復活するに際し、申請に伴う心理的ハードルを下げ、機動的に投入するため、一律に経営責任は問わないという仕組みにしましたが、そうなると、どうい場合にも問うのかをめぐって世論が盛り上がる

ことにもなります。そういう構図ですから、毀損した自己資本を公的資金で補うより、実は、自己資本は毀損していかないのだと認識するほうがはるかに楽です。ここに、公的資金投入論と必ずセットで時価会計の停止論が出てくる背景があります。先ほど申したように、時価会計は不変の真理でもなく、短期売買する投資銀行的ビジネスにフィットした方式ともいえますし、ルーズベルトも停止しましたから、歴史は繰り返しているともいえます。

ただ、苦しいからというのでは市場に見透かされるだけなので、時価と呼ぶのに値するの可否かという実質判断になります。市場参加者が疑心暗鬼で身動きとれずに、たまたませつば詰って投売りした価格をもって、市場の取引事例なんだから、長期保有者も含め従わねばならないのは変だろろうというだけのことです。公的資金投入や時価

会計の停止が国民に理解されてくると、最初の対策の柱だったはずの不良資産の買取りが、いつの間にかいったん棚上げされてしまうのも苦笑させられます。その後、対シティバンクを皮切りとして公表された不良資産買取りスキームは、プット・オプションの売買みたいな体裁になっていて、買取価格に焦点を当てられたくない当局の工夫がやはり感じられます。

### (3) 煮え切らない話

とはいえ、こうした試行錯誤を評して、その場しのぎの政策と断罪はできません。危機対応として、自分の見たいと欲する現実しか見ようとせず、先送りして事態の好転を待つのが最低のやり方だと一般論としてはいえますし、残念ながら、日本の不良債権処理にもその趣があつたでしょう。迅速に不良資産を切り離せとか、切り離さな

いんだつたら嚴格に時価評価せよとか、その結果、毀損する自己資本を公的資金で補え、といった手法は確かに有効です。

ただ、そうしたS & Lの破綻処理型手法しかなのかといえ、はるかに規模の大きい中南米債務危機に際してはそうではありませんでした。一言でいえば、しばらくの間、官民で余り固いことはいわれないようにしよう、固いこといつていると全員が倒れてしまうので、見て見ぬふりをしながら、一定の時間をかけて損失を吸収していこうという手法です。そういう形で危機を顕在化させなかった人は英雄になれません。英雄というのは、危機の後から出てきて、血を流すのをためらわなかった人のことだからです。

— 何だか煮え切らないことをいつておるな、とお思いかもありませんが、逆にいうと、世間には、初歩的な歴史認識の錯誤や、教養の不足に起因す

る割り切った論調が多過ぎるんですね。楽観論より悲観論が支配するのは、悲観論のほうが利口に見えるし、悲観して外れてもだれも怒りませんか。理解はできますが、日々目にするのは、あなたの脳みそで解決できるような問題だったら、とつくにしているでしょ、というナイーヴな主張です。

— 加えて、アメリカならまだしも、日本のメディアに「強欲資本主義の破綻」とか「市場型金融システムの終焉」といったタイトルがあふれているのは、これまで何の努力もしてこなかった人たちが、「それ見たことか」と開き直って、努力してこなかった自分を正当化しているような気がします。何しろこの国は、ウォールストリートの投資銀行みたいに強欲になったことは一度もないです。し、たまにウォールストリート流儀で発言し行動する人が登場すると、あつという間に犯罪者にし

て社会から葬ってしまいます。そして、何よりこの国は、先ほどお話しした市場型金融システムにはやはり一度もなったことがないのでして、国民がそのメリットを享受しないまま委縮しているわけにもいきません。

## 五、規制の再設計——頭の体操

### (1) 基本の構え

これまでEUは、世界の資金を呼び込み、市場のプレゼンスを高めるため、厳格な金融規制には慎重な構えでしたが、先の金融サミットでは被害者意識があるせい、アメリカより強く今後の規制強化を主張しました。大恐慌のときほど規制体系の抜本的な転換になるとは思えませんが、危機の原因を検証し、再発防止のために何が有効かという議論は当然続きます。既に容疑者リストは出

そろっていて、便宜上、三分類すると、一つには、証券化やCDSなどの金融技術、二つ目に、金融機関のビジネスモデル、三つ目に、自己資本規制の枠組みとその運用といったところです。

ツールや業態そのものに腹を立てるのではなく、どの業態がツールの使い方をどう間違えたのか、そして、政府はなぜその間違いを抑止できなかったのか、あるいは、そもそも抑止できるものなのかを落ちついて判断する必要があります。しばらくの間は、みんな懲りておとなしくしているので、規制強化の実益に乏しいですが、ほとぼりが冷め記憶が薄らぐとどうなるかという人間性への洞察も必要でしょう。チャールズ・キンドルバーガーの金融恐慌史は、歴史から失敗の教訓を引き出せない人間の万華鏡といった趣があります。また、アメリカの失敗に日本がどこまで足並みそろえて対応するかは、サーベンス・オクス

リー法を、日本の公開会社の現実を踏まえて取捨選択し、J-SOXにしたのと同じ経験になりません。

## (2) 金融技術（証券化と格付け、CDS）

証券化は、信用リスクを集めて、優先劣後構造を含む信用補完により加工する技術として有益ですし、現に、バブルが崩壊後の日本でも、信用リスクを軽減するために使われ、健全に普及してきました。今回は資産価格の前提を誤って原資産の劣化を招きましたが、日本では、伝統的な銀行型金融システムのもとでもバブルが生じ、崩壊し、自己資本の毀損により健全な借り手への資金供給余力まで枯渇してしまいました。仮に、もっと早くから証券化が普及し、八〇年代の後半、銀行が不動産担保貸付けを実行しつつ、同時に証券化していたなら、投資家はもちろん損をして腹を立て

たでしょうけれども、金融機能が全体として麻痺しなくて済んだはずですが。あえて時間軸を無視した仮定として、同じくCDSでリスクを移転していれば、移転されたほうは困りますが、先ほどのグリーンスパンの評価のように、リスクが銀行だけに集中するシステムとしての脆弱性を回避できたとはいえます。

切り離す前提で貸付けを組成するとモラルハザードが生じるという点は、結局のところ、貸し手のレピュテーションにはね返ってくるので、自己規律にゆだねるのか、事後的な損失分担ルールを導入するのかを、相手のモラルに応じた監督の有効性とあわせて考える必要があります。

証券化技術を今後とも利用していく上で格付けが重要なので、世界中で議論されています。金融関係者だけで集まると、事後的に格付の自身を問うべきではないという前提になりますが、それに対

して政治的反発が生じるのは、「だったら何のための専門家なんだよ」とか、「一緒に甘い汁を吸っていたじゃないか」という国民感情の反映でもあります。証券化商品の格付に対しては、評価を誤ったことを制度の欠陥と混同するナイーヴな誤解も多いですが、リスクに見合った価格形成という元来の市場機能が働かず、過剰なリスクテイクが行われた責任の一翼は担わねばなりません。これは、公開会社が問題を起こすと、「監査法人は一体どこを見ていたんだ」と怒りが爆発して、法的責任が強化されると同じ構図でして、やはり小さな会計士ほどクライアントのいうことなんか怖くて聞いていられない、というのと同様のインセンティブ構造を規制に組み込む必要があります。市場型金融システムにおいて、格付機関や監査法人がしっかり仕事をしてくれればくれるほど、何かと融通がききにくい当局の規制の守備範

囲を狭めることができます。

CDSも有益な金融技術ですから、不透明感を払拭していく必要があります。デリバティブズのイノベーションに敬意を表する点において、私、人後に落ちませんが、やはりこういう事態になつてきますと、ものによっては店頭取引から取引所取引への移行を促していく、取引所が管理する証拠金制度によつて、カウンターパーティリスクなく円滑に清算するという方向感で考えていかなければならないと思います。

(3) 金融機関のビジネスモデル(業界地図、顧客との関係、商品のレバレッジ、ファンド)

投資銀行が商業銀行の傘下に入るとか、銀行持ち株会社の資格を得るといった現象を見て、投資銀行モデルの崩壊と商業銀行の復権とか、垣根の消滅と評するのは、控え目にいつてもミスリー

ディングな気がします。株式や社債を引き受けて販売したり、M&Aを助言、仲介したり、資産運用を受託するビジネスがなくなることはありません。預金を集めて貸し付ける商業銀行ビジネスの将来性に期待したり、原点回帰を叫ぶなら、人々の進化に対するかなりベシミスティックな認識だと思っています。

現在生じているのは、商業銀行にとっては、従来から一貫して投資銀行化を指向してきた延長線上の動きです。投資銀行にとっては、ヘッジファンドにレバレッジを提供したり、みずからのレバレッジを拡大して、ヘッジファンドと同じ業務を派手に展開して行き詰まった反省に立つ動きです。やはり短期の市場調達に基づくオンバランスの自己資金投資には無理があるので、投資銀行業務であっても、預金という安定した資金と厚い自己資本が必要だな、と改めて気づいたというところ

でしょう。今後、商業銀行グループとして規制されれば、おのずとしばらくおとなしくしているしかありません。

ちなみに、垣根の消滅と聞いて能気な印象を受けるのは、異業態のグループ化が進むにつれ、利益相反のコントロールにはより神経を使わねばならないからです。例えば、この会社は割安だから買いませんかと持ちかけてM&Aの手数料を稼ぎながら、買収資金はうちの商業銀行が貸しますなんていって、勝手に預金をリスクにさらしているはずがありません。

銀行が間に入るから間接金融といいますが、直接金融といわれる世界もだれかが間に入っていて、金を出したり借りたりする顧客との関係は銀行の場合よりよほど希薄です。収益率が低ければ、金の出し手はすぐほかに乗りかえてしまうので、ハイリスクでも高収益を追求せざるを得ない

し、証券化商品の原資産の住宅ローンやLBOローンがいかにか略奪的な構造でも知ったことではありません。やがて、引受けや仲介で手数料を稼ぐより、自分のバランスシートで勝負したほうが手っ取り早いという展開になりました。

資産価格のバブルを認識できないのはどうしてかと外から見ていると感じるんですけれども、中にいると、クビになったシティのCEOが述懐していたように、音楽が鳴っていればダンスを踊り続けざるを得ない、バブルかなと感じても、自分だけ競争からおけるわけにはいかないということでしょう。そういう世界における有能さというのは主に大胆さのことであって、早い段階でバブルを察知し、大きく張ってさっさと逃げるといふものだったと思います。ダンスを踊る報酬が高過ぎるといふ議論も金融サミットで出ており、今後、業界がジェントルマンズルールとして律していく

べきでしょう。

逆に、間接金融は、先ほど、昔のS&Lを顔の見える貸付けと紹介したように、借り手に直接働きかけて信用リスクを軽減できる関係にあります。何のとりえもない農村女性に金を貸しても、鶏の飼いや卵の納入先まで教えるのでグラミンバンクは機能しました。商業銀行モデルも、中小企業をリスクに応じてスコアリングするだけでは、思ったほどには返ってこないという展開になるので、借り手に対する汗のかき方が今後の成否を担うのだと思います。

バブル崩壊の影響を一定限度に抑えるために、投資対象の商品性としてレバレッジ上限を設ける案もあり、例えばFX規制を検討した際も、金融審議会では、一〇倍までにするか否かといった議論をしました。確かに、一〇倍だと、元本がゼロになるためには為替が一〇%想定外に振れる必要

があるので、一〇〇倍にして一%振れて吹っ飛ばよりも、ミセス・ワタナベにとつては転ばぬ先の杖かもしれません。いま一度同じ議論が繰り返されたら、やはり私は反対すると思います。

商品性そのものを制限できないなら、ファンドが行儀よくするように監視や資金流入規制を強化せよという主張も根強いですが、単独で試みるとアメリカが経験したように、場所だけよそに移されて同じことをされる結果を招きがちです。確かに、典型的なヘッジファンドの行動として、自己資本の四倍借りて、五%までの損失を吸収するCDOエクイティに投資すれば、それだけで一〇〇倍ですから、随分危ない橋を渡っているなと思いますし、ファンドが稼いでくれるからといって、既存の金融機関がいいなりにポジションを拡大してきたのは、稼いでくれるからといってニック・リーソンを管理できなかったベアリングと同じで

す。

ただ、ファンドへの規制強化論というのは、元来、規制が難しい金融主体をファンドと呼ぶという言葉の定義への理解不足からきている側面もありますので、銀行や証券会社など、これまで規制してきた金融機関の、ファンドとのつき合い方をあわせて考えていくことが必要と思います。

#### (4) 自己資本規制の枠組みとその運用

投資対象の商品性としてのレバレッジ上限でなくとも、自己資本規制の枠組みについては、その抜け道の模索が今回の危機を招いた面があるので、リスクウエイトを再検証して、見直しを行う必要があります。S I Vを別働隊にしても、結局、住専の母体行責任と同じ展開になるならリスク評価を別扱いにできないし、自分が審査した住宅ローンを抱えるより、他人が組成した住宅ロー

ンのAAA証券化商品だとはるかに大量に保有できるのも何だか変だし、自己資本の質の向上も必要でしょう。外野からは、毀損に備えて自己資本の保険制度を導入するか、バブルにつながる過剰なリスクテイクを抑止するために、住宅や不動産価格の上昇局面では自己資本比率を引き上げ、

下落局面では引き下げて、景気循環的にするというアイディアも聞こえます。後者は財政政策のビルトインスタビライザーの金融規制版ですが、その延長線上に、レバレッジが高いつか、開示しないファンドなどに貸すのであれば、罰則的に高い自己資本の割当てを義務づけるといった主張もあります。

金融庁が世界に誇る行政官で、かつてのバーゼル事務局長だった氷見野君によりますと、そもそも当局が民間より事情に通じているはずがないので、こうしたルールは、民間のすぐれたリスク管

理専門家に学びながら、とことん協議を重ねて、円滑にワークするようにつくっていくそうです。であれば、今回、おまえたちは失敗したんだから黙って従え、なんていうアイディア倒れの展開にならねばよいと思います。

こうした工夫をしても、貸すこと自体は禁止できないので、当局の監督権限を強化し、バブルを小さな芽のうちに摘むべきだなんていわれると、さすがにグリーンスパンならずとも、私たちは神ではないといたくはなりません。ファンダメンタルズという言葉は便利だから私も使いますが、現状がファンダメンタルズの反映なのか、乖離したバブルなのかを当局のほうが妥当に認識できる保証は当然ながらどこにもなく、せいぜい、ダンスを踊っていない分、冷静かもしれないというにすぎません。よしんばバブルの疑念を抱いたとしても、それだけで、みんなが楽しく踊っているさな

かに音楽をとめなさいなんていうと、経済音痴だの官製不況だの、大ブーイングにさらされます。

総じてこの手の当局による未然防止論というのは、バブル崩壊に懲りて、現状維持が望ましいという前提に立っているわけですが、それは同時に、イノベーションにとっては抑止的であることを認識する必要があります。

六、（効果のほどは自明ではないが、とにかく気合いで）政策総

動員

(1) 金融政策&財政政策&為替政策

バブルの功罪にどう対処するかは、金融行政より、むしろ金融政策において同じ構図で広く議論されてきました。「今は金融緩和、過剰流動性でリスクが低いから借金してでもITは買いだ」と

盛り上がるからバブルになります、同時にIT革命にもなります。また、アメリカの持ち家比率が顕著に上昇して、アフリカ系やヒスパニックの人たちもかなり家を持てるようになったこと自体を批判する人はいません。金融政策が、グリーンспанが示唆するように、实体经济に受動的に対応せざるを得ないのか、实体经济に重大な影響を与え得るのかをめぐっては、依然議論百出です。し、大恐慌後の金融政策についてすら、何が有効だったのか、どうすべきだったのかをめぐって定説は固まっています。

私が確からしいと思えるのは、借金してまでバブルに参加し、崩壊してしまつと、しばらく借金返済が優先するので、金融緩和により实体经济を刺激する効果はあまり期待できず、むしろ金融仲介が、別の資産価格の上昇をもたらす可能性が高いだろうということぐらいです。日本のバブル崩

壊後の金融緩和が国内で別のバブルを生まなかったのは、金融仲介の主な担い手だった銀行が機能不全に陥ったからです。アメリカは担い手にこと欠きません。IT企業から住宅、さらには、原油、穀物ときて、さすがに事態の深刻さに行き場を失っていったん息の根がとまったのが現状かと思えます。それでも、多少元気が残っていて気の早い人たちは、ドルキャリアで二〇一〇年新興国バブルを想定しているくらいです。こうしたバブルの連鎖をなるべく回避しようとすれば、だれも金を使わないときには政府が使うという、ここ数年間は評価の低かった財政学に戻ってくるということでしょう。

金をドブに捨てたといわれる新銀行東京も、財政政策として金を流したととらえることができず。随分と非効率で不公平な流し方だし、かつてバーナンキが日本に勧めたトマト・ケチャップの

購入といい勝負ですが、ドブに捨てたわけではありません。むしろ、日本の銀行は担保がないと金も貸せない、リスクテイク能力のない無能集団だから我々が範を示すという意気込みだったのが、健全な資金需要がないときにやみくもに提供しても、ゾンビを延命させるだけということがクリアに証明された貴重な社会実験だったと思えます。

急激な円高が株式市場で懸念されていますが、円高がづらいから介入せよといった近隣窮乏化策はやはり歴史から学んでいないと思います。日本のバブルの契機になった八五年のプラザ合意前の一ドル＝二四〇円から、一〇年間で三倍の八〇円になり、日本経済の足腰は強くなりました。九五以降、アメリカが強いドルを標榜して世界から金を集める中で、今回の危機が顕在化するまでは、実質実効レートでプラザ合意前の水準に戻っていたので、円安バブルだったともいえます。

今後、日本の人口は減少する一方で、外国人入レルギーゆえに内需依存型成長は困難で、依然、輸出に頼らざるを得ないという声も聞かれますが、悲観的前提に立つべきではないでしょう。円高を活かした直接投資とともに、この国を世界に向けて一層開くことによる国益を模索する必要があります。

## (2) 有事の対応、平時の構え

足もとでは、日本の金融システムの傷が浅いにもかかわらず、ヘッジファンドの狼狽や仕掛けに左右される市場になっているのは残念ですけど、私たちが狼狽していたときに冷静に買い続けてくれたこともあるのですから、文句ばかりもいえないし、国内では新たな個人投資家の動きも出てきました。

かつて、二〇〇三年四月に当時のバブル後最安

値をつけた翌月、りそな、足利銀行の処理の後、

急速上昇に転じたので、「明快な打ちどめ感を与える政策が必要だ」なんていう学者が多いですけど、いささか投資家をバカにした見立てだと思えます。公的資金投入や破綻処理は契機だったかもしれないませんが、やはりそれまでずっと打ち続けてきた政策を受け、ようやく世界の投資家が信頼を回復してきた時期と重なっただけです。その意味で、民間主導の自律反転が期待しにくい状況においては、投資家が信頼してくれるまで、世界中の当局が連携して、気合いで政策を総動員し続けていく必要があります。かつて、克服されなかった金融危機は存在しません。

同時に、平時の備えも欠かせません。八〇年代以降のアメリカ経済は、市場型金融システムを十分に活用しながらかなりうまく運営してきましたが、ここに来て、過剰なりスクテイクの制御に失

敗すると同時に、家計も財政も貿易も赤字にしたまま世界からファイナンスしてもらおう仕組みがもはや持続可能ではなくなりました。これが一過性の現象でないことを普通のアメリカ国民も感じているので、自分たちは改革できるんだと確認したくて新しい大統領を選んだ、という側面もあるように感じます。

一方、ファイナンスしてきた私たちも、世界経済の構造変化に対応してこの国のかたちを考えなければなりません。ただ、「金融とモノづくり」、「機会平等と結果平等」、「小さな政府と大きな政府」といった論点を考えていく場合にも、既に世界経済において、アメリカンマインドに染まった新興国のプレゼンスが非常な勢いで増大している以上、成熟国の選択の幅はそんなに広くありません。アメリカの失敗を他山の石としながらも、やはりこれまで以上に市場型金融システムへの転換

を推進し、市場機能を活用して経済運営していくしかないと思います。

とりわけ現在懸念されるのは、先ほども少し申し上げましたが、アメリカ流儀だというだけで、アメリカの市場型金融システムを支えたコーポレート・ガバナンスまで否定されかねない雲行きです。会社は株主だけのものではない、顧客も社員も取引先も含めたステークホルダーのために運営されるべきという思想はもとより異存ありません。問題は、そういう主張をする経営者が、企業価値を守ろうとしているのか、我が身を守ろうとしているのか、まるで判然としないことです。株主のために経営を監視すべき取締役会に経営からの独立性がなく、自社株を仲間の会社に割り当てるなんていうことが容易にできてしまう状況は、内外の今後の潜在的投資家のために是正する必要があります。その意味で、これまでもさまざま

市場の制度改革を実施してきましたが、今後は、投資対象の品質を投資家に保証していくことが市場制度改革の主たる方向感になります。

### (3) 根拠なき妄想

最後に、根拠なき私の妄想を申し上げます。

八〇年代初頭のアメリカ経済の転換期には「ジャパン・アズ・ナンバーワン」といわれ、八〇年代後半には世界の金融機関ベストテンを日本が独占しました。世界から称賛され、もはや学ぶモデルはないと思いがついていた時期に、少なくとも金融分野において、業界や行政に世界に誇れる知恵があり、戦略を立て努力していたかといえれば、そんなことは全くなくて、日常業務をこなしていただけというのが公平な見方だと思います。一方、九〇年代初頭にバブルが崩壊して以降は、かなり知恵を絞り、努力を続けてきたのに、思っ

たほどの成果も上がらず、世界のだれも評価してくれない時代が続きました。

でも、世の中ってそんなものかな、とも思いますが、「禍福はあざなえる縄のごとし」「人生万事塞翁が馬」。たまたまうまくいっているだけなら、あんまり自分の能力だと過信しないほうがよいし、うまくいなくても、自分の能力をさほど悲観することもない。そして、二〇〇八年は、意外なことに一〇年たつて振り返ってみたら、日本の金融が世界に向けて復権する契機の年であった、なんて評価にならないとも限りません。

この妄想が実現することを期待して、話をいったんここで切り、御質問をお受けします。御清聴ありがとうございました。(拍手)

**高橋理事長** 大森課長、どうもありがとうございます。  
ました。

非常に広範な、また、歴史観も含めた歯切れのよい解説をしていただいたと思います。二〇〇八年がどういう年になるのか、一〇年後にまた大森さんのお話を伺いたいという期待が残っています。

それでは残りの時間で、御質問あるいは御意見をいただきたいと思います。

考えていただく間に、つなぎに私から一つ伺います。今度の二〇カ国金融サミットでいろんな分野からの対策が出ているんですが、その中で、金融規制当局がグローバルに、今まで以上にもっと連携して対応していこう、いくべきではないかというようなことが出ているんですけども、グローバルに規制をハーモナイズしていく、あるいは、物によっては統一していくというようなことでは、何か具体的に今検討しているとか、進んでいる点があるのかどうか、教えていただきたいと

思います。

大森 カリフォルニアの住宅ローンのデフォルト急増で世界中の金融システムや実体経済に影響が及ぶのに懲りて、マネーの流れが内向きに変わる、といった事態にはならないので、御指摘のとおり、今まで以上に当局間の連携が必要になります。特にグローバルに展開する金融機関の場合は重要で、先ほどのリーマンも、各国当局が二四時間体制で対応を協議しました。

制度そのものについては、これまでグローバルに展開する金融機関も、各国の制度に合わせてビジネスを展開しており、一挙にハーモナイズとはなりません。ただ、当局間の連携の度合いが高まるにつれ、自国の制度をより相対的な視点でとらえ直すことにより、統一が必要であり、可能なものはそうしていく方向でしょう。とりわけ、格付機関のように圧倒的にアメリカに本拠があるもの

に対し、各国がバラバラに対応するのは不都合ですし、フアンド規制のようにアメリカで強化してもEUに流れるのなら、みんなそろって進んでいく必要があります。CDSの透明性も地球規模で推進していく必要がありますし、会計基準も、国際展開する企業がいるからコンバージェンスとかアダプションといった動きになっています。

一方で、各国の国内展開しかしていない金融機関や企業についてまでハーモナイズする必然性はないですし、失敗の反省を踏まえて規制を考えていく場合、失敗しなかった人たちまでそれに倣うこともないという側面は当然にあります。どこまで足並みをそろえていくかは、ケース・バイ・ケースで落ち着いて考えることになります。

**高橋理事長** ありがとうございます。ほかに何かこの機会に。

**質問者** 一つお伺いしたいと思います。

先ほどのお話の中で、かつて克服されなかった金融危機はないというのは、まさにそのとおりだと思うんですけども、今、ニューヨークであるとか、あるいはロンドンであるとか、そういったところで働いている金融機関の皆さんのトーンというんでしょうか、考え方は非常にネガティブでして、それはやはり、グリーンスパンの発言じゃないんですが、一〇〇年に一度というような意識が非常に強い。東京にいますとそんな感じはないんですけども、アメリカあるいはヨーロッパ発で实体经济がこれからもっと悪くなるだろう、それに備えるために、皆さん、手元の資金を集めつつある。そして、集めただけで、それを使うつもりはない。

そういうことで、海外のほうが主体となって景気がさらに悪くなるというような状況の中で、日本も足を引っ張られるというんでしょうか、そう

いう部分がひよつとしたら出るのかなと思うのですが、この今のグローバルな動きの中で、そのあたりのタイムスパン、あるいはタイムフレームとこの中でしようか、景気回復の道のものについて現時点ではどんなふうにお考えになっていらつしやるか。ちよつと答えづらいことかもしれませんが、もし何かありましたら教えていただければと思います。

**大森** 答えづらいんじゃないかと、わかりませんが、これまでの金融危機に比べれば、アメリカという国のありようが問われているのは確かでしょう。資産効果により過剰消費してしまうアメリカ人のライフスタイルが持続可能でなくなり、実力以上に暮らす前提としての、世界中からのファイナンス、強いドル、新興国のドルペッグも揺らいでいます。ウォールストリートが、これまで合理的だと思つて構築してきたビジネスが、実は過剰なり

スクテイクだったと思ひ知らされて萎縮してしまふ。ニューヨークやロンドンの金融機関で働く人たちのメンタリテイが悲觀的なのは、現下の事態が、自分のこれまでの仕事、ひいては人生を否定されていふように感じるからでしょう。

景気回復の道のものとして、アメリカの住宅価格の帰趨一つとつてみても、さまざまに見通しが混在してはいますし、それらを評価する能力は私にはありません。ただ、金融行政に携わつていて感じるのは、日本の株式市場が、日本経済のファンダメンタルズとほとんど無関係に動いてしまつていふことです。

欧米金融システムで日本の実体経済に影響が及ぶさまざまなルートがあります。欧米金融システムの信用供与余力の低下が、欧米の実体経済を悪化させ、日本からの輸出の減少などを通じて日本の実体経済に悪影響を及ぼすルート、リスク選

好の変化により、投資資金を引き上げられた新興国の実体経済の悪化が日本に波及したり、円高をもたらすことに伴うルート、さらには、日米の株式市場がダイレクトに連動してしまい、直接、日本の実体経済に悪影響を及ぼすルート、などです。

日本の実体経済は、原油や穀物価格の高騰には弱いですが、マネーが商品価格に及ぼす影響は、株式や住宅など資産価格のバブルほどには長続きしませんから、交易条件は改善しています。また、日本の金融システムが負った傷が、欧米に比べはるかに浅いのも周知のところですから。こうした日本経済のファンダメンタルズが日本の株価に反映されません。

残念ながら、裾野の広い、主体性のあるマーケットとはいえません。取引の過半は外人投資家だし、日本人投資家は、「自分がこう思う」では

なく、「みんなはどう思うだろう」ばかり気になるので、ニューヨーク市場の動向と為替相場をびくびく眺めています。豊富な資金量と度胸があれば、「二丁仕掛けて流れをつくり、日本市場で小遣い稼ぎだ」というヘッジファンドも多いでしょう。レバレッジもかけず、バイ・アンド・ホールドでコーポレート・ガバナンスの助言までできるステイール・パートナーズは有り難い存在だなあ、と感じるくらいです。

対日投資促進も結構だし、日本の投資家が早々にこの国を見限って新興国投信に群がるのも理解はできますが、日本の公開会社が、日本の投資家にきちんと向き合っていないのは否めないと思います。インド人の敵対的買収に備えて個人投資家との信頼関係を強化すべく、工場見学に招いてもてなしたりするのをテレビで見ると感心しますが、同時に仲間内の持合い武装で個人投資家

を疎外しては愛想尽かされます。やはり身近にある投資対象を信頼して、長くつき合っているという投資家をふやしていかねばなりません。

ですから、質問に対する応えになっていませんが、足もとの金融危機に対しては、政策総動員で投資家の信頼を回復する、足もとの状況いかにかわかわらず、国内投資家の厚みとともに、主体性のあるマーケットを目指して今日最後に申し上げた「平時の備え」をしていくということだろうと感じています。

**高橋理事長** ありがとうございます。

**質問者** 先ほど氷見野課長のお話が出まして、あの種の示唆があったのかなど。それこそ、マーケットがこの一〇年、二〇年、発展していく中で、こういうのはなんですけれども、いわゆる規制と金融イノベーションというのは常に追いかけて、追いかけることについても、常に規制の

ほうがどうしても後回し、これはもうやむを得ないことなのかなと思います。規制が先にある、そっちにわながありますから、こっちを通つてくださいというのはしよせん無理な話で、あり得ないというふうに個人的には思っています。

一方では、昨今、金融庁さんが標榜されているいわゆるベター・レギュレーション、これはプリシプルベースを含むということですが、この発想というのは、私は個人的には非常に大きな変革であって、しかも、あるべき姿に向かおうとしているのではないかなと思います。ただ、それだけに、昨今合意されたかのような、すべての金融機関が規制監督の対象であるという非常に大段なコミニケが発表されて、これによって、今まさにスタートしようとしている、あるいは、既にスタートしている金融庁さんの考え方というものが、何かマイナスの影響を受けてしまうこと

に非常に危惧を覚えているわけです。この辺、国際協調とか多様な面があるので、なかなか難しいかじ取りだとは思いますが、大森課長の忌憚のない御意見、あるいは、今現在、金融庁さんの中でどういったかじ取りをすべきと考えられているのか、ベター・レギュレーションとの関係においてお聞かせいただきたいと思います。

**大森** ありがとうございます。ベター・レギュレーション自体は、「大蔵省時代の事前予防型裁量行政から、ルールに基づく事後チェック行政に転換したのだ」といつてるだけでは仕事にならないので、より、本音と対話の行政に向けて舵を切ったということであり、アメリカやイギリスの当局は、私たちよりセンスよく、大人の仕事をしているのじゃないかとの認識に立つものです。したがって、今回の金融危機で路線転換するような性格のものではありません。

ただ、アメリカでも先が見える人は、数年前から今回の危機を予測して、過剰なリスクテイクを抑止する仕組みの必要性を主張していました。それに対して、「とんでもない、引き続き最小限の規制で市場の機能を活かしていくべきだ」といつていたサマーズみたいな論者が、今や一八〇度転換してしまっているんですね。アメリカという国は時折いささか極端なトンボ返しをしでかすし、元来アメリカほど市場の問題解決能力を信じていないEUは「だからいわんこっちゃない」という構えだし、今回はほとんど失敗していない日本でも、アンチグローバルリストみたいな人たちが「ついに我々の時代がきた」と興奮しているのは先ほど申し上げた通りです。そういう傾向に対し、ただ今の質問者と同じ懸念を持っていることを意識しながら今日はお話したつもりですし、先ほどの高橋理事長のご質問に対し、失敗していない日本

が果たしてどこまで做うか、と申し上げたのも同じ気持ちの現われです。

一方、どんなに規制を強化したところで、追いつかぬところがあるというのも、御指摘の通りだと思えます。結局のところ、インサイダー規制に典型的に見られるように、どういうルールかはもちろん重要ですが、国民が信頼してくれるかどうかは、ルールを運用する人間のセンスに帰着する面もとても大きいです。ですから、プリンシプルベースの行政対応を評価していただくのはとても有り難いですが、同時によほど私たちもレベルやセンスを高めていかないと、よい仕事ができないな、と強く感じているところです。今日は何だか一刀両断に答えにくい難しい質問が多いので、私の答えも歯切れが悪くて恐縮ですが、そんな気持ちを保持しています。

高橋理事長 ありがとうございます。いつもの

ことなんです。が、「資本市場を考える会」の講演及び質疑につきましては、私どもが毎月発行しております「証券レビュー」という雑誌に全文掲載いたします。今日の講演会は一二月号に掲載されますので、ごらんいただきたいと思えます。それでは、改めまして大森課長にお礼を申し上げます、本日の会を終わりにしたいと思います。

どうもありがとうございました。(拍手)

(おおもり やすひと・金融庁総務局企画課長)

(本稿は、平成二〇年十一月十七日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。)

大 森 泰 人 氏

略 歴

昭和56年	東京大学法学部卒業、大蔵省入省
平成9年	大蔵省証券局市場改革推進室長
平成10年	金融再生委員会事務局企画官
平成11年	近畿財務局理財部長
平成13年	金融庁企画課調査室長兼法務室長
平成14年	ゝ 証券課長、内閣府産業再生機構設立準備室参事官
平成15年	ゝ 市場課長
平成17年	ゝ 参事官兼信用制度参事官
平成19年	ゝ 企画課長

2008. 11. 17  
日本証券経済研究所  
金融庁 大森 泰人

現下の事態——検証と対応

1. 三人の賢人

○A. グリーンスパン

- ・中国の高成長&過剰貯蓄・・・対応する過剰消費による世界経済均衡？
- ・資産価格変動と金融政策の効果・・・上昇局面と下落局面
- ・金融技術（CDS）による金融システム安定効果・・・リスク許容度に応じたリスク移転
- ・「世界市場資本主義」への信念

○J. スティグリッツ

- ・市場の問題解決能力への疑問（市場参加者間の情報の非対称性）と適切な規制
- ・メーデー市場改革（75年）と80年代以降の投資銀行業務
- ・先月の議会証言・・・「証券化とは」、「金融商品安全委員会（FPSC）」
- ・日本の金融危機→アメリカ金融危機の上部構造、日本の貸金業制度改革→アメリカ金融危機の下部構造

○F. ナイト

- ・確率を計算可能な「リスク（競争により消滅）」、それを超える「不確実性（収益の源泉）」
- ・住宅ローン証券化のプロセスにおけるリスクと不確実性の混同
- ・「ハイリスク・ハイリターン」の曖昧さ
- ・リスクテイク競争しながら収益を上げ続ける矛盾

2. 原点としての大恐慌とその後の展開

○現在の金融制度の原点

- ・州法である会社法→連邦法による規律（開示、公正取引）、連邦機関（SEC）による監視
- ・預金者と投資家をとともに守る→商業銀行の業務制限、証券会社（投資銀行）

との厳格な区分

- ・金融政策と財政政策、基軸通貨ドルの確立
- ・住宅金融支援体制の確立（S&L、ファニーメイ、連邦住宅貸付銀行）

○その後の展開

- ・60～70年代：実体経済の競争力低下、スタグフレーション
- ・80年代～：現在のアメリカ的イメージの形成（小さい政府の下での最小限の規制、銀行より市場を中心とする金融システム）
- ・市場型金融システムの優位性
  - ①資金配分の効率性（市場が見い出す今後の成長分野）
  - ②経営へのガバナンス
  - ③M&Aによる企業再編の容易さ
  - ④持続しない製造業の比較優位→成熟経済における金融立国
  - ⑤国民の資産構成の多様化
- ・銀行・証券の垣根の緩和・・・市場で発生した問題が必ず銀行まで波及してしまう金融システム

3. バランスシートの時価認識とセーフティネット

○自己資本とレバレッジ

貸付	預金
株式	CP
証券化商品	現先
	自己資本

- ・10%の最適自己資本比率を仮定・・・自己資本10→資産規模100
- 資産価格の上昇により自己資本+5→資産規模150
- 資産価格の下落により自己資本-5→資産規模50
- ・時価会計による資産価格変動のボラティリティの高まり
- ・資産価格の上昇局面でのレバレッジ拡大、下落局面での縮小（銀行<証券会社<ファンド）

○銀行貸付と引当

- ・税法基準→債務者区分に応じた実質的引当て=時価会計
- ・時価会計とセーフティネットの不可分性
- ・国策捜査の勘違い

#### 4. 国民感情と危機対応

##### ○これまでのアメリカの顛末

- ・ 3月：ベアスターンズ救済、9月：リーマンブラザーズ破綻（GSE、AIG救済）
- ・ セーフティネットとウォールストリートへの国民感情
- ・ 対策の順序（不良資産買取り→公的資金投入）の日米酷似性

##### ○公的資金投入と時価会計停止のセットメニュー

- ・ 公的資金投入申請への心理的ハードル
- ・ 時価会計停止論がセットで登場する背景→不良資産買取りの棚上げ

##### ○煮え切らない話

- ・ 基本方針：不良資産を切り離す&切り離さないなら厳格に時価評価する&その結果毀損した自己資本を公的資金で補完する
- ・ S & L危機と中南米債務危機
- ・ 問題の複雑さ、他人の失敗による自己正当化

#### 5. 規制の再設計——頭の体操

##### ○基本の構え

- ・ 容疑者リスト・・・金融技術、ビジネスモデル、自己資本規制と運用
- ・ 誰がツールの使い方をどう間違えたのか、何故政府はその間違いを抑止できなかったのか、そもそも抑止できるものなのか

##### ○金融技術（証券化と格付け、CDS）

- ・ もし、日本の不動産バブルのプロセスで、証券化やCDSが使われていたら・・・
- ・ 「切り離せる」モラルハザード・・・自己規律が損失分担か
- ・ 格付けの「中身」の検証・・・監査法人と同じ構図（市場型金融システムを支えるインフラ）
- ・ デリバティブズ・・・店頭取引から取引所取引へ

##### ○金融機関のビジネスモデル（業界地図、顧客との関係、レバレッジ、ファン ド）

- ・垣根の消滅?・・・商業銀行も投資銀行も、これまでの延長線上の動き
- ・利益相反ルールの厳格化
- ・直接金融の間接性・・・顧客との関係の希薄化→短期収益追求競争→手数料より自己投資、「音楽が鳴っていればダンスを・・・」
- ・間接金融の直接性・・・借り手に直接働きかけて信用リスクを軽減する関係
- ・レバレッジ上限規制論、ファンド規制強化論

○自己資本規制の枠組みとその運用

- ・景気循環型、過剰リスクテイク防止型自己資本規制
- ・監督権限強化による対応：全員がダンスを楽しんでいるときに音楽を止めるのは無理

6. (効果のほどは自明ではないが、とにかく気合で) 政策総動員

○金融政策&財政政策&為替政策

- ・バブルの功罪
- ・金融政策・・・実体経済からの影響と実体経済への影響、効果が期待できない局面での政府の出番
- ・財政政策、社会実験としての新銀行東京
- ・為替：危機頭在化までの実質実効レートはプラザ合意前水準（円安バブル）→円高を活かした直接投資、人口減少に対応した開国、内需型経済構造の模索

○有事の対応、平時の備え

- ・投資家の信頼を取り戻すまで各国連携して続ける政策総動員
- ・アメリカの改革に呼応して考えるべき「この国のかたち」・・・アメリカの失敗を他山の石としつつ、市場型金融システムに一層転換し、市場機能を活用した経済運営
- ・アメリカ流儀の否定→コーポレート・ガバナンスさえ軽視→平時の備えとしての「投資対象」の品質保証

○根拠なき妄想

- ・80年代～：そんなに努力していないのに「ジャパン・アズ・ナンバーワン」
- ・90年代～：努力しても報われない繰り返し
- ・「禍福はあざなえる縄のごとし」、「人生万事塞翁が馬」
- ・10年後に振り返る2008年