

Title	政策金融による暗黙の政府保証に関する一考察
Author(s)	亀谷, 祥治
Citation	年次学術大会講演要旨集, 24: 363-367
Issue Date	2009-10-24
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	http://hdl.handle.net/10119/8648
Rights	本著作物は研究・技術計画学会の許可のもとに掲載するものです。This material is posted here with permission of the Japan Society for Science Policy and Research Management.
Description	一般講演要旨

政策金融による暗黙の政府保証に関する一考察

○亀谷祥治（日本大学）

1. 研究の背景

ファイナンスにおけるサブプライムローンショックは100年に一度といわれるほどである。金融市場におけるサブプライムローン問題が実物経済における不況を惹起した。2007年以降その原因究明を真剣に議論している間に、金融市場の逼迫が実物経済に影響を及ぼし始めた。サブプライムローンの証券化は近年推進してきた市場型間接金融の象徴である。市場型間接金融はリスクを薄く、広く分散し、リスク移転機能に優れている。すなわち、原資産者の有するリスクを投資家に理論的には移転可能である。しかし、実際には、リスク移転は不完全であった。

2. 研究の目的

そこで、本稿では、その原因を分析し、対策を考える。対策には事前対策（根源的対策）と事後的対策（金融規制）が考えられる。このうち、政策金融による対策は両方に関係しているので体系的に議論する必要があり、その対策の中心となる政策金融の有効性と暗黙の政府保証について研究する。しかし、市場経済が今後も政策金融の存在を前提に機能するとなると、暗黙の政府保証が行き過ぎた状態となり、資本主義経済が機能不全に陥ることになる。そこで、出口戦略を研究目的とする。ちなみに、金融市場には金融仲介機能ということで、審査による情報生産機能がある一方、経済安定化（インフラ）機能、経済活性化機能があるが、ここでは、金融のインフラとしての安定化機能ではなく、経済活性化機能に限定して考察する。

3. 研究手法

先行文献、実務経験を活用して、以下のような仮説を構築し、その検証に努めた。事前対策に関する仮説として、リスク分散の不徹底、情報の非対称性、モラルハザード、格付けの不透明性、モニタリング機能の不十分さを構築し、検証した。事後的対策に関する仮説として、自己資本比率の低下、引当金不足、流動性不足を構築し、検証した。ついで、これらの対策の共通項として、政策金融の有効性がインプリケーションとして獲得された。しかし、この政策金融が機能するということは、暗黙の政府保証の存在に関係し、そこで、市場経済を平時に戻すための出口戦略に関して金融サミットなどのテーマを研究する。

4. 研究結果

証券化は、市場を通じてリスクを広く薄く分散し、リスクの偏在を軽減することにおいて有力な手段である。この市場経済はモラルハザードがないことを前提に成立する。そこでこのモラルハザードの除去と情報技術イノベーションが前提条件である。デューデリジェンスが重視され、証券の格付け機関についても、一時的な公営化を首肯せざるを得ないし、規制当局などによるモニタリングの強化も検討されるべきであると考ええる。

事前対策に関する仮説を検証すると以下のとおりである。

第1に、リスク分散の徹底は未済であった。市場型間接金融における証券化により、リスクを投資家などに広く、薄く分散したが、この結果、損失も世界中に拡散した。つまり、金融機関へのリスクの偏在を回避するつもりであったが、金融商品の最後の受け手に対しても、購入資金を融資しており、結局は、ブーメランのように、投資リスクは金融機関に偏在していた。水の浄化装置のように、リスクを沈殿し、上層部（真水）を活用し再証券化によるハイリターンの商品設計（ハイリスク前提）を構築した。サブプライムローン裏づけの証券化商品 CDO(債務担保証券・複数の証券化商品をまとめた原資産) に対して、キャッシュフロー返済の優先劣後構造の考え方を導入した。つまり、シニア（トリプル A）、

メザニン（中間順位）、エクイティ（最劣後部分）である。ついでメザニンを裏づけに CDO を再構築し、ここにも、キャッシュフロー返済の優先劣後構造の考え方を導入し、トリプル A の金融商品を再構築した。しかし、リスクがあり、その分リターンも大きく、手数料ビジネスの対象となり、金融商品の内容が闇鍋化し、これの再証券化ということでリスクが拡大していった。これには、リスク計算のためのデータが必要であるにもかかわらず、投資家の要請もあり、データがないままに、金融商品を設計し、投資家を保険会社化してしまった。

第 2 に、情報の非対称性については、審査分析が不十分であった。間接金融においては、相対型の金融仲介ということで、審査および事後管理においても情報の非対称性軽減のインセンティブが機能するが、住宅ローン債権などが証券化されてしまうと、つまり、市場型間接金融及び、直接金融においては、相対型から市場型に転換することで、情報の非対称性は増幅される。審査分析に関しては、下記のような審査体系をベースとして、政策金融が伝統的に強みを発揮してきており、これは、カウベル効果といわれるものであり、これによる情報の非対称性軽減は大きく、政策金融の機能が期待される分野である。

審査体系

1. 沿革、経営者、株式分析—設立事情、経営環境変化と対応、経営力、筆頭株主—経営力評価—経営戦略論、財務戦略論
 2. 事業概観—主要製品、製品差別化、戦略商品、業界動向、シェア、業界保護制度、能力バランス、遊休設備、稼働率—製品力評価—製品戦略論、設備投資戦略論、経営組織論、労務管理論
 3. 生産、販売分析—原材料手当、数量効果、価格効果、販売網、在庫水準—販売力評価—販売戦略論、物流管理論
 4. 損益、財政状態分析—段階別損益、勘定科目分析、一収益力、財務体力—財務管理論
 5. 設備投資計画分析—工事の適格性、公共性、立地条件、規模、生産能力、工事効果—物理的工事遂行能力—設備投資管理論、立地戦略論
 6. 資金計画分析—借入条件、財務体力への影響、予想バランスシート—資金的工事遂行能力—財務管理論
 7. 収支予想策定—収益構造の把握、前提条件の的確性、実績との整合性—結論の定量化、償還能力測定—経営計画論、投資選択論
 8. 担保、保証人分析—担保計算—担保評価、保証債務履行能力評価—財務諸表論
(審査項目—サブテーマ—審査目的—経営学分野の順)
- 審査のうち、実績分析により、収支予想、前提条件、インプットデータの確定が可能となる。アウトプットの評価については、感度分析、逆算計算、異業種間プロジェクト選択の活用。
—半年度黒字転換時期、繰越欠損解消時期、債務償還完了年

(出典) 拙講義ファイナンス応用レジュメ

第 3 に、モラルハザードの非存在については、市場機構採用の大前提である。したがって、市場型間接金融においては、証券化、格付けなどの金融業者におけるモラルハザードの非存在が前提となる。しかし、証券化に際しては、前述のごとく、相対型関係の希薄化により、モラルハザードは回避しがたい。OTD モデルといわれて、流通、販売（転売）前提の金融商品は、CRT（リスク移転前提）となっており、金融機関には手数料収入獲得が期待され、これが投資銀行化モデルになっている。

第 4 に、格付けに際しても、格付け機関と依頼者との関係が不透明であることから、モラルハザードは回避しがたい。このため、投資家はデューデリジェンスが不足し、情報の非対称性が惹起される。そこで、後述するように、暫定的に、公共選択財的発想を駆使して格付けをすることが重要である。

第 5 に、モニタリング機能に関する検証は以下のとおりである。モニタリングは借り手の業務実績をモニターするものであるが、金融機関は貸付債権を証券化の担い手である SPC に売却した時点で、モニタリングのインセンティブを喪失してしまうので十分に機能しているとはいいがたい。

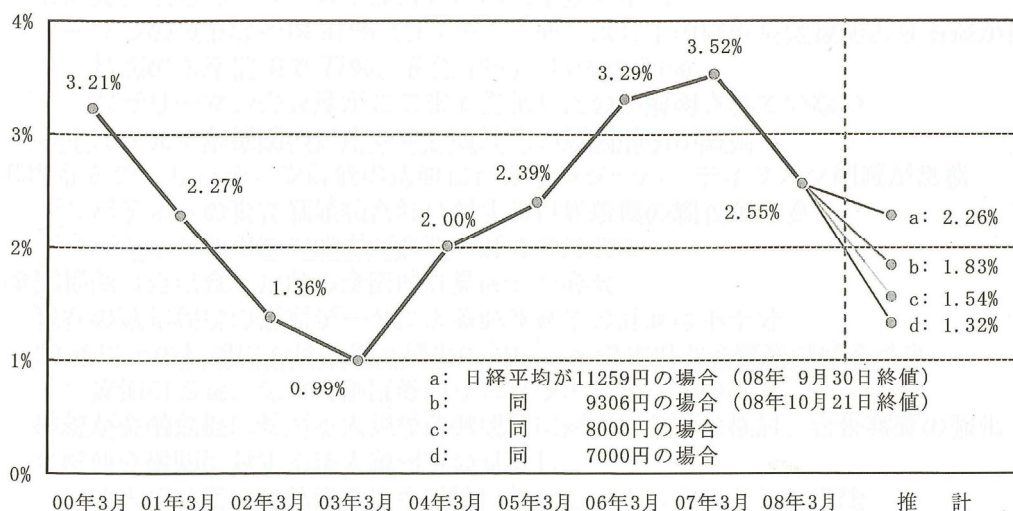
ここまでの結果、政策金融が重要であるが、これにより、暗黙の政府保証が存在することが考えられるので、その出口戦略も重要となる。

事後的対策（銀行監督のあり方）に関する仮説を検証すると以下のとおりである。

第 1 に、自己資本比率規制であるが、自己資本比率の低下は以下のとおり、顕著である。国際的業務

展開のためには、8%以上の資本を積む必要があり、貸し渋り、融資回収による資産額減額修正を惹起している。同時に、自己資本比率の分子の手当増も必要で、そこで公的資金の導入が進んでいる。

全国銀行の修正自己資本比率（日経センター推計）



（出典）日経センター資料

銀行の信用リスクにかかわる自己資本比率規制はバーゼルⅡといわれ、景気拡大期の信用リスクは過小評価され、景気後退期の信用リスクは過大評価されがちで、これは、プロシクリカリティ(景気循環の増幅性、**pro-cyclicality**)問題と指摘されている。これにより、経済が過剰に失速するので、対策として、基準を景気拡大期に上げ、後退期に下げることが重要と考えられる。

これを緩和するために、**Bank of England**（2008）が以下の提案をおこなっている。

- （1）レバレッジ比率規制では、レバレッジの上限を規制する。
- （2）ダイナミック・プロビジョニング（**dynamic provisioning**一動的引き当て方式）では、好景気では貸し倒れ引当金を余分に引き当て、不景気では、余剰分を取り崩す動的な引き当て制度である。
- （3）可変的自己資本比率規制では、好景気では厳しい自己資本投下を求め（**ex 16%**）、不況時に8%に戻して、資本取り崩しによる損失処理を実施する。
- （4）自己資本保険では、カストロフィー時に被保険者である金融機関に新規資本を導入する代わりに、保険料を金融機関から受け取る、などの提案である。

他に、時価主義会計など評価方法の多様化などが考えられるが、筆者は、これらの対策は、朝令暮改となる懸念もあり、会計学、会計処理においては、継続性、整合性が重視されるので、慎重審議が必要であると考えられる。

第2に、引当金基準のあり方であるが、不良資産の増大に伴い、貸し倒れ引当金が不足する可能性がある。そこで、公的資金の導入も含めて、資金手当が考えられよう。

第3に、流動性基準のあり方であるが、資産証券化金融商品の格付の引き下げをすると、そもそもマーケットが整備されていない上に、金融取引が成立しないので、流動性不足を惹起する懸念がある。ここでも、公的資金の導入も含めて、資金手当が考えられよう。

ここまでの結果、公的資金の導入などが考えられ、これによる暗黙の政府保証が存在することが考えられるので、その出口戦略も重要となる。

5. 結論

事前的対策として、市場型間接金融のシンボルとしての証券化に際して、第1に、リスク分散の徹底である。第2に、情報の非対称性軽減（**デューデリジェンス**）ということで、前述のように、審査体系による審査の徹底、次葉に見られる **PROJECT FEASIBILITY** を活用した **C/F** の獲得は重要である。第3に、モラルハザードの排除が大前提、第4に、中立的な格付けが要請され、暫定的には公的機関が担当することも首肯されよう。次葉の、財の4分類に見られる公共選択財の発想である。第5に、モニタリング機能を十全なものにすることはきわめて重要である。

PROJECT FEASIBILITY

*** 入力画面 ***

条件設定
 <入力項目>
 計算年数 30年

営業収入 1年目ゼロ、2年目 1850 百万円、3 年ごと 10 %UP、15 年目以降30年目まで横ばい。

支出
 人件費 1年目ゼロ、2年目 567 百万円、3 年ごと 5 %UP、15 年目以降30年目まで横ばい。
 管理費 1年目ゼロ、2年目 408 百万円、3 年ごと 3 %UP、15 年目以降30年目まで横ばい。
 賃借料 1年目ゼロ、2年目 312 百万円、3 年ごと 10 %UP、15 年目以降30年目まで横ばい。
 保険料 1年目ゼロ、2年目 19 百万円、3年目は 38 百万円、4年目以降30年目まで横ばい。
 公租公課 1年目ゼロ、2年目 40 百万円、3年目以降30年目まで横ばい。
 その他費用 1年目ゼロ、2年目 158 百万円、3 年ごと 3 %UP、15 年目以降30年目まで横ばい。

対前年増率 (%)

設備投資 1年目 4510 百万円
 増資 1年目 750 百万円
 協力金 1年目 1000 百万円
 協力金返済 10 年間据え置き 11 年目以降 10 年分割返済
 その他資金需要 ----
 その他資金調達 ----

運転借入金利率 6 %
 余裕金運用利率 3 %
 法人税率 50 %
 配当率 ----

<借入金入力>
 借入金 1 1年目 1000 百万円、3年間据え置き、4年目より 17 年分割返済、金利 7.3 %、期初借入
 借入金 2 1年目 800 百万円、3年間据え置き、4年目より 17 年分割返済、金利 7.5 %、期初借入
 借入金 3 1年目 800 百万円、5年間据え置き、6年目より 15 年分割返済、金利 8.1 %、期末借入
 借入金 4 ----
 借入金 5 ----
 借入金 6 ----

<減価償却費算出>
 設備 1 (定額法) 取得金額 2350 百万円、耐用年数 40 年、残存率 10 %、2 年目償却開始
 設備 2 (定額法) 取得金額 1450 百万円、耐用年数 12 年、残存率 10 %、2 年目償却開始
 設備 3 (定額法) 取得金額 300 百万円、耐用年数 6 年、残存率 10 %、2 年目償却開始

【利益計算】	
1	収入 計
2	営業収入
3	余裕金運用益
4 支出 計	
5	人件費
6	管理費
7	賃借料
8	保険料
9	公租公課
10	その他費用
11	支払利息
12	減価償却費
13	税引き前損益
14	法人税
15	税引き後損益
16	累積損益
【資金計画】	
17	資金需要 計
18	設備投資
19	設備借入金返済
20	協力金返済
21	配当金
22	その他
23	資金調達 計
24	内部留保
25	増資
26	設備借入
27	協力金
28	その他
29	資金過不足
30	資金過不足累計
【残高】	
31	設備借入金
32	運転借入金
33	協力金
34	余裕金

(出典) 拙著、経営計画策定とファイナンス戦略、日刊工業新聞社、2007. 8

- ・
- ・
- ・

財の4分類

	自利	他利
私費	消費財	寄付
公費	公共選択財	公共財

(出典) 拙論文、経営教室ゼミナール経営計画策定とファイナンス戦略①－④、
日刊工業新聞、2009. 4

第6に、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)対策として、CDS 中央清算機関設立が望まれる。CDS は デフォルトした場合の損失補てんのための保険料(保証料)で、銀行、投資家は、あらかじめ保険料を支払い、融資先企業がデフォルト(債務不履行)した場合に損失補填を受ける。しかも、CDS は相対取引、店頭取引であるため、実態が不透明で、十分な情報開示が望まれる。Empty Creditor(空っぽの債権者のことで、企業への実質的な与信がなく、破綻被害のない債権者)問題があるので、CDS は規制の方向にあると考えられる。第7に、証券化商品はABS(資産担保証券のことで、自動車ローン債権など小口を原資産とするもの)、MBS(不動産担保証券のことで、住宅、不動産などへのローン債権で大口を原資産とするもの)、及びCDO(債務担保証券のことで、複数の証券化商品をまとめた原資産)に3分される。このうち優良債権については、情報の非対称性が軽減されているので、従来どおり、市場機能を活用し、情報の非対称性が軽減されていないものについては、相対型で、情報の非対称性を更に軽減し、リスク管理を徹底すべきである。

事後的対策(金融規制)は、金融市場におけるプレーヤーとしての金融機関に対する規制である。第1に、自己資本比率規制に伴う増資がある。第2に、引当金の厳格化が考えられる。第3に、流動性の

担保のための CP、社債の買い取りなどが考えられ、すでに、実施されている。特に日本政策投資銀行による CP の買い入れは、損失リスクのある CP 購入を日本銀行にも決断させ、資金繰り支援を実現した。

問題は、世界的に、流動性対策のために、暗黙の政府保証が存在することになってしまったことである。今後、市場メカニズムが機能不全に陥る懸念が予想される。確かにサブプライムローンに関連する不安の除去は実現したかに窺われるが、これが恒常化してはならない。そこで、出口戦略がこれから検討されねばならない。危機対応の緊急措置を平時に戻さないといけない。なぜなら、財政政策では、国債増発による長期金利の上昇(国債の GDP 比率が 10%高まると、実質長期金利は 0.4%上昇)が懸念されるので、大規模な財政出動の見直しが要請される。金融政策では、金融市場への資金供給の削減、インフレリスクの除去が重要となっている。

ちなみに、日本政策投資銀行による金融危機対策は、第 1 に、大企業、中堅企業に対する低利融資(2009 年 5 月末で 14,322 億円(384 件)、同行発表)、第 2 に、前述のとおり、企業からの CP 購入、その財源は日本政策金融公庫資金である。(2009 年 5 月末で 2980 億円(56 件)、同行発表)第 3 に、産業再生法認定企業への出資、これが焦げ付いた場合は、日本政府が損失の 5-8 割を補填する。

日本政策投資銀行は政策金融機関であったが、民営化に舵を切っており、時代に逆行しない範囲での政策金融代行後望ましい。信用収縮対策として、政策金融などの官が存在感を増すが、政策金融規律としての出口戦略が重要となってくる。緊急避難措置を縮小し、市場経済のメカニズムを機能不全に貶めないことが重要である。

つまり、事前的対策としてのリスク分散の徹底、政策金融による情報の非対称性軽減、モラルハザードの非存在、格付け、モニタリングのうち、政策金融による情報の非対称性軽減、格付け、モニタリングの 3 つに関して及び、事後的対策としての政策金融の登場は、前述、財の 4 分類に見られるごとく、ファイナンスに関して、公共財から消費財への移行は激変なので、激変緩和措置として、公共選択財的位置を暫定的に選択する理由を与える。しかし、こうした公的資金の導入、CP の買取などのケインズの対応による政府の暗黙的存在は、財政規律を弛緩させ、後世に大きな禍根を残すことになる。そこで、金融資本主義を排除し、産業資本主義に回帰可能な程度に、財政規律、金融規律を遵守すべきで、平時ではない財政政策、金融政策に関して、平時に向けての出口戦略検討及び発効のタイミングが肝要である。

最後に、G8 財務相会合・主要議題(2009.6、イタリア)として、以下のように、出口戦略の議論が着手され、金融規制の共通ルールも検討された。財政健全化のために国、地方の長期債務残高を対 GDP 比で引き下げる新たな財政再建目標を必要とする。金融監督では、銀行の自己資本比率規制の見直し、経営陣の高額報酬の規制、証券化商品をめぐる会計基準などについての包括的なルールをまとめる。IMF などの資金基盤を拡充する必要性の確認などが話しあわれたようである。加えて、9 月 8 日の与謝野財務大臣兼金融担当大臣も、各国共通の考え方でもあるとして、有効需要を創出するための財政出動(景気対策)、日本銀行による量意的緩和、低金利政策、非伝統的 CP の買い入れ、社債の買い入れといった金融政策に関して、出口戦略、すなわち、財政規律、金融規律の重視を期待しているとしている。

(主要参考文献)

(1) 滝川好夫、「市場型間接金融の落とし穴—サブプライムローン問題の 5 つのポイント」(国民経済雑誌 196(6),17-32)、神戸大学、2007。12

(2) 小川一夫、金融市場のショックは実物経済にどのように波及するのか?—90 年代の日本の不良債権問題とサブプライムローン問題(特集 サブプライムローン問題発生後の金融・資本市場)(ESP (通号 512))、経済企画協会、2008。5

(3) 亀谷祥治、経営教室ゼミナール経営計画策定とファイナンス戦略①—④、日刊工業新聞、2009.4

以上