

Title	財政金融政策および公的金融によるファイナンスシステム安定化に関する一考察
Author(s)	亀谷, 祥治
Citation	年次学術大会講演要旨集, 25: 698-702
Issue Date	2010-10-09
Type	Conference Paper
Text version	publisher
URL	<a href="http://hdl.handle.net/10119/9391">http://hdl.handle.net/10119/9391</a>
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

## 財政金融政策および公的金融による ファイナンスシステム安定化に関する一考察

○ 亀谷祥治(日本大学)

### 1. 研究の背景

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、原資産保有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、金融機関にブーメランのように戻ってしまい、金融危機が発生し、景気を悪化させているのが現状である。これを金融規制により軽減し、ファイナンスシステム安定化に貢献せんとする。

### 2. 研究の目的及び手法

そこで、本稿では、第1に、財政金融政策により、実物経済としての景気をよくすること、第2に、公的金融などにより、情報の非対称性を軽減すること、第3に、金融規制を強化すること、これらにより、ファイナンスシステム安定化を考えるが、第3の金融規制の強化に重点をおく。金融規制強化に関する最近の動向を自己資本比率規制を中心に議論することを研究目的とする。研究手法としては、先行文献を研究し、報道などによる事実実態の把握、実務経験などを活用した。

### 3. 研究結果および考察—財政金融政策

財政金融政策を体系的に整理すると、第1に、公共投資、減税、給付といった財政政策がある。第2に、金融政策を伝統的なものと非伝統的なものに2分すると、伝統的金融政策は、金利の引き下げ、引き上げで、ここでは引き下げである。一方、非伝統的金融政策は、量的緩和策としての準備供給政策、信用緩和といった信用政策、時間軸政策、インフレ期待形成対策である。第3に、財政金融政策としては、これらに加えて、ヘリコプターマネー政策といわれる国債の日銀引き受けによる財政拡張がある。

さて、第1に、公共投資、減税、給付といった財政政策であるが、これはすでに財政政策として市民権を得ているものであり、特にその効果について検証の必要は無いであろう。

第2のうち、伝統的金融政策についても同様に検証の必要は無いものと考えられる。一方の非伝統的金融政策については以下の通りである。量的緩和策としての準備供給政策であるが、大量の超過準備を市中銀行に供給し、市中銀行の流動性対策となったことで明らかである。これは、信用緩和、信用政策として、コマーシャルペーパー買い入れ、社債買い入れにより、企業の資金繰り、流動性対策を支援し、結果として、量的緩和策としての準備供給政策を成功させたものである。時間軸政策であるが、金融政策を消費者物価指数のインフレ率が安定的にゼロ%以上となるまで継続するというもので、日本銀行は、2001年から2006年の量的緩和期に実施しており、名目長期金利低下を狙った政策コミットメントであり、更なる長期の緩和効果を生み出すものである。これにより、ゼロ金利及び量的緩和が継続され、金融機関の流動性不安を軽減すると言う心理効果が考えられる。インフレ期待形成対策であるが、企業と個人でインフレ期待形成の度合いが異なっており、企業も規模によってインフレ期待形成の度合いが異なるとされており、これまで実施されていない。

第3に、財政金融政策として、ヘリコプターマネー政策といわれる国債の日銀引き受けによる財政拡張があるが、しかし、インフレ懸念もあり、インフレファイターとしての日銀としてはラストリゾートの政策であろう。

### 4. 研究結果および考察—公的金融などによる情報の非対称性軽減策

公的金融などによる情報の非対称性軽減策として、前述のごとく、モラルハザードの軽減、審査分析、モニタリング機能などが重要である。ちなみに、最近のことであるが、特定産業融資に限定した民間金融への融資（成長基盤強化支援貸付制度）があり、これは従来日本政策投資銀行が実施している政策金融とどのように異なるのか定かではないが、筆者は、これも公的金融と呼び、本稿での分析対象とする。

第1に、モラルハザードの軽減である。モラルハザードの軽減については、市場機構採用の大前提であり、したがって、市場型間接金融においては、証券化などの金融業者におけるモラルハザードの軽減が前提となる。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

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であるが、モラルハザードの軽減に留意することが肝要である。

第2に、審査分析についてである。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、公的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いものである。

### 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、販売額、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。一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、モニタリング機能についてである。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モニタリングが十分に機能しているとは言いがたい。そこで、間接金融における相対型のシステム構築が望まれる。

第4に、成長基盤強化支援貸付制度である。この日銀の新貸し出し制度は、環境・エネルギーや医療・介護など成長分野に融資する金融機関に対して政策金利（現在0.1%）で貸し出すものである。これの導入に関して筆者は、政策金融のレーゾンデトルと重複するという意味で疑問視しており、もちろん、資源の最適配分を市場にゆだねるという視点からも問題視している。加えて、民間金融の投資先が国債にシフトしている中で、産業や、企業への審査能力、情報の非対称性軽減の可能性という観点からも問題があろう。ちなみに、農林中央金庫では、この制度を利用して、1000億円ファンドを立ち上げ、企業に低利融資を実施している。ファンドの募集期間は2011年3月末までで、融資期間は1年以上である。融資金額は1000万円以上で小口の資金需要に対応している。他に、日本政策投資銀行が3000億円の融資枠、商工組合中央金庫が2000億円の融資制度を設立している。このことは、公的金融による情報の非対称性軽減が貢献していると考えられる。

第5として、企業の流動性の担保のためのCP、社債の買い取りは、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。ちなみに、日本政策投資銀行による金融危機対策は、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）があり、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）。加えて、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割を補填するものである。これらのことは、間接的ではあるが、公的金融による情報の非対称性軽減が貢献していると考えられる。

### 5. 研究結果および考察—金融規制強化に関する最近の動向

金融規制の方向は、マクロプルーデンス(信用秩序)とミクロプルーデンスの同時達成に尽きるとい

えよう。第1に、マクロ健全性の視点、第2に、金融機関への規制強化というミクロ健全性の視点、具体的には、自己資本比率、流動性担保、レバレッジ規制などが考えられる。第3に、証券化市場、格付け会社の規制、第4に、CDS規制などが考えられ、第5に、最近の動向を考察しておこう。

第1のマクロの健全性に関しては、グローバルインバランス（不均衡）を前提にG20などで対処し、従来の自己資本比率規制では、プロシクリカリティ、すなわち、景気循環増幅効果（マイナスの効果）といったシステムにビルトインされている不健全性もあるのでじっくり議論していくことになる。

第2のミクロ健全性もきわめて重要である。金融機関の資産、負債は、銀行勘定（貸し出し、預金）とトレーディング勘定（証券など短期的売買担当）に2分されており、損失の大半が後者に属し、その部分の資本不足が顕著になったことから、ミクロ健全性が重要視されることになった。資本の損失吸収力が、資本の換金性の高いことがポイントになる。加えて、流動性に関して、バーゼル銀行監督委員会が二つの提案をしている。ひとつには、流動性カバレッジ比率（1ヶ月間の市場ストレスに耐える流動性資産保有、ベアー・スターズ（流動性破綻、資金繰り破綻）・ルール）、二つ目には、安定調達比率（資金調達構造の中長期化、ノーザン・ロック（預金取り付けによる国有化）・ルール）が重要な最低水準ということになる。前者は、1ヶ月間の市場ストレスに耐える流動性資産に対して100%以上の適格流動資産（現金、国債、高格付け社債）の保有を要求している。後者は、運用資産と資金調達の期間ミスマッチを是正するもので、保有資産ごとの流動性リスク（1年以内の換金リスク）の合計額に対して、預金、長期借入れ、資本による安定的な調達の合計が上回っていることを検証するものである。更に、銀行課税などについてもいくつかの提案がなされ導入が検討され、これらは、公的資金の投入による国民負担の軽減を目的とするものである。具体的には、金融取引に課税する金融取引税（トービン税）、銀行の規模に課税する銀行課税、資金使途を銀行の破綻費用に当てる課税などである。加えて、金融機関の巨大化、複雑化に歯止めをかけ、禁止し、不安定化を事前に阻止する議論もある。これには、規模の規制、業務範囲の規制があるが、しかし、これらは、総合金融業（ユニバーサルバンキング）への展開を阻止する困難さがある。加えて、銀行の資産査定に関連してストレステスト（資産査定）を考察しておこう。ストレステストは、金融機関に負荷がかかった場合に、自己資本が十分かどうかテストし、十分でない場合には増資をするものである。今般、欧州銀行監督委員会（CEBS）は7月23日、欧州系金融機関91行のストレステスト結果を発表し、7行だけを資本不足と認定した。その手法は、91行平均の中核的な自己資本比率に関して、2009年末は10.3%であるのに対し、2011年に関して、標準シナリオでは11.2%、景気悪化シナリオで9.5%、最悪シナリオで9.2%とし、これらを前提に、6%以下の7行（そのうちスペインが5行）を資本不足行とした。ちなみに、日本の試算シミュレーション結果は、更に危機的である。

第3に、証券化市場、格付け会社の規制がある。証券化市場においては、モラルハザードの軽減が大前提となり、情報の開示の強化が求められる。定量保有規制も導入されており、OTD（オリジネート・ツー・デистриビュート）、すなわち、当初よりローン売却を前提に、証券化がなされているため、アレレンジャーのバランスシートには証券化を裏付ける資産（小口債権）は計上されていない。更に複雑化で、リスクの所在が不透明となってしまう、投資家は格付けを頼りに投資の意思決定を行い闇鍋の現状を迫認することとなった。そこで、この格付け機関についても規制が必要である。信用格付け機関対策である。信用格付けに際しても、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。具体的には、格付け機関は証券化商品発行者から情報の提供と格付け手数料を受けとり、格付けの付与を行い、投資家に対して格付け情報の提供を行う。この格付け機関は証券化商品発行者から情報の提供と格付け手数料を受けとり、格付けの付与を行うというプロセスにおいて、利益相反の関係が存在するということである。なぜなら、格付け機関のビジネスモデルにおいては、発行者による手数料支払いモデルであるからである。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、筆者の考えでは、格付けサービスを、暫定的に、公共選択財であるとみなして対処することが重要である。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。公共選択財の発想である。公共選択財は、租税特別措置法のように、国策で推進する産業（幼稚産業）や、その産業の中で保護育成したい企業に対し減税してコスト負担を低減するように、格付け産業及びそこに属する企業を保護育成しようとするものである。しかし、市場経済が前提なので暫定的なものであるべきである。現実の対応は以下のようなものである。2008年11月のG20ワシントンサミットにおいて、格付け機関に登録制という公的規制を導入する方針が示され、日本では2009年6月改正金融商品取引法で信用格付け業者規制が導入された。格付け機関の格付け会社登録制は2010年4月より実施されたが、無登録の業者が格付けした金融商品を扱う場合は、証券会社が、格付け方針

など投資家に説明する義務がある。米国格付け会社の本社登録については、紆余曲折があったが、実質免除となった。対象となるのは、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、フィッチ・レーティングスの3社である。(他に、日系の格付け投資情報センター、日本格付け研究所がある。)更に、米国やEUでは、利益相反の原因となる格付け機関の手数料発行者支払い変更の動きも検討されており、EUでは、筆者同様、公的な格付け機関を設立することも考えられている。

第4に、CDS規制である。リスク分散の徹底が不十分だったことに起因してCDS規制が重要となっている。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。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。そこで、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。これが、保証料を支払っておけば、政府や企業がデフォルト(債務不履行)しても損失が補填され、しかも、このCDSが取引され、相対取引、店頭取引であるため、実態が不透明となってしまっている。Empty Creditor問題もあり、債券市場混乱の要因となっており、従来の企業の信用力に加えて、政府の財政リスクをも取引する場合も有り、ギリシャや、スペイン向けの投機も考えられ、CDSは規制の方向にある。

第5に、最近の動向は以下の通りである。2010年の7月には、米国において、金融規制法が成立し、これは1933年の銀行と証券の分離を決めたグラス・スティーガル峰依頼の80年ぶりの大幅な規制強化で、これに業銀行経営のリスク軽減のためファンドへの投資の禁止などボルカー・ルールが反映されている。以上要するに最大のポイントは自己資本比率規制の動向ということになる。これには、定性的な部分と定量的な部分がある。定性的な部分については、自己資本の中に、ハイブリッド資本といわれるような、質の低い資本があるということである。特に邦銀は、本源的資本である普通株資本の積み増しを怠り、優先株、繰り延べ税金試算などで対応してきた付けが現状を将来している。更に、定量的な部分について言えば、これは日本の場合、金融産業に限ったことではないが、自己資本比率の脆弱性があるということである。増資をすれば、配当負担増も視野に入ってくるため、国際展開をどうするかも含めて経営戦略の選択と集中も考慮しなければならない。加えて、これについては、ROEという指標を考慮するとき、分母が大きくなり、そこで分子も大きくするということになる。高金利を目標とすることになり、中小企業金融にマイナスの影響を与えることとなろう。ちなみに、自己資本比率は、従来自己資本を貸付などのリスク資産で割ったものであったが、今回、総資産を分母にした自己資本比率規制を新規に導入した。このことにより、国債は、現在リスク資産ではなく、分母に入っていないが、これを分母に入れることになるのかどうかということが交渉マターに登場する。加えて、金融規制、監督は重要であるが、これが行き過ぎても、市場経済のメリットを薄めることになるので注意が肝要であろう。

## 6. 結論

本稿では、第1に、財政金融政策により、実物経済としての景気をよくすること、第2に、公的金融などによる情報の非対称性を軽減すること、第3に、金融規制強化に関する最近の動向を検証すること、これらにより、ファイナンスシステム安定化の方策を考察してきた。第1の景気刺激策としては、財政金融政策の視点から、いくつかのインプリケーションを得ることができ、第2の公的金融による情報の非対称性軽減策としては、モラルハザードの軽減、審査分析、モニタリング機能、成長基盤強化支援貸付制度、企業の流動性の担保のためのCP、社債の買い取りなどについて検証し、第3の金融規制強化に関する最近の動向を検証することにより、様々な示唆を得たが、金融危機に端を発するファイナンスシステム安定化には、根深いものがあるので、財政金融政策、公的金融、及び、金融規制強化策のミックスを常に念頭に置かねばならないであろう。

(主要参考文献)

- (1) 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
- (2) 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
- (3) 亀谷祥治、金融市場の有効性を担保するためのファイナンスに関する一考察、経営行動研究年報、2010. 7
- (4) 日本経済新聞、ゼミナール金融危機と規制・監督および日本経済新聞報道、日本経済新聞、2010. 7. 8. 9
- (5) 亀谷祥治、ファイナンスマーケットにおける非伝統的金融政策を織り込んだ情報の非対称性に関する一考察、情報文化学会予稿集(予定)、2010. 11

以上