

今回の金融危機から学ぶこと

早稲田大学
大学院ファイナンス研究科
大村敬一

金融業は「現代の錬金術」

- 現代の商業銀行のはじめは金匠

貴金属、金貨を預かっているうちに顧客の一部しか取りに来ないので一定部分が蓄積するので貸し付ける：信用創造の発見

- 錬金術(alchemy)：

鉄、銅、鉛など卑金属を黄金に変性させるだけではなく、さまざまな物質、人間の魂を対象に、それらの不完全な存在を神のような完全な存在に変性する術のすべてを指す 卑しい探求、詐欺的なものをかならずしも意味しない

不老不死の万能薬 医化学の進歩

古代ギリシアの哲学者アリストテレス、
万有引力で有名な科学者ニュートンも研究

- 現代の金融イノベーションは、本質的なリスク成分を突き止めて、分解・抽出して、さらに複製等合成をすることによって社会厚生を高めようとする

まさに「現代の錬金術」

金融イノベーションの問題：複雑性と密結合

- 金融商品は、リスクに条件をつけることで無尽蔵に創造できる条件付請求権：
- 金融イノベーションは金融商品サービスの複雑化、金融システムの高度化をもたらした：

金融イノベーションは後退のない趨勢！

金融商品の複雑化、金融システムの高度化も趨勢！

- ◎ 金融商品サービスの複雑化は必然的に業の専門分化をもたらす：

金融商品サービスの複雑化は効率性の観点から専門分化を促す

(1) パフォーマンス追求のなかで複雑化した商品サービスを乱造しがち：

(2) 縦割りによって各箇所が会社全体の利害と一致しないリスクをとりがち：

当局の監督能力が低下 対応するには監督コストの増加を招く

- ◎ 金融イノベーションは生産過程での連携関係を強くさせる：密結合

1箇所でのトラブルが金融システム全体の機能を麻痺させる

複雑化と密結合が組み合わさって、金融システムの即時破綻リスクを高めている₃

金融イノベーションの問題：商品の過剰供給

- 金融イノベーションの進展には、社会的ニーズとそれによるレント(余剰)の存在が条件：

〔例〕デリバティブ商品は変動為替相場制への移行、金利自由化などによって急速にリスクが高まったことを背景とする 社会的ニーズの高まり

- レントシーキング行動は過熱しがち：

熱狂・陶酔 崩壊 正常化の繰り返し

- レントシーキング行動は長期的にはとまらない：

レントを得るためにリスクを探し続ける合理的エネルギーはとまらない
過剰なリスク追求行動による崩壊はまた繰り返される

- 金融ビジネスは既存のリスクを発見し尽くし、リスクの創造段階に入った：

直面するリスクへの対応 見落とされていたリスク、無意識に受容されていたリスクの発見 新たなリスクの創造

- ④ 金融イノベーションは金融商品の過剰供給をもたらす：

人々の無関心 ユーザーを無視した商品組成

「リスクマネジメント」の落とし穴

- リスクマネジメントへの関心：
〔例〕昔の銀行は情報を入手できる近くの借り手しか貸さなかった
そのほか、短期の更新、担保など
 - 新しいリスクマネジメント：
デリバティブ(オプション)は他へリスクを移転することを可能にしたが、同時に
過剰なリスクを招いた
 - ④ 〔問題1〕 リスクを移転するためには十分受容できる外部の移転先が必要：
グローバル化は内部化を促すのでリスクの移転先が少なくなる
 - ④ 〔問題2〕 民間でのインシュアリングによる倒産隔離は完全ではない：
〔例：CDS〕 保険料不足で世界最大の保険会社AIGが破綻
確率分布が生命保険における生命表のように安定していない
最終的に、政府の保証が不可欠？
- * CDSとは債務不履行があったときの補填を約束する保険

金融機関のエクイティ：事業法人との違い

- 事業法人の債権者は倒産したときに、債務不履行リスクの一部を負担させられるのに対して、銀行の預金は預金保険強制加入で、預金保険は最終的には政府によって保証されている
- (政府保証が認識されると)株主も債権者も、銀行経営者がリスクの高い運用をすることに神経質ではない 所与の自己資本に対してレバレッジを最大化することが合理的
- 製造業事業法人では増資で集めた資金は設備等物的資本に置換される：
ある程度キャッシュフローは読める
金融機関では物的資本に置換されず、レバレッジの素になるため、運用環境に左右される
- 市場環境の悪化 株価悪化 レバレッジ縮小リスク 流動性不足：
投資銀行では市場から短期資金を集めていたので流動性リスクが深刻だった
銀行は預金という「逃げ足の遅い」資金をベースにしていたので流動性リスクに耐えられた

金融機関のエクイティが不安定装置に

- 安定化装置と思われてきた自己資本(エクイティ)は、今回の危機では、その株価暴落を通じて金融機関を追い詰める格好の手段となった:
これは銀行経営者、当局が期待するエクイティの増強効果とは裏腹
- ④ 投資銀行では市場からの資金調達が中心であったため、不安定化効果が大きかった 逃げ足の遅い銀行預金のほうが、むしろ「エクイティ」に近い?
- 金融機関の流動性も事業法人とは異なる
製造業では設備等を処分換金する流通市場がないのに対して、金融機関で資産を処分できる流通しじょうがある
資産を生まない流動性を最小限に抑えるのが合理的 レバレッジ最大化のインセンティブ
ぎりぎりまで処分を遅らせるのでタイミングが集中する

製造業にとってうらやましい環境が、危機を増幅させる仕掛けになった?

公的部門の役割への期待が増大

- 最終的なリスク負担者としての公的部門に対する期待が高まっている：
自由化、市場化は民間部門でのリスクシェアリング機能の向上を目指したもののだが、皮肉にも、政府、中央銀行の関与を高める可能性が高い
- 中央銀行に流動性供給機能と監督機能をもたせることには利益相反の可能性がある
- 政府機関が直接保険を提供するのは経験的に適切ではない：
政治的配慮から差別化が難しい
政治的意図をもつ補助金となる可能性がある
政府は究極のスポンサーの資格はあるが、担い手にはなれない
- 政府がどこまで救済するのか： Too Big To Fail
決済機能をもつ銀行だけが対象ではなかったか？
救済するのは個別銀行ではなく、金融システムではなかったのか？
- 規制強化は効果的か？