

banking)の入門書としても有益なものとなっている。

第2部(第6章から10章)は、銀行の自己資本比率を引き上げることで、金融システムの不安定性を大きく低減できること、しかるになぜ銀行が自己資本比率の引き上げに反対して抵抗するのか、について論じている。第3部(第11章から13章)は、第2部の議論を踏まえて、銀行に総資産の20~30%の自己資本の保有を義務づけるという規制案を提唱し、その実現の障害となっている政治的要因(政治家と銀行の結びつきなど)について論じた上で、国民的支持による圧力が不可欠であることを述べて締めくくっている。なお、第2部と第3部の議論には、やや重複感がある。

2007年以降、金融システムが混乱に陥った米欧では、その収束のために公的資金の投入を余儀なくされた。米欧における公的資金の投入は、わが国におけるかつての経験からすると、きわめて迅速なものであった。こうした迅速さを賞賛する向きもあったけれども、きわめて迅速であった反面、公的資金の投入(納税者負担)に関する国民的納得の醸成には欠けるものであった。そのために、金融危機が収束し事態が平穏になるにつれて、米欧では銀行および銀行規制当局に対する激しい反感が社会に広がることになった。

2012年に書かれた本書も、こうした反銀行の気分を色濃く反映したものとなっており、そのことがかえって議論のロジックを曇らせることになっているのではないかと懸念される。本書の主張する望ましい規制案は、銀行に通常時には(リスク・アセット・ベースではなく)総資産の30%の自己資本の保有を義務づけ、自己資本比率が20%台に下がったときには、配当の禁止などによりキャッシュフローの銀行外への流出を防ぎ、内部留保を強制して、自己資本比率の回復を促すというものである。こうした規制は、社会に実質的に何のコストもかけることはないという。果たして本当だろうか。

例えば、グッドハート¹⁾は、次のように述べている。

アナト・アドマティ=マルティン・ヘルビッヒ(土方奈美・訳)

『銀行は裸の王様である』

— 金融界を震撼させた究極の危機管理 —

東洋経済新報社 2014.6 321+182 ページ

Anat Admati and Martin Hellwig(2013) *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do about It*, Princeton University Press.

本書は、より多くの人に議論に加わってもらい、著者達の提唱する金融改革案への支持者を増やすべく、「経済を専門としない一般読者にも容易に理解できる」ようなかたちで銀行業と銀行規制に関して論じたものである。その意図通り、本文は平易で読みやすく書かれている。ただし、同時に膨大な注が付けられており、注を読むことでより専門的・学術的な観点からの関心や疑問にも応えられるようになっている。

本書は、3部全13章から構成されている。第1部(第1章から5章)は、レバレッジの効果を中心に、自己資本と負債の機能、銀行の役割などについての基本的な知識を解説したものとなっている。この部分は、ファイナンス理論および銀行業のミクロ経済学(microeconomics of

「どんな馬鹿でも、銀行をより安全にできる。なすべきことのすべては、(リスク加重資産に対する)要求自己資本比率を高め、レバレッジ比率を導入(あるいは圧縮)し、適切な流動性比率を回復させ、住宅借入れのようなレバレッジのかかった取引にはより高率の証拠金を適用することである。すると、なぜ、われわれの銀行、そして他のシステミックな金融仲介機関は既により安全にされていないのか。単なる馬鹿げた見落としなのか。(そうではなく)問題は、規制に関するコストが存在していることである。」(下線は引用者による)

本書の著者達は、こうした議論を「銀行様のまやかしの衣(the bankers' new clothes)」²⁾と呼んで、否定する。しかし、その否定の論は、残念ながら評者にはそれほど納得できるものではなかった。著者達が「自己資本比率引き上げの恩恵を、社会は実質的に何のコストも負担せずに享受できる」と主張する根拠は、モジリアーニ=ミラー(MM)の定理に関連していると思われる。MMの定理は、法人税制による歪み等が存在しなければ、資本構成(負債と自己資本の割合)は企業価値には無関係だという命題である。

これまで銀行が負債による資金調達を好んできたのは、銀行の負債には(預金保険制度などのセーフティネットを通じる)政府による保証が与えられており、それが補助金の効果となっていたからだと主張される。また、現行の法人税制においては利払いが損金扱いされるということも、負債偏重に寄与しているとされる。しかし、銀行が得ていた実質的な補助金は、国民の負担によるものである。したがって、自己資本比率を引き上げさせると、銀行は得られる実質的な補助金が減ってコスト増になるが、国民の負担は減ることになるので、社会的にはゼロサムで、コストは生じないというわけである。

自己資本比率の引き上げは、銀行が国民に負担させていたもの(外部効果)を銀行の株主に負担させることで内部化するものである。こうした内部化によって、銀行のインセンティブの歪みが是正されることになり、過度のリスクテイ

クを抑止できることになる。メリットは大きいですが、新たなコストが生じることはないという主張である。

しかしながら、一定の条件下では資本構成(負債と自己資本の割合)が企業価値には無関係だとしても、そのことは、企業が任意に好きな資本構成を選べるということの意味してはいない。上述の主張は、個別の銀行に関するものとしては成り立ち得るとしても、議論を経済全体に適用するに際しては、需要と供給の一致という視点を忘れてはならず、資金供給側の事情も考える必要がある。具体的に日本の例で考えてみよう。

日本銀行作成の資金循環統計によれば、2014年度の日本の預金取扱金融機関の資産残高は1825兆円程である。これに対して株式・出資金の額は87兆円程なので、総資産に対する自己資本の比率は4.8%弱に過ぎない。総資産を収縮させることなく、これを30%にまで引き上げるためには、株式・出資金の額が547兆円強になる必要があり、現状から460兆円増加させなければならない。家計金融資産総額1700兆円中、現預金が883兆円弱を占めているが、その半額以上が株式・出資金に振り替わらなくてはならない計算になる。

どうしたら、現預金が半分以下に減って、その減少分が株式・出資金になるというような資産構成の変化を引き起こせるのだろうか。(米国では、日本よりも家計による株式の保有比率が高いとしても)銀行に厳しい自己資本比率規制を課せば、それだけで必要な資産構成の変化が起きるということにはならない。

企業側が資本構成に関して無差別だとすると、資本構成を決定することになるのは、投資家(家計)側のリスク・リターンに関する選好である。要するに、預金に対して現状よりも株式等のリターンがはるかに高く、リスクが低いということにならなければ、銀行に対する自己資本の供給が著増するということは期待できない。資本供給者に対して、それほど有利な条件を出せなければ、自己資本比率規制が強化されれば、銀行は資産規模を収縮させるしかなくなる。

こうした意味では、自己資本は割高であるという主張は、「銀行様のまやかしの衣」だとして直ちに否認されるべきものだといえない。問題を部分均衡的に論じるだけでなく、経済全体にかかわるものとして捉えることが不可欠である。端的には、経済全体としてのリスク分担の構造がどのようなものになっているかを再確認する必要がある。

現状は、民間部門は金融資産のかなりの割合を安全資産のかたちで保有することを望んでおり、政府が銀行部門に保証を提供することによって大量の安全資産の供給が実現されている。もちろん、政府による銀行部門への保証に伴うリスクを最終的に負担することになるのは、国民である。ただし、政府はリスクを通時的にプールする能力をもち、リスクは現在の国民のみならず将来の国民によっても分担されることになる。これに対して本書の提案では、現在の国民が、安全資産の保有を減らして、直接に銀行部門のリスクを負担する構造に移行することになる。政府の能力を活用することに意義がある以上、後者のリスク分担の構造の方が優れたものだとはいえずとも考えられない。

こう言ったからといって、現在の銀行規制のあり方を見直す必要がないというのではないことは、当然である。政府による保証の提供に伴う銀行のモラルハザードを抑止するための工夫と努力が、これまで不足していたことは確かである。例えば、保証提供が銀行への実質的な補助金とならないように、その価格付け(預金保険料の水準など)をフェアなものにして、銀行に資本コストの真の値を認識させる、それによってインセンティブの歪みを除去するといった努力は欠かせない。また、銀行がいたずらに巨大化、複雑化することを抑制し、大きすぎて潰せない(Too Big To Fail)といった問題を解消するために破綻処理制度を整備するといったことも進めていかなければならない。

評者の言いたいことは、問題を一挙的に解決する1つの有効な方策(自己資本比率の引き上げ)があるという主張は誤りだという点である。1つの方策で問題が解決できるという主張は、

他のいろいろな方策や改革の必要性の軽視につながるという意味では有害であるともいえる。金融システムの効率性を犠牲にすることなく、その安定性を向上させる作業は、本書の主張ほどに簡単なことではなく、モラルハザードを抑止するための巧妙な制度設計とその実施(implementation)のための真摯な取り組みが不可欠になる。

先般の金融危機の教訓として、マクロ・プルーデンスの観点の重要性が認識されるようになったと思われるけれども、本書にはそうした観点はきわめて希薄である。そして、マクロ経済的帰結について十分に吟味することなく、ミクロ・プルーデンス政策(自己資本比率規制)の極端な強化を主張している点で、結果として「銀行叩き」に加担しているだけになっているようにみられるという点、酷評に過ぎるだろうか。

注

1) Goodhart, C. (2010) "How Should We Regulate Bank Capital and Financial Products? What role of for living wills?" Chapter 5: The Future of Finance, The LSE Report.

2) 本書のタイトルは、もちろんアンデルセンの童話『裸の王様』に因んだものであるが、『裸の王様』の原題は、The Emperor's New Clothesである。

[池尾和人]