

昨年(2007年)夏に表面化したアメリカのサブプライム問題は、当初の予想をこえる深刻な国際金融危機として拡大し、金融だけではなく、国際経済のさまざまな分野に混乱を引き起こしました。アメリカの住宅市場で発生した住宅バブルの崩壊が、なぜこのような深刻で広範囲な混乱を国際経済にもたらしたのかを、現代の国際金融市場の構造的問題に照らして考えてみたいと思います。

今回の金融危機のめだった特徴は、危機の震源が住宅バブルと証券バブルが相次いで崩壊する、複合バブルの崩壊であったということです。しかし、金融危機の歴史を振り返ってみると、不動産バブルと証券バブルが同時に崩壊するという事は、決して珍しいことではありません。わが国の90年代初頭におけるバブル崩壊も、周知のように不動産バブルと株式バブルの複合バブルの崩壊でした。

サブプライム問題に端を発する今回の危機の新しい点は、第一に、住宅バブルが単なる住宅バブルではなく、いわゆる低所得者向け住宅ローンの異常な膨張とその破綻という内容で発生していること、第二に、証券バブルが日本の場合のような株式バブルではなく、主には債務担保証券(CDO)と呼ばれる、複雑な仕組み証券市場の急膨張とその破綻という内容で発生しているという点に見られます。そして、第三に、金融グローバル化を背景に、アメリカの住宅バブル崩壊が、CDO市場の崩壊を介して、世界中の金融機関と金融市場に波及した経過も、過去に前例がないものであったと考えられます。

したがって、今回のサブプライム問題の特徴をより深く理解するためには、第一に、なぜアメリカの住宅バブルがサブプライム・ローン市場の異常な膨張として発生したのか、第二に、サブプライム・ローン市場とグローバルな仕組み証券(CDO)市場とはどのように繋がっていたのか、さらに第三に、高度のリスクマネジメントを誇ってきた大手金融機関が仕切っている最先端の仕組み証券市場で、何ゆえにこれほど異常なバブルが発生し、これに関わった金融機関と機関投資家に想像を絶する莫大な損失が発生したのか、を理解する必要があります。

以下、順を追って私の考えをお話いたします。

#### (1) サブプライム・ローン市場の異常な膨張はなぜ起きたのか？

これら三つの関連する問題のうち、この最初の問題が一番重要で、かつ複雑です。

サブプライム・ローンというのは、単純な定義はありませんが、要するに低所得者や多重債務者を含む、返済能力に不安のある人たちに対する住宅ローンです。したがって、従来であれば、銀行や住宅ローン専門会社は、このようなリスクの高い借り手に対する住宅ローンの提供には慎重になるはずですが、アメリカではITバブル崩壊後の2003年辺りから、さまざまな金融機関がこうした高リスクの住宅ローンを先を争うようにして大量に供給するようになりました。

このようなサブプライム・ローンの異常な膨張の背景には、ITバブルの崩壊で行き場を失った過剰な資金が金融機関や機関投資家の手元に積みあがったこと、2000年代初頭から住宅価格の上昇傾向が顕著になり、さまざまな所得階層に住宅需要が広がったことなどがありました。つまり、住宅ローンを借りて住宅を購入し、数年間ローンを払って転売すれば売買差益が得られることから、新たに住宅を購入したい人だ

けではなく、すでに住宅を持っている人たちも投資目的で住宅を購入する動きが広がりました。

しかし、住宅ローンの底辺がサブプライムと呼ばれる低所得者や多重債務者にまで大きく広がった背景は、それだけではありません。むしろ、もっと重要な要因があります。それは、アメリカでローンの証券化という新しい金融市場が急激に膨張し、とくに投資銀行を始めとする大手金融機関や、ヘッジファンドに代表される機関投資家がローン証券化市場に殺到したという事情でした。

ここでローンの証券化について詳しく説明する時間はありませんが、要するにそれは、住宅ローンを貸し出した後、たくさんのローンを一まとめにして、毎月借手が返済する元利金を引き当てにして社債のような証券を発行し、それを投資家に売りさばくことで手数料を稼ぐ大手金融機関の新しいビジネスです。

住宅ローンの証券化自体は、1970年代に始まっていましたが、その後、住宅ローンだけではなく、カードローンや自動車ローン、企業向け貸し出しなどあらゆる種類のローンが証券化されるようになりました。そして、1990年代の中ごろ以降、さらにそれらの証券を束にして担保にし、新しい派生的な証券を発行する仕組み証券市場が作り出され、証券化ビジネス自体の内容が大きく変化しました。これが、今回の問題の元凶となった CDO 市場です。

CDO を始めとする仕組み証券の最大の特徴は、それが銀行本体ではなく、一般に SPV (特別目的媒体) と呼ばれるペーパーカンパニーを介して発行される点にあります。つまり銀行から見るとオフバランスで発行されるわけです。また、多くの場合、CDO を発行する SPV に加えてトラスト(信託)形式の SPV をケイマンなどいわゆるタックスヘイブン (租税回避地) にも開設し、周到な倒産隔離と租税回避の仕組みがビルトインされています。

この結果、最初の住宅ローンの借手から、最終的に投資家に CDO が買いとられるまでには、さまざま形で7~8回ものローンや証券の売買が介在することになります。そして、大手銀行がこのような複雑な連鎖的取引を利用してローンを証券化する理由は、第一に、ローンを証券化して投資家に売りさばくことで資金の回転を早めこと、第二に、証券の発行、引き受け、自己勘定取引、SPV のマネジメントその他の業務を通じて何重もの手数料、売買差益、金利差益が手に入ること、第三に、ローンを SPV に移すことでオフバランス化し、自己資本規制を回避することなどです。

このように、住宅ローンだけではなく企業向けローンや消費者ローンなどを含むあらゆるローンを証券化して売りさばき、何重もの利益を上げるやり方は、銀行の OTC (組成・販売) モデルと呼ばれています。つまり、銀行は貸し出しをしても、そこから発生したローン債権を自分のバランスシートに保有しないで SPV に売却してオフバランス化し、次いで証券化して投資家に売りさばき、ひたすら手数料その他の収入の嵩上げだけを追及するビジネス・モデルといえます。

このビジネス・モデルは、形の上では、銀行にとってローンのデフォルトリスクを負わない手数料ビジネスですから、収益を嵩上げするために、できるだけたくさんローンを組成し、それを魅力のある証券に作り変えて投資家に販売することだけが目的になります。つまり、このモデルでは、ローンは証券を作るための単なる材料で、材料として使えば内容は問題ではなくなります。

そして、このような証券化の材料として、サブプライム・ローンは格好のローンでした。なぜなら、健全な借手向けローンに比べて金利が高いサブプライム・ローンは、借手が負担する金利が大きく、それが回収できる限りでは、これを引き当てにして利回りのよい魅力的な証券を作ることができたからです。

事実、2007 年になって住宅バブルが崩壊するまでは、サブプライム・ローンを組み込んだ CDO 市場は、大手金融機関やヘッジファンドにとって、ドル箱と呼んでよいほどの巨利をもたらしてきました。その結果、ローンの内容や審査基準に責任をもつ者がいなくなり、とくに金融ブローカーと呼ばれる仲介業者が大手金融機関の下請けとして、野放図に高リスクのローンを膨張させました。これが、サブプライム・ローンのかくも異常な膨張の主因です。

要するに、ローン証券化の急速な進展、および、これにともなう銀行のビジネス・モデルの変質がサブプライム・ローンの異常な膨張を引き起こしたといっても過言ではありません。

## (2) サブプライム・ローン市場とグローバルな証券市場とはどのようにつながっているのか？

以上の経緯を理解していただければ、この二つ目の問題はそれほど詳しく説明する必要はありません。説明が必要なのは、なぜアメリカで開発された CDO に代表される複雑な仕組み証券を、わが国を含む文字通り世界中の金融機関や機関投資家がこれほど大量に購入したのか、という点ではないかと思います。

すでに多くの研究やレポートが指摘しているように、その背景には世界的な「過剰流動性」の存在があります。過剰流動性というのは、流動性という言葉自体が定義の難しい言葉で、判りにくい言葉ですが、要するに、企業、家計、政府など最終的な借り手に貸し付けられないで、金融機関や機関投資家によって広い意味の金融市場のなかで、金融的利得をもとめて運用されている貨幣資本とっておきましょう。したがって、それは企業や家計の資金需要からみれば過剰な資金ですが、おとなしく遊休しているわけではなく、金融市場の内部ですこしでも利益を上げるために動き回っている膨大な貨幣のプールです。

いくつかの調査によれば、世界にはこのような資金が総額 50 兆ドル (5000 兆円) ほど存在していると思われています。そして、これらの多くは、銀行、保険会社、年金基金、投資信託、ヘッジファンド、財団その他の機関投資家の手元に集積され、さまざまな証券市場、外国為替市場、M&A 市場、先物市場、デリバティブ市場その他の金融市場で利益を上げるために、しのぎをけずって動き回っています。

ご存知のように、1980 年代以降、世界の多くの国が金融自由化を進めた結果、国際的な資金移動、つまり国際金融取引が活発化し、金融のグローバル化と呼ばれる現象が進みました。金融のグローバル化によって、世界中の金融市場がさまざまな金融取引の回路でつながり、この網の目のような回路を利用して、金融機関と機関投資家は大規模な投資活動を国境の障壁を意識することなく展開できるようになりました。

このために、アジアの新興市場が有望と思われるのと、この地域に世界中から資金が殺到し、アジア通貨危機と呼ばれる、ブームとバブル崩壊を引き起こしました。一時人気を集めた巨大ヘッジファンドがロシア危機を契機に行き詰まると、こんどはアメリカの IT 産業に莫大な資金が投入され、IT バブルとその崩壊を引き起こしました。ついで、アメリカの住宅市場が有望となると、住宅ローンに莫大な資金が投入され、こうして作り出された住宅ローンが、先にのべた CDO 市場を膨張させる基盤を提供しました。そして、住宅バブルと CDO 市場が崩壊すると、今度は原油、農産物その他の実物資産の投機的取引に殺到し、これらの価格高騰を引き起こしているのが現時点の状況です。

現代の金融取引は、情報技術や決済技術の発達のおかげで、場所や時間を問わなくなっています。大手金融機関は、いずれの国の金融市場であれ、自分の国の市場と同じように資金を運用することができます。このために、金融機関や機関投資家は世界中のタックスヘイブンを金融市場に、系列金融機関、ヘッジフ

ファンド、投資ファンド、SPVその他を立ち上げて、グローバルな規模で資金の調達と運用を行っています。したがって、サブプライム・ローンを組み込んで作られた CDO は、まずアメリカ国内で販売されましたが、その高い利回りが世界中の金融機関や機関投資家を引き付け、すぐにヨーロッパや日本をふくむアジアその他の金融市場に広がりました。これらの地域では、アメリカに比べると金融証券化の歴史が浅く、金融機関も機関投資家もこのビジネスに習熟していないために、アメリカの大手金融機関にとっては、いわば草刈場のような市場になりました。

ご存知のように、昨年夏にサブプライム問題が最初に表面化したのはアメリカよりも、ヨーロッパでした。イギリス、ドイツ、フランスその他の国でいくつかの大規模なヘッジファンドが運用停止に追い込まれ、銀行が行き詰まって政府に救済される事件が起きました。日本では、証券化ビジネスで先導的役割を果たしていた野村證券が最初に巨額の損失を発表し、その後、みずほ銀行等大手銀行がこれにつづきました。

アメリカでは、住宅関連産業つまり住宅ローン専門会社や住宅販売会社などの破綻は、住宅市場の潮目が変わった昨年早い時期から発生しましたが、大手金融機関が莫大な損失を相次いで公表するようになったのは夏を過ぎてからでした。しかし、いずれにしても昨年夏の段階には、サブプライム問題は仕組み証券市場に関わった金融機関や機関投資家がすでに自分の力で解決できない深刻かつ広範な金融危機として、世界中に拡散していました。

以上、要約すると、金融グローバル化と世界的な〈過剰流動性〉の存在という背景のもとで、世界中の金融機関と機関投資家が新しい収益機会、つまり今回は CDO 市場にいっせいに資金をつぎ込んだために、アメリカの問題がグローバル金融市場に拡大したわけです。

### (3) なぜ大手金融機関や機関投資家にこれほど莫大な損失が発生したのか？

今回のサブプライム問題の主演は、ウォール街の投資銀行やヨーロッパの巨大金融コングロマリットに代表される、大規模で、高度の取引技術やリスクマネジメントを備え、ながく金融証券化を主導してきた金融機関です。今回破綻したヘッジファンドの多くも、これらの金融機関以上に洗練された投資技術を誇っていました。そのようないわば最強、最新の金融機関や専門家集団がなぜこれほど巨額の損失に見舞われ、その幾つかが破綻の淵に追い込まれるにいたったのか、これが最後の問題です。

これまでの経緯がまず明らかにしているのは、これらの組織のリスクマネジメントには根本的な欠陥があるということです。金融証券化が普及した近年では、銀行が管理しなければならないリスクは、借り手が破産してローンが回収できなくなる「デフォルト・リスク」よりも、むしろ証券市場の予期しない異変と証券価格の変動をもたらす市場リスクです。デフォルト・リスクの予測や管理も容易ではありませんが、証券市場の変動から生じる市場リスクの予測と管理は、およそ人知をこえる作業であるといわなければなりません。しかも、住宅ローンの延滞率上昇（デフォルト・リスク）が膨大な CDO 市場の崩壊（市場リスクの顕在化）を引き起こしたことからも明らかのように、これら二つのリスクは複雑に相関しており、現在の資産証券化市場が内包するリスクの全体構造を正確に把握することは、大手銀行の専門家にも不可能なことです。

さらに、近年の集中再編によって銀行組織が大規模化し、業務内容が複雑化、高度化している現在では、

最先端の営業部門のやっていることを経営責任者がリアルタイムで監視し、チェックすることは至難の業といわなければなりません。加えて、CDOの引き受け・販売を担当する部門はどの銀行でも儲け頭でしたから、利益市場主義の経営責任者がこの部門の暴走を事前にチェックすることはとりわけ困難だったと考えられます。

つぎに、住宅バブルが永久に続くはずがないことは子供でも理解できるはずですが、他人から預かった巨額の資金を専門的知識を駆使して運用する年金基金など世界中の機関投資家が、住宅バブルの崩壊が現実化するまで、なぜこれほど危険な証券を大量に買い続けたのかという問題があります。

資産証券化で最大の利益をあげた大手投資銀行がCDOその他の複雑で高リスクの証券を世界中の機関投資家に大量に売りさばくためには、いくつかの巧妙な仕掛けが用意されていました。その全てについて詳細をここで説明することはできませんが、こうした仕掛けの中でもっとも重要なものが格付け制度と金融保険です。

複雑で一般の投資家がリスクや適正価格を評価できない、CDOなどの仕組み証券を、保険会社や年金基金など高リスク証券の購入を禁じられている機関投資家に売りさばくために、投資銀行は格付け会社に莫大な手数料を払って、発行する証券の大半に安全な証券であることを証するお墨付き（AAAなど最上級ランクの格付け）を付けてもらいました。

もともと格付け会社は、投資家のために社債を発行する企業のデフォルト・リスクを予想・評価して、その情報を投資家に提供する金融情報会社でした。しかし、1990年代に入って、CDOなど仕組み証券市場が爆発的に膨張しはじめると、投資銀行から高額の手数料を受け取って仕組み証券を格付けすることが格付け会社の最大のビジネスになりました。

しかし、すでに述べたように、CDOに代表される仕組み証券は従来の社債とはまったく異質の複雑な証券で、これを従来の社債と同じ手法で格付けし、その結果も従来と同じAAAなどの符牒で公表することは、金融市場にきわめて大きな問題をもたらすこととなります。事実、住宅ローンの延滞率が上昇し始め、大量のCDOを購入した機関投資家の間に不安が広がり始めると、格付け会社は相次いでCDOの格付けを大幅に引き下げました。

このような多数の銘柄の証券の格付けが大手格付け会社によっていっせいに引き下げられるという事態は歴史上例のないことであり、格付けを信頼してCDOを購入していた世界中の機関投資家にパニックを引き起こしました。

付言すれば、もともと、CDO市場には本来の意味の流通市場、つまり、投資家が頻繁に証券を売買する市場は存在していませんでした。したがって、投資家が自分の保有するCDOの市場価格を市場に照らして値洗いする条件はありませんでした。投資家にとって、CDOの価値評価は、格付け以外に基準の無い、雲をつかむようなことでした。そのために、いったん格付けが大幅に引き下げられると、価値評価の根拠が無くなり、市場には買い手が居なくなり、膨大な量の証券がたちまち紙切れ同然になってしまいました。しかも、もともと換金しようにも流通市場のない証券ですから、いったん価格が暴落し始めると新しい買い手が現れるはずはありません。こうして、世界中の機関投資家の手元に、無価値な証券の膨大な山が残されたのです。

他方、それまで証券を売りさばいて巨利を得ていた大手投資銀行までが、なぜ機関投資家と同様に、む

しろそれを上回る莫大な損失を被ったのでしょうか。

これまで明らかになっている情報によってこの経緯を完全に説明することは困難ですが、要点は以下の通りだろうと思います。

第一に、たくさんの件数の住宅ローンを取りまとめて証券化し、さらにそれをもう一度仕組み証券に作り変えて販売するのは、実際には時間のかかる作業です。このため、サブプライム問題が表面化して仕組み証券市場が崩壊すると、投資銀行の手元には材料として買い取ったローン、証券化途中の仕掛け証券、販売部門が抱える在庫証券、さらには銀行内部のトレーディング部門や社内ヘッジファンド、SPV などにはめ込んでいる証券などが、大量に存在していました。このため、ローンの延滞が増加し、手持ち証券の価格が暴落したことで、莫大な損失を被ることになりました。

第二に、これらの投資銀行から証券を購入し、大きな損失を被った機関投資家からは、証券の買戻しなどの要求が殺到し、投資銀行側が売値で買戻すことを余儀なくされたと言われています。本来はすでに売りさばいた証券の価格下落について投資銀行に責任はありませんが、機関投資家の信用を失うと投資銀行業は続けられませんから、今後のことを考えて買戻しに応じたわけです。また、正式の契約ではありませんが、証券の販売に際して、価格が暴落した場合に買戻すことを約束したケースも少なくないといわれています。以上が、大手銀行で発生した巨額損失の原因です。

次に、CDO 市場の膨張をささえたもう 1 つの仕掛けである金融保険、いわゆるモノライン保険について説明します。

モノライン保険というのは、債券のデフォルトに対する損害保険を提供する以外の業務を行わないことで認可を受けた単一業務の保険会社です。このようなモノライン保険がビジネスとして成立した理由は、地方公共団体が地方債を発行する際に、発行体だけの信用では投資家が限られることから、もし発行体が財務危機に陥って債券の償還ができなくなった場合にそなえて保険を付けることが慣行的に広がったことでした。

このようにモノライン保険はさまざまな地方債に保険を提供することで、歴史的にはアメリカの地方公共団体の資金調達を促進する役割を果たしました。同時に、地方債のデフォルト率は非常に低いことから、保険会社自身も着実に利益をあげる高収益ビジネスでした。そのために、モノライン保険会社の多くは、格付け会社から AAA という最上級の格付けを認定されてきました。そして、モノラインが提供する保険は、モノライン保険会社の高い格付けが裏づけになっていると考えられてきました。

しかし、先の格付け会社と同様に、1990 年代になって仕組み証券市場が急膨張し始めると、モノライン各社も地方債だけではなく仕組み証券の保険ビジネスに大々的に参入しました。すでに述べたように、これらの証券の大半は発行時点で格付け会社から高い格付けが与えられていましたが、それに加えて同様に高い格付けをもつモノラインが保険を提供することで、投資家の安心感がさらに広がり、投資銀行は、複雑な仕組み証券を通常の社債や地方債のように世界中で売りさばくことができるようになったわけです。つまり、仕組み証券の場合、高い格付けとモノライン保険とは、相互補完関係にあり、どちらが欠けてもすで見たとような仕組み証券市場の異常な膨張は起こりえなかったと言えます。

ところが、仕組み証券の保険ビジネスは、それまでの地方債に対する保険とはまったく性質の違うビジネスでした。なぜなら、CDO はさまざまな資産担保証券をさらに二次的に加工して作り出した外部者には

得体の知れない複雑な証券で、そのデフォルト率を正確に予測することはだれにもできなかったからです。結果から言えば、モノラインは、保険会社にとってきわめてリスクの大きな仕組み証券の保険を、格安の価格で大量に販売しました。そして、この格安の保険を利用して証券を売りさばき巨利を上げたのは、主として大手投資銀行でした。

モノラインがこのような不合理な保険を投資銀行に販売した理由は、従来から地方債の保険ビジネスで投資銀行と親密な関係を築いてきた経緯があります。しかし、それだけではなく、実は大手投資銀行がモノライン保険の大株主で、両者は利益共同体の関係にあったのです。このために、モノラインの実情に通じた専門家は、モノラインは大手投資銀行の証券販売を助けるために、仕組み証券に関しては、ある程度利益を度外視して投資銀行に保険を売ったと指摘しています。その結果、住宅バブルの崩壊によって仕組み証券のデフォルト率が高まると、モノライン保険は一举に深刻な財務危機に陥りました。

モノライン保険の財務危機が深刻化したもう1つの理由は、モノライン大手が手元資金の運用のために、機関投資家として高リスクの仕組み証券を大量に購入していたことでした。このために、これらの証券の価格が暴落したとき、巨額の評価損を計上せざるを得ませんでした。モノライン保険会社の自己資本比率はもともときわめて薄いものでしたから、以上のような事情で支払いと損失が増大すると、たちまち自己資本不足に追い込まれてしまいました。

すでに繰り返し報道されているように、最近になって格付け会社はモノライン大手の格付けを相次いで引き下げました。仕組み証券の格付けとモノライン保険の信用度とはセットで機能しており、モノライン保険会社の格付けが引き下げられると、すでに保険つきで売りさばかれている莫大な証券の格付け根拠が失われることとなります。そうすると、すでに大幅に下落している仕組み証券の価格下落に歯止めが利かなくなり、大手金融機関や機関投資家の損失がさらに拡大することとなります。ウォール街関係者がモノライン保険の格付け引き下げに異常に神経を尖らせてきた主たる理由はこの点にあるわけです。

このように、今回のサブプライム問題の元凶となった仕組み証券市場は、何重ものあやうい仕掛けによって天空高く積み上げられてきた「砂上の楼閣」(みずは銀行最高経営責任者の決算発表での表現)でした。この巨大な楼閣は世界中の金融機関と機関投資家を数年間にわたって引き寄せてきました。このために、その崩壊の影響はアメリカの金融市場にとどまらず、世界のさまざまな金融市場と商品市場に及び、ひいては実体経済の混乱を通じて無数の企業と一般市民の経済活動にも影響を及ぼしました。

#### まとめ

本日の講演で、私は、現代の金融市場が深刻な不安定性と脆弱性を抱えており、それが金融証券化、とりわけ仕組み証券市場の異常な膨張および、これと関連した大手銀行のビジネス・モデルの転換から生じているということを述べました。さらに言えば、証券市場の異常な膨張と大手銀行の証券化ビジネスをサポートした格付け会社やモノライン保険の役割にも大きな問題がありました。

しかし、念のために申し上げれば、私は銀行の資産証券化ビジネスと OTD モデル自体を、さらには格付け制度やモノライン保険を、全面的に否定しているわけではありません。どのようなビジネス・モデルや金融技術にも、それらが開発される過程では、何がしかの必要性、存在理由があったこととされます。ローン証券化の技術は銀行の資本回転率を高めるだけではなく、リスク管理に新しい技術革新の余地を生

み、機関投資家には、それぞれの運用スタイルに適する多様な証券を提供するというメリットがあったといえます。

しかし、問題は、こうした技術やそれを利用した金融取引の仕組みが、一握りの大手金融機関と短期的利益しか念頭にない機関投資家によって、歯止め無く、常軌を逸するまでに濫用されたことではないかと思えます。どのような技術も、それが本来の合理的目的を逸脱して野放図に濫用される場合には、大きな外部不経済（社会的コスト）を引き起こし、翻って、濫用者自身にも悲惨な結果が及ぶこととなります。

それでは、仕組み証券を始めとする新しい金融取引の技術が、大手金融機関と機関投資家によって常軌を逸するほどに濫用されることが、なぜ防止できなかったのでしょうか。

本日の限られた時間でこの大きな問題に立ち入ることはできませんが、とりあえず私が言いうことは以下の点です。

第一に、1980年代以降各国で金融自由化が進み、一方で金融機関は自分の判断でさまざまな金融業務に自由に参入できるようになりました。これを象徴するのが1999年のアメリカのグラス＝ステイーガル法廃止です。他方、これと引き換えに銀行には自分でリスクを管理する責任が高まりましたが、金融グローバル化と金融証券化が急激に進展する状況のもとで、信頼できるリスクマネジメントを確立できた銀行は殆どありませんでした。そして、今後銀行自身の手で信頼できるリスクマネジメントが確立される可能性も、おそらくは乏しいと思われます。機関投資家についてもこの点は同様です。

第二に、近年の金融自由化と金融証券化によって、従来の規制監督が行き届かない金融分野が急激に拡大しました。いわゆる「シャドウバンキング」とか、「パラレルバンキング」と呼ばれる、事実上銀行類似の活動をしながら、銀行に比べて規制がはるかに緩いノンバンクなどの金融分野です。そして、規制を受けている大手銀行も、規制を回避するために、こうした金融セクターを積極的に利用するようになりました。このために、銀行活動の実体が監督機関にも把握できなくなり、金融市場の不透明性と無政府性が高まりました。さらに、金融市場の無政府性は、SPVやタックスヘイブンなどの利用によって極度に高められてきました。いまや、金融市場は誰も監視できない巨大な迷宮のようになっています。

第三に、金融監督機関は大手金融機関の要求に応え規制緩和を進め、その代償にバーゼル規制という国際的な規制を整備してきました。しかし、この規制の眼目である自己資本比率規制の考え方には根本的な弱点があり、金融証券化の進展に取り残されてしまいました。最近、これが改定されてバーゼルⅡが導入されましたが、私の判断では、バーゼルⅡは証券化に対応するという名目で大手銀行のリスクマネジメントと格付け制度に全面的に依存するやり方になっており、いわば規制の民営化をすすめる方向に進んでいます。しかし、このような規制の民営化の前提である銀行のリスクマネジメントや格付け制度が信頼できないものであることはすでに繰り返し述べた通りです。

大手銀行による金融技術の濫用を抑止する役割を、純粋な市場メカニズムや機関投資家の合理的な行動に期待するのが楽観的すぎることは、これまでの金融危機の歴史が証明しています。いずれにしても、金融機関と機関投資家が新しい金融技術を利益追求のために限度を超えて濫用するのを防止する、社会的、制度的手立てを早急に講じる必要があります。私たちが歴史の経験から学ぶどのような教訓も、それがなんらかの社会的制度として形を与えられて始めて、後世に継承することができます。銀行の経営者や投資家も歴史から学ぶことはできますが、かれらは学んだことを状況が変わればすぐに忘れてしまいます。



それでは、どのような具体的手立てが必要でしょうか。これを明らかにするためには、専門家と利害関係者による集団的な検討が必要です。この間、G7の金融安定化フォーラム、アメリカの議会や金融監督機関などでさまざまな検討がつづけられており、すでに格付け会社の情報開示や料金制度の見直し、銀行本体へのSPVその他の連結などの提案がなされています。しかし、私の判断では、まだ十分効果的な提案はなされていないのではないかと思います。

さらに今後、関係機関と専門家によって今回の問題の原因が徹底的に解明され、金融危機の再発防止に繋がる有益な教訓が引き出されること、そして、わが国における現在進行中の金融制度改革、いわゆる市場型間接金融の実現をめざす改革においても、それらの貴重な教訓が十分に活かされることを念願して結びとします。