

ボルカールールの解釈について

～銀行業務規制の転換～

はじめに

オバマ米大統領により1月に提案された銀行規制強化案（以下、ボルカールール）は、3月15日発表の米上院銀行委員会による金融規制改革修正案にも明示化され、4月中に審議される予定である。そのドラステックな規制内容や金融危機の防止策としての実効性への疑問から反対意見も多く、現時点（4月13日）では今後の展開に不透明な部分も多い。しかし、同案の基本的アイデアは銀行業務規制における重要な問題を提起していると思われる。本稿では、銀行理論に基づき、ボルカールールの背景を解釈する。

1. ボルカールールの内容

1.1 概要

ボルカールールの基本理念は、金融システムの安定を図るために、預金を通じて資金調達を行う商業銀行は、顧客のためになる場合を除き、投機的投資の実施が制限されるべきというものである。具体的な業務規制としては、商業銀行に対して、自己勘定取引、及び、ヘッジファンドやプライベートエクイティファンドへの出資を禁止することが提唱されている¹。

これらの内容については以下の留意が必要である。第一に、基本理念からわかるように、ボルカールールは、銀行は、預金を基礎とした金融システムを前提にして、顧客の業務支援に特化すべきだという思想に基づいている。しかし、この考えの正当性は決して自明ではない。証券化商品の発展に伴う

「シャドバンキング」システム（後述）の影響力増大に象徴されるように、ここ20年の米国金融産業は、伝統的な商業銀行を中心とした金融システムから大きく乖離して発展してきた。この動きが今回の金融危機に重大な影響を与えたことにおそらく異論はない一方、今後これらを全て否定し、伝統的な金融システムに回帰すべきかどうかについては十分な検討が必要である。

第二に、個々の業務規制が、金融システムの安定にどのような意味で有効かを考える必要がある。そもそも今回の提案は、銀行業務規制の第一歩に過ぎず、これだけで金融危機が完全に防止可能であると期待すべきではない。しかしながら、提案された業務規制が適切な方向性を示すものであるかどうかは重要な論点である。

1.2 グラスステイーガル法との比較

ボルカールールの内容については、商業銀行に対して投資業務（の一部）を禁止していることから、グラスステイーガル法（以下、GS法）との類似性がしばしば指摘される。（なおGS法は、80年代以降の銀行業務に対する規制緩和政策の結果、1999年には完全に撤廃された。）従って以下では、GS法の背景にある考え方とボルカールールとの相違点について検討する。

GS法の最大の狙いは、貸出業務と引受業務（必然的に投資業務も含まれる）間の利益相反問題の解消にあったと考えられている。すなわち、貸出、引受両業務が可能な銀行は、貸出を通じて得た内部情報によって企業の業績悪化が予測される場合、それ

¹ 更に、金融規制改革修正案においては、商業銀行以外の金融機関についても、同様の業務について「制限」（「禁止」ではない）すると記載された。もっとも、当修正案においては、自己勘定取引と顧客勘定取引との区別を銀行監督当局に委ねるなど当初案に比べれば現実的な配慮が強まっている。

を公表せずに企業に新規証券発行を行わせ、その資金でもって自身の債権を回収する誘因をもつ。このような無謀な証券発行が横行し、大恐慌前の株式バブルにつながったと考えられた²。従って、GS法の考えにおいては、商業銀行と投資銀行との分離は、利益相反問題を未然に防ぐ手段として本質的な意味をもっていた。ところが、近年の実証分析によると、大恐慌時においても、このような利益相反問題の存在は否定されている³。更に、欧州のユニバーサルバンキングとの競争激化を背景に、両業務間にはむしろシナジー効果の方が強いことが主張されている⁴。これらの結果、GS法は学界実務双方から存在意義に疑問が持たれることになり、撤廃されるに至った。

一方、上述のように、ボルカールールの問題意識は、金融システムの安定のために銀行は本来業務以外においてはリスクを取るべきではないという点にある。従って、利益相反は第一義的問題ではなく、商業銀行・投資銀行間の業態分離自体に本質的な関心があるわけではない⁵。従って、ボルカールールは、GS法とはそのよって立つ考え方が異なるため、GS法撤廃時に主張された諸理由によって批判されるべきではない。

2. 金融危機との関連

今回の金融危機は、金融システムとの関連性という観点からは、不良債権問題と流動性危機とによって特徴付けられる。これらは、銀行理論における二つの基本的考え方である、銀行によるモニタリングと流動性供給の両機能が、適切に機能しなかったこ

とを示唆している。

良く知られているように、サブプライムローンを典型例として、極めて杜撰な審査に基づく問題ローンが多く組成された。しかし、米国のシステムにおいては、これらのローンの実施主体は銀行ではない。銀行は、(1)証券化商品の原資産としてこれらの問題ローンを購入し、(2)組成した証券化商品の一部に自己投資し、(3)これらの自己投資をファイナンスするため、証券化商品自身を担保としたレポ取引に大きく依存することになった。結果的に、銀行が保有する資産の多くが不良債権化し、同時に、レポ市場を中心に流動性危機が発生した。

2. 1 不良債権問題

上の記述から、銀行における不良債権については、ローン組成時の不適切な審査に加え、銀行による自己投資に問題があったことがわかる⁶。

ボルカールールの観点からは、問題は以下のように考えることができる。第一に、理念的には、顧客の業務支援として銀行の本来業務と考えられるローンの審査・組成への関与を怠ったことである。第二に、業務規制的には、自己勘定取引を行い、損失を被ったことである。さらに、両者は一見無関係ではあるが、根底では関連していると考えられる。実際、銀行の不良債権の中で最も影響が大きかったのは、審査の必要性が相対的に少ない高格付トランシェであった。すなわち、銀行は、高格付でリスクが小さい割に利回りが高いと考えられる案件に対して、一種の裁定取引として自己投資を行っていたと考えられる。このような考え方に立てば、原資産で

² Benston (1996)。

³ Kroszner and Rajan (1994)。

⁴ 実証的にもこのような考え方は支持されている (Puri (1996))。

⁵ 脚注1で触れた修正案における非商業銀行に対する同種の規制の導入は、このことと整合的である。

⁶ 実際、もし銀行が、証券化の本来の考え方に従い、問題債権の信用リスクを銀行以外の他主体へ完全に移転していたのであれば、不良債権の金融システムに対する影響はずっと小さいものであった筈である。

あるローンについて審査が不十分であることは、必ずしも問題視されないことになる。

2. 2 流動性危機

流動性危機についてはレポ取引が大きく影響している。レポ取引は、預金と代替的であるが、より不安定な性質をもつ資金調達手段であると考えられる。すなわち、銀行の観点からは、銀行全体の信用や預金保険の代わりに、証券化商品等の特定資産の価値を担保とした、通常は低利な資金調達手段である一方、投資家の観点からは、ロールオーバーを拒否することによって実質的にいつでも資金の引上げを可能とする、流動性に優れた投資対象であり、これらの点は預金と類似している。しかしながら、外的ショックにより担保資産価値が大きく変動する場合は、投資家がロールオーバーを拒否することにより銀行の資金調達が不可能となるリスクが高く、金融システムの安定性という点からは望ましくない⁷。今回の流動性危機が、預金ではなくレポ取引を中心に発生したこともこのショックに対する脆弱性に起因しており、金融システムの安定性を重視するボルカールールの考え方とは両立し難い資金供給形態である。

2. 3 シャドーバンキング

これまでの議論はシャドーバンキングの否定と解釈することもできる。シャドーバンキングとは、“non-bank financial institutions”（商業銀行ではない金融機関、投資銀行が典型例）による投融資業務を意味する。これらの金融機関は、商業銀行の定義から外れるため規制の対象とならず、高リスク投資

が行われたことが指摘されている。しかし、より重要なのは、シャドーバンキングは、まさに上でみた証券化商品を担保とするレポ取引による資金調達によって特徴づけられ、銀行の担ってきた機能が適切に働かない可能性がある点である。

現在の標準的銀行理論は、銀行機能をモニタリング機能と流動性供給機能にあるとしている⁸。モニタリングは、銀行のバランスシート上でのリスク分散と、預金契約を利用して銀行に適切なインセンティブを与えることによって、適切に機能することが保証される。一方、流動性供給は、銀行のバランスシート上での資金プールと、預金契約による随時引出可能性により機能することに加え、預金保険の導入により、取付けが発生するような悪い均衡を排除している。このような理論的検討に耐えうる仕組みは、シャドーバンキングにおいては、存在しない。従って、銀行理論の観点からは、伝統的銀行システムへの回帰を志向することは正当化可能であると考えられる。

3. 業務規制について

業務規制案の中心である自己勘定取引の禁止について考える。まず、前述のように、銀行は本来の顧客業務支援に徹すべきだという理念の下、金融システム安定のために無用のリスクを取るべきではないという立場からは、これは当然の提案である。さらに、自己勘定取引は銀行のコア業務とは独立しておりシナジーも期待できない。

これらに加えて、自己勘定取引の多くは裁定取引を目的としており、最終的には他の投資家への売却が意図されていることが関係し得る。何故なら、こ

⁷ この仕組みは、19世紀米国のいわゆる“Free Banking”を想起させる。すなわち、特定の資産を担保に、各銀行はそれぞれ独自の銀行券を発行し貨幣として流通させたが、最終的には失敗に終わり、Fed設立の契機となった。

⁸ モニタリング機能の基本文献はDiamond (1984)、流動性供給機能のそれはDiamond and Dybvig (1983)である。

ういった業務への傾注は、銀行の本来業務である長期性を伴うモニタリング機能についてのコミットメントを弱める可能性があるからである⁹。前節でみたシャドーバンキングについてもこういった観点から考えることができる。すなわち、シャドーバンキングシステム全体が自己勘定取引を前提としており、結果として金融システム全体としてのモニタリングの軽視につながっていったと解釈できる。従って、自己勘定取引の規制は、伝統的な金融システムへの回帰という方向性と整合的である。

4. ボルカールールへの批判について

ボルカールールへの批判の一つは、金融危機の根本原因は、銀行の自己勘定取引ではなく住宅ローン問題にあるため、ボルカールールは実効的でないというものである。しかし、銀行の自己投資による不良債権は甚大である。また、より深い観点からは、住宅ローンの杜撰な審査は、自己勘定取引に基づく、シャドーバンキングシステム全体によって引き起こされたと解釈することができる。従って、自己勘定取引への規制は有効かつ必要である。

批判の第二は、ボルカールールは専ら商業銀行だけを対象としているため、将来の金融危機の防止には不十分であるというものである。確かに、今回の金融危機は投資銀行の行動が重要な影響を与えた。しかしながら、第一に、シティバンクを初め商業銀行の行動にも問題が多く、これについてはボルカールールが直接的に有効である。第二に、投資銀行の多くは商業銀行に転換しているため、現時点においては、商業銀行を中心に業務規制を行うことは理に適っている。そして最後に、既にみたように、ボルカールールは表面的には商業銀行の業務規制であるが、根底にある考えはシャドーバンキングシステム

の否定である。従って、金融システムの原点回帰を通じて銀行機能の回復を実現するというボルカールールの理念が正しいとすれば、今回の業務規制はその第一歩として意義がある。

5. 結論

- ・ボルカールールは、金融システムの安定を目的とした、商業銀行による投機的投資に対する業務規制である。具体的には、自己勘定取引、及び、ヘッジファンドやプライベートエクイティへの出資に対する禁止等から構成されている。
- ・しばしば言及されるグラスステイガル法との類似性は表面的なものに過ぎず、それぞれがよって立つ考え方は異なる。ボルカールールにおいては、商業銀行と投資銀行との分離は本質的ではない。
- ・ボルカールールの根底には、近年発展したシャドーバンキングシステムを否定し、伝統的な金融システムへ原点回帰することを通じて銀行機能を回復させるとの理念がある。
- ・金融危機の主要因は、シャドーバンキングシステム下において、本来の銀行機能であるモニタリング機能、流動性供給機能が弱体化したことにあると解釈することができる。このような観点に立てば、ボルカールールの理念は正当化可能であり、また、自己勘定取引の禁止はその第一歩として意義がある。

参考文献

- Benston, G. (1996), "The Origins and Justification for the Glass-Steagall Act," in *Universal Banking*, ed. A. Saunders and I. Walter.
- Diamond, D. (1984), "Financial Intermediation and

⁹ Myers and Rajan (1998) は、このような考え方の基礎を分析している。

-
- Delegated Monitoring,” *Review of Economic Studies*, 393-414.
- Diamond, D. and P. Dybvig (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, 91: 401-419.
- Myers, S. and R. Rajan (1998), “The Paradox of Liquidity,” *Quarterly Journal of Economy*, 113(3): 733-771.
- Kroszner, R. and R. Rajan (1994), “Is the Glass-Steagall Act Justified? A Study of the U.S. Experience with Universal Banking before 1933,” *American Economic Review*, 84: 810-832.
- Puri, M. (1996), “Commercial Banks in Investment Banking: Conflict of Interest or Certification Role?” *Journal of Financial Economics*, 40(3): 373-401.
- (株式会社日本政策投資銀行設備投資研究所
主任研究員 小田圭一郎)