

流動性危機と金融規制

～最近の理論的展開を中心に～

はじめに

金融危機後の金融規制の議論の中で、従来は必ずしも明示的ではなかった「流動性規制」を導入する動きがみられる¹。今回の金融危機は複合的要因により引き起こされたと考えられるが、その本質を流動性危機として捉える立場からは、流動性問題への対処は重要性を持つ。本稿では金融機関における流動性についての最近の考え方を整理し、規制への含意を検討する²。

1. 流動性危機

「流動性」は多義に用いられる用語であるが、本稿の問題意識においては、「金融機関の資金調達容易性」と定義することができる。また、特に流動性危機は、金融機関が必要な短期資金の借換えが不可能である状況を意味する。伝統的な商業銀行においては預金引出しによる「銀行取付け」が、また、今回の金融危機では、投資銀行等においてレポやABCP等の市場性短期負債の借換えが不可能となったことが該当する³。

資金調達・運用における満期不一致

金融機関は一般的には短期の調達資金を原資に長期の資産運用を行っている。すなわち、投融資等の債権は一般に換金性が低く長期にわたり保有する一方、短期負債は頻繁に借換え（ロールオーバー）を行う必要がある、このことが流動性危機の根本原因となっている。従って、調達・運用の満期を一致させることは、流動性問題の究極的な解決方法である⁴。しかしながら、長期の投融資に対して短期負債を調達手段とすることの合理性を説明する幾つかの有力な経済理論が存在する⁵。従って、以下では、資金の運用調達における長短ミスマッチの存在を前提として議論を進める。

2. 危機の要因

(1) 情報非対称性

流動性危機の第一の要因として情報非対称性の存在が考えられる。投資家は、金融機関の財務状況や、担保とする金融債権の信用リスク等が不透明である場合は、その金融機関へ資金供給を行うことに消極的になる筈である⁶。すなわち、流動性の確保には

¹ 例えば、米財務省が9月3日に公表した「銀行に対する米国及び国際的な資本規制フレームワークの改革に向けた原則」では、流動性規制の導入が明示的に位置づけられている。

² 自己資本比率を中心とする、より標準的な金融規制の展開については、前月（11月号）の本欄「金融規制強化の理論的背景について～金融システムの安定性と金融機関のインセンティブ～」にて検討した。本稿は、流動性の観点から金融規制を検討することによって、前月の議論を補完するものである。

³ 後者の代表例は、米国のベアスターンズ、リーマンブラザーズ、英国のノーザンロック等。なお、ノーザンロックは形式的には商業銀行だが、実際は、住宅ローン業務に特化し、主にその証券化によって市場から短期資金を調達していたという点で、投資銀行に類似した資金調達構造を持っていた。

⁴ 決済機能の金融仲介機能からの分離を目的に、預金を前提として運用を短期安全資産へ規制するというナローバンキングの考え方はその一例である。

⁵ 預金資金のプールによる、個別の預金者の不測資金需要に対する準備機会費用の削減（Diamond and Dybvig（1983））、また、預金引出し等が容易に起こり得る状況に自らを置くことを通じた金融機関のコミットメント効果（Diamond and Rajan（2001））等が代表例である。

⁶ 資金調達において短期負債形態が選好される点についても、単純に情報非対称性を理由にすることも可能である。実際、米国の市場性短期資金供給のかなりの部分が MMMF 等の相対的に情報劣位な機関投資家であることを勘案すれば、情報不十分な状況下で迅速な回収可能性が重視されたと解釈することができる。

情報非対称性問題への対処が不可欠であり、そのためには、情報を生産、開示する経済主体に適切なインセンティブを与えることが必要である。

今回の流動性危機は、このような状況において、証券化商品の格下げを契機に市場参加者がそれまでの判断を下方修正し、短期資金がいっせいに市場から引揚げたと考えることができる。この観点からは、BIS II が格付情報に過度に依存していたことが結果的には問題をより深刻化したと考えられる。

(2) 投資家間のコーディネーションの失敗

流動性危機の第二の要因として投資家間の「コーディネーションの失敗」が考えられる⁷。一般に、ある金融機関への資金供給は多数の投資家によってなされている。ところが、これらの資金が短期のクレジットである場合⁸、借換えを拒否することによって、個々の投資家は事実上いつでも資金を引揚げるのが可能である。このような設定下では、投資家全員が金融機関への資金供給を継続した場合が最も利得が高いにもかかわらず、もし他の投資家たちが資金を引揚げってしまう場合は、ある投資家も資金を引揚げた方が利得が高いという状況が起こり得る。そうすると、投資家全員が資金供給を継続するという望ましいケースに加えて、全員が資金を引揚げるという望ましくない流動性危機のケースも均衡として成立する⁹。すなわち、情報非対称性問題がなくても、全くランダムに、投資家間のコーディネーションの失敗として流動性危機は起こり得る。

更に、この考え方は近年理論的な発展がみられ、金融機関の頑強性と投資家のコーディネーション失

敗時のコストという二つの「ファンダメンタルズ」の水準に依存して、コーディネーションの成功／失敗のどちらかの均衡が一意に決まることが示されている¹⁰。この結果に即して、危機前後の投資家行動を次のように説明することができる。危機前は、十分に良好なファンダメンタルズの下で、投資家間のコーディネーションが均衡として成立していた。しかし、ある時点で急に外的なショック（金融機関の保有する資産価値の減少）が発生し、金融機関の頑強性の水準が低下したため、投資家間のコーディネーションの失敗というもう一つの均衡に移動した。

(3) 時価評価に伴う調達流動性と資産売却流動性の相互作用

米国の多くの金融機関は、レポ取引に典型的にみられるように、自己の保有する金融資産を担保として短期の市場取引を通じた資金調達を行っている。これは担保資産価値が安定している限り、安価で安定的な資金調達手段であり合理的である。しかし、市場を通じて担保価値が即座に金融機関の資金調達コストに反映するため、資産価値が下落した場合には資金調達コストが上昇し¹¹、短期的な必要資金不足が生じるというリスクを伴う。

加えて、不足資金を埋め合わせるために資産売却を行った場合、需給要因や、場合によっては情報非対称性が強く影響し、資産の市場価格は本来の価値から乖離した水準にまで下落する可能性がある。これは担保資産を通じた資金調達における更なるコスト上昇を引き起こすため、悪循環に陥る可能性がある。すなわち、金融資産の時価評価を通じて、資産

⁷ Diamond and Dybvig (1983) 等により最初に示された。

⁸ 米国のレポ、ABCP の多くは翌日物である。また、要求払いである預金は、超短期負債と解釈できる。

⁹ もしある投資家が他の投資家たちが資金を引揚げると信じる場合は、彼にとっては資金を引揚げるのが合理的であり、かつ、それは他の投資家についても同様だからである。

¹⁰ Morris and Shin (2002) は「グローバルゲーム」を用いたモデルによってこの結果を導いている。

¹¹ 今回の危機の前後においても、資金の出し手が要求するマージン（ヘアカット）は証券化商品を中心に急増した。

担保証券による資金調達と資産売却による資金調達が相互作用し、流動性危機を増幅すると考えられる¹²。

3. 政策的含意

これまでの議論に基づき、金融規制に関する政策的含意を考察する。

- (1) 情報非対称性問題については、金融機関が審査を行い、真の情報を顕示するような適切なインセンティブシステムを整備することが重要であり、これらを通じて、結局は流動性の向上がもたらされる。また、金融取引の非当事者である格付機関に適切なインセンティブを持たせることは困難であることを勘案すると、規制が格付情報に過度に依存するという現体系は望ましくないと考えられる。
- (2) 投資家間のコーディネーションは、2章で記述した二つのファンダメンタルズの改善を政策的に促進することにより改善可能である。すなわち、貸し手、借り手双方の金融機関がより潤沢な流動性資産を保持することを義務づけることによって、両者ともには流動性問題に対してより頑強になるため、貸し手のコーディネーションは均衡として成立し易くなる。
- (3) 調達における流動性と資産売却における流動性との相互作用は、時価会計方法を改善することによって弱めることが可能であり、この相互作用を核とした悪循環を断ち切ることができると考えられる。

実際の危機において、本稿で述べた3要因はそれぞれ影響を持ったと考えられるが、どの要因が最も本質的であったかは必ずしも自明ではない。この点

の評価が今後の政策を考える上では重要である。例えば、流動性危機の防止を目的とする際も、実際に流動性それ自身を直截的に規制するのは要因2の場合だけであり、もし他の要因が重要性を持つ場合には、流動性の直截規制は実効性を持たないことになる。

また、より広い視点から、今回の金融危機の本質が、不良債権問題か流動性問題かという判断も重要である。すなわち、要因1を重視する立場からは、不良債権問題が本質の問題で流動性問題はそこからの派生問題と解釈できる一方、要因2、3を重視する立場からは、資産価値の下落は外的ショックであり問題発生契機に過ぎず、流動性危機自体が本質的問題ということになる。どちらの判断に立つかによって、採用する規制も異なることになる。

4. 結論

- 金融規制の一部として流動性規制を導入する動きが強まっている。
- 流動性危機の要因には、(1)情報非対称性、(2)投資家間のコーディネーション問題、(3)調達の流動性と資産売却の流動性の相互作用等がある。
- それぞれの要因から得られる政策的含意は異なり、必ずしも直截的な流動性規制によって問題が解決するわけではない。
- 今後の政策を考える上でも、現実の流動性危機においてどの要因が最も本質的であったかを適切に判断する必要がある。また、より広い視点から、今回の金融危機の本質が、不良債権問題か流動性問題かという判断も規制採用の上で重要である。

¹² 最近、資産担保証券による資金調達と資産売却による資金調達とを区別し、両者の相互作用を分析することが提唱されている。Brunnermeier and Pedersen (2009) は、前者を funding liquidity、後者を market liquidity として概念化し分析を行っている。

参考文献：

Brunnermeier, M. and L. Pedersen (2009), “Market Liquidity and Funding Liquidity,” *Review of Financial Studies*, 22 (6): 2201–2199.

Diamond, D. and P. Dybvig (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, 91: 401–419.

Diamond, D. and R. Rajan (2001), “Liquidity

Risk, Liquidity Creation, and Financial Fragility: A Theory of Banking,” *Journal of Political Economy*, 109(2): 287–327.

Morris, S. and H. Shin (2002), “Measuring Strategic Uncertainty,” Working Paper.

(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)