

金融危機と競争の機能

田 中 裕 明

1. はじめに

小稿が紹介するのは、ウルリッヒ・インメンガ教授の傘寿を祝賀する、2014年6月13日開催のゲッティンゲン・カルテル法討論報告会⁽¹⁾で行われたエルケ・ケーニッヒ女史（2015年3月よりブリュッセルの単一破綻処理委員会議長）による「基調報告」とアクセル・ヴィーアント WHU オットー・バイスハイム・マネジメント・スクール名誉教授の「金融危機から5年 (Nach 5 Jahren Finanzkrise)」と題する報告である。同報告の副題として「競争は金融市場における秩序原理としてその使命を果たしたのか (Hat der Wettbewerb als Ordnungsprinzip auf den Finanzmärkten ausgedient?)」と記されている（エルケ・ケーニッヒ女史の「基調報告」も同じ主題、副題である）。

小稿のねらいとするところは、両報告の紹介を通じてドイツでの競争の金融市場における役割、機能について検討することである。

2008年に起きたいわゆるリーマン・ショックは、その後、各国の金融政策に大きな影響をもたらした。アメリカではドット・フランク法の制定⁽²⁾を以て、金融における消費者保護対策を検討し始めた。また、わが国

(1) Torsten Körber (Hrsg.), Wettbewerbsbeschränkungen auf staatlich gelenkten Märkten: Referate der 4. Göttinger Kartellrechtsgespräche vom 13. Juni 2014 anlässlich des 80. Geburtstags von Prof. Dr. Dr. h. c. Ulrich Immenga, 2015, Baden-Baden.

でも改正金融機能強化法（2008年12月16日改正，同月17日施行）での対応を図っている⁽³⁾。

前述の通り，小稿はその対象をドイツの状況に絞っているが，少なからずわが国にとって有益な示唆となる点があるものと信じている。

2. エルケ・ケーニッヒ女史の「基調報告」から

競争は，金融市場における唯一の秩序原理としてその使命を果たしたのか。エルケ・ケーニッヒ女史は，一貫してこう問い続ける。そして，その答えとして，金融市場の監督者としては競争のみでは，金融市場における秩序を確保するには決して十分ではない，と断じる⁽⁴⁾。そして，世界規模の金融危機発生の前から何度も問われたこととして，競争と並んで十分かつ相応の規律が必要である，と論じる。さらには，そもそも金融監視は必要なのか，とも述べる⁽⁵⁾。

金融市場と他の市場とを分かつものはなにか。インドの経済学者ジャグディーシュ・バグワティーは明快に述べる。

「グローバルな商品市場も，練り歯磨きのそれも変わらない。誰もがそうであるように，人は普段歯を磨く。仮に磨き忘れたとしても，全部の歯が抜けることはない。」

確かに，誤った方向への展開があったとしても，そのことで直ちに制

(2) 同法については，日米法学会機関誌・アメリカ法2016-1でシンポジウムとして取り上げている。

(3) わが国における金融法について概説する最近の文献として，大垣尚司『金融と法 企業ファイナンス入門』（2013年），神田秀樹・森田宏樹・神作裕之編『金融法概説』（2016年）。なお，ドイツの対応については，2009年12月16日開催の経済産業政策シンポジウム「金融危機に対するドイツの対応—国内産業への政府支援—」レジュメが詳しい。

(4) Elke König, Nach 5 Jahren Finanzkrise: Hat der Wettbewerb als Ordnungsprinzip auf den Finanzmärkten ausgedient? in : Torsten Körber (Hrsg.), a. a. O., S. 104.

(5) Elke König, a. a. O.

裁を受けることはないであろう。企業の倒産であれ、不況であれ、それらが同時に制度全体を脅かすものではなかった。しかし、金融市場では事情が違っていた。それは、一触即発のおそれがあり、いくぶんでも傾き出すと、劇的な下振れリスク (dramatischeres Abwärtsrisiko) にさらされるようになるのである。⁽⁶⁾

金融市場の特徴を、ロンドン・スクール・オブ・エコノミクス教授ロジャー・マコーミックの言説から (少々長くなるが) 紹介する。

銀行および金融機関が取り扱う商品のほとんどは、有形の財というよりは、「法の創造物」である。例えば市中銀行が規制されるのは、公衆から預金を受け取っているからである。その事業は、無形物の創造およびその売買であり、例えば債務やその類似物で多様なものが含まれている。(土地、船舶あるいは航空機のような有形の財産とは異なる) これらの無体財産は法の中で、財産として所有できる「物」(すなわち、法律用語を使うと「無体財産権」として存在するが、それはもっぱら、相互の金融取引を通じて、われわれが無形の財産を存在させるからである。商品および他の物理的「物」の取引には、しばしば信用を含み、それで主に手に取り見ることのできる何かである通常の商品取引もまた、手に取ることも見ることもできない物、例えば負債や様々な種類の請求権のような「無形物 (invisibles and intangibles)」を生じるのである。後者の、すなわちそれ自体所有され取引されることもある範疇に入る物は、その存在 (および価値) を、自らを支える知的概念を認識する法的基幹構造に負っている。これが銀行事業の活力のもとである。それゆえ銀行にとって法的危機は、その危機が法的有効性あるいは、その危機によって認められた「無形」資産の本質を威嚇したりあるいは、銀行を多量のクレームにさらすとき、いくぶん、いわば航空機メーカーにとっての機関技術上のリスクや、鉄道技師にとっての保全上のリスクあるいは、高額

(6) Elke König, a. a. O.

不動産所有者にとっての火事や地震のリスクに似通っている。最悪の場合には、銀行は大量の金銭や、その名声、そしてひょっとしたら、その事業の継続の可能性をも失うかもしれない。法的危機と信用リスクの関連は、非常に密接になっている。金融市場では、信用の喪失あるいはそれに対する深刻な損害は、どんなに低くみても、事業から軸となる委任関係性を失わせ、最悪、事業自体の即座の解体をもたらすかもしれない。さらには、銀行にとっての主要な損失は、もしそれが銀行の金融界での生き残りを危険にさらすのであれば、しばしば全体としての社会⁽⁷⁾一体に反響をもたらす。

以上、マコーミックは的確に金融市場、金融機関の特徴をとらえている。まさしく、銀行は今の国民経済にとっては、依然として、他の企業にとっての最も重要な資金調達⁽⁸⁾の源である。そして銀行は、われわれの蓄えの大部分を集めており、そのうえ、銀行には高度の潜在的なリスクと潜在的感染力がある。すなわち、取り付けのリスクが高いと、たちまちに金融制度は危機に陥る。その際に、国家の側では、この種の差し迫った危険を直ちにコントロール下におくことができなければ、信用経済は短期間のうちに崩壊することになる。これは、歴史が示すとおりである⁽⁸⁾。残念ながら、より優れた包括的な規制手段となるものはない。

とはいうものの、包括的な規制なるものは、必ずしも流行りではない。リーマン・ショックのようなグローバルな金融危機発生前の10年は、そのことを証明している。確かにおびただしいほどの多くのルールが存在もしたが、これらは隙間だらけでほとんど実効性がなかったのである。「効率的市場仮説 (Efficient Market Hypothesis)」は、自由な市場活力の役割を支援する者に、学術的な基礎工事を提供してくれた。しかし、

(7) Roger McCormick, *Legal Risk in the Financial Markets*, second edition, 2010, Oxford, p. 13.

(8) Elke König, a. a. O. なお、ジョン・プレnder著/岩本正明訳『金融危機はまた起こる 歴史に学ぶ資本主義』(2016年)も参照されたい。

ジョン・メイナード・ケインズが言ったように、「市場は市場参加者が熟考して投資したよりもはるかに不合理であり得る」ということは、残念ながら、部分的には依然として当てはまるのである。⁽⁹⁾

エルケ・ケーニッヒ女史は、金融危機と経済学との関わりに関しても次のように総括する。すなわち、学問的な注目点として、金融「危機」という表現から、「行動経済学 (Verhaltensökonomie)」が受け入れられるようになった。すなわち、実際のヒトはその弱点に焦点を合わせて、経済的に合理的に行動するヒトをモデルとする「ホモ・エコノミクス (homo oeconomicus)」を解き放ったのである。「行動経済学」が出発点とするのは、市場参加者は、その意思決定に際して、必ずしも合理的には振る舞わないことである。この点で、「行動経済学」は、通常の市場条件と矛盾する現象を解釈する際に、非常に役に立つ。⁽¹⁰⁾

もっとも、その逆に短所となる点については、金融システムの調整装置ともいうべきものが、市場におけるルールを相互に、事前に、形成しなければならないことである。さらには、パレート効率のことを気に掛けなければならない。というのは、モデルとされている新古典派理論の完全な市場なるものは現実にはまったく存在しないからである。結局、効率的市場仮説に依っても、市場が一少なくとも一時的には一機能しなくなることがあるということは、疑う余地のないことである。以上のことから、規制が必要となるわけである。⁽¹¹⁾

問題は、どの程度の規制が必要かである。基本としては、「必要なだけ多くの規制を。しかし、可能なだけ多くの自由を」ということである。ここで必要とされることは、金融システムの管理者が、公共の財を以て

(9) Elke König, a. a. O., S. 105.

(10) Elke König, a. a. O. 同旨, ジョン・ブレンダー著/岩本正明訳前掲書 111頁以下参照。ちなみに、2017年のノーベル経済学賞の受賞テーマは「行動経済学」であった。

(11) Elke König, a. a. O.

金融の安定を保護し、金融危機の破壊的な力を緩めるようにする適度な規制の枠組みである。これは、決して危機を完全に消滅させることが目的ではない。完全な消滅は、金融市場の停滞を意味するからである。すなわち、適度な秩序の枠組みが市場関係者に、革新性と事業者の活動にとっての十分な余裕を開かせるのである。市場の破滅を封じ込めることで、自由な競争を促進させるのである。⁽¹²⁾

この点に、エルケ・ケーニッヒ女史は金融市場における競争の役割・関わりを確認している。

ここでも適切さ (Angemessenheit) が要求されるが、これは「等しいものは、等しく扱われるべきである」⁽¹³⁾ ということのみを意味する。それで、誰にとっても規制を要する行為には「相当性の原則 (Grundsatz der Verhältnismäßigkeit)」, すなわち「比例 (Proportionalität) 原則」が妥当する。エルケ・ケーニッヒ女史は、これを基準の一つとして「統一的な監視機構」⁽¹⁴⁾ のようなものを採用する旨主張する。

続けてエルケ・ケーニッヒ女史が言及するのは、金融市場分野での危機は、それが起きている間中になされている国家による規律が不十分である場合は、納税者に負担を強いるのみならず、その市場における競争をも侵害する、ということである。したがって、ここで必要とされるのは、逆説的に思えるかもしれないが、包括的で国際的に有効な規律であ

(12) Elke König, a. a. O.

(13) この表現は、アントン・メンガーを想起させる（「不平等なものを平等に扱うことほど、不平等なものはない」）。アントン・メンガーについては、喜多了祐「アントン・メンガー」一橋論叢第51巻第4号（1964年）420頁以下参照。筆者は、学部生のときに、喜多先生よりドイツ法講義の際にアントン・メンガーの話聞いたことがある。

(14) 金融システムにおけるこのような構造改革は、原則としてあらゆる制度に当てはまる。そこで、エルケ・ケーニッヒ女史が確信しているのが、およそ1650ある小規模ドイツ信用制度への（金融危機等の）影響を適切な程度に限定することに、ヨーロッパ審議会 (europäische Beratung) が成功を収めているということである。Elke König, a. a. O., S. 106.

る、としている。かかる規律を以て、国家は自ら強制的に危機を受け入れなければならなかった役割から身を引くことができるのである。ここでいう役割とは、すなわち、躓きそうな金融制度を税金で支援して、炎上を防ぐ役割である。かかる事実上の背後からの国家保証をすることで享受しているのは、金融システム関連の制度であり、そこにさらに市場参加者としての利益や、投資家にとっての魅力の高まりが加わるのである。⁽¹⁵⁾

さらに続けて、次のようにエルケ・ケーニッヒ女史は述べている。すなわち、より高度な資本条件 (höhere Kapitalanforderungen) もなければ、より厳重な監視もない場合に、救済策を講じるためには、効果的な解決制度 (Abwicklungssystem), しかも地球規模のそれが要る。それは、まさしく、システム関連の銀行が世界広域で機能するからである。したがって、事実上の国家保証のみが、実際に全面に出され得るのである。ドイツおよびヨーロッパでは既にそのための重要な準備作業を行ってきており、解決制度を用意した。しかし、その活動範囲は地球規模で活動するには適正だとはいえない。そのためには、さらなる措置が必要だからである。金融安定理事会は地球規模の解決体制のもと活動しており、実質的な構成機関となることが望まれている。かかる体制が用意されてようやく、すべての銀行にはっきりと次のように述べることができる。すなわち、そのビジネスモデルが機能しないときでも、それは解決できるのである。そして、債権者の第一次請求が実際に、より確かなものとなるのである、⁽¹⁶⁾と。

最後に、エルケ・ケーニッヒ女史はもう一度問題の出発点に戻って、競争は秩序原理として金融市場において、その使命を果たしたのか、と問う。この問いに対して、次のように明言される。すなわち、答えは

(15) Elke König, a. a. O.

(16) Elke König, a. a. O.

「否 (Nein)」である。競争は金融市場における秩序にとって不可欠である。しかも自由競争が可能となるのは、適切な規制を施す枠条件 (Rahmenbedingungen) が支配するときのみである。⁽¹⁷⁾

エルケ・ケーニッヒ女史の基調報告のむすびとして、競争は秩序原理として金融市場においては、その使命をまだ果たし切っていない、とされる。これは、前述のマコーミックが指摘したような金融市場の特性はあるものの、競争の金融市場における役割にはまだまだ、大いに期待するべきものがあるということであろう。

3. アクセル・ヴィーアントの報告から

金融市場・銀行規制の必要を、アクセル・ヴィーアントはアダム・スミスにまで遡って述べることから始める。アダム・スミスが述べるには、

「個人が巨額であれ少額であれ、銀行家が発行した約束手形による支払いを受け取る意思があるのに、その受け取りを禁止するのは、また、地域の人がみな受け取る意思があるのに、銀行家に少額の約束手形の発行を禁止するのは、自然な自由をあからさまに侵害する行為であり、法律は本来、自由を侵害するのではなく、自由を守るためのものではないかという意見もあるだろう。

こうした規制は確かに、ある点で自然な自由を侵害するものだといえる。しかし、少数の個人による自然な自由の行使が社会全体の安全を危険にさらしかねない場合には、どの国の政府の法律でも自由に制限を加えているし、加えるべきである。とくに専制的な政府でも、とくに自由を大切にす政府でも、この点に変わりはない。火災の拡大を防ぐために防火壁を作るよう義務づけるのは、自然な自由を侵害する行為であり、ここで提案した銀行業務に関する規則も、自然な自由の侵害という点でまったく同じ種類のものである」ということである。⁽¹⁸⁾

(17) Elke König, a. a. O.

要するにスミスが述べるのは、原則として需要と供給が金融市場の舵取りをするべきである (steuern sollen), ということである。しかしながら、社会全体 (Allgemeinwohl insgesamt) が危険にさらされるときには、規制的な介入 (regulatorische Eingriffe) ⁽¹⁹⁾ が必要である。

以下、アクセル・ヴィーアントは問答形式を軸に議論を展開する。

アダム・スミスの「国富論」のこの一節から、今日のわれわれの議論にとってどのような結論が得られるか。アクセル・ヴィーアントいわく、金融市場および銀行の規制にとっての必要条件は、経営者であったり、監督者であったり、政治家であったりするのみならず、銀行家自身であったりもする。この点は争いの余地はない。規制は自己目的ではなく、それは公共の保護に資するもの、すなわち、混沌や経済の衰微から守るものである。同様に、消極的外部効果 (negative externe Effekte) を阻止することにも妥当する。規制が意味するのは、つねに個人の自由への介入である。換言すると、明白な利益の衡量が必要となる。⁽²⁰⁾

加えて、法の体系は個人の自由を保護しなければならず、かく考えることは妥当である、としている。

次の問いかけとして、いかなる形態の金融・銀行市場の無能ぶりが実際に重大であるか。

いわく、第一に、市場参加者間の情報の非対称性、とりわけ銀行と個人預金者および個人投資家との情報非対称性である。⁽²¹⁾

(18) Adam Smith, *The Wealth of Nations*, 1776. 山岡洋一訳『国富論 上』2007年, 331頁

(19) Axel Wieandt, *Nach 5 Jahren Finanzkrise: Hat der Wettbewerb als Ordnungsprinzip auf den Finanzmärkten ausgedient?* in: Torsten Körber (Hrsg.), a. a. O., S. 107.

(20) Axel Wieandt, a. a. O., S. 108.

(21) Axel Wieandt, a. a. O. 情報の非対称性、偏在に対しては、例えば、ITの標準プラットフォームや検索エンジンに対する支配の大きさがどの程度広がると、競争が不当に制限され始めるのか、が問われている (ロバート・

第二に、銀行の内在的な脆さ—長期的な支払不能債権を短期的に利用可能な出資金（預金）によって再融資すること—が銀行経営の危険と金融危機をもたらす⁽²²⁾。

第三に、寡占のおよび独占的地位の市場における濫用的利用—この問題に関わるのは、しかし、金融市場および銀行のみならず全産業部門である⁽²³⁾。

さらに、市場の機能不全を阻止するための規律や監視が寡占のおよび独占的構造を促進することがある。というのは、それらは事実上、市場参入障壁を強化しているからである⁽²⁴⁾。

銀行制度の内在的な脆さに抵抗するために、安全網が構築された。これが割って入るのは、誤った規律と、あるいは不十分な監視が、市場の

B・ライシュ著/兩宮寛/今井章子訳『最後の資本主義』（2016年）10頁）。そして、競争法上も動きがある。ドイツ競争制限禁止法第9次改正法（案）では、市場のデジタル化への対応を図っている。すなわち、情報の非対称性、偏在に基づく市場支配力の濫用が禁止される（拙稿「ドイツ・カルテル手続法～第8次改正ドイツ競争制限禁止法（GWB）とドイツ連邦経済エネルギー省第9次改正案の概要」公正取引797号（2017年）39-40頁）。またわが国でも公正取引委員会が、「不当なデータ収集や囲い込みは独占禁止法に抵触する恐れがある」として、「ビッグデータ」の取り扱いに警鐘を鳴らしている。念頭にあるのは、アメリカのIT企業グーグルに対する危機感である（2017年9月12日読売新聞（朝刊））。なお、競争法とメディア規制との関わりについて、拙著『市場支配力濫用規制法理の展開』（2016年）221頁以下参照。

(22) Axel Wieandt, a. a. O. この点、洋の東西を問わないようである。このような問題の抜本的解決をせず、先送りをすることで時間稼ぎをすることが、資本主義体制そのものを揺さぶることになる。金融危機を含む、このような問題に取り組んだ著書として、ヴォルフガング・シュトレック著/鈴木直訳『時間かせぎの資本主義 いつまで危機を先送りできるか』（2016年）参照（とりわけ2008年金融危機については、68頁以下参照）。

(23) Axel Wieandt, a. a. O. 拙著前掲書参照。

(24) Axel Wieandt, a. a. O. なお、事実上の市場参入障壁について、拙著前掲書112頁以下参照。

機能不全を阻止できないときであり、したがって市場の機能不全と国家の機能不全とが共に起こっているときである。これはどのような事態であるか。⁽²⁵⁾

アクセル・ヴィーラントは次のものを掲げる。⁽²⁶⁾

・預金保証制度 (Einlagensicherungssysteme)：この制度は確かに脆弱であったし、もしくは2007年から8年の金融危機を抑制し、金融制度の安定性を確保するための、この制度の保証約定 (Sicherungsverprechen) は加盟機関にとっては、条件があまりに高く、あまりに包括的であった。十分ではない事前の融資を受けている保証制度が機能するのは、制度危機の中での燃焼促進装置 (Brandbeschleuniger) として、である。

・「最後の貸主」としての中央銀行：これは本来、支払能力のある銀行にのみ換金性 (Liquidität) を用立てるべきものである。

・制度破綻のおそれがある場合、「代替措置のない」最終手段としての国家による救済措置

しかしながら、国家による救済措置は、長期的には反生産的である。というのは、この措置は中心となる市場経済的な責任原理を無効にするからである。これに内在する国家責任ははっきりしており、その際、インメンガヤルドが既に1997年に確認したように (Ulrich Immenga/ Joachim Rudo, Die Beurteilung von Gewährträgerhaftung und anstaltslast der Sparkassen und Landesbanken nach dem EU-Beihilferecht, Baden Baden, 1997, S. 76.), 民間の銀行と公的な銀行との間にはもはや相違は

(25) Axel Wieandt, a. a. O. 銀行制度の内在的な脆さに関連して、ジョン・ケネス・ガルブレイスによる1929年の「大恐慌」の分析について、伊藤光晴著『ガルブレイス—アメリカ資本主義との格闘』(2016年) 181頁以下が、非常に興味深い。リーマン・ショックはなぜ起こったのか。金融関係者は、この「大恐慌」から何を学んだのか。「歴史は繰り返す」ということか。

(26) Axel Wieandt, a. a. O., S. 109.

存在しないのである。結局、「あまりに大きすぎて、つぶせない」ということがはっきりしたのである。⁽²⁷⁾

国家による救済は誤った刺激策であり、国家に負担をかけ結果、納税者に多額の税金を課すことになり、反社会的であり不公平となる。これにはどのようなことが考えられるか。アクセル・ヴィーアントは次の三点を掲げる。⁽²⁸⁾

第一に、国家による救済の期待は誤った刺激をもたらす。というのは、この期待はより一層リスクの準備 (Risikobereitschaft) と銀行の不注意 (Nachlässigkeit) を唆すからである。機関投資家は、銀行に銀行破綻の場合に備えて (im Falle einer Schieflage), 国家による救済を当てにして、相当の金銭を貸している。OECD の示すところでは、ドイツの銀行については、隠れた国家保証からの (aus der impliziten Staatsgarantie) 費用 (Kostenvorteil) は、2012年だけで200億ユーロである。そして銀行は他方において、おそらくはあまりに無頓着に信用を譲渡し、おそらくはより一層高いリスクを引き受けるのである (そのほか、加盟国の様々な支払能力に基づいて、こうしたことを通じて EU 内部の競争の歪曲ももたらすようになる)。

第二に、ドイツにおける国家による銀行救済の費用 (Kosten) は、最終的には納税者の負担となる。したがって、国家による銀行救済是最悪の場合には財政危機をもたらすことになり、とくにドイツはさらなる金融危機を招くことはもはやまったくもってできないのである。

そして第三に、同時に機関投資家は、とくに銀行、保険会社そして年金基金は負担が軽減されている。私物化する利益および社会化する損失は、非常に反社会的であり、不公正である。この不正義は、民主主義をその土台から揺さぶりをかけ、危険にさらすことになる。

(27) Axel Wieandt, a. a. O.

(28) Axel Wieandt, a. a. O.

以上のように、アクセル・ヴィーアントは状況分析をし、以下のように大胆な、しかし的を射た、自身の考えを展開する。⁽²⁹⁾

「私が求めるものは一債務の歯止めを以て、そして例えば2020年からというような市場に気を使う時間的先行に対応して一、国家による銀行救済の禁止が西欧の憲法に定められることである。重要なことは、最大限の民主的な信頼を以て、危機の場合における政治の、避け難いおどし (Erpressbarkeit) の前にバー (Riegel) を押し出すことである。より強力な国家は、何が課題であり、何がそうでないかを承知している。市場参加者に確実に伝えられねばならないことは、次に訪れる危機には国家による救済措置は、もはやないということである。責任と投資判断は、重ねて一人の手に結び付けられねばならない。民主主義社会においては、国家による銀行救済の憲法に基づく禁止のみが重要である。これがもう一つ明らかにしているのは、国家はもはや銀行の所有者である必要はないということである」。

さらに、アクセル・ヴィーアントはこの主張に EU の動向も交えて裏付けを図っている。

2014年の EU 銀行再建・破綻処理指令 (Bank Recovery and Resolution Directive) は、次のような正しい方向への第一歩である。すなわち、当該指令は依然として多くの清算措置の例外が残されている。例えばペイル (Bail-in, Bail-out) で、これは国家による救済措置の抜け穴のようなものである。しかし、この指令は結局のところ、EU 加盟国においては憲法に基づく国家による銀行救済禁止となるのである。したがって、銀行と政府金融 (Staatsfinanz) とのつながりは、実際には継続的に切断できるのである。⁽³⁰⁾

(29) Axel Wieandt, a. a. O., S. 110.

(30) Axel Wieandt, a. a. O. EU 銀行再建・破綻処理指令については、中空闲奈「欧州銀行同盟の動向と欧州金融業界への影響に関する考察」経済学論纂 (中央大学) 第55巻第5・6合併号 (2015年) 165頁以下参照。また、

かかる主張を展開する一方で、アクセル・ヴィーアントは依然として残る問題点について言及する。

規制の際にはっきりとしている多くの欠陥は、依然として解決されていない。その問題とは、市場の機能不全であるか国家の機能不全であるか、である。金融リスクの面から検討する。

金利変動リスクは、確かに自己資本充実度評価プロセス (ICAAP) や監督上の検証・評価プロセス (SREP) において呼びかけられている。ところが、金利変動リスクについての資本をあてがう義務は、記録的に低い金利、否それどころかマイナス金利の場合のリスクが、今まで一度もなかったくらい高いにもかかわらず、存在しないのである。

集中のリスクも同様に、それが最も頻繁に支払能力リスクの引き金となるにもかかわらず、規則で義務付けられた資本アドオン (Kapitalzuschlägen) もしくは資本控除 (Kapitalabzügen) ではカバーされないの⁽³¹⁾である。

バーゼル銀行監督委員会は自ら次のように確認している。

「バーゼル銀行監督委員会によるリスク・ベースの資本枠組 (the Basel risk-based capital framework) が想定しているのは、いかなる形態の集中リスクも、資本賦課 (capital requirements) を計算する際に考慮⁽³²⁾されないということである。」

確かに、自己資本規制 (CRR) による現在の規制 (Regelwerk) には、商業帳簿における大口与信規制 (Großkredit) のための自己資本比率規制 (Eigenmittelanforderungen) の追加はあり得る。そのほか、リスクの

井上武「欧州における銀行同盟の動向 ユーロ圏の銀行監督と破たん処理制度の統一へ向けた議論・論点」金融庁金融研究センター (2014年) も参照。

(31) Axel Wieandt, a. a. O., S. 111.

(32) バーゼル銀行監督委員会2014年4月報告書「大口エクスポージャーの計測と管理のための監督上の枠組」1頁。

集中がリスクの補填可能性において赤字補填される (ICAAP)。集中リスクが CRR の規律によっては捕捉されない限り、連邦金融監督機構 (BaFin) は資本アドオンを信用制度法10条3項に従い整理することができる。⁽³³⁾

国債のリスクウエートをゼロと評価することは、(今なお) 誤った刺激をもたらす。これは、調整者の利害衝突は明白であり、明らかに (将来の) 納税者の負担となるにもかかわらず、⁽³⁴⁾ である。

われわれが直近の危機で体験した卸売・現先市場の情勢にもかかわらず、安定調達率 (NSFR) はいまだに達成されていないのである。⁽³⁵⁾

アクセル・ヴィーアントは続けて、M&A にも触れていく。

相変わらず、金融機関による海外クロスボーダー M&A の際に、特殊な監査承認手続きは存在しない。EU 内部では、この種の投資障害は、そのままでは域内市場とは両立しない。それにもかかわらず一拡大されたグループの連結された自己資本の妥当性と並んで、銀行にとっての再建および清算計画の導入による黙示の制約もまた用意されている。海外クロスボーダー M&A それぞれについて、グループへの統合後のイメージ (Zielbild) においては、清算の可能性が保証されるべきである。この場合に要件とされるのは、M&A 対象企業の、引き続き金融機関によって適用される再建計画への当てはめ (Einpassung) である。かかる事態は、例えばドイツのヒポ・リアル・エステート (HRE) による Depfa 銀行の買収にみられるように、⁽³⁶⁾ 金融の安定にとっての危険をもた

(33) Axel Wieandt, a. a. O.

(34) バーゼル銀行監督委員会の報告書の中で次のように明らかにしているにもかかわらず、である「ソブリン (sovereigns) および中央銀行に対するエクスポージャーは免除される」。バーゼル銀行監督委員会報告書前掲 11頁。

(35) Axel Wieandt, a. a. O.

(36) 2007年7月、ドイツ・ミュンヘンの不動産金融会社ヒポ・リアルエステート・ホールディング (HRE) が、公共部門を対象とする金融サービス

らす。その他、国内 M&A でさえも、相当する危険を隠すことができるのである。⁽³⁷⁾

この文脈での総括として、アクセル・ヴィーアントは、機能的な調整に向けての取り組み、すなわち、制度的な性格の方というよりも、基礎となっている事業の方に眼を向けた調整が必要である、とする。その際、銀行とシャドー・バンクとの差異は薄くなっている、とも指摘する。⁽³⁸⁾

そして金融市場の監視につき、監視の有効性が相当に高められ得るのは、少なくとも重要な情報について、金融機関と監視機関との間のコミュニケーションの際の透明性がより一層高められ、またアド・ホックに講

を手掛けるアイルランド・ダブリンの Depfa 銀行を買収したが、Depfa は米国サブプライム・ローン債権が混入した金融商品への投資により巨額の損失を被った。ドイツ政府は HRE に1020億ユーロ（約12兆2400億円）もの公的資金を投入したが、損失はさらに膨らんだ。ドイツ政府が HRE の救済に出たのは、同社がドイツの抵当証券もしくは担保証券市場において最も重要な金融機関の一つだったからである。ドイツの担保証券市場は、9000億ユーロ（約108兆円）と世界最大規模で、HRE はそのうちの約15%を発行していた。したがって、同社が破綻すると、その影響が担保証券に投資しているすべての企業に波及し、ドイツの金融システム全体が揺らぐのを防ぐ必要があったからである。ドイツ政府は、HRE の株式の過半数を買い取り、事実上国有化する方針をとった。ところが、米国の投資家が、所有する25%の株式を手放すことを拒んだため、政府は壁にぶつかることとなった。この投資家が同株式を購入したときの株価は1株当たり22.5ユーロだったのに対し、政府が買い取りを決めたときの株価は1株当たり1.3ユーロだったため、この投資家は100億ユーロ近い損失を受けることになるため拒否したのであった。このときメルケル首相のとした措置は、ドイツ基本法第14条第3項（「政府は公共の利益にかなう場合に限り、個人の財産を没収できる」）を根拠に、HRE に限り個人投資家の株式を没収できる法律を施行させたのであった（www.newsdigest.de/newsde/column/dokudan/（最終閲覧日2017年9月23日））。

(37) Axel Wieandt, a. a. O., S. 112.

(38) Axel Wieandt, a. a. O.

金融危機と競争の機能

じられるときである。この観点での透明性のより一層の高まりは、より高い信頼性を、したがってより十分な市場の制御を意味する。⁽³⁹⁾

以上のようにアクセル・ヴィーアントは、リーマン・ショック後のドイツ金融市場の状況を述べ、次のようにまとめる。

われわれがパラダイムの変更を必要とするのは、われわれが次の金融危機を回避しようとするためであり、それには、憲法に基づいて国家による救済策を禁じることで隠れた国家賠償を廃止することであり、重大な調整の隙間を徹底して閉じ、市場の透明性をより高める監視が必要である。⁽⁴⁰⁾

4. 両報告からの示唆

二人の報告を概要ではなく、可能な限りその全容を示してきた。ここから何が読み取れるか。

まず、エルケ・ケーニツヒ女史の問いかけについて。金融市場の監視の必要性と競争の機能が挙げられる。金融市場は通常の市場とは異なる特性があるとはいえ、否、それだからこそ監視の必要性は通常の市場以上に高いといえる。この点、疑いの余地はなからう。ただ、ここでいう監視とは、規制の方に力点があるのではなく、金融市場が「適切に」機能するように規律することである。先にみたヒポ・リアル・エステート(HRE)による Depfa 銀行買収その後の措置は、ドイツでも批判が多かったように、「適切」とは言い難かったものと思われる。⁽⁴¹⁾

とはいえ、金融機関に対する扱いは特別なものであった。例えば、わが国の、いささか古いケースではあるが、財閥解体にみられる集中排除政策にあっても、金融機関の解体はなかった。その有力な理由は、①日本経済が危機的状態にあるときに、健全な商業信用制度が存在すること

(39) Axel Wieandt, a. a. O.

(40) Axel Wieandt, a. a. O.

(41) 1980年代にわが国で起こった「住専問題」も同じである。

が必要とされたこと、②大企業は銀行借入金に依存していたこと、③財閥解体で新しい会社を作る上でも、健全な金融機関が必要であること、④これまでの銀行による支配体制も、新たな銀行法や独占禁止法の制定⁽⁴²⁾によって規制できること、以上が挙げられる。

金融を人体になぞらえて、「血流」に例えることがある。市場が血行障害や血栓にならないための金融市場の監視である。もう一つの問いかけである競争の機能についても、かかる視点が必要であろう。競争には金融市場の舵取りの役割が、依然として期待されているのである。

次いで、エルケ・ケーニツヒ女史が税金での金融制度の支援からの撤退を述べるのと同様、アクセル・ヴィーアントは、国家による銀行救済の憲法での禁止にまで言及している。競争に市場の舵取り機能を期待するのであれば、ここまで（憲法によって）規制することによって、金融市場は自然淘汰されることになるであろう。

アクセル・ヴィーアントの言及は、事態はここまで深刻なのだ、というメッセージとしては受け入れることはできようが、しかし、憲法による規制にまで踏み込めるものなのであろうか。ドイツの（そして日本の）これまでの取り組み方からは、やや現実離れした解決策のようにも思える。別途アクセル・ヴィーアントが言及しているように、市場の透明化の確保に解決の手掛かりがあるように思える。アクセル・ヴィーアント自身は、市場の競争については報告の中では特段述べていない。おそらく、市場の透明化の中にその意（競争の機能）を込めているのであろう。透明化（判断のプロセスや判断の内容の明確化）が確保されていれば、仮に国家による金融機関の下支えがあったとしても、二人の報告者が非難するほどのことにはならないのではないかと。

やや金融機関よりの総括になった感があるが、市場が血行障害、血栓になるよりは妥当な解決になると判断した次第である。

(42) 奥村宏『新・日本の六大企業集団』（1983年）124-125頁。

5. むすびにかえて

ドイツではそもそも金融危機をどのように捉えていたのか。テュービンゲン大学のヴェルンハルト・メッシェル教授は、金融危機を国家の危機と捉えている⁽⁴³⁾。ヴェルンハルト・メッシェルはその理由を、アメリカ・サブプライム市場において国家機能の停止をもたらした四つの誤り(Fehler)に求めている。

一つ目の誤りは、銀行取引の健全性を無視して、自己資金なしで融資を受けたり家屋を取得したりすることである。ドイツではこれを「歯科医への融資(Zahnarztfinanzierung)」と呼ぶようである⁽⁴⁴⁾。

二つ目の誤りとして、抵当権によって担保された債権が証券化され、譲渡されるということは、銀行を監督する立場からすれば、信用の供与が利益をもたらさないというリスクを多くの債権者に分担してもらえる限りで、有利であり、それは望ましい分散化である。しかし、それらの証券がすべてアメリカの不動産市場の発展に依存しているということであれば、失敗だったということになる。その場合、それらの証券は、不動産市場であれこれの異質性にもかかわらず同様に発生する価値低下のリスクを負うことになるからである⁽⁴⁵⁾。

三つめの誤りは、最上位の政策判断によって祝福された二つの支援銀行(Fannie MaeとFreddie Macの二銀行)が、あまりにも巨大な車輪を回したということである。両銀行は、購入した債権/抵当権の対価を支払い、不動産市場におけるその他の活動によって生じた欠損を埋めるために、2兆4000億ドルを借り入れざるを得なかったのであった。これに

(43) Wernhard Möschel, Finanzkrise und Marktwirtschaft, WuW 2008, 1283.

(本論文の邦訳として、村上淳一「金融危機と市場経済—ドイツにおける対処と分析—」ジュリスト1375号(2009年)102頁以下)。

(44) Wernhard Möschel, a. a. O., S. 1285 (村上前掲104頁)。

(45) Wernhard Möschel, a. a. O., S. 1285-1286 (村上前掲同)。

よって、両銀行は世界中の巨額債務者と肩を並べたのである。二つの支援銀行が不動産価格の下落によって極度の危険に曝されざるを得ないことは、明白であつた。⁽⁴⁶⁾

四つめの誤りは、(当時の) 発券銀行総裁のアラン・グリーンズパンが指揮した連邦準備制度の弱い通貨 (leichtes Geld) 政策である。弱い通貨政策については、アメリカにおける発券銀行の任務が、領域内における通貨価値の安定を第一義とするわけではなく経済発展の促進をも同様に重視するものであるということにも、留意しなければならない。そればかりでなく、成長途上の市場で増大する外貨保有を、工業国の資本市場へと還流させる必要があつた。当然、こうした政策の結果として、不動産市場は金銭で溢れることになる。それが、不動産市場を過熱化させたのであつた。⁽⁴⁷⁾

不動産市場は金融経済の枢要な市場 (Schlüsselmärkte) である。それは不動産市場の巨大さについても言えるが、負担が長期に及ぶという点からしても枢要なのであり、利率変更のリスクは目的物の価値減少のリスクと同様、極めて大きい。⁽⁴⁸⁾ ヴェルンハルト・メッセルは、この点から、国家機能の停止をもたらす金融危機を国家の危機とみなすのである。

前述のように、金融市場にも競争の果たすべき役割が十二分に活かされれば、国家の危機は回避できるのではないか。金融機関への過度とも思われる保護が却って金融市場を麻痺させ、一国のみならず世界の経済秩序を混乱に陥れる結果となつたと思われる。

かつて世界の金融覇権はイギリスが握っていた。産業革命、植民地貿易などによる莫大な富を背景に、ポンドが基軸通貨となつた。20世紀以降、アメリカが世界経済の覇者となり、ドル建てシステムが確立された。現在ではユーロ圏や中国などの台頭でアメリカ極主義の秩序が崩れ始

(46) Wernhard Möschel, a. a. O., S. 1286 (村上前掲同)。

(47) Wernhard Möschel, a. a. O (村上前掲105頁)。

(48) Wernhard Möschel, a. a. O (村上前掲同)。

金融危機と競争の機能

め、金融市場もまた多極化の様相を見せている。⁽⁴⁹⁾かかる多極化の中、金融の世界でも国際競争は避けて通れないのである。では、わが国の金融の立ち位置はどこを目指すべきであろうか。

小稿が、かかる問題を考える一助となれば望外の喜びである。

(49) 倉都康行著『金融史がわかれば世界がわかる〈新版〉』（2017年）参照。