

原子力発電所の事故対応に関する指摘の中で、①不完全な情報開示や②インセンティブの歪みとガバナンスの不備といった問題は、金融の世界にも多くの実例を指摘しうる。金融危機の際にも、①として金融当局が問題金融機関の状況をどのように開示するかという課題が浮上し、預金取り付けも発生した。②についても、幹部の報酬体系とリスクテイクの関係や公的金融機関のリスク管理といった点で、将来の危機の予防における焦点となった。一方、③グローバルにシステミックな事態の予防では、金融の世界も規制や監督における国際連携で相応の蓄積があり、理論的な精緻さよりもコンセンサス作りが大切、という助言をなしうるかもしれない。

はじめに

原子力発電所の今回の事故への対応については、国内外で多くの議論がなされてきた。もちろん、この分野の知識を欠く筆者は軽々に議論に参入すべきではない。ただ、我が国には「他山の石」ということわざがある。我々が関わっている金融の世界は同じ問題を共有していないと自信を持って言い切れるであろうか。そこで、今回の事故に関する議論から、①情報開示、②インセンティブとガバナンス、③システムの安定、という主要な論点を取り上げ、金融の世界ではこれらへの対応がどのように進んできたか、あるいは、どのような課題が残されているかを考えてみることにしたい。

情報開示

被災者の方々から外国の政府に至るまで、今回の対応に関して最も強く問題視しているのは情報開示である。もっとも、金融の世界でも、金融危機の度に情報開示のあり方が問い直されてきたことを言えば、残念ながら我々は他人を批判しうる立場にないようだ。

今回の事故では、初期の段階で必要なデータが収集されていたかどうかを疑問視する向きもみられる。しかし、例えば、我が国の1990年代の金融危機を振り返ると、同じように初期段階においては、最も基本的な不良債権額について、各金融機関が公表した「延滞貸出」といったデータしかなく、マクロの集計金額も旧金融監督庁が1998年に公表するまで公式には存在しなかった。しかも、「追い貸し」が行われていたことが今や周知の事実である以上、少なくとも結果的には、「延滞貸出」のデータが過小評価となっていたことも判っている。もちろん、これらの問題はその後大きく改善され、ミクロとマクロの双方で国際的にも比較可能なデータの収集が行われるようになったが、少なくとも1990年代中盤までは、我が国の金融システムも決して胸を張れる立場になかった。

関係当局が収集していたデータが、被災者の方々を含む国内のステークホルダーに適切に開示されたかどうか、今回の事故対応では問題視されている。適切な開示が、ミスや手続き上の問題といった理由で妨げられたのではないとすれば、関係当局は、避難措置などの政策対応が間に合わない中で、情報だけを単に開示してしまうと、被災者の方々にパニックを起こしかねないことを懸念したのかもしれない。人の健康に関わるこの場合に比べて深刻さの程度は明らかに異なるが、金融の世界で同様な問題に直面したケースを挙げることは容易い。例えば、今回の金融危機でも、セーフティーネットとしての預金保険が十分でないとか、これを巡る関係当局での意見の相違を残したままで、特定の金融機関の経営危機に関する情報が明らかになった結果、一部の国では預金取り付けという事態を招いたことはまだ記憶に新しい。我が国の金融危機でも、破綻処理と預金者保護の仕組みが整備される以前の時期には、小規模な金融機関ではあったが取り付けが発生した。

今回の事故に関する情報開示では、関係当局が海外政府や国際機関に対しては詳細な情報を開示していたとされる点も強い批判を受けている。海外専門家のコメントや海外メディアの報道を通じてはじめて、国内の我々が実情を把握するに至ることについても、日本の金融システムはかつて同じ問題を抱えていた。我々は、本邦の金融当局が海外当局との面談等で明らかにした情報

が、現地の報道を通じて逆輸入されて初めて、金融危機の深刻さを窺い知ることができたケースを思い出すことができる。同様なことは、近年には欧州周辺国でも起こっているのかもしれない。

金融の世界では、こうした情報開示の問題を解決するためには、適切なセーフティーネットを事前に整備することが大切であると理解されている。我が国の金融危機でも、少なくとも後半の時期には、金融機関の経営状態や政府の対応が取り付けを招くことはなかった。もっとも、それは預金の全債務保護のように例外的に強力なセーフティーネットの下であったから可能であったのかもしれない。モラルハザードを考えればこうした極端な措置を常に用意できるわけではないし、マクロ的には預金シフトが観測されたことも、全債務保護の下であっても「静かな取り付け」が進行していたことを示唆している。このため、将来の金融危機において、金融当局が、正しい情報を開示すべきか、情報を制御してパニックの抑制を優先すべきか、という葛藤に再び陥ることはない、とは言い切れない。

人々の健康に影響を及ぼしかねない状況では情報開示を優先することへの異論は少ないであろうが、筆者は、金融の場合も、危機の際には情報開示を優先すべきという考え方に親近感を覚える。もちろん、開示の仕方には工夫が必要であり、例えば事実のみを第三者的に指摘すれば、パニックを招くだけでなく、当局として無責任という批判も受けることになる。把握した事実と併せて、蓋然性の高い将来のパスをいくつか示した上で、それらが生じた場合の政策オプションを暫定的であっても示せば、市場参加者はそれらへの対応を考え、備えに着手することができる。市場が若干不安定化することは考えられるが、ここは対症療法で望むしかない。

また、金融の世界の場合はグローバルに密接な連関を持っていることを念頭に置くことが重要である。仮に情報の制御を試みても、先に見たように海外から逆輸入される可能性は高く、事態がもっと深刻になった後に情報公開に踏み切らざるを得ない状況に陥ることになりかねない。この場合、当局への信認－危機対策の成功に不可欠である－を失うという大きな代償を伴うことは明らかである。

インセンティブとガバナンス

我々のような一般人には、今回の事故対応にどの程度の影響を及ぼしているのか詳らかではないが、原子力発電所の監督当局が、エネルギー政策を担う官庁の外局であることを問題視する声も強い。一般的には、ある官庁がある公共サービス産業を所管する場合、その公共サービスの安定供給の確保を優先度の高い政策目標とすることは当然であり、具体的な中身として、同産業に属する個々の企業の健全経営の維持が含まれるのは自然のように思える。従って、エネルギー政策を担う官庁であれその外局であれ、原子力発電所を監督することが直ちにインセンティブの歪みを伴うとは限らないかもしれないが、今回の場合、この官庁が原子力発電の推進を図っていたことが議論を複雑にした面があるようだ。

こうしたインセンティブの問題についても、我々は金融の世界によく似た例をいくつも挙げるることができる。例えば、我が国の前回の金融危機以前には、特定の官庁が、金融業に対するいわゆる「産業政策」と金融機関に対する監督とを同時に担っていることを問題視

する議論があった。ただし、金融監督庁が設置され、それが金融庁へ継承されて10年が経過する中で、当局による監督が不適切なインセンティブに影響を受けているという批判を耳にすることはない。この点は、金融危機を経た欧米諸国でも同様であり、規制や監督の見直しが進んでいる現在、市場関係者からは、金融当局に金融ビジネスにむしる配慮して欲しいという要望が目立つ。

今回の金融危機に関しても、様々な点でインセンティブのあり方が重要な課題として取り上げられた。代表例としては、金融機関幹部に対する報酬体系や格付機関の行動様式を挙げることができる。前者は、非対称的な報酬制度(アップサイドは非常に大きい、ダウンサイドは「ゼロ制約」で歯止めがかかる)によって、過大なリスクテイクへのインセンティブが生じていたのではないかと問題提起である。後者は、格付の実質的な利用者が投資家であるにも拘わらず、発行体からフィーをとるビジネスモデルを採用している格付機関は、発行体の意向に沿った格付を付与しがちとなるのではないかと問題提起である。ただし、これらについても、金融危機後の規制や監督の見直しの中でクローズアップされただけに、各主要国でも、FSBやBCBSといった国際的な場でも対応策が検討されており、次の金融危機を迎えるまでには完璧でないとしても対応が講じられることが期待される。

一方、ガバナンスの面では、今回の事故に関して、規制業種として地域独占の特権を与えられつつ、所管官庁による監督下にあった電力会社について、経営が実質的にどの程度自主性を有していたか、という点にも次第に注目が集まりつつあるようだ。これと殆ど同じ議論が各国の公的金融機関にも当てはまる。例えば、電力会社が所管官庁の強い「意向」を受けて原子力発電所の増設を続けてきたという批判を聞くと、私には、米国のGSEが歴代政権の意向を受けて低所得者や過疎地域のモーゲージに対する与信を積極的に拡大してきたことが思い出される。もちろん、GSEも資本市場から資金を調達してビジネスを行う私企業である以上、ポートフォリオのクレジットリスクを初めとする各種のリスクを適切に管理するよう自主的に注力すべきであったと指摘することは簡単である。しかし、各政権の強い「意向」があったとすれば、こうした結果論にだけだけの意味があるのかは判らない。

システムの安定

今回の事故は、既に二つの意味でグローバルにシステム的な影響を及ぼしているとされている。第一に、放射性物質を拡散していることである。この点については、データとしては確かに観測されるとしても、人々の健康的な生活に影響を及ぼすレベルではないという見方も多いが、私はこの点を客観的に評価する知見を有していないので、肯定的にも否定的にも論評する立場にない。

第二に、これは誰の目にも明らかであるが、原子力発電所を保有する国々の人々を中心に、原子力発電の安全性に対する疑念を生じさせ、反対論の勢いを増したことである。ある国で生じた問題が、海外の国々でも不安や不信を生じさせることでストレスを伝播させていくメカニズムは、今回の金融危機において、米国のクレジット市場で生じた資産価値への疑念が、同じクラスの資産を保有していた海外のプレーヤーに対する不安や不信を通じてストレスを伝播したことに似ている面が窺われる。

金融の世界では、システムリスクの再発を防ぐために、①リスクテイクのコストを全般的に引き上げる、②システムに重要な市場やプレーヤーに対する監視と規制を強める、③システムに重要な支払・決済システムに対する監督を強める、といった柱に沿って対応が議論され、一部が既に実施されている。グローバルな金融危機が今回の事故より偶々数年早く生じた結果に過ぎない面もあるが、システムの安定という点では金融の世界の方

が少しは前にいると言っても良いのかもしれない。そうであれば、各々の柱の下で具体的に議論されている内容の中から、今回の事故を受けた主要国や国際社会の対応に資するものを指摘できれば建設的であろうが、現実にはここから先へ進むことは難しい。例えば、上記の②の下で、主要国の中央銀行が連携して金融システムの監視を強化し、リスクの集積の萌芽を早期に把握し、金融当局による対応に結びつける枠組みが構築されつつある点には応用可能性もありそうに思えるが、そもそも、筆者が原子力発電に関して活動している当局を正しく認識していない以上、意味ある助言を行うことは望み難く、単なる暴論に陥る危険もある。

それでも、筆者からみて興味深い点の一つだけ指摘しておくとしたら、原子力発電所を保有する主要国の当局による国際連携を強化する動きが窺われる点である。一国の問題がグローバルにシステム的な影響を及ぼしうることが確認された以上、当局間で情報や知見を密接に共有することの持つ意味は、金融の世界では、1970年代の国際的な金融機関の破綻とそれを契機に開始された様々な国際会議に始まる長い伝統を通じて確認されている。さらに進んで安全基準の国際標準を見直すとともに、新たに原子力発電を開始する国を含めた徹底を図るべきとのいった考え方も示されているようであるが、これらは、金融規制や監督の分野で積み重ねてきた様々な基準や合意事項と二重写しに見える。

これらに関して金融の世界がないうるさやかな助言は、第一に、グローバルな連携を継続的な取り組みとする上では、IMFやBISのように常設の事務局機能を有する国際機関による関与が望ましいということであろう。そして第二には、国際標準の策定や見直しに際しては、理論的な精緻さや完成度も大切ではあるが、まずは主要国が賛同しうるコンセンサス形成をより重視した方が良いということであろう。内容の検討に必要な以上に時間をかけると次の事故の防止に間に合わないかもしれないし、合意が形成できず一部の国が適用を見送れば国際標準としての意味をなさなくなる。読者には改めて言うまでも無いが、これらは、金融の世界で我々が大きなコストを払いつつ身をもって学んだ教訓である。

文責:井上哲也

(野村総合研究所 金融ITイノベーション研究部 主席研究員)

本稿は、情報提供を唯一の目的としており、投資の勧誘を目的とするものではありません。本稿に記載されている情報は、正確かつ完全であることを著者が保証するものではありません。記載された意見は著者個人のものであり、野村総合研究所ないし金融ITイノベーション研究部のものではありません。本稿は、著者本人から受領された方限りでご使用いただきますようお願いいたします