

証券化型金融のもとでのマクロプルーデンス： コンティンジェント転換証券と保険の役割

一橋大学 中村恒

サブプライム問題やリーマンショックを契機とする今次金融危機の特徴のひとつは、証券化に重点をおいた金融（以下、証券化型金融 *securitized banking* と呼ぶ）の破綻である。当時は、欧米を中心に、証券化商品を利用したレバレッジの高い資産運用が金融監督の外（すなわち、シャドウ・バンキング）に置かれ、金融監督システム管理が十分に機能しなかった。結果的にみれば、リスクの計測が不適切であったと言える。とくに、2001年以降エンロン問題の反省に基づいて一旦は証券化型金融に関して個別金融機関に対するミクロ的な定量資本規制が強化されたが、2004年以降には ABCP 市場が急成長し、証券化を利用したシャドウ・バンキングの生成を防げなかった。このように、ミクロ的な定量資本規制のもとでは今後もまた証券化型金融における規制裁定行為の再燃が懸念され、システムミク的な金融危機問題の再発が危惧される。

これに対し、最近では証券化型金融のもとでの新しい金融監督システムの将来像として、様々なマクロプルーデンス政策案が検討されている。本稿ではその政策案のひとつとして、コンティンジェント・キャピタルやコンティンジェント転換証券の導入に注目する。とくに、保険証券をコンティンジェント転換証券化した「コンティンジェント転換保険証券（contingent convertible insurance）」について、最近の欧米学会の議論に基づきながら、金融安定政策上の意義や実効性の限界、さらには今後の課題を考察する。具体的には、まず、コンティンジェント転換保険証券の仕組みについて理論的に整理する。コンティンジェント転換保険証券とは巨大災害や金融危機が生じた場合にのみ事前に決められた条件で保険リンク証券（insurance-linked securities）に転換できるオプション資産である。保険アレンジメントの効率性を利用しながら同時に証券化のメリットを享受できる点で、逆転換債券などのコンティンジェント転換証券に比べ技術革新する。一方、保険固有のモラルハザード問題を増大させ、ファイア・セール（fire sale）によるシステムミック・リスクに晒される点で、マイナスの効果も存在する。総じてみると、単に市場規律に依拠するだけでは十分な政策効果は期待できないことが指摘できる。この問題を解決する方法のひとつとして、コンティンジェント転換保険証券市場への中央銀行介入（平時の公開市場操作も含む）による金融システム安定効果を議論する。そこではモラルハザード問題は残るものの、システムミック・リスクを軽減し得ることが示される。