

## 第4節 金融危機再発防止に向けて

第2節でみたように、今回の金融危機の直接的な原因は、金融機関が新しい金融商品や金融イノベーションに関するリスクを適切に管理できず、金融市場が機能不全に陥ったことによるものと考えられる。また、それを事前に抑止できなかった金融規制・監督体制の問題でもある。

本節では、現在進められている金融危機再発防止に向けた取組を概観するとともに、今後の課題として欧米における金融規制・監督体制の在り方をめぐる論点を取り上げる。

### 1. 金融危機再発防止に向けた取組

08年11月14、15日に開催された金融サミットでは、当面の危機対応策に加え、今回の金融危機発生の原因と再発防止に向けた改革の在り方等についても議論が行われた。

金融サミットの「首脳宣言」では、危機の根本的な原因は、市場参加者がリスクを適正に評価せず、適切なデュー・ディリジェンスの実施を怠っていたことなどに加え、不適切なリスク管理慣行や、複雑で不透明な金融商品、過度のレバレッジが組み合わさって、金融システムの脆弱性をつくりだしたことにありと指摘している。そして、金融規制・監督当局の側にも、金融市場のリスクの評価や対処において問題があったことを認めている。

こうした認識の下、「首脳宣言」では、金融危機再発防止のため、金融市場と規制の枠組みを強化する改革を実施することで合意し、改革の共通原則として、(ア)透明性及び説明責任の強化、(イ)健全な規制の拡大、(ウ)金融市場における公正性の促進、(エ)国際連携の強化、(オ)IMF等の国際機関の改革の五つを挙げている。さらに、この五つの原則を実行するため、各原則における09年3月末までの当面の措置と中期的な措置を示した「行動計画」を決定した(第1-4-1表)。

## 第1-4-1表 金融サミット首脳宣言における行動計画

「行動計画」は、首脳宣言の添付文書として、首脳から財務大臣に指示された47項目の行動をまとめたもの。2009年3月末までの当面の措置と、中期的措置に分けて列記されている。行動計画の構成及び主要項目は以下のとおり。

### (1) 透明性及び説明責任の強化

#### \* 当面の措置

- 市場混乱時における証券化商品等の評価に関するガイダンスの強化
- 国際会計基準設定主体におけるガバナンス強化 等

### (2) 健全な規制の拡大

#### 規制体系

#### \* 中期的措置

- 現状規制されていない機関・商品・市場に対する監督強化 等

#### 健全性に関する監督

#### \* 当面の措置

- 格付会社による国際的な規範の遵守の確保 等

#### \* 中期的措置

- 公開格付を付与する格付会社に対する登録制の導入 等

#### リスク管理

### (3) 金融市場における公正性の促進

### (4) 国際連携の強化

#### \* 当面の措置

- 国境を越えて活動する大規模金融機関に対する監督カレッジの設立 等

### (5) 国際金融機関の改革

#### \* 当面の措置

- 金融安定化フォーラム (FSF) のメンバーシップ拡大
- IMFとFSFとの協働と機能強化
- IMF、世銀等の国際金融機関の資金基盤のレビューと必要に応じた増資と加盟国のニーズに合った融資制度の見直し 等

#### \* 中期的措置

- 世界経済の経済的比重の変化をより適切に反映したブレトンウッズ機関の抜本的改革 等

(備考) 外務省ホームページより。

再発防止のための五つの原則の具体的な内容をみると、まず、透明性及び説明責任の強化として、複雑な金融商品に関する義務的開示の拡大、金融機関の財務状況の完全・正確な開示の確保等に合意したことが挙げられる。証券化商品を始め複雑な新しい金融商品が、金融機関の不十分なリスク管理や格付けへの過度の依存を生み出す結果になったとの認識が背景にある。

次に、健全な規制の拡大については、すべての金融市場・商品・参加者が、状況に応じて適切に規制され、あるいは監督の対象となるようにすることを参加国が誓約した点が重要である。CDSを始めとするOTC (Over the Counter)<sup>38</sup>デリバティブ商品のように、金融規制・監督当局があまり監視を

<sup>38</sup> 店頭取引。取引所を通さない相対の取引。

行っていない金融商品の存在が、今回の金融危機を深刻化させた<sup>39</sup>。当局が金融全体のシステミック・リスクを把握する観点からも、重要なポイントである。また、格付機関に対して国際的行動規範に整合的な形で強力な監督を実施することも合意された。

さらに、金融市場における公正性を促進するため、投資家・消費者保護を強化し、利益相反を回避すること、規制当局が国境を越える資本フローを含め金融市場のすべての部門において、国際協調・連携を強化していくこと等が「首脳宣言」に盛り込まれた。

「首脳宣言」では、各国の財務大臣に対し、専門家の提言を参考にしつつ、各種規制における景気循環増幅効果（プロシクリカリティ）の緩和（コラム1-3参照）や、市場混乱時の複雑な証券についての国際会計基準の見直しと調整（コラム1-4参照）、信用デリバティブ市場の強靱性と透明性の強化及びシステミック・リスク軽減（コラム1-5参照）等について、追加的な提言を行うよう求めている。これらの点は、今後の金融市場の安定化と危機再発防止の上で重要なポイントであり、今後の早急な議論の進展が望まれる。

#### コラム1-3：規制における景気循環増幅効果（プロシクリカリティ）

規制における景気循環増幅効果とは、自己資本比率規制や引当金に関する規制等により、景気拡大局面に金融機関がますます貸出しを増加させたり、逆に後退局面において規制を満たすために貸出しを縮小させ、結果として景気循環を増幅してしまう効果である。例えば、金融機関は、景気後退局面で保有する有価証券の評価額が下落した場合、評価損を自己資本から控除する結果、自己資本比率を維持するために、貸出しを絞り込むなどして資産縮小を行うこととなる。これが、需要減退を通じて更に景気を悪化させるという悪循環をもたらす可能性がある。また、自己資本比率の分母はリスクウェイト付けした資産の合計であるが、バーゼルIIでは、事業法人向け貸付けについては格付けに応じてリスクウェイトが変化するので、景気悪化に伴い、既存の貸出しがよりリスクの高い資産として分類された場合、結果として自己資本比率を維持するため、他の貸出しを絞り込んで資産を縮小せざるをえな

<sup>39</sup> 例えば、米国では、CDSを扱う商業銀行は上位行に集中しており、その監督機関であるOCCが当該銀行のリスク管理という観点からCDSの取引状況を見ることはあったが、CDSも含めOTCデリバティブ市場全体を直接監視・監督する機関はない（Office of the Comptroller of the Currency（2008））。

いことがありうるのではないかという議論がある<sup>(注1)</sup>。

損失の引当についても、同様の問題が指摘されている<sup>(注2)</sup>。金融機関は、景気後退期には、要注意先債権や破綻懸念先債権等の増加に対応して多く貸倒引当金を積み増すため、利益が圧迫される。この場合、金融機関によっては、自己資本比率を維持するため、貸出しを縮小させる可能性があり、これが結果として景気を更に悪化させることもありうる。例えば、スペインでは、こうした問題点に対応するため、2000年から新しい引当ルール（dynamic provisioning）を導入している。このルールでは、過去の長期データから求めた貸出しの予想損失を用いて、景気拡大期にはより多く引当てを求め、景気循環の影響を平準化する工夫をしている<sup>(注3)(注4)</sup>。ただし、こうしたルールには適用に際して裁量の余地があり、これが透明性を害する可能性もある<sup>(注5)</sup>。規制における景気循環増幅効果の軽減と、規制の透明性の両立をいかに図るかが重要な論点となろう。

自己資本比率規制における景気循環増幅効果については、既に金融安定化フォーラム（FSF）においても指摘されており<sup>(注6)</sup>、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）とFSFが効果の検証と緩和策についての検討を開始している。今回の金融サミットで合意した「行動計画」においても、09年3月末までに景気循環増幅効果を緩和するための提言をとりまとめることとされた。

（注1） Goodhart and Segoviano(2004)、Gordy and Howells(2006)

（注2） IMF（2008b）

（注3） IMFの国際金融安定化報告書は、スペインのdynamic provisioningも含め、事前にデフォルトの確率を考慮したフォワード・ルッキングな引当てであれば、景気循環増幅効果を軽減できるとしている（IMF（2008b））。

（注4） Banco de Espana（2002）

（注5） Mann and Michael（2002）

（注6） FSF（2008a）、FSF（2008b）

#### コラム1-4：公正価値会計（時価会計）<sup>(注1)</sup>

「公正価値会計」とは、市場に十分な取引があり、「市場価格」が信頼できるものである場合には、その価格による評価（mark-to-market）を行い、市場が混乱している場合等信頼に足る市場価格がない場合には、「合理的に算定された価額（理論値）」による評価（mark-to-model）を行うものである。

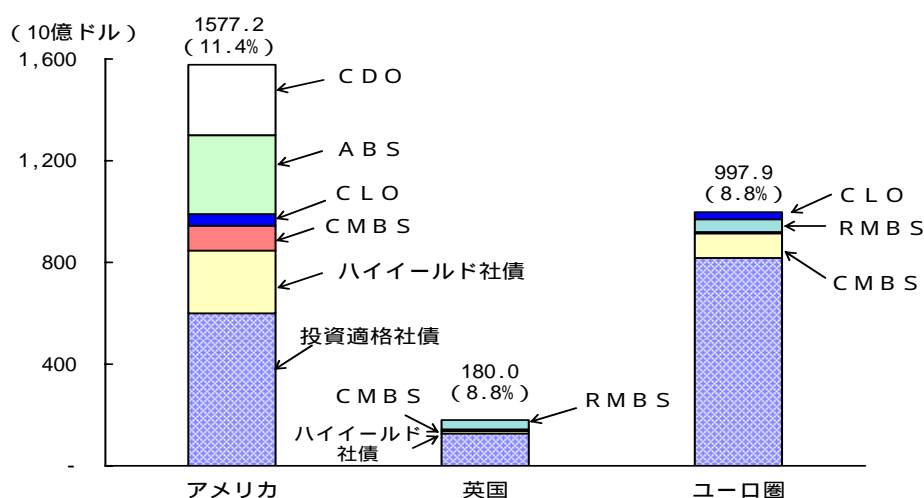
米国会計基準では、市場に十分な取引がある場合、市場における取引価格を公正価値とし（レベル1）、そうした価格がない場合には類似資産の市場価格等を用い（レベル2）、それもない場合には会社内部のデータを用いて将来キャッシュフローの割引現在価値等を算定して用いる（レベル3）こととしている。

今回の危機においては、複雑な証券化商品や仕組み商品の市場取引が僅少になったり、換金売りのため投売り状態に陥り、通常では取引されないような低い価格で取引されるなどの事態が生じた。このため、このように市場に異常がある場合の市場価格による評価について、様々な議論がなされている。

また、証券化商品や社債等について、07年初めから市場価格評価による評価損失は、アメリカ、英国ユーロ圏合計で2.8兆ドルに達している（図1）。このため、金融機関が保有する資産を市場価格で評価することは、金融危機を更に深めることになるのではないかと、また、景気悪化を増幅しているのではないかと議論がある。

他方、公正価値会計は景気循環増幅効果はあるものの、他の代替手段に比べれば透明性が高く、むしろ引当てや自己資本比率規制の方で景気循環の効果を考慮すべきではないかという見方<sup>(注2)</sup>、あるいは、市場価格が理論価格よりも低いのは、市場が将来の不確実性を織り込んだものと考えられるべきではないか<sup>(注3)</sup>との議論もある。

図1 金融資産の市場価格評価による損失



(備考) 1. ECB "Financial Stability Report" (08年10月)、アメリカ商務省、データストリームより作成。  
 2. 英国及びユーロ圏は、08年12月5日の為替レートでドルに換算。  
 3. CMBSは商業用不動産担保証券、CLOはローン担保証券、ABSはホームエクイティローン資産担保証券、CDOはホームエクイティローンABSを裏付けとする債務担保証券、RMB Sは住宅モーゲージ担保証券。  
 4. カッコ内は対名目GDP比(07年)。

なお、上記のような議論も背景に、08年9月30日、アメリカの証券取引委員会（SEC）と財務会計基準審議会（FASB）は共同で、資産評価に関する取扱いを明確化する指針を公表し、市場が無秩序（disorderly）なため、取引価格が極端な場合には、会社内部のデータに基づき推計することが可能であることを明示した<sup>（注4）</sup>。

また、不良資産買取り（TARP）等を内容とする緊急経済安定化法は、公益上必要あるいは適切、かつ投資家保護と矛盾がない場合には、SECに対し、市場価格による評価を停止する権限を付与している。また、SECは財務省及びFRBと協議しながら市場価格による評価に関する研究（金融機関のバランスシートに与える影響、08年に起きた金融機関の破綻に与えた影響、投資家に提供する財務情報の質に与える影響等）を行い、90日以内にその報告書を議会に提出することとなっている。

また、10月13日に国際会計基準（IFRS）が改訂され、金融資産の保有区分について、それまで不可能であった売買目的区分（公正価値評価）から満期保有区分（償却原価）への振替が例外的状況において可能となり、これを受け、EUでは10月15日、当該改定を受け入れた<sup>（注5）</sup>。

（注1）なお、「時価会計」は「公正価値（Fair Value）会計」の訳語であるが、市場価格による評価と混同されやすいので、誤解を避けるためここでは「公正価値会計」の語を用いることとする。

（注2）IMF（2008）

（注3）BOE（2003）

（注4）10月14日に、国際会計基準審議会（IASB）も同様の指針を公表した

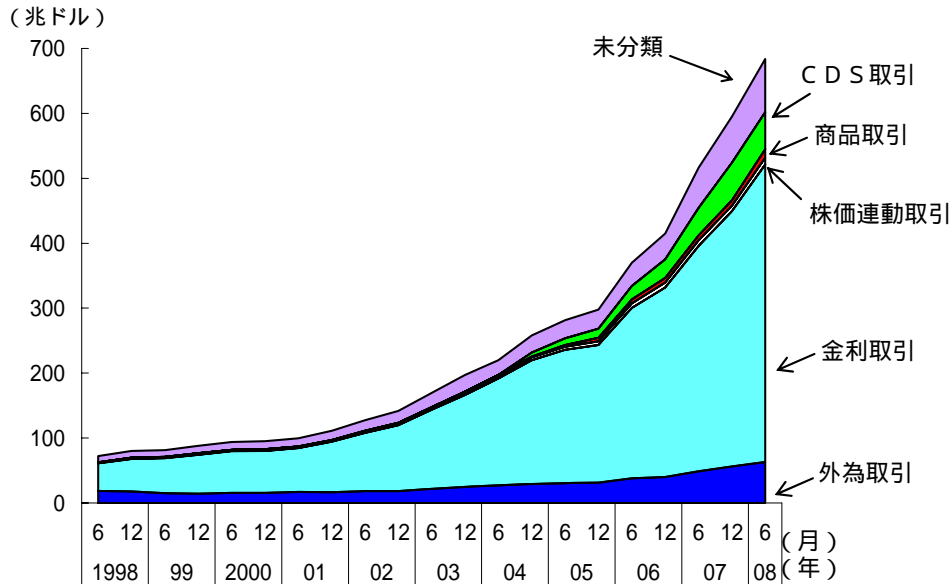
（注5）なお、この措置は、競争上、米国基準に合わせる必要があるとの認識から行われたものである。

## コラム 1 - 5 : OTC取引の増大とCDS

OTC取引とは、金融機関などの取引当事者が相対で行う取引を指すが、近年、特に、デリバティブ（金融派生商品）のOTC取引が急増している。OTC市場におけるデリバティブ取引残高の推移をみると、2000年代に入って以降、拡大を続けてきたが、03年以降更に伸びを加速させており、08年6月末時点で、684兆ドルと世界のGDPの13倍の規模まで拡大している。内訳を見ると、主に金利先物や金利オプション等の金利関連取引が全体の約3

分の2を占めているが、このところCDS(クレジット・デフォルト・スワップ)取引も急速に拡大しており、07年末には、57.9兆ドルにまで拡大した後、08年6月末には57.3兆ドルとわずかながら減少している(図1)。

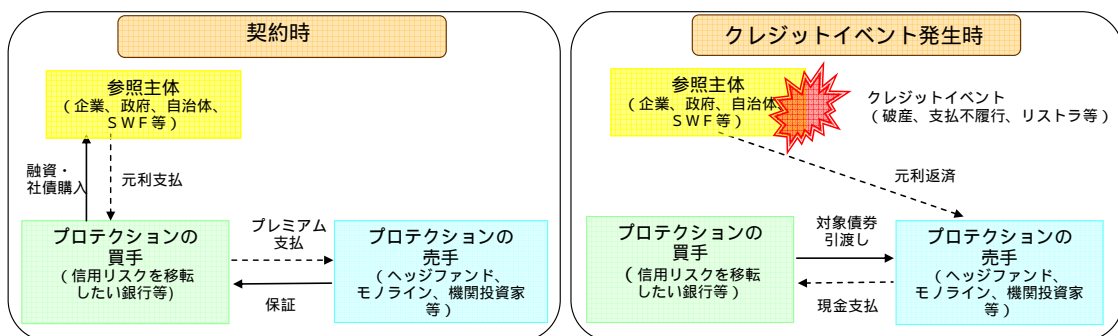
図1 OTCデリバティブ取引額の推移



(備考) 国際決済銀行(BIS)より作成。

CDSは、そもそも、各種債権に対するデフォルトリスクをヘッジするための金融デリバティブ商品であり、一般的には、契約時に、プロテクションの売手と買手の間で、対象となる主体(企業、政府等)や債権、保証の対象となるクレジットイベント(破産、支払不履行等)、保証金額等を決め、実際にそのイベントが発生した場合には、保証金額がプロテクションの売手から買手に支払われる仕組みとなっており、また、一般的には現物決済が主流である(図2)。

図2 CDSの仕組み



CDS取引については、プロテクションの対象となる保有債権を実際には保有していない、投資あるいは投機目的の投資家が増加しており、売買の対象も個別企業を対象としたCDSだけでなく、代表的な企業のCDSプレミアム（保証料）を組み合わせた指数や、CDSを組み込んだ証券化商品であるシンセティックCDO等が作られ、取引が拡大してきた。

08年9月の米大手保険会社AIGの経営危機に際しては、同社がCDSのプロテクションを投資家相手に大量に提供していたことから、そのリスクが関心を集めることとなった。CDSについては、プロテクションの売手である金融機関がデフォルトした場合に、その買手にとって転嫁したはずのリスクが転嫁されないことになり、買手の信用リスクが高まる。さらに、そうした買手が他のCDSでプロテクションの売手となっている場合には、そのプロテクションの買手の信用リスクも上昇し、市場全体に信用リスクが広がっていくことになる。

しかも、CDS取引はOTC取引であったため、外部からは、どの金融機関が、どういう債権を対象としたCDSをどの程度売買しているのかといった情報が把握できない。そのことが、金融機関の財務状況に対する不透明感を高め、市場のカウンターパーティ・リスクを高めることとなった。

CDSを含めOTCデリバティブ取引については、これまでも相対取引に伴うリスクの低減や取引の透明性を高めるための努力が行われてきたものの<sup>(注1)</sup>、十分とは言い難く、今後、システムの安定性を高めるためには、中央清算機関（CCP:Central Counter-Party）が設置されることが望ましい。実際に、欧米においては中央清算機関設立の動きが進められている<sup>(注2)</sup>。中央清算機関において清算が行われれば、市場の透明化・効率化につながり、また、従来の相対取引が清算機関を相手方とする取引に一元化されれば、プロテクションの買手がプロテクションを受けられないリスクが軽減されることになる。

08年11月の金融サミットにおいても、こうした清算機関設立の動きを受けて、09年3月31日までの当面の措置として、「監督当局及び規制当局は、CDS及びOTCデリバティブ取引のシステミック・リスクを低減させるための努力を加速し、市場参加者が、CDS契約のための取引所取引または電子取引基盤を支持するよう要求し、OTCデリバティブ市場の透明性を向上させ、さらに、OTCデリバティブのためのインフラが、増加する取引高を支えられるものとなるよう努める。」とされているところであり、今後の各国



における取組が期待されるところである。

(注1) 例えば、10年前の1998年に比べれば、OTCデリバティブ市場全体の清算・決済インフラは大幅に強化されたと評価されている(CPSS(2007))。また、ニューヨーク連銀は、業界団体であるISDA(International Swaps and Derivatives Association)とともに、05年からOTCデリバティブ市場のインフラ整備に取り組んでいる。

(注2) 大統領金融市場作業部会の発表によれば、アメリカでは、金融規制・監督機関がCDSに関する複数の中央清算機関設立に関する提案を検討しており、08年中には設立されることを見込んでいる。

## 2. 欧米における金融規制・監督体制の改革の必要性

金融サミット的首脳宣言においては、今回の危機の根本的な要因として、「いくつかの先進国において政策立案者、規制当局及び監督当局は、金融市場において積み上がっていくリスクを適切に評価、対処せず、また金融の技術革新の速度について行けず、あるいは国内の規制措置がシステムにもたらす結果について考慮しなかった。」という問題点があったことを指摘している。また、「我々は、規制枠組み、健全性監督、リスク管理を強化し、すべての金融市場、商品、参加者が状況に応じて適切に規制され、あるいは監督の対象となることを確保することを誓約する」としている。そのためにはどのような改革が必要であろうか。これは、金融分野の規制・監督に係る広範な問題にかかわるが、ここでは、特に規制・監督の体制を取り上げる。すなわち、アメリカでは規制・監督が連邦政府の多数の機関と州政府によって担われており、複雑かつ重層的になっていることから、一部で新しい金融商品やビジネス・モデルに十分対応していなかったこと、ヨーロッパではユーロ発足に伴って金融資本市場の一体化が急速に進んでいるにもかかわらず、金融に関する規制・監督は各国政府の権限とされ、必ずしも十分な調整が行われていなかったことが指摘できる。以下では、こうした問題点を検討し、改革の方向性を考える。

### (1) アメリカ

#### アメリカの金融規制・監督体制

アメリカでは、南北戦争期あるいは1930年代からの歴史的経緯の積み重ね

から、金融分野の規制・監督は多数の機関によって担われており、非常に複雑なものとなっている（第1-4-2表）。現在の姿は、1930年代におおむね形成されたもので、S & L危機等により若干の修正は加えられたものの、全体的な構造は変わっていない。

第1-4-2表 アメリカの金融機関の監督制度

		加入		連邦当局						州当局
		FRS	FDIC	FRB	FDIC	OCC	OTS	NCUA	SEC	
銀行	国法銀行									
	州法銀行									
貯蓄金融機関	連邦免許機関									
	州免許機関									
信用組合	連邦免許機関									
	州免許機関									
銀行持株会社（含む金融持株会社）										
貯蓄金融機関持株会社										
保険										
証券										

- = 強制加入
- = 加入
- = 免許付与機関（証券は登録制）及び第一義的監督権限
- = 第一義的監督権限
- = 連邦預金保険供与者としての検査権限

（備考） 1. アメリカ財務省資料、ニューヨーク連邦準備銀行資料、野々口秀樹・武田洋子「米国における金融制度改革法の概要」（日本銀行調査月報2000年1月号）等より作成。  
 2. F D I C非加入の州法銀行及び州免許の貯蓄金融機関の預金保険は、州の預金保険基金が供与。  
 3. 信用組合の預金保険は、連邦免許機関については全米信用組合保険基金(National Credit Union Share Insurance Fund)、州免許機関については州の預金保険基金が供与。

まず、預金取扱機関については、商業銀行（Commercial Banks）、貯蓄金融機関（Thriffs、またはSavings and Loans）、信用組合（Credit Unions）がある。いずれも、連邦政府から免許を付与されるものと、州政府から免許を付与されるものの二通りがある。例えば、商業銀行については、連邦政府から免許を付与される「国法銀行」（National Banks）と、州政府から免許を付与される「州法銀行」（State Banks）が並存する「二元銀行制度」（dual banking

system) となっており、銀行はどちらかを選ぶことができる。これに対応して、監督も、連邦政府当局と州政府当局、F R S (連邦準備制度)、F D I C (連邦預金保険公社) 等から成る、多元的な仕組みになっている。この二元銀行制度は、南北戦争の戦費調達と金融システム安定化のために国法銀行を設立できるようにした1863年の国法銀行法によって成立したもので、州法銀行は廃止されないまま存続した。

大恐慌後の1933年には、銀行法が成立した。この銀行法により預金保険制度がつくられ、F D I C が創設された。F D I C が、免許付与機関とは別に、加盟する預金取扱機関の健全性を監督し、重要な役割を果たす現在の体制のもとがつくられた。また、銀行法の中にある、いわゆるグラス・スティーガル法により銀証分離の原則が打ち立てられ、銀行業務と証券業務の兼業が禁止された<sup>40</sup>。この原則は、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法によって事実上撤廃されるまで存続した。

現在、連邦法に基づく預金取扱機関の場合には、F R S、F D I C、O C C (Office of the Comptroller of the Currency)、O T S (Office of Thrift Supervision)、N C U A (National Credit Union Administration) の五つの連邦機関が監督・検査を担っている。国法銀行の場合にはO C C が免許を付与し、第一義的な監督権限を有する。同時に、F R S への加盟とF D I C への加入が義務付けられる。連邦免許付与の貯蓄金融機関の場合には、O T S が第一義的な監督権限を有し、F D I C への加入が義務付けられる。信用組合の場合には、N C U A が免許を付与し、預金保険が別途存在する (National Credit Union Share Insurance Fund)。

州法に基づく預金取扱機関については、州政府当局が免許を付与し、第一義的な監督権限を持っており、それぞれの州法で既定された業務の範囲内で業務を営む。F R S への加盟やF D I C への加入の要否は州法の規定によって異なる。

証券分野については、連邦レベルにおける証券取引委員会 (S E C) のほか、州政府による証券会社の監督がある。商品先物取引については、商品先物取引委員会 (C F T C) がある。保険分野は、基本的に州政府の規制・監督下にある。

---

<sup>40</sup> 更に、1956年の銀行持株会社法により、銀行持株会社の下での証券業務等も禁止された。

## 現在の体制の問題点

こうした複雑な規制・監督の調整は、財務長官、F R B等関係者から成る大統領金融市場作業部会（President's Working Group on Financial Markets）<sup>41</sup>をはじめ、様々なレベルで行われているものの、現代の金融分野の発展に十分適応したものとは言い難い。グローバル化や金融のイノベーションへの対応という観点からは十分ではなく、新しいさまざまな金融商品や金融サービスが生まれても十分にカバーされていない。

特に、1999年のグラム・リーチ・ブライリー法による銀証分離規定の事実上の撤廃を含む、1980年代からの一連の規制緩和により、金融機関の業務は相互乗り入れと多様化が進展し、また、デリバティブや証券化手法を始めとする新たな金融商品やイノベーションが次々と生み出された。

しかしながら、金融規制・監督体制は、南北戦争期から1930年代に出来上がった仕組みが基本的に維持され、新たな状況に対応していなかった。例えば、住宅ローンの販売業者・貸手は、基本的に州法の下にあり、その規制・監督は州によって異なり、統一的な免許の基準や規制等は存在しない。国法銀行の子会社が営んでいる場合は、それぞれの監督機関（O C C、O T S、F D I C、F R S）が関わるが、そうでない業者が相当部分を占め、サブプライム・ローンの半分以上は、連邦の監督下にはない業者によるものであった。州によっては、十分な監督がなされていない、あるいは全く監督がない場合もある<sup>42</sup>。こうした業者によって貸し出された住宅ローンが証券化商品に組成され、遠く海外にまで販売されるような事態を全く想定していなかった規制・監督体制であったといえる。

また、C D Sを始めとするO T Cデリバティブ市場についても、市場全体を監督する機関はなかった。金融監督の政治からの独立性が不十分なことも過剰なレバレッジに寄与したとの指摘があるが<sup>43</sup>、これも複雑な規制・監督体制と無縁ではない。

## 財務省の改革案「ブループリント」

こうした問題点は、今回の金融危機発生以前から認識されていた。財務省は、07年6月からアメリカの複数の規制当局による多層的な規制構造につい

<sup>41</sup> 1987年10月の大幅な株価下落（ブラック・マンデー）を機に、レーガン大統領により設置された。メンバーは、財務長官、S E C委員長及びC F T C委員長。

<sup>42</sup> Department of Treasury (2008)

<sup>43</sup> Reinhart and Rogoff (2008)

て見直しの作業を開始し、08年3月には「規制構造の強化に関するブループリント」(Blueprint for a Stronger Regulatory Structure)と呼ばれる、金融規制・監督の仕組みに関する抜本的な改革案を打ち出した<sup>44</sup>。

「ブループリント」では、短期的、中期的、長期的な改革に分けて、提言を行っている。短期的な改革としては、まず、大統領金融市場作業部会を強化し、メンバーにOCC、OTS、FDICを加えて、金融のシステミック・リスク回避のため監督機関間での情報共有や調整を行うことを提言している。また、住宅ローンの販売業者・貸手の免許や規制について、各州の規制の適切性を評価する、連邦レベルの機関を創設することなどを提言している。

中期的には、貯蓄金融機関を国法銀行に移行させ、同時に、貯蓄金融機関を監督するOTSと国法銀行を監督するOCCを統合すること、保険業について連邦レベルの免許を創設し、財務省内に監督機関を作ること、金融イノベーションにより商品先物と証券の境界があいまいになってきていることから、商品先物取引を監視するCFTCと、証券取引を監視するSECを統合することなどを提言している。

さらに、長期的な改革として、銀行、証券、保険等セクター別に編成されている監督機関の構造を、目的別、すなわち、金融市場全体の安定確保、金融機関の健全性の監督、投資家保護等取引の適切性の確保という3つの目的に合わせて抜本的に編成しなおすことを提案している。これは、現在のオーストラリアの金融規制・監督制度<sup>45</sup>に類似したアプローチとなっている<sup>46</sup>。この結果、FRBがシステミック・リスクを防止する「市場安定規制機関」(Market Stability Regulator)の役割を担い、預金取扱機関等政府の保証が関わる金融機関の監督については、OCCやOTS、NCUAを統合して「健全性監督機関」(Prudential Regulator)を創設、投資家保護等については、SECとCFTCの統合をベースに「取引等規制機関」(Business Conduct Regulator)が創設されることを想定している。また、これに併せて、免許も、連邦預金保険対象の預金取扱機関(Federal Insured Depository Institution)、連邦免許による保険会社(Federal Insurance Institution)、それ以外の金融サービスを行う機関(Federal Financial Services Providers)に整理することを提案

<sup>44</sup> Department of Treasury (2008)

<sup>45</sup> オーストラリアでは、市場全体の安定(マクロ・ブルーデンス)はオーストラリア準備銀行(中央銀行)が担い、個別金融機関の監督・検査(ミクロ・ブルーデンス)は豪州金融監督機構(Australian Prudential Regulation Authority: APRA)、消費者保護・行為規制については豪州証券投資委員会(Australian Securities and Investments Commission: ASIC)が行っている。

<sup>46</sup> OECD (2002)

している。

現時点では、こうした提案を実現に移す具体的な動きはみられないが、将来の金融危機の再発を防止する観点からは、「ブループリント」の実現を含め、規制・監督体制の抜本的な見直しが望まれる。

## (2) ヨーロッパ

### ヨーロッパの金融市場の統合化と金融危機

ヨーロッパでは、1999年のユーロ発足、ユーロに係る単一決済システム（TARGET）の導入により、ユーロ圏内の金融市場の統合が進み、金融機関の国境を越えた活動も活発化した。短期金融市場は実質的に単一市場となり、証券市場も統合が進んでいる。長期の社債（1年以上）の約半分は、起債国以外のユーロ圏内の国々で保有され、国境を越えた銀行貸出しも銀行間を中心に着実に増加してきた<sup>47</sup>。EU域内での金融サービス貿易は、年平均23%増（04～07年）と高い伸びを示していた。金融市場の統合により、ユーロ圏内の銀行の数はユーロ発足1年前（98年）の8,361行から07年の6,128行へと2,200行以上減少するなど<sup>48</sup>、金融機関の間の競争も激化した結果、生き残りに向けて極端な経営行動に向かう金融機関もみられた<sup>49</sup>。

また、ユーロ圏においても、金融イノベーションが進展した。ユーロ圏におけるABSの発行もGDP比2%と、アメリカ（同25%）や英国（同10%）に比べれば低水準ながら、07年前半までは堅調に増加し、ユーロ建て金利デリバティブも99年から06年の間に4倍になるなど、金融のイノベーションも着実に浸透していた。ユーロ圏内の金融機関の総資産額も、98年の14兆ユーロから07年の28兆ユーロへと10年間で倍増した<sup>50</sup>。

しかしながら、このように金融資本市場の統合化、高度化が進んでいるにもかかわらず、EUにおいては金融規制・監督の権限は各国に存するため、金融機関の国境を越えた活動に関する監視が十分行き届かないことや、ユーロ圏の金融システム全体のシステムック・リスクを扱う主体が存在しないなどの問題がある。

例えば、ヨーロッパには、国境を越えて活動する大規模な金融機関が46

---

<sup>47</sup> OECD（2009）

<sup>48</sup> ECB（2008）

<sup>49</sup> Honohan（2008）

<sup>50</sup> ECB（2008）

機関存在し、EUの総資産額の68%を保有するが<sup>51</sup>、こうした金融機関の監督については、支店と子会社で取扱いが異なる。免許を付与した国（母国）が国外の支店も含め監督するが、子会社の監督は、当該子会社が存する国（ホスト国）が行うことになっている。こうした金融機関の健全性を確保するためには、母国とホスト国の金融監督当局間で十分な情報交換を行うことが重要であるが、その点が不十分だったのではないかという指摘がある<sup>52</sup>。

また、ユーロ圏全体のシステミック・リスクについては、ECBが定期的に報告を公表しており（Financial Stability Review）、今回の危機の可能性についても、07年6月時点で、不適切なリスク管理や過剰なレバレッジにより金融システムの脆弱性が高まっており、予期しないショックにより大きな混乱が起こるリスクが増大していると警告していた<sup>53</sup>。しかしながら、ECBには金融監督に関する権限はないので、こうした警告はあまり活かされないまま、今回の金融危機を迎えた。

#### 規制・監督の調整に向けた努力

ヨーロッパでは、ユーロ発足当初から、金融資本市場の規制・監督の基準の統一化や調和に向けた努力が進められてきた。具体的には、99年5月に欧州委員会が作成した「金融サービス行動計画」や、01年2月に、ラムファルシー元EMI（欧州通貨機構、ECBの前身）総裁を委員長とする賢人委員会が行った、金融サービス市場関連の立法プロセスの改革や規制・監督の在り方に関する提言（いわゆる「ラムファルシー・レポート」）に沿って、改革が進められてきた。現在では、金融分野の規制・監督について、各国金融監督機関とECB、各国中央銀行等による欧州銀行監督委員会（Committee of European Banking Supervision）を始め、様々なチャネルによる調整や情報共有が図られている。

しかし、08年9月以降のヨーロッパにおける金融危機の深刻化をみると、EU域内あるいはユーロ圏内で、金融規制・監督について更なる協調、強化が必要であることは明白である。今回の危機を機会に、ユーロ圏内の単一規制・監督機関創設の可能性も含め、抜本的な体制の強化が期待される。

---

<sup>51</sup> European Commission (2007)

<sup>52</sup> OECD (2009)

<sup>53</sup> ECB (2007)

### 3. 金融イノベーションと規制・監督

1980年代以降、金融分野における規制緩和とICT技術の発展を背景に、新しい金融商品、金融手法のイノベーションが次々と生み出されてきた。それ自体は、透明性確保と適切なリスク管理がなされていれば、資金調達コストの低減やリスク分散の効率化につながり、究極的には経済全体の資源配分の効率化、経済厚生を増大をもたらすものとして評価すべきである。例えば、住宅ローンについても、証券化手法を取り入れることによりリスクを広範な投資家に分散することができ、これまで住宅を購入することが難しかった所得層も購入が可能になったが、住宅ローン貸付けから証券化商品組成、販売に至るまでの一連の過程で十分なリスク管理がなされていなかったことが、今回の危機の引き金になった。

問題は、こうした金融イノベーションに対応して、金融機関の側に適切なリスク管理体制が構築され、また、当局の側にこれに対応する金融規制・監督体制ができているかということである。第2節でも論じたように、格付機関が発行体との利益相反問題を有しているにもかかわらず、リスク管理や監督が格付け機関に過度に依存している場合、十分なリスク管理や監督が行われているとはいい難い。また、グローバル化もあいまって、レバレッジの急拡大など金融システム全体のリスクが増大するスピードが速くなっているが、こうしたシステミックなリスクを抑止する体制も十分ではない<sup>54</sup>。

活発な金融資本市場では、「自由と規律」のバランスの中で、新たな金融商品やイノベーションが日々生まれながらダイナミックに発展していく。しかし、金融機関内外における一定の規律が欠如した場合、例えば、金融機関内でのリスク管理が機能していないような場合には、異常なブームや過剰なリスク・テイクを引き起こし、危機に至る場合があることを今回の危機は示した。「自由と規律」のバランスのとれた市場環境は、金融資本市場が健全に発展していく上で重要な基盤である<sup>55</sup>。「規律」には、当局の規制だけではなく、金融機関自らのリスク管理も含まれる。

金融イノベーションは、金融資本市場の発展の鍵でもある。今回の危機により、単に規制を強化するのではなく、新たな金融イノベーションを阻害せず、かつ適切にリスクを管理できるような「より良い規制」(ベター・レギ

---

<sup>54</sup> Blanchard (2008)

<sup>55</sup> 経済財政諮問会議グローバル化改革専門調査会第一次報告(2007年5月)参照。



ュレーション)を構築し、金融イノベーションに対応した規律付けが的確に行われる体制づくりが切に望まれる。