

破綻処理スキームの国際的枠組みの構築

佐 賀 卓 雄

要 旨

2007年からの金融システム危機の過程で、多数の大手金融機関が経営破綻に追い込まれた。この間、アジア通貨危機を契機に創設されたFSF (Financial Stability Forum) (国際金融フォーラム) は効果的な対策を講じることができなかったため、初めて開催されたG20において、参加国および参加機関の拡大と、任務の拡大が図られ、FSB (Financial Stability Board) (金融安定化理事会) が創設された。FSBはG20, IMF, IOSCO, 各SSBとの関連を明確化するとともに、それらの結節点としての役割を与えられた。かくして、FSBは国際金融アーキテクチャーの要の位置を占めることになったと評価される。

2008年11月にワシントンにおいて開催された最初のG20において、国際金融機関の改革 (具体的には、IMF (International Monetary Fund)の改革, FSFの参加国の拡充と権限の拡大), OTCデリバティブ改革, 格付会社の監視の強化などと並んで、グローバルに活動するクロスボーダー金融機関の秩序ある破綻処理を実現するために、破綻処理スキームを見直すことがアクション・プランの一つとして掲げられ、FSB, IMF, BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) (バーゼル銀行監督委員会) において検討が続けられている。

今回のグローバルな金融機関の破綻から明らかになったことは、金融機関の業務がグローバルに展開しているにもかかわらず、その破綻処理スキームは比較的整備されている場合でも一国内での処理に限られ、クロスボーダーの破綻処理スキームは大きく立ち遅れていることである。

FSBは2011年10月に「金融機関の効果的な破綻処理制度のための主要な特性」(KA)を提示し、各国はそれを指針に制度の見直しと整備を進めている。その後の進捗状況の調査から明らかになったことは、各国において破綻処理スキームの見直しと整備が進んでいるものの、クロスボーダーの破綻処理は各国間での制度のすり合わせと協力が必要であるため、余り進展していないということであ

る。国家間の法制の調整が必要なクロスボーダーの破綻処理制度については困難な課題が山積しているのが現状である。

FSB は抽象的な KA の提示から、より具体的な指針を提示する段階に至っている。特に、破綻処理戦略については、シングル・ポイント・オブ・エントリーとマルチプル・ポイント・オブ・エントリーの二つの戦略モデルを提示し、議論の焦点を絞り込もうとしている。

また、アメリカ、イギリス、EU における破綻処理戦略の方向性についても収斂する傾向がみられる。これらの主要先進国が金融機関の海外業務のほとんどを占めている現状を考えれば、FSB の提示した破綻処理戦略を軸に今後の取組みが進むものと考えられる。

目 次

はじめに	「ブ」(CBRG) の取組み
I. 国際金融アーキテクチャーの構築	2) FSB の『金融機関の効果的な破綻処理制度の主要な特性』(KA)
1) FSF の FSB への改組	3) FSB の破綻処理戦略
2) 調整の枠組み	終わりに
II. 破綻処理スキームの構築	
1) BCBS の「クロスボーダー銀行破綻グルー	

はじめに

グローバルな金融システム危機の進行を背景に、国際機関および各国において金融規制改革に向けた取り組みが精力的に行われてきた。2008年11月にワシントンにおいて開催された最初のG20において、国際金融機関の改革(具体的には、IMF(International Monetary Fund)の改革、FSF(Financial Stability Forum)(国際金融フォーラム)の参加国の拡充と権限の拡大)、OTCデリバティブ改革、格付会社の監視の強化などと並んで、グローバルに活動するクロスボーダー金融機関の秩序ある破綻処理を実現するために、破綻処理スキームを見直すこと

がアクション・プランの一つとして掲げられ、FSFが改組されたFSB(Financial Stability Board)(金融安定化理事会)、IMF、BCBS(Basel Committee on Banking Supervision)(バーゼル銀行監督委員会)において検討が続けられている。

FSBは様々なSSB(Standard Setting Bodies)(基準策定機関)を統括する役割を重要な任務としており、国際金融アーキテクチャーの中心としての内実を備えていると評価することができる。破綻処理スキームについても、2011年10月に効果的な破綻処理スキームが備えるべき主要な特性を提示し、それを指標に各国において整備が進んでいる。

しかし、FSBとIMF、BCBSはそれぞれ独

自にこの課題に取り組んでおり、最終的にどのような形で集約されるのかが必ずしも明確だとはいえない。他方、アメリカ、イギリス、EUではそれぞれ破綻処理スキームの整備を進めている。もちろんこれらはFSBが提示した枠組みに沿う形で進められているため、決して齟齬をきたすものではないが、FSB、BCBSの報告書においても示されているように、この課題にはいくつかのアプローチがあり、一つに集約されている訳ではない。

また、2012年12月には、FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation) (アメリカ連邦預金保険公社) とイングランド銀行が破綻処理スキームについて共同の報告書を作成している。アメリカのSIFIs (Systemically Important Financial Institutions) (システムの重要な金融機関)の海外業務の8-9割がイギリスに集中している現状から判断すれば、この両国によって破綻処理スキームの方向性が示された意義は極めて大きいといえる。

本稿では、FSBの調整機能を分析したうえで、破綻処理スキームの国際的枠組みの構築に向けた取組みを評価し、その課題について分析する。

I. 国際金融アーキテクチャー¹⁾の構築

1) FSFのFSBへの改組

FSFはアジア金融危機を契機にG7の支持の下に創設された。その任務は「国際金融システムにおける脆弱性に対処し、それらの脆弱性を処理するために必要な行動を確定、監視し、金融安定性に責任ある監督当局の間での協力と情

報交換を改善する」ことである。しかし、各国の監督当局、SSB、および国際金融機関が脆弱性を特定し強力な規制上、監督上、およびその他の政策を遂行するためのメカニズムとして有効性を高めるために、より強力な制度的基盤が必要であるという認識がG20を構成するリーダーの間で共有されるに至り、ロンドンG20の会議において、FSFの参加者を拡大し、任務を拡大したFSBに改組することを決定した(FSFとFSBの権限、参加国、SSBとの関連などについては図表1を参照されたい)。国際金融アーキテクチャーの中でのFSBの位置づけについては、図表2を参照されたい。

FSBは、FSFのメンバーにG20の他のメンバー、それにスペインと欧州委員会(EC)が新たに参加が認められた。また、任務として、従来のグローバルな金融システムに影響を及ぼす脆弱性の評価、金融の安定性に責任のある規制・監督当局間の調整と情報交換の促進に加えて、以下の項目が新たに加えられた(*FSB Charter*, Article 2)。

- ①規制政策に対する市場の発展と意味について監視し助言する
- ②規制基準に適合するベスト・プラクティスについて助言し、監視する
- ③国際基準策定機関の作業が優先順位に従いギャップを処理するように適時に調整されて行われるように、その方針発展作業の合同戦略評価を行う
- ④監督団体の設立のためのガイドラインを策定し設立を支持する
- ⑤特にシステムの重要な企業に関してクロスボーダーの危機管理のためのコンテンジェンシー・プランを管理する
- ⑥早期警報措置 (Early Warning Exercises)

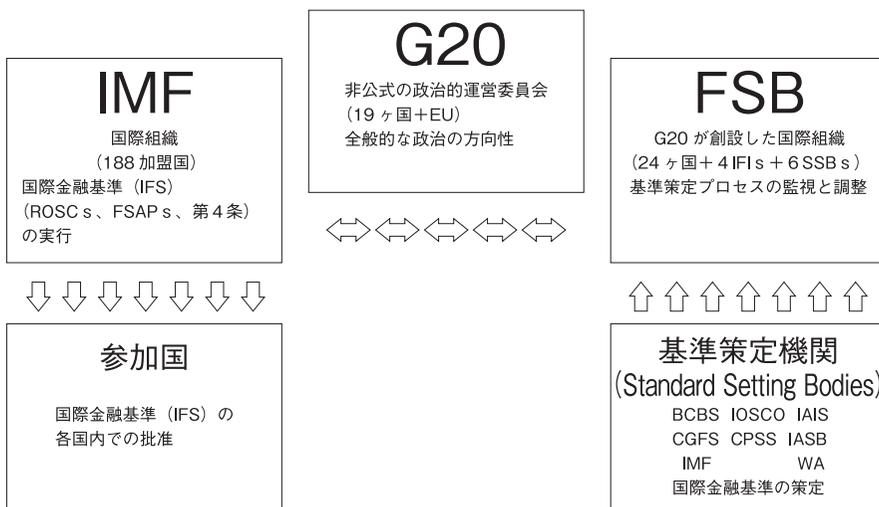
図表 1 FSF と FSB

	FSF	FSB
権限	<p>・「グローバルな金融システムに影響を及ぼす問題と脆弱性を評価し、必要な場合には、国際的なベスト・プラクティスと基準を発展・強化させ、それらを実現させるための優先順位を定めるのを促すなど、それらを特定するために必要な行動を監督する」(G7声明)</p> <p>・「各国、国際機関、関連する国際監督機関及び専門家のグループがより効果的に国際的な金融安定性を促進するためにそれぞれの責任を認識かつ調整し、市場の機能を改善しシステムミック・リスクを低減させることを可能にする」(G7声明)</p>	<p>・グローバルな金融システムに影響を与える脆弱性を評価し、適時かつ継続的に、それらの結果に対処するのに必要な規制上、監督上の、そして関連する行動を特定し見直す</p> <p>・金融安定性に責任ある当局間の調整と情報交換の促進</p> <p>・市場の発展とその規制政策への意味について監視、助言する</p> <p>・規制上の基準に適合するベスト・プラクティスについての助言と監視</p> <p>・国際基準策定機関の政策開発作業が、適時に調整され、優先順位に焦点を合わせ、不一致を埋めることができるように合同戦略評価を行う</p> <p>・監督団体の設置についての基準の設定とその支援</p> <p>・特にシステム的に重要な企業について、クロスボーダーの危機管理のためのコンテンツジェンシー・プランニングに対する支援</p> <p>・早期警報措置 (Early Warning Exercises) を実施するためにIMFとの協力</p> <p>・FSBは基準策定機関が重複や欠落を認定し、会計や監査だけではなく、システムミック・リスク、市場の健全性、投資家と消費者の保護、インフラストラクチャに関連して、国および地域の規制構造の変化に照らして境界を明確にする活動の調整を推進する</p>
参加国 (代表者数)	<p>・ G7(3)</p> <p>・ 1999年にオーストラリア(1)、シンガポール(1)、香港(1)、オランダ(1)</p> <p>・ 2007年にスイス(1)</p>	<p>・ G7(3)、ブラジル(3)、ロシア(3)、インド(3)、中国(3)、オーストラリア(2)、メキシコ(2)、オランダ(2)、スペイン(2)、韓国(2)、スイス(2)、アルゼンチン(1)、香港(1)、インドネシア(1)、シンガポール(1)、サウジアラビア(1)、南アフリカ(1)、トルコ(1)</p>
他のメンバー (代表者数)	<p>IMF (2)、世界銀行(2)、BIS (1)、OECD (1)、BCBS (2)、IOSCO (2)、IAIS (2)、GCFS (1)、CPSS(1)、ECB(1)</p>	<p>左記に欧州委員会 (European Commission) を加えた</p>
参加者のレベル	<p>「代表はハイレベルであるべき (具体的には、大臣や総裁に準じる者、国際金融機関のトップに準じる者、国際機関の議長や任命された者)」(Tietmeyer [1999])</p>	<p>「総会の出席者は中央銀行総裁あるいは副総裁、主たる監督/規制機関のトップあるいは準トップ、副大蔵大臣である。総会の出席者は他に主たる基準策定機関、中央銀行専門家委員会の議長、IMF、世界銀行、BIS、OECDのトップである」</p>
内部ガバナンス	<p>議長 事務局長 事務局 (バーゼル所在) 総会 (合意による決定) アドホックなワーキング・グループ</p>	<p>議長 事務局長 事務局 (バーゼル所在) 総会 (合意による決定) アドホックなワーキング・グループ 運営委員会 常任委員会</p>
説明責任	<p>G7各国の大蔵大臣と中央銀行総裁への報告</p>	<p>G20リーダーへの報告</p>

	FSF	FSB
基準策定機関 (SSB) との関連	言及なし	<ul style="list-style-type: none"> ・「SSB は現行の報告の取決めあるいは独立への先入観を持たずに業務について FSB に報告する。このプロセスは基準策定過程の独立性を損なうものではなく、より広範な説明責任の枠組みを提供することによって強力な基準策定への支持を強めることである」 ・FSB は「国際基準策定機関の政策開発作業が、適時に調整され、優先順位に焦点を合わせ、不一致を埋めることができるように合同戦略評価を行う」 ・FSB は「基準策定機関が重複や欠落を認定し、会計や監査だけではなく、システムミック・リスク、市場の健全性、投資家と消費者の保護、インフラストラクチャに関連して、国および地域の規制構造の変化に照らして境界を明確にする活動の調整を推進する」
国際基準の策定	SSB に付託	<ul style="list-style-type: none"> ・SSB に付託 ・FSB
コンプライアンスの仕組み	<ul style="list-style-type: none"> ・任意の IMF / 世界銀行による監視 ・市場圧力 ・「名前と恥」、オフショア・フィナンシャル・センター (OFC) に対する処分 	<ul style="list-style-type: none"> ・IMF / 世界銀行による監視 (参加国に対しては、5年ごとの強制的な「金融部門評価プログラム」(FSAP) と、「基準と規則の遵守に関する報告」(ROSC) の基礎として使用される評価の公表) ・市場圧力 ・「名前と恥」、すべての非協力的な国に対する処分 ・国際基準を実行することが参加国の必要条件 ・参加国間の強制的なピアレビュー

(注) FSF については、主として、1999年のティトマイヤーの報告による。FSB については、憲章とその後の声明による。
 [出所] Helleiner [2010]

図表2 国際金融アーキテクチャーの構造



[出所] Giovanoli [2009]

図表3 FSB が定める健全な金融システムのための12の基準

分野	基準	策定主体
マクロ経済政策とデータの透明性 1. 金融政策の透明性 2. 財政政策の透明性 3. データの普及	<i>Code of Good Practices on Transparency in Monetary and Financial Policies</i> <i>Code of Good Practices on Fiscal Transparency</i> <i>Special Data Dissemination/General Data Dissemination System</i>	IMF IMF IMF
金融規制と監督 4. 銀行監督 5. 証券規制 6. 保険監督	<i>Core Principles for Effective Banking Supervision</i> <i>Objectives and Principles of Securities Regulation</i> <i>Insurance Core Principles</i>	BCBS IOSCO IAIS
制度及び市場インフラ 7. 危機への対処と預金保険 8. 破産 9. コーポレート・ガバナンス 10. 会計と監査 11. 支払い、決済と清算 12. 市場の健全性	<i>Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems</i> <i>Insolvency and Credit Rights</i> <i>Principles of Corporate Governance</i> <i>International Financial Reporting Standards (IFRS)</i> <i>International Standards on Auditing (ISA)</i> <i>Principles for Financial Market Infrastructures</i> <i>FATF Recommendations on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation</i>	CBS/IADI World Bank OECD IASB IAASB CPSS/IOSCO FATF

〔出所〕 FSB

図表4 FSB『金融機関の効果的な破綻処理制度の主要な特性』(KA) の概要

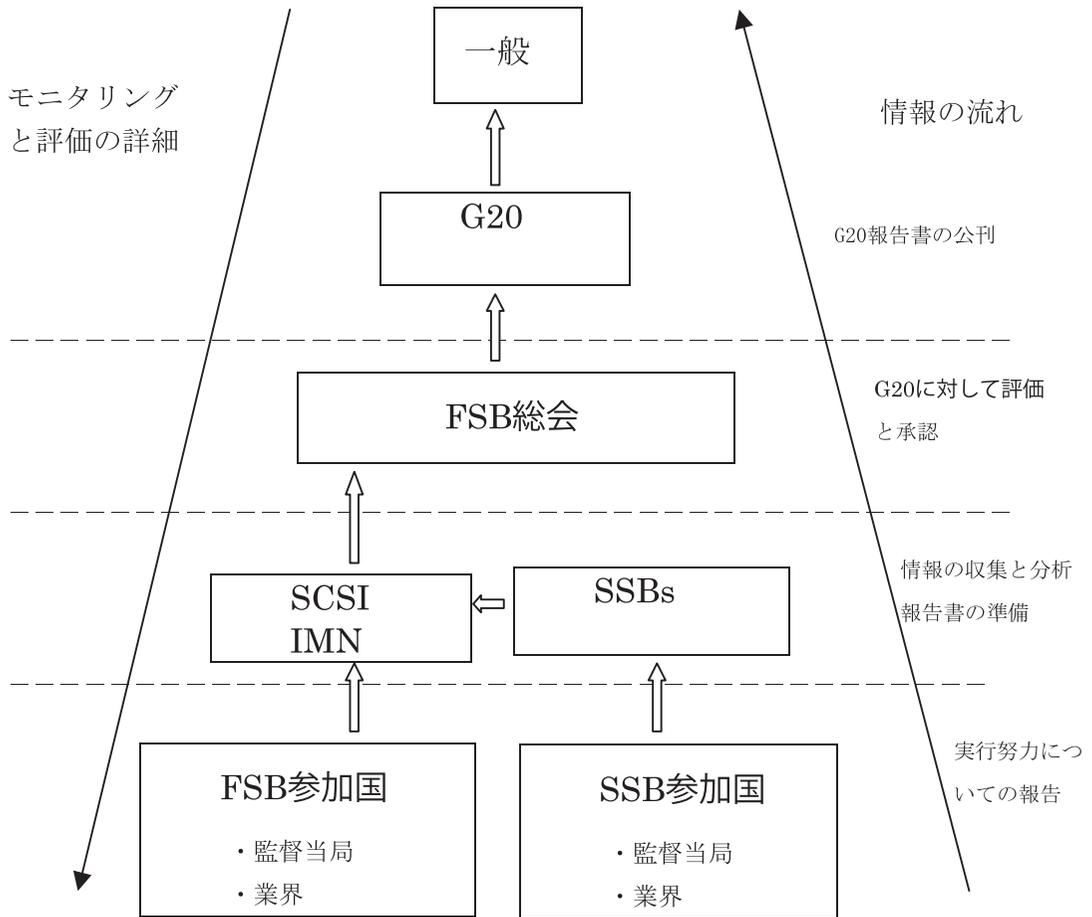
<ul style="list-style-type: none"> ●範囲：スキームは系統的に重要ないかなる金融機関もカバーすべきである ●破綻処理当局（以下、当局と略）：独立した存在で、明確な権限、役割、責任を持つべきである ●手段：破綻処理当局は広範な破綻処理権限を持つべきである ●セットオフ、ネットィング、担保化、顧客資産の分別：当局が適切なセーフガードに従って業務を停止することができるとしても、これらの取り決めは守られるべきである ●法的なセーフガード：当局は請求権のヒエラルヒーを無視することができるかもしれないが、債権者に対して補償を行わねばならず、それらの決定は司法の判断に委ねられるべきである ●破綻処理中の企業の資金調達：当局は企業を破綻処理するために必要な公的資金を最少化すべきである ●クロスボーダーの協力のための枠組み：当局は外国の破綻処理当局と協力して解決するように努めるべきである ●危機管理グループ（CMG）：G-SIFIsの本国と主要なホスト国の当局は、G-SIFIsのレゾルバビリティ（解体可能性）および回復・破綻処理計画プロセスについて積極的にレビュー誌報告を行うCMGを持つべきである ●業態毎のクロスボーダー協力についての協定：関連した各当局はすべてのG-SIFIsに関して情報を共有し責任を明確にすべきである ●レゾルバビリティの評価：当局はすべてのG-SIFIsについて定期的にレゾルバビリティの評価を行い、事業慣行、構造あるいは組織の変化を求めることができるようにすべきである ●回復・破綻処理計画：当局は系統的に重要な企業の回復・破綻処理計画を求めなければならない ●情報の共有：当局は平常時においても、危機の時においても、当局間での国内およびクロスボーダーの情報交換についての障害を排除すべきである

〔出所〕 FSB [2011]

を行うために、IMF と協力する
これらの任務を遂行するために、FSB は総
会、運営委員会 (Steering Committee)、議

長、および事務局から構成される (Article 6)。
総会は FSB の意思決定機関であり、その方法
はコンセンサスによる (Article 7)。運営委員

図表5 G20への報告のための CFIM 情報フローの構造



(注) CMIF: Coordination Framework for Implementation Monitoring
 SCSI: Standing Committee on Standards Implementation (基準実行に関する常任委員会)
 IMN: Implementation Monitoring Network
 SSB: standard setting bodies (基準策定組織)

[出所] FSB [2011]

会は総会と FSB の方向性の間の業務上の指針を提供する (Article 13)。総会は必要に応じて常任委員会 (Standing Committee) とワーキング・グループを設置する。2013年7月時点では、4つの常任委員会 (①脆弱性の評価, ②監督上, 規制上の協力, ③基準の実施, ④予算) と7つのワーキング・グループが設けられている。これらの常任委員会とワーキング・グループには IMF も参加し、連携して取り組んでい

る。事務局はバーゼルの BIS (Bank for International Settlement) (国際決済銀行) 内に置かれる。

FSB は国際金融アーキテクチャーの要の位置を占めており、各国際基準策定機関が定める基準を金融システムの健全性の実現の拠り所としており、既に FSF が準拠すべき12の基準として掲げたものをアップデートして引き継いでいる (図表3を参照)。

図表6 FSB と SSB の監視メカニズム

		範 囲	頻 度	結 果 報 告
(1) 金融改革へのコミットメントについての G20 への進捗状況報告		・すべての G20 勧告	・毎年 ・ G20 開催時	・ G20 サミットへの一覧表の報告書 (公表) ・ 進捗状況報告書 (公表)
(2) FSB の実行監視ネットワーク (IMN)		・すべての G20/FSB 勧告の国別実行状況	・毎年	・ G20 サミットへの進捗状況報告書 (公表) ・ 国別サーベイ (公表)
(3) FSB のピアレビュー	i) 国別レビュー	・国別 FSAP 勧告の実行状況フォローアップ	・ FSAP 実施後 2-3 年	・ピアレビュー報告書 (公表)
	ii) テーマ別レビュー	・合意に達した国際基準と政策の実行状況	・ FSB-SCSI が決定	
(4) FSB の個別問題 (例えば、OTC デリバティブ) についての進捗状況報告		・特定分野についての G20/FSB 勧告の国別実行状況	・ FSB が決定	・進捗状況報告書 (公表)
(5) SSB の実行監視		・ SSB の基準 (しばしば G20/FSB 勧告も) ・ SSB によって範囲と関心の強さは大きく異なる	・ SSB が決定	・実行状況のサーベイ + 監視報告書 (公表/非公表)

(注) FSAP: Financial Sector Assessment Programs (金融部門評価プログラム)

[出所] FSB [2011]

2) 調整の枠組み

FSB はグローバルな整合性の取れた破綻処理スキームの構築に向けて、2011年10月に『金融機関の効果的な破綻処理制度の主要な特性』(KA) という文書を公表 (その概要については、図表4を参照されたい) し、各国の制度が満たすべき基準についての基準を提示し、その後、進捗状況を G20 に定期的に報告している。さらに、2011年10月に『実行のモニタリングのための調整の枠組み』(Coordination Framework for Implementation Monitoring, CMIF) についての文書を公表し、G20 および SSB との関連を提示した。図表5は FSB 参加国と SSB 参加国がそれぞれの国内での採択努力に基づき、FSB の総会に汲みあげられ、G20 が承認する流れを図示している。また、図表6は、SSB および FSB の監視メカニズムについて範囲、頻度、および結果報告についてまとめたも

のである。この間、OTC デリバティブ、シャドロー・バンキングなどの個別改革テーマについて、このフロー・チャートに基づく取り組みが続けられている。

FSB の G20 や SSB との関係の明確化は、FSF がアジア通貨危機を契機に創設されたにもかかわらず、2007年以降のグローバルな金融システム危機に効果的に対応できなかったことへの反省を踏まえたものである。既に指摘したように、FSB は既に FSF が各 SSB が策定し合意をえている基準を集約していたものをアップデートし、「健全な金融システムのための12の基準」として定式化している (図表3参照)。FSB と G20、IMF、IOSCO、SSB との関係、そしてそれぞれの役割が明確化されたことによりようやく国際金融アーキテクチャーとしての内実を備えるに至ったと評価できる (ちなみに、図表7は FSB を最も歴史が古く実績のある国際機関の一つである IMF と、政策の焦点、

図表7 IMFとFSB—政策の焦点、手段およびガバナンス—

	IMF	FSB
政策の焦点	<ul style="list-style-type: none"> ・為替制度と国際収支の均衡 ・加盟国のマクロ経済及び金融の安定 ・グローバルな経済金融の安定 	<ul style="list-style-type: none"> ・金融規制と監督のための国際的基準とベスト・プラクティス ・グローバルな金融の安定性
政策手段	<ul style="list-style-type: none"> ・国際収支の資金調達ファシリテイ ・二国間及び多国間の監視 ・テクニカルな支援 	<ul style="list-style-type: none"> ・グローバルな金融の脆弱性の特定と評価 ・安定性の維持・回復のための救済策の整備 ・参加国間の金融システム政策の調整の促進
ガバナンス構造	<ul style="list-style-type: none"> ・187加盟国の代表（通常は財務大臣あるいは中央銀行総裁）からなる理事会 ・役員会 ・IMFの役員とスタッフ ・IMFC ・開発委員会 	<ul style="list-style-type: none"> ・総会（G20の中央銀行総裁あるいは副総裁，主たる規制当局のトップあるいは準トップ，副財務大臣，SSBの代表，中央銀行委員会，IMF，WB，BIS，OECDで構成） ・総会が選任した運営委員会 ・議長 ・参加国 ・参加国から選ばれた事務局
説明責任	<ul style="list-style-type: none"> ・加盟国の政府 	<ul style="list-style-type: none"> ・G20参加国

〔出所〕 Schinasi and Truman [2010]

手段およびガバナンスを比較したものである。どちらも罰則規定がある訳ではないが、IMFは条件を満たさなければ融資の延期や中断という強い制裁措置を持っている点が異なる。もともと、FSBを規則や罰則規定を備えた国際金融機関（International Financial Organization）として再組織し直すべきだという意見も依然として根強い。しかし、WTO（World Trade Organization）（世界貿易機関）が各国の利害の対立や個別事情から合意に至らず、事実上、機能麻痺の状態に追い込まれ、それを代替あるいは補完するものとしてFTAやTPPなどの地域経済協力の動きが活発になっているのを見ても、いわばハードロー的なアプローチは現実には必ずしも有効とはいえない。むしろ、

急激な環境変化に曝されている国際金融市場での規律づけには、市場規律（market discipline）や評判（reputational discipline）といったソフトロー的なアプローチの有効性が評価されている²⁾。

破綻処理スキームの問題については、FSBが2013年4月11日にピア・レビューを公表し、各国の詳細な取組み状況が明らかにされている。しかし、FSBが提示した「主要な特性」（KA）は特定の破綻処理制度の型を指図していないので、範囲、当局の任務と権限については国によって様々なのが現状である。このため、FSBは2013年7月13日に二つの指針（ガイダンス）文書を公表（FSB [2013c], [2013d]）し、各国の制度の調整について明確な結論が引

き出せるように環境の整備に取り組んでいる。

さらに、IMF や BCBS も独自に進捗状況についての報告書を公表している (IMF [2012], BCBS [2011]) が、これらとの関連が必ずしも明確ではない。とはいえ、IMF, IOSCO, 各 SSB はそれぞれが関係した FSB の会合には参加し、相互の情報交換は活発に行われ、各報告書の中で FSB の KA を指針とすることが表明されているから、最終的には FSB において集約され、G20 で承認されることになると考えられる。その意味で、FSB は国際金融アーキテクチャーの結節点としての役割を担っている。

II. 破綻処理スキームの構築

1) BCBS の「クロスボーダー銀行破綻グループ」(Cross-border Bank Resolution Group, CBRG) の取組み

G20 の第二ワーキング・グループは 2009 年 3 月 27 日の報告書 (*Reinforcing International Cooperation and Promoting Integrity in Financial Markets*) において FSF (当時) とバーゼル委員会に対して、「リング・フェンシングを含めた、各国の未調整の対応にともなうマイナスの影響を低下させるために、クロスボーダーの破綻処理スキームのための受け入れ可能な指針として、共通の基準と原則の実行可能性を検討」することを要請した。

これを受けて、FSF は同年 4 月 2 日に危機管理についてのクロスボーダーの協力のための一連の専門的な原則を公表した。バーゼル委員会はこれに先立って、2007 年 12 月に CBRG にクロスボーダーの銀行破綻処理における協力に対する潜在的な障害とその改善の可能性につい

てのより良い理解のための基礎として、関係国の現行の破綻処理政策、責任の所在、および法的な枠組みについて分析するように求めた。さらに、2008 年 12 月には、分析範囲を拡大し、特に関係当局による重要な行動についてのケース・スタディにも言及しつつ、金融危機時における危機管理と破綻処理の発展とそのプロセスを評価することを求めた。

この成果である『討議文書』(BCBS [2009]) と『報告書』(BCBS [2010]) は、2009 年 4 月の FSF の「危機管理についてのクロスボーダーの協力のための原則」を実現するために、实际的で詳細なアプローチを提供することによって改組された FSB の作業と調整し、それを補完することを目指すものである。

BCBS の二つの文書はバーゼル委員会の要請を受けて、フォルティス (Fortis)、デクシア (Dexia)、カウプシング (Kaupthing)、リーマン・ブラザーズ (Lehman Brothers) の 4 つのクロスボーダー金融機関の破綻についてのケース・スタディを踏まえて、10 の勧告を提示している (図表 8)。報告書は、これらのケース・スタディからは、特にグループの構造、流動性、そして監督当局間の情報の共有について改善が必要なことを指摘している。

さらに、翌 2011 年には破綻処理制度についての改革の進捗状況に関する報告書を公表し (BCBS [2011])、以下の 10 点を指摘している。

第一に、近年の改革は金融の安定性の維持とリテール預金者の保護のような「公共利益」目標を目指した特別破綻処理制度とツールの導入に向かう傾向が明確である。しかし、BCBS の勧告の完全実施に至るまでには多くの措置が必要で、参加国間で大きなバラツキがある。

第二に、各国の破綻処理のためのツールには

図表8 BCBSの「クロスボーダー銀行破綻処理グループ」の勧告

勧告	内容
勧告1	各国の実効性ある破綻処理権限
勧告2	調整された金融グループの破綻処理のための枠組み
勧告3	各国の破綻処理方法の調整
勧告4	各国の破綻処理方法のクロスボーダーの効果
勧告5	グループの構造と事業の複雑性と相互関連性の低減
勧告6	秩序立った破綻処理に向けての事前計画
勧告7	クロスボーダーの協力と情報共有
勧告8	リスク低減メカニズムの強化
勧告9	契約関係の移転
勧告10	出口戦略と市場規律

〔出所〕 Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) [2010]

かなりの相違がある。たとえば、多くの国で破綻状態にある金融機関を破綻処理するための重要な法的権限が欠如している。一例として、必要な契約を継続させ不必要な契約を終了させる、資産を売却し負債を移転させる権限がないため、破綻処理を困難でコストのかかるものに行っている。

第三に、クロスボーダーの金融グループとコングロマリットの破綻処理における問題は大部分、手付かずの状態である。現在の改革は預金取扱銀行と、単一の法人の破綻処理に焦点が合わせられており、依然としてクロスボーダーの破綻処理に関しては欠点がある。

第四に、有効なベイルインとブリッジ・バンクに向けたより一層の措置が必要である。これには、金融グループの株主や債権者の取扱いと損失の負担について明確にすることが必要である。

第五に、破綻処理を支えるための一時的なファンディングの源泉についても不確実性が残っている。多くの国で破綻処理基金がなく、

依然として政府や中央銀行のアドホックな取決めに依存している。

第六に、預金者との顧客についての保護の枠組みについて重大な格差が存在している。保護される預金の範囲、また保険契約者とリテール証券投資家に関してはもっと大きな差異が存在している。

第七に、多くの国が国内の破綻処理制度に必要な改善を行っているが、クロスボーダーの分野での適用については不確実性が残っている（たとえば、ブリッジ・バンク、ベイルインなど）。また、多くの国で、クロスボーダーの情報共有には重要な変化がほとんどみられない。さらに、いくつかの国は金融危機に対処するために協力と調整のための協定を結んでいるが、これらは通常は二国間あるいは多国間の覚書（MoU）の形を採り、拘束性がなく金融機関の業態を特定したものではない。この点については、FSBも危機の様々な段階における当局の役割と責任、情報共有の範囲と方法、特に危機管理グループ（CMG）に参加していない所在

国の当局との、金融機関の種類ごとのRRP (Recovery and Resolution Plan) (回復・破綻処理計画) に関連する情報の共有、について明確化の必要性を指摘している。

第八に、各国の当局はSIFIsのRRPについては様々な段階にある。

第九に、レゾルバビリティ(解体可能性)の改善としては、リスクの管理あるいはグループ内の保証、および決定的なサービスを含む協定における柔軟な対応が求められる。クリアリングや清算のサービスの継続も効果的な破綻処理の重要な側面である。

第十に、クロスボーダーの破綻処理に対する阻害要因の特定は優先度の高い政策である。

以上がBCBSの進捗状況に関する報告書の概要である。全体としては、各国が国内の破綻処理スキームの見直し、整備に取り組んでおり、一定の進展がみられるものの、クロスボーダーの協力および調整については大きくは進展しておらず、依然として課題が多いのが現状である。

BCBSの『討議文書』、『報告書』、そして『進捗状況に関する報告書』の三つの文書をみてやや奇妙に感じる点がある。つまり、前二文書では、「国のインセンティブと破綻処理：属地主義(territorial)と国際主義(universal)アプローチ³⁾」という項目があり、そこでリング・フェンシング⁴⁾をめぐる賛否両論の内容について詳しく紹介し、BCBSとしては「中道的なアプローチ」(“middle ground” approach)⁵⁾を支持するとしているのに対して、最後の文書においては、リング・フェンシングは、クロスボーダーのファンディングと並んで、ユニークな課題であると述べているだけで、それ以上の言及がないことである。これは、この間、リン

グ・フェンシングについての議論がほとんど進展していないことを反映しているのかもしれない。あるいは、FSBの指針で大きく取り上げられている、シングル・ポイント・オブ・エントリ(Single Point of Entry, SPE)とマルチプル・ポイント・オブ・エントリ(Multiplu Point of Entry, MPE)という二つの破綻処理戦略に関する議論でカバーされているという認識によるものであろうか。

確かに、両者の議論は重なる部分も多いが、FSBの破綻処理戦略の議論は破綻処理法制を持株会社などの金融機関グループのトップ組織に適用するのか、あるいは傘下のそれぞれの法人に適用するかの問題であるのに対して、リング・フェンシングの議論は、証券化の際のSPE(特別目的会社)の「倒産隔離」(bankruptcy remote)の効果を期待するもので、いわば破綻処理の前提となる条件の整備に関わる問題で論点は微妙に異なっている。また、「監督上のリング・フェンシング」ということであれば、古くからある「法人分離主義」(corporate separateness)と同じで、金融機関に対する監督上の考え方の一つである。

2) FSBの『金融機関の効果的な破綻処理制度の主要な特性』(KA)

既に見たように、FSBは2011年10月に破綻処理スキームについての基本的な枠組みを提示した文書『金融機関の効果的な破綻処理制度の主要な特性』(KA)を公表している。現在までの、IMF⁶⁾、BCBSなどのSSB、そして各国の取り組みは基本的にこの枠組みにしたがって行われており、FSBは必要に応じて指針(ガイドライン)を定めている。また、実行状況について定期的に報告書を公開している。

2013年4月に公表された初めてのピア・レビューをみると、予想通り、破綻処理スキームの整備状況は各国のこれまでの歴史などを反映して区々である。今後、より一層の整備が必要な分野として、次の10分野があげられている。

①銀行に対する包括的な破綻処理権限

銀行についての破綻処理制度は他の金融機関の場合と較べて整備されている。しかし、監督当局が、ベイルインによる破綻処理に必要な償却や債務の転換などの完全な権限を与えられているケースは少ない。

②非銀行金融機関についての破綻処理制度

銀行と較べ、保険、証券、金融市場インフラストラクチャ (financial market infrastructure) についての破綻処理スキームの整備は遅れている。

③金融グループを破綻処理する権限

参加国の大部分は破綻した金融機関の親会社あるいは系列会社を処理する権限を欠いている。これは統合され高度に複雑な構造を持つ傾向のある G-SIFIs (グローバル SIFIs) の場合、特に問題である。監督当局が複数の場合、その調整の枠組みを欠いている場合がほとんどである。

④破綻処理手段のクロスボーダーの有効性

破綻処理のためのクロスボーダーの協力に関する各国の法的な枠組みは特に遅れている。外国当局によって採られた行動の承認と施行のための迅速な手続きを定めている国はほとんどない。

⑤破綻処理を目的とする情報の共有

自国の当局が外国の破綻処理当局と極秘情報を共有するための明確な法律上の規定を有する国はほとんどない。

⑥破綻処理における金融契約の取扱い

参加国の大部分は、破綻処理の開始を理由に金融契約の契約上の繰上げや早期終了の実行を一時的に停止する権限を欠いている。

⑦ファンディング

ファンディングの取決めは部門により、また国により大きく異なっている。ほとんどの国が破綻処理のための民間基金に依拠しているが、その規模と範囲が適切であるかどうかははっきりしていない。したがって、SIFIsについては公的な金融支援が破綻処理のためのファンディングの重要な構成要素である。

⑧ RRP (回復・破綻処理計画) およびレゾルバビリティ (解体可能性) を改善するための措置

ほとんどの国で、D-SIFIs (ドメステック SIFIs) の RRP についての明確な法律上の規定がない。さらに、ほとんどの国で、当局は企業にレゾルバビリティを改善し破綻処理に先んじて組織上および金融上の構造を変化させる権限を持っていない。

⑨複雑な SIFIs を破綻処理するための業務能力

破綻処理制度がいかに優れていても、複雑な金融グループや SIFIs を破綻処理するための当局の業務上の能力 (専門的な能力を持つスタッフや適切な資金など) がなければ効果はない。しかし、この問題はピア・レビューのようなデスク・ワークでは評価できない。IMF と世界銀行の KA についての国別評価による必要がある。

⑩ FSB の「特性」に沿った実行状況の厳格なモニタリング

いくつかの国では破綻処理制度についての改革が実行されたり、検討されている。KA との整合性を維持する上で、その初期段階から進捗

状況の包括的な報告を保証する厳格なモニタリングの枠組みを發展させることが必要である。

そして、3項目の勧告を行っている。それらは、KAの完全な実施、KAの適用についての一層の明確化と指針、そして実行状況の継続的なモニタリング、である。

3) FSBの破綻処理戦略

FSBはこの報告書に続いて、7月16日には二つの指針に関する文書を公表している。一つはSIFIsの破綻処理戦略に関する指針(FSB[2013c])、もう一つは重要な機能と共用サービスの特定に関する指針(FSB[2013d])である。要するに『主要な特性』で示したやや抽象的な指針を具体化する作業に着手する段階に入ったということであろう。

ここで重要で興味を引くのは、先にBCBSの『進捗状況に関する報告書』では言及されなかった破綻処理戦略についてである。その前に、『指針』(FSB[2013c])があげる破綻処理戦略の發展のための共通の考慮すべき事項についてみよう。『指針』は深刻なシステム上の混乱と納税者の負担を避けつつ実行可能な破綻処理を行う権限を有効に行使するためには、破綻処理戦略において以下の13項目について考慮する必要があるとしている。

1. 十分な損失吸収能力(LAC)
2. 債権者の優先順位におけるLACの位置づけ
3. 業務及び法的構造と業務の継続性
4. 戦略を遂行するための破綻処理権限
5. バイルインの執行能力
6. 破綻処理における金融契約の取扱い
7. ファンディングの取決め
8. クロスボーダーの協力と調整

9. 破綻に直面した時の調整
10. 戦略遂行に必要な認可と権限
11. 主要な機能とサービスの維持(「代替的オプション」(“full back option”))
12. 情報システムとデータの必要性
13. 破綻処理後の戦略

総じて、これらはピア・レビューで指摘された課題の迅速な達成を求めるものといって良いであろう。その上で、KAが創設を指示した「危機管理グループ」(CMG)⁷⁾によって行われてきた破綻処理戦略の發展は大きく二つのアプローチに依拠してきたという。それはシングル・ポイント・オブ・エントリー(single point of entry, SPE)戦略とマルチプル・ポイント・オブ・エントリー(multiple point of entry, MPE)戦略の二つである。

SPE戦略は、グループのグローバルに統合された監督に責任のある単一の破綻処理当局が、トップの親会社あるいは持株会社レベルでバイルインあるいは移転のツールなどの破綻処理権限を行使することである。SPE戦略はグループ内で株主や債権者の損失負担によって吸収され、業務子会社はゴーイング・コンサーンとして業務を継続することができる。

SPE戦略では、破綻処理の対象となるトップの親会社あるいは持株会社を決定しなければならない。同時に、トップ組織が損失を吸収し、子会社に資本と流動性を供給すれば破綻処理の間にも業務を継続できる業務子会社や系列会社を決めなければならない。

そのために、LACは十分か、またその質は適切なものであるかどうかを確認する必要がある。

SPE戦略の成功は、本社所在国の破綻処理当局が業務子会社が所在する国の当局に十分な

資本と流動性が提供されるのを確信させることができるかどうかには依存している。

MPE 戦略は、二つ以上の破綻処理当局がグループの異なる組織に破綻処理権限を適用し、グループは地域別に、事業内容に沿って、あるいは両者を考慮して、二つ以上の別々の組織に分離されることになる。MPE 戦略は、別々の破綻処理行動にともなう矛盾や不一致によってその効率性が削がれるのを避けるために、主権国間の調整が必要になる。

SPE 戦略は、グループのトップで発行された負債がグループの損失を吸収し業務子会社の活力を保証するのに十分であれば、最も効果的な選択肢である。したがって、SPE 戦略は高度に統合された方式で活動している企業に適合的な戦略である。他方、分散的な構造と、地域別により大きな金融的、法的、業務上の分離が行われ、相対的に独立し資本的に分離したサブグループから構成される企業に適している。

この二つのアプローチは二者択一の戦略ではない。実際には、企業の構造と業務を行っている主たる国の制度を調整するために、両者の併用が必要である。たとえば、MPE 戦略は企業の分離可能な異なる組織に複数の SPE 戦略を適用することもありうる。グローバル MPE 戦略では、子会社や支店は所在国の管轄下に置かれ、それぞれの国の SPE 戦略あるいは MPE 戦略に服することになる。

この二つの破綻処理戦略はどちらかが優れているという性格のものではない。金融グループのそれぞれの構造に適合的なものを選択することになる。

ところで、アメリカの連邦預金保険公社 (FDIC) とイギリスのイングランド銀行は2012年12月10日に G-SIFIs の破綻処理戦略を提示

する共同文書 (FDIC and BoE [2012]) を公表した。この共同文書は、金融安定性を脅威に曝すことなく、そして公的資金をリスクに曝すことなく、大規模かつ複雑なクロスボーダー企業を破綻処理しうる戦略を構築することを目的にしており、FSB の KA の実行に関連して企図された。

この共同文書では単一の破綻処理当局が金融グループのトップ、つまり親会社にその権限を適用する「トップ・ダウン」破綻処理戦略の採用に焦点を当てるとしているが、これは FSB の SPE 戦略と同じものである。また、アメリカではドッド=フランク法において FDIC をシングル・レシーバシップとした「秩序立った清算手続き」(Orderly Liquidation Authority, OLA) が定められ、FDIC はシステム上重要な業務を行う部分を存続させるために、ブリッジ金融会社の設立、他の会社への合併・売却などの手段が規定され、ファンディングについても民間金融機関からの拠出に基づく清算ファンドが規定されている。つまり、アメリカの破綻処理スキームは基本的に FSB の KA に沿ったものである。イギリスでも、2009年の銀行法によって認められた権限に基づき整備され、そして EU の回復・破綻処理指令によってさらなる権限が認められる見通しである。この中には、グループ全体の健全性を回復するためにグループのトップ・レベルの債権者のベイルイン (償却あるいは転換) の規定がある。

このように、主要先進国の破綻処理戦略は SPE 戦略に大きく収斂する傾向が認められる。しかも、FDIC の「システミックな破綻処理に関する諮問委員会」(Advisory Committee on Systemic Resolution) に提出された資料によると、アメリカの主要 SIFIs の海外業務の 8 -

9割がイギリスに集中しているといわれる⁸⁾。このような実態を考えれば、この両国の間で破綻処理戦略の方向性について一定の合意が達成されれば、クロスボーダーの金融機関の破綻処理スキームの枠組みについて大きな前進が期待できると思われる。

終わりに

2007年からの金融システム危機の過程で、多数の大手金融機関が経営破綻に追い込まれた。この間、アジア通貨危機を契機に創設されたFSFは効果的な対策を講じることができなかった。このため、初めて開催されたG20において、参加国および参加機関の拡大と、任務の拡大が図られ、FSBが創設された。FSBはG20、IMF、IOSCO、各SSBとの関連を明確化するとともに、それらの結節点としての役割を与えられた。かくして、FSBは国際金融アーキテクチャーの要の位置を占めることになったのである。

FSBはG20のアクション・プログラムに沿って、OTCデリバティブ、格付会社規制、経営者報酬問題などの改革項目に取り組んでいるが、中でもクロスボーダーの破綻処理スキームの構築は最も重要な金融改革項目の一つである。

今回のグローバルな金融機関の破綻から明らかになったことは、各国の破綻処理は金融機関の業務がグローバルに展開しているにもかかわらず、その破綻処理スキームは比較的整備されている場合でも一国内での処理に限られ、クロスボーダーの破綻処理スキームは大きく立ち遅れていることである。このため、それはG20の金融システム改革の最優先項目の一つとなり、

FSFのFSBの改組を機にクロスボーダーの破綻処理スキームの構築に向けた試みが本格的に開始されたのである。

FSBは抽象的なKAの提示から、各国の取組みの進捗状況を定期的にG20に報告し、より具体的な指針を提示する段階に至っている。これまでの進捗状況をみると、国別の破綻処理制度の改革はかなり進んでいるものの、国家間の法制の調整が必要なクロスボーダーの破綻処理制度については困難な課題が山積しているのが現状である。

その一方で、アメリカ、イギリス、EUにおける破綻処理戦略の方向性については収斂する傾向がみられる。これらの主要国が金融機関の海外業務のほとんどを占めている現状を考えれば、FSBの取組みも加速することが期待される。

注

1) 「国際金融アーキテクチャー」という言葉は、クリントン大統領時代のロバート・ルービン財務長官が1998年に初めて使ったと言われている。この言葉を著書のタイトルに借用したバリー・アイケングリーン (Barry Eichengreen) は、それがプロセスの性格について誤った印象を与えるとして注意を促している。

つまり、アーキテクチャーという言葉は辞書的には形式や構造の統一性や首尾一貫性を意味し、金融について使われる時には現実には備えていない金融市場、金融制度そして政策が持っていない統一性や首尾一貫性を意味することになる。われわれの国際的取決めは過去の行動の意図せざる帰結として展開してきたものであり、誰かの意図的な行為の結果ではないからである (Eichengreen [2011])。

アイケングリーンの指摘する通りであるが、その後のFSBの活動をみれば、国際金融アーキテクチャーとしての内実を十分に備えるに至ったと評価できる。

なお、「国際金融機関」(International Financial Institution, IFI) という言葉はWTOのような規則、罰則、および裁定機能を備えた国際組織をイメージしており、ワシントンG20においてFSFの改組が提案された際にもIFIの創設という表現が採られている。現実のFSBのスキームはソフト・ロー的なアプローチが採用された (佐賀 [2013])。国際金融の分野においてもWTOのようなハードロー的なアプローチに基づく組織を求める意見は依然として根強いが、WTOの現状がそうであるよ

うに、多様な参加国から構成される国際機関の場合、意見が集約することが困難で機能不全の状態に陥る可能性が強いことも事実である。

- 2) 佐賀 [2013]。一例として、銀行の自己資本比率についてのバーゼル規制をあげることができる。定められた自己資本比率を達成できなくとも特に罰則はないが、借入などの取引で不利な条件を受け入れざるを得なくなり、事実上、国際業務から撤退を迫られることになる。
- 3) 国際主義アプローチ (universal approach) は、破綻金融機関の本社所在国の破綻法制が企業グループ全体に適用される。これに対して、属地主義アプローチ (territorial approach) は、企業グループの各拠点が所在する各国がそれぞれの判断に基づき、自国の破綻法制に則って破綻処理を行う。
- 4) BCBS の文書では “the ring fencing or territorial approach” という表現から分かるように、両者を同じ意味で使用している。ただし、別の個所では、「監督上のリング・フェンシング」(supervisory ring fencing) は、広く資産の移転、伝染 (contagion) の防止、法人の債権者の保護を含む、子会社間の取引に関連した制限を指すものとして使われる、とも述べている (BCBS [2009], pp.15-6)。
- 5) 「中道的なアプローチ」は、危機の際にはリング・フェンシングの強い可能性を意識し、金融機関同様、本社所在国と拠点所在国が国境内で必要な柔軟性に焦点を当てるアプローチで、それには金融の安定性と国境間の主要な金融機能の継続性を容易にするより補完的な法的な枠組みを創り出すために、各国の法律と破綻処理の枠組みの具体的な変更が必要である (BCBS [2009] p. 19)。
- 6) FSB の KA は、ペイルインやブリッジ・バンクなどのツールを利用して株主や債権者に負担を求めているため、クロスボーダーの破綻処理のために公的資金を投入しなければならないかもしれない国家間の負担の分担について原則を定めていない。IMF [2012]はこの枠組みの実行が課題として残っているという。そして、IMF は、破綻処理の手段、クロスボーダーの協力、回復・破綻処理計画 (RRP) の3分野に関心があるが、特に新たな国際基準である「主要な特性」の実行状況を評価する方法を開発することに関心があると述べている (IMF [2012])。
- 7) 「危機管理グループ」(Crisis Management Group, CMG) は、FSB [2011a]の KA8.1および8.2に規定されている。「すべてのG-SIFIsの本社所在国および主たる進出先国の当局は、企業に影響を及ぼすクロスボーダー金融機関の管理および破綻処理に備え、それを容易にするために、CMGを維持すべきである。CMGは、監督当局、中央銀行、破綻処理当局、財務大臣、そして破綻処理に重要であるグループの企業にとっての本社所在国と進出先国の補償スキームに責任のある公的な当局が参加すべきである」(KA8.1)。
- 8) 淵田 [2012]

【引用・参考文献】

- 小立 敬 [2013], 「米英当局が明らかにした金融機関の破綻処理戦略—シングル・ポイント・アプローチ・エントリー・アプローチ—」, 『野村資本市場クォーターリー』 Winter
- 佐賀卓雄 [2013], 「金融システム危機と国際金融アーキテクチャーの再構築」, 『月刊 資本市場』, 8月
- 淵田康之 [2012], 「クロスボーダー金融グループの破綻処理—新たなアプローチ—」, 『野村資本市場クォーターリー』, Summer
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) [2009], *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group—Consultative Document—*, Sep.
- _____ [2010], *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*, March
- _____ [2011], *Resolution Policy and Frameworks—Progress So Far*, July
- Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB) [2011a], *Study on the Resolution of Financial Companies under the Bankruptcy Code*, July
- _____ [2011b], *Study on International Coordination Relating to bankruptcy Process for Non-bank Financial Institutions*, July
- Eichengreen B. [2011], *Reforming the International Financial Architecture, 2011 ed.* (Keynote address delivered to the annual research conference of the Bank of Korea, Seoul, May 26)
- Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) and Bank of England (BoE) [2012], *Resolving Globally Active, Systemically Important, Financial Institutions*, 10 Dec.
- Financial Stability Board (FSB) [2011a], *Key Attributes of Effective Resolution Regimes for*

- Financial Institutions*, Oct.
- _____[2011b], *A Coordination Framework for Monitoring the Implementation of Agreed G20 /FSB Financial Reforms*, 18 Oct.
- _____[2012a], *Resolution of Systematically Important Financial Institutions—Progress Report—*, Nov.
- _____[2012b], *Recovery and Resolution Planning: Making the Key Attributes Requirements Operational—Consultative Document—*, Nov.
- _____[2013a], *Thematic Review on Resolution Regimes—Peer Review Report—*, 11 Apr.
- _____[2013b], *Implementing the FSB Key Attributes of Effective Resolution Regimes—How Far Have We Come?—*, 15 Apr.
- _____[2013c], *Recovery and Resolution Planning for Systematically Important Financial Institutions: Guidance on Developing Resolution Strategies*, 16 July
- _____[2013d], *Recovery and Resolution Planning for Systemically Important Financial Institutions: Guidance on Identification of Critical Functions and Critical Shared Services*, 16 July
- Giovanoli M. [2009], “The Reform of the International Financial Architecture after the Global Crisis”, *International Law and Politics*, Vol. 42: 8
- Helleiner E. [2010a], “The Financial Stability Board and International Standards”, *CIGI G20 Papers*, No.1, June
- International Monetary Fund (IMF) [2010], *Resolution of Cross-Border Banks—A Proposed Framework for Enhanced Coordination*, 11 June
- _____[2012], *The Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions—Progress to Date and Next Steps*, 27 Aug.
- Schinasi G.J. and Truman E.M. [2010], “Reform of the Global Financial Architecture”, Peterson Institute for International Economics, *Working Paper 10-14*, Sep.

(当研究所理事・主任研究員)