

## 銀行証券分離撤廃後の「ゲームのルール」

「CSEプログラム」のどこが間違っていたのか？

一上季代司

今回の金融危機では、大手投資銀行の過大なレバレッジを許した一因として二〇〇四年に導入されたSECの監督プログラム（Consolidated Supervised Entity Program、以下CSEプログラム）<sup>(1)</sup>があげられている。このプログラムのもとで監督を受けていたのは、実質的に大手投資銀行五社だけであったが、昨年秋には、リーマン・ブラザーズの倒産、商業銀行による買収（メリルリンチ、ベア・スターンズ）、銀行持株会社への組織変更（ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー）により、監督対象が存在しなくなったとして終結することとなった。こうして、CSEプログラムは散々な不評のなかで幕を閉じたのだが、果たしてCSEプログラムに示されているアイデアも幕を閉じたのだろうか？

各国金融当局で構成する「金融安定化フォーラム」<sup>(2)</sup>は、四月初めの第二回「金融サミット」にあわせて、「金融システム強化のための提言及び基本原則」と題するプレスリリースを発表した。この報告書は、①景気循環増幅効果への対策、②健全な報酬慣行に関する原則、③危機管理における国際的連携に関する原則、の三つのパーツから成り立っているが、ここで注目すべきは、今回の「金融サミット」の宣言を踏まえ、同フォーラムは金融安定化理事会（Financial Stability Board、FSB）に改組され、業態のいかに問わず一定規模以上の金融機関を

監督することになった、という点である。

すなわち、銀行・証券・保険等の区別なく、国際的に展開する大規模金融グループを共通の監視下におくというアイデアが具体化したということである。すでに、三月七日付けの『日本経済新聞』は、日本で三大メガバンクと野村ホールディングの四グループが共同監視対象となったこと、さらに、銀行の自己資本比率の算定手法を大手証券にも適用して健全性を容易に比較出来るようにすること、証券会社の自己資本規制比率は、大手証券の健全性を検証するには不十分との批判があること、なども伝えている。

後で見ると、CSEプログラムは、一九九九年グラム・リーチ・ブライリー法 (Gramm Leach Bliley Act) ならびに二〇〇五年一月のEU金融コングロマリット指令の施行という、銀行・証券分離撤廃以後の内外金融環境変化の中で、SECが証券持株会社を銀行持株会社と共通の基準 (バーゼルⅡ) のもとで監督下に置こうとしたものである。それが結果として失敗したのである。そうだとすれば、このプログラムのどこに失敗の原因があったのか、を検証しておくことは、今後の金融監督の内容を占う意味でも、意義のある作業といえそうである。

## 1 CSEプログラムの背景

一九九九年のグラム・リーチ・ブライリー法は持株会社の形式の下で銀行・証券の相互乗り入れを認めるものであり、これに則って主要投資銀行は、持株会社をつくって自らはその証券子会社となった。その結果、SECの監督権限に大きな欠陥が生じた。SECは、三四年証券取引所法を根拠にブローカー・ディーラーとして登録した証券業者に対して監督権限をもっている。しかし、その親会社である証券持株会社ならびに証券会社以外の子会社・関連会社には監督権限が及ばなかったからである。他方、銀行持株会社のもとで銀行・証券両業務を営

んでいるシテイコープやJPモルガン・チェースの場合には中央銀行であるFRBが監督権限をもっているのである。

第二に、二〇〇二年に採用されたEUの金融コングロマリット指令によれば、EU域内で営業を行っている域外の金融コングロマリットは、本国でEUと同等レベルの金融監督を受けていなければ、EUの監督を受けなければならぬ。この指令は〇五年に発効することになっていた。したがってSECの監督を受けていないアメリカの証券持株会社は、EU域内に監督を受けるための中間持株会社をわざわざつくらなければならぬ。そのコストは一社あたり年間八〇〇万ドルと見積もられた（SEC, Final Rule）。

以上の二点の理由により、SECは連結ベースでの監督プログラム＝CSEプログラムを策定し、二〇〇四年八月に施行した。ここから理解できるように、このプログラムは業態規制が撤廃され、金融コングロマリットが誕生した後の産物である。そして、監督内容として国際的に定着しているのは銀行監督のバーゼル基準であり、しかも二〇〇四年にはバーゼルIに代わる新しい自己資本規制（バーゼルII）の内容が最終合意されていた。そこで、CSEプログラムは、バーゼルIIに準拠した自己資本規制を導入することとなったのである。その際、もともとあった証券業者の自己資本規制（Net Capital Rule、以下、NCルールと呼ぼう）を証券持株会社傘下の証券子会社に適用するにあたって、バーゼルIIのリスク計測手法の準用を認めたのである。これが後に、問題視されることになる。

## 2 CSEプログラムの内容

そこで、CSEプログラムの内容に立ち入ってみよう。

このプログラムは、証券持株会社を子会社・関連会社を含む連結ベースで監督するというものであり、資本要件と報告要件が課されている。

(1) 証券持株会社の資本要件・報告要件

証券持株会社の資本要件は、バーゼル基準に沿って算定される銀行の自己資本比率規制と全く同じものが導入されていた。<sup>(3)</sup>

マーケットリスクは自己ポジション（デット、エクイティ、商品、外為、デリバティブ契約等）について行われ、VaRモデル等で計測される。バックテストでVaR推計値を上回る回数（Exception）の多寡に応じて、VaR推計値に乗数を掛けて所要自己資本を算出する。

信用リスクについては、資産勘定（ローンの実行額およびコミットメント、デリバティブ契約、証券化など）を組み商品そのほか信用代替物にたいするエクスポージャー）にリスク・ウェイトを乗じ、これに8%を掛けて所要自己資本を算出する。なお、オフバランスのうちローンコミットメントについては想定元本に掛け目を掛けて算出、デリバティブについては再構築コスト（一括清算後、担保を考慮したネット額）にポテンシャル・エクスポージャーを加えて算出する。

また報告要件としては月次で連結財務諸表ならびにビジネスラインごとの日次のVaR推計値をグラフ化したもの、リスク情報<sup>(4)</sup>などが求められる。また四半期ごとに連結財務諸表のほか、所要自己資本算出に用いたすべての内部モデルについて、そのバックテストのデータ結果ならびに流動性について一年先までの満期ごとの無担保借入やクレジットラインの内訳等の報告が求められる。

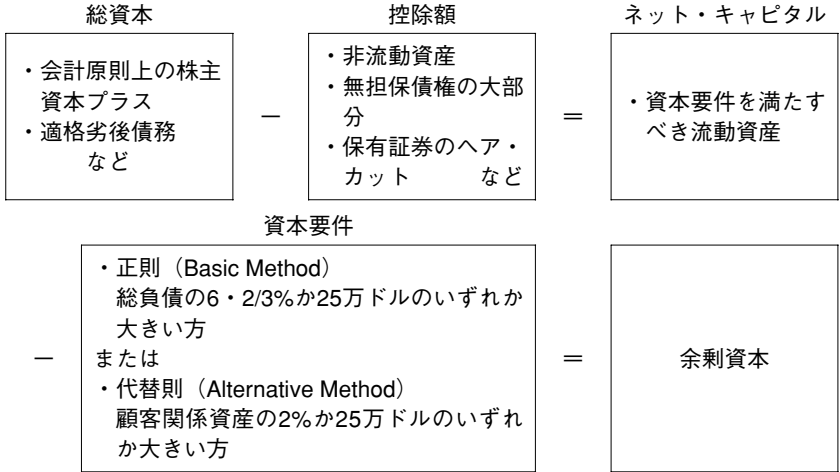
実際の監督にあたったSECの取引市場部門（The Division of Trading and Markets、TM部門と略）<sup>(5)</sup>は、バーゼル基準の自己資本比率を月次で一〇%以上維持することを求めている。また、流動性リスク管理について、最低一年間、流動性にストレスがかかった状況で資金流出に対処できるような資金手当て計画を持っているかどうかを監視するとしている。具体的には、担保契約の環境悪化（レポ等で担保差入証券のヘア・カットが大きくなる）、格下げ（二ノッチ格付が下がった場合、デリバティブ契約などどの程度、追証がかかるか）、ローンコミットメントの発動（引受その他で資金調達が未達のためブリッジローンのコミットメント枠が発動された場合の資金流出）、従業員報酬による資金流出等のコア・ストレス・シナリオ分析に基づき、必要な流動性を準備しておくよう求めている。

## (2) 証券子会社の資本要件・報告要件

このように証券持株会社は連結ベースでバーゼル基準に準拠した監督規制を受けることになっている。したがって、証券子会社も同様の枠組で監督を受けることになるが、証券会社については、三四年証券取引所法規則に基づき、NCルールが適用されるのである。そこで、NCルールについても持株会社と整合的な修正を行うこととなったのである。そこで、この点につきやや詳細に見ておこう。<sup>(6)</sup>

現行のNSルールを公式化すると、次のようになる。

図1 SECのネット・キャピタルの公式



(出所) GAO、前掲書、132ページ。ただし、一部省略のうえ修正。

正則は、正味資本が二五万ドル以上かつ総負債の六カ三分の二以上である。逆数で表現すると、負債倍率（負債÷正味資本）は一五倍以内となる。これに対し、代替則は正味資本が二五万ドル以上かつ顧客勘定受取債権（主として信用取引勘定よりなる）の二%以上である。一般の証券会社は正則と代替則の選択が可能であり、大部分は正則を採用しているが、顧客勘定残高の大きい大手証券会社はほぼすべて代替則を採用している。その理由は、大手証券会社の場合、代替則を採用した方が所要正味資本を少なくすることができるからである。

したがって、CSEプログラムの対象とされるメリルリンチ等の大手投資銀行は、代替則を採用しており、負債倍率一五倍以内の制約にあるわけではない。<sup>(7)</sup>（またここでいう負債倍率も、巷間、用いられている財務会計上の負債倍率すなわち「レバレッジ」の規定とは違うものである。）しかし、どちらを取るにせよ、業容を拡大するためには、資本要件をクリアすべき所要正味資本の増加が必要であることはいうまでもない。

CSEプログラムによる変更点は、資本要件ではなく「控除額」の算定方法にある。従来の規定ではマーケットリスクに相

当する額として、①保有証券のうち流動性のあるものは証券の種類ごとに細かく決められたヘア・カット部分、②市場を持たない証券については全額、そのほか、③有形無形の固定資産の全額、④信用リスク相当部分として無担保貸付金の全額、を控除することとなっていた。

ところが、CSEプログラムのもとで連結ベースで監督を受けることを申請した証券子会社については、従来の標準的方法に代えて、マーケットリスクのヘア・カット部分やデリバティブのカウンターパーティー等の信用リスク部分の控除額算定について、VaRモデルのような計量的手法やシナリオ分析、内部格付など内部モデルの利用を認めたのである。

ちなみに上位一社の二〇〇三年第3四半期のデータで推計すると、標準的方法を採用した場合に控除すべきヘア・カット部分のうち四〇%、実額で一三〇億ドルが節約できるところ (SEC, Final Rule)。すなわち一社で合計一三〇億ドルの余剰資本を捻出でき、それを親会社である持株会社が吸い上げて他に転用可能になるのである。

この結果、財務会計上の負債倍率で計算しなおすと、二〇〇四年のCSEプログラム導入後、大手投資銀行のレバレッジは上昇していき、ヘア・スターンズ破綻直前の二〇〇八年二月には、軒並み三〇倍を超えてしまったのである。

こうしてCSEプログラムを受け入れれば、標準的手法に比べ巨額の余剰資本を捻出できるのであるが、こうしたメリットを享受できるための条件として、証券子会社は控除額を差し引く前の正味資本 (Tentative Net Capital) ベースで一〇億ドル以上、控除後ベースで五億ドル以上の資本要件が求められる。また控除前正味資本ベースで五〇億ドル (早期警戒水準) を割りこむとSECへの告知義務が生じる。

また種々の報告要件が課せられており、特に内部リスク管理統制システム（流動性維持プログラム等を含む）や計量的モデルに関する情報が重視されている。

### 3 CSEプログラムの問題点

ベア・スターンズ破綻後、SECの監査部門（Office of Inspector General、OIG）は、ベア・スターンズ社の監督にあたったTM部門を監査し、その報告書を発表した。この報告書は、一〇のファクト・ファインディングとそれに基づき二六の勧告を行っている。このなかでOIGは次のように指摘している。

第一に、ベア・スターンズはCSEプログラムの資本要件、流動性要件をすべて遵守していた。しかも、同社は二〇〇六年一月に流動性レベルを引き上げる計画を開始し、〇七年五月から〇八年三月の突然の破綻までの間に実際にも流動性レベルをかなり引き上げていった。にもかかわらず破綻した。これにつき、OIGはCSEプログラムの流動性ガイドラインに次の二点の見落としがあったと指摘する。すなわち①流動性危機が波及していく速度は速く一年間という時間軸はあまりに長すぎることに、②担保を差し入れれば自動的に借入が可能になるわけではないことである。

第二に、SECのTM部門は、ベア・スターンズがCSEプログラムを導入する前からモーゲージ証券業務への依存度を高めており、社内限度を超えていたこと、金利調整型モーゲージ証券がマーケットリスクを過度に高めていたことを知っていたのに、そうした集中傾向を是正させようとしなかった。

第三に、CSEプログラムでは、負債倍率の制限をしなかったし、ベア・スターンズのレバレッジが高いことを知っていたのに、TM部門はレバレッジを抑えるように要求しなかった。



第四に、TMはベア・スターンズのモーゲージのリスク管理に多くの欠点（専門家の欠如、モデルのレビューを適宜行っていない、など）があることを知っていたが、これを同社に強く認識させなかった、等である。

バーゼルⅡは、①所要自己資本比率の維持、②監督当局による自己資本戦略の検証、③開示の充実、の三つの柱から成り立っている。第二の柱において、業者自身がV a Rモデルやシナリオ分析、内部格付手法など内部モデルを使って自己資本戦略をたて、これを監督当局が検証するというプロセスが入っている。もし、その業者の自己資本戦略がリスクに見合った自己資本を維持する上で不十分であると判断すれば、リスクの削減あるいは増資など追加的自己資本の保有を要請する早期是正措置をとることを検討しなければならない。

SECのTM部門はバーゼルⅡの第二の柱において十分な職務を遂行しなかったといえるのではないか。

#### 4 おわりに

CSEプログラムは、市場型間接金融システムが成熟していく過程で、銀行と証券会社の業務内容が接近し、規制上においても業態規制が撤廃された段階で、SEC側に監督上の抜け穴が生じたために設定された監督プログラムである。そして、バーゼルⅡが銀行分野ですでに確立したものとしてある以上、これに準拠した内容になるのは当然である。

それが失敗したのは、一義的には、監督にあたるSECのTM部門がバーゼルⅡの第二の柱を理解していなかったからであろう。小立敬〔前掲論文〕が指摘するように、SECはこれまで投資家保護の観点からインサイダー取引や相場操縦など不正取引防止やそうした取引の摘発に監督上の主眼をおいてきたのであって、業者のプルーデンス規制やシステミック・リスクの監視といった役割には、もともと不慣れであったのである。（CSE

プログラムが強制ではなくボランティアな監督プログラムであったということもこれに影響しているかもしれない。<sup>10)</sup>

そしてこのことは、わが国にも当てはまる。銀行監督は金融庁検査局の管轄であるが、証券会社監督は証券監視委員会であり、監視委員会の検査は、証券会社の財務健全性よりもインサイダー取引など法令違反行為の有無や、顧客資産の分別管理の点検が中心である。このこともあって、この四月から金融庁検査局より検査官を監視委員会に派遣して証券会社検査にあたらせることになったのであろう。

したがって第二に、CSEプログラムが終結しても、そこで示されたアイデア、すなわち証券会社であっても、大規模に展開するコングロマリットはバーゼルⅡに準拠した規制監督下におくという考え方はこれからも変わらないう。実際、今回の金融危機を教訓に、冒頭で見たように、業態のいかんを問わず、国際的に展開する大規模金融グループを共通の監視下におくというアイデアがすでに具体化している。そこでは、景気循環増幅効果(Procyclicality)をもつ現行の自己資本比率規制に代えて、自己資本の質及び水準を好況時に引上げ、経済及び金融のストレス時に取崩しが可能であるようにすることを検討するほか、規制資本の枠組、貸倒引当、価格評価およびレバレッジについて重要な修正・変更が提起されている。

自己資本規制の枠組は、国際的に展開する金融グループの、いわば競争の枠組を規定するだけに、その今後のありかたをめぐる議論は注視していかねばならないだろう。この点に関し、グループ・オブ・サーティ(G三〇)が今年一月に発表したレポート「世界金融改革の骨組み」<sup>8)</sup>は、現在の金融危機を収束させた後に金融システムをどう再構築すべきか、という視点にたった試論で、今後の議論に大きな影響を与えるものと考えられる。

注

- (1) これを取り上げたものとして、小立敬「ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持株会社化と監督規制のあり方」『資本市場クォーターリー』二〇〇八年秋、若園智明「証券規制について考える」『証券レビュー』二〇〇八年一月、佐賀卓雄「金融システム危機と投資銀行の衰退」『証券レビュー』二〇〇九年一月がある。
- (2) 「金融安定化フォーラム、Financial Stability Forum」は、金融市場の監督及びサーベイランスに関する情報交換と国際協力の強化を通じて国際金融の安定を促進することを目的に、七カ国蔵相・中央銀行総裁会議によって一九九九年に創設された。わが国からは、金融庁、日本銀行、財務省が参加している。なお、「金融システム強化のための提言及び基本原則」については、金融庁のウェブサイトで、[http://www.fsago.jp/inter/etc/20090403\\_2.html](http://www.fsago.jp/inter/etc/20090403_2.html) を参照すること。
- (3) 以下は、CSEプログラム導入にあたって三四年規則一五c三一条(ネット・キャピタル・ルール)にあたらしく追加された付属書類Gによる(Appendix G: Conditions for ultimate holding companies of certain brokers or dealers)。
- (4) リスク情報としてはカレント・エクスポージャーおよび最大ポテンシャル・エクスポージャーの総額、このうち最大一五件につきカウンターパーティーごとのカレント・エクスポージャーおよび最大ポテンシャル・エクスポージャーの内訳、最大一〇件のカウンターパーティーごとのコミットメントなどが含まれる。
- (5) 以下は、SEC, *Holding company supervision with respect to capital standards and liquidity planning* (2004) (<http://www.sec.gov/divisions/marketreg/hldliquidity.htm>)。
- (6) 以下は、注(3)と同く一五c三一条付属書類Eによる(Appendix E: Deductions for Market and Credit Risk for Certain Brokers or Dealers)。
- (7) この点、筆者のレポートの記述(「再考迫られる米系投資銀行ビジネス」『証研レポート』二〇〇八年一〇月号)は不

正確であった。

- (8) この報告書を簡潔に紹介したものととして、杉田浩治〔調査〕証券化市場をどう再興するか―米・欧・豪の業界団体が共同発議―『証券レビュー』二〇〇九年三月、を参照。

#### 参考文献

- ・ SEC (Securities Exchange Commission), "Final Rule: Alternative Net Capital Requirements for Broker-Dealers That Are Part of Consolidated Supervised Entities," June 2004 [Release No. 34-49830; File No. S7-21-03]
- ・ GAO (General Accounting Office), "Risk-Based Capital, Regulatory and Industry Approaches to Capital and Risk," July 1998.
- ・ OIG (Office of Inspector General), "SEC's Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program," September 25, 2008, Report No. 446-A.

(二)かみ きよし・客員研究員)