

世界の金融規制改革の骨組み

―トップ経済人グループ「G30」が提案―

杉田浩治

要約

米国のオバマ政権の経済顧問ポール・ボルカー氏（元米国FRB総裁）、ガイトナー財務長官、サマーズ国家経済会議委員長、欧州中央銀行のトリシェ総裁など世界一六ヶ国の官・民トップが名を連ねる経済人集団である「グループ・オブ・サートイ（G30）」が、去る一月一五日に「世界金融改革の骨組み（“FINANCIAL REFORM: A Framework for Financial Stability”）」と題するレ

ポートを発表した。

本レポートは金融危機収束後の世界の金融規制システムはどうあるべきかについて一八項目の具体的提案を掲げており、いわば「世界の中長期的な金融規制改革の見取り図」ともいえるべき内容になっている。ただし「今回の危機の震源地は米国である」との認識を示したうえで、米国の金融システム改革に重点を置いている。

提案は四分野に分かれている。第一分野は「ルーデンス規制（金融システムの安全性・健全性を維持するための規制）の適用範囲と垣根の再定

義に関連する政策」であり、ここでは、金融システムへの影響が大きい主要金融機関^① について規制・監督を強化すること、大規模投資銀行および大ブローカー・ディーラーを対象とするブルードエンス規制当局を特定すること、預金類似MMFを特別目的銀行に衣替えすること、ヘッジファンドの運用者を登録制にすることなどが提案されている。

第二分野は「ブルードエンス規制の仕組みの再構築」であり、ここでは、各国において規制体系を重複や漏れがないように見直すこと、中央銀行が過剰流動性のチェックをふくめ金融の安定維持機能を担うこと、規制当局の国際協定の強化などが謳われている。

第三分野は「金融機関のガバナンス・リスク管理・資本規制・流動性リスクの基準の改善、会計に関する慣行・規則の改善」であり、ここでは国

際的な資本規制基準の見直し（基準を引き上げるとともに、上限・下限の幅を持ったレンジ表示とすること）、フェアバリュエーションを現実に即して見直すことなどが入っている。

そして第四の「金融市場の透明性とインフラシステムの改善」の分野においては、格付け機関の改革、店頭デリバティブ市場の規制・監視制度の立法化、私募をふくめストラクチャード商品等のディスクロージャー制度および取引制度の整備などが提案されている。

はじめに

本稿は、米国オバマ政権の経済顧問ポール・ボルカー氏（元米国FRB総裁）はじめ世界の官・民トップ経済人から成るグループ・オブ・サートイ（G30、日本では「三〇人委員会」とも呼ば

れている)が二〇〇九年一月一日に発表した「世界金融改革の骨組み (“FINANCIAL REFORM: A Framework for Financial Stability”)⁽¹⁾」の要点を紹介するものである。

G30は、一九七八年に当時の米国財務次官ロバート・ローザ氏とNY・ロックフェラー財団の提唱のもとに組織された民間・非営利・国際的な経済人集団で、現在一六カ国の中央銀行・政府関係者、学者、民間経済人から構成され(メンバーは別掲の通り(巻末資料参照)であり、オバマ政権のガイドナー財務長官、サマーズ国家経済会議委員長も入っている)、過去三〇年間に一〇〇本以上の不定期あるいは特別レポートを発表してきた。

今回のレポートはボルカカー氏を座長に、Arminio Fraga Neto氏(元ブラジル中央銀行総裁)および Tommaso Padoa-Schioppa氏(元イ

タリー経済財政大臣)を副座長とするG30の金融改革ワーキング・グループがまとめたもので、世界の金融規制改革について一八項目の具体的提案を掲げている。これらは、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立った提案であり、いわば「世界の中の長期的な金融規制改革の見取り図」ともいうべき内容になっている。

以下、レポートの要点を紹介する。

本レポートの位置づけ

本レポートは、二〇〇八年七月にポール・ボルカカー氏を座長として発足したG30金融改革プロジェクトチームの報告書である。本レポートは直面する危機にどう対処するかというよりも、危機収束後の金融システムはどう構築されるべきかに

焦点を当てている。しかし、中長期的な望ましい改革の姿を描いておくことは、当面の緊急対策の実施にあたっても有用であり、また強固で競争的かつ効率的な金融システムに対する信頼回復を早めるためにも必要である。

本レポートは次の四つの分野をカバーしている。

1. プルーデンス規制の適用範囲と垣根の再定義に關連する政策
2. プルーデンス規制の仕組みの再構築。この中には中央銀行の役割、最後の貸し手機関の機能、その他の公的セーフティ・ネットの意味づけ、国際協調の向上の必要性をふくむ。
3. 金融機関のガバナンス・リスク管理・資本規制・流動性リスクの基準、会計に関する慣行・規則の改善
4. 透明性と金融インフラ・システムの改善

なお、付言すべき事項が二つある。

第一に、本レポートは今回の危機により金融システムが混乱した全ての国の政策立案者にとって有用であることを意図しており、ここに盛られた大部分の提言は（各国の制度の違いを加味する必要はあるものの）各国に適用可能なものである。

しかし、今回の危機の震源地は米国であること、また規模や国際的影響の観点からも米国の金融システム改革が特に重要であることから、提言の中には米国に焦点を当てている事項もある。

第二に、本レポートは金融市場の規制目的に關し安全性・健全性に焦点を当てている。金融規制の目的はこのほかに競争政策、消費者および投資者保護、市場取引の監視、詐欺や不正の防止などがあるが、これらについては市場の安定に關係する部分についてのみ取り上げている。また「規制」と「監視」の区別の問題―すなわち規制は政

策や原理原則、規則・基準の制定に関するものであり、監視はこれらの政策や基準の個別金融機関への適用に関するものであるという違いについても、市場の安定に関係する部分についてのみ触れている。

今回の危機が提起している課題ははっきりしている。それは、「我々が如何にして、世界経済をリスクに晒すような金融市場の破たんを二度と繰り返すことなく、グローバル経済の成長を支えるために強固で競争的で創造的な金融市場を復元できるか」ということである。この課題に答えるために実行可能な回答を探す努力を直ちに始めることが求められている。

第一分野・ブルーデンス規制の垣根の再定義

ブルーデンス規制・監督について適用の漏れや弱点が除去されなければならない。

「金融システムへの影響が大きい主要金融機関」(囲み解説1参照)はすべて、形態の相違に関係なく適切な健全性監視の対象とすべきである。

(囲み解説1) 「金融システムへの影響が大きい

主要金融機関」の特性

「金融システムへの影響が大きい主要 (Systemically Significant) 金融機関」の主な特性は次の通りである。

1. 規模

規模の測定にあたってよくバランスシートの数字が用いられるが、それだけでは十分でない。より正確には、適切なリスク加重を用いてオンバランスとオフバランスを合計した数値を考慮に入れるべきである。そして、この数値は各国の金融市場・銀行制度・経済の規模等との比較で捉えられるべきであり、また各国の政府が支援できる規模との関連で捉えられるべきである。

2. レバレッジ

レバレッジの利用規模、および問題が発生した場合の流動性の収縮スピードが第二に重要な要因である。すなわち前記1の規模だけがシステミック・リスクの決定要因ではなく、その資産が永久資本である株式と資産特性にマッチした負債構造によって支えられているかどうか

重要である。壊滅的破たんを招く最大の要因は、相対的に流動性の低いリスク資産が大きな短期負債でファイナンスされていることである。

3. 連鎖の規模

これは、ある金融機関の破たんが他の多数・大金融機関に即時的かつ多大の影響をおよぼす程度である。これに関して最良のリスク測定基準が二つある。一つは保有している店頭デリバティブ契約の規模と範囲（利用デリバティブの種類）であり、二番目は特定取引先とのカウンターパーティー・リスク（クロスおよびネット）の最大値である。清算機関を通じ決済される取引所取引と異なり、店頭デリバティブ市場が不透明であることが、システムの連鎖を招く可能性の判断を非常に困難にしている。

4. インフラ・サービスの重要性

特定の金融機関が他の金融機関に提供しているインフラ・サービスはシステムミックに重要である。具体的には、特に高度化された保管・清算・決済・支払サービス、およびプライムブローカーが提供する多くのサービスである。これらのサービスに共通していることは、サービス提供者と利用者間に必然的に大規模な信用貸借を伴っていること、相手先を変更する際に複雑な作業と多くの時間を要することである。

1. 銀行のブルーデンス規制および監督

提言1

a. 全ての国において、政府の預金保険の対象となつている預金受入れ機関の行動は、一元化された規制と監督の下に置かれるべきである。最上級かつ最も複合的 (complex) な総合金融機関は、特に緻密な規制と監視の対象の下におか

れるべきであり、その規制・監督内容は高度で世界共通基準に合致するものでなければならぬ。

b. 大規模で金融システムの重要な銀行については、リスクが特に大きく、かつ利益相反をとらぬよう自己資金取引が禁止されるべきである。私募の混蔵資金ファンド (金融機関自身の資金と顧客の資金が混蔵運用されるヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド) のスポンサーとなること、これを運用することは一般的には禁止されるべきであり、大規模な自己資金取引は厳格な資本・流動性要件により制限されるべきである。また債務を集めて証券化する商品の組成・販売への参加については、信用リスクの相当な (meaningful) 部分を自ら保持することを条件とすべきである。

c. 一般論として、政府の預金保険の対象となつ

ている預金受入れ機関は規制されていない非金融法人によって保有されたり支配されるべきでない。そしてこれら銀行と部分的ノンバンク保有者間の金融取引についても厳しい制限を課すべきである。

d. 各国の銀行システムにおける過度の集中を防ぐため、効果的な公的監視・経営統制および効率的競争の観点から、各国の実情に応じ預金集中規制が検討されるべきである。

2. 銀行以外の金融機関の監督の統一化

最近、複数の国において、トラブルに陥った「金融システムへの影響が大きい非銀行機関」の取引により問題が発生した事実は、これら銀行以外の金融機関に対する規制と監督を統一化する必要を示唆している。

提言2

a. (米国のように保険会社が各州レベルで規制され) 国家レベルの統一の規制がない国においては、大規模・国際的な保険会社に対する全国共通のブルーデンス規制および監視措置が導入されるべきである。

b. 銀行持株会社として組織されていない大規模投資銀行および大ブローカー・ディーラーを対象とする適切なブルーデンス規制当局が特定されるべきである。

3. M M F (マネー・マーケット・ファンド) の監督

M M Fをめぐる一連の出来事⁽²⁾は、「大規模に満期変換⁽³⁾を行って流動性リスクを取りながら、資本規制や監督、セーフティネットの全くない商品」の孕む危険を浮き彫りにした。この危険は、M M Fの商品性が「決済手段として使え、元本価

格でいつでも引き出せること」など、規制された銀行預金と類似しているために一層増幅された。

規制・監督下にある銀行が提供するにふさわしいサービス（特にいつでも元本価格を引き出せること）と、短期確定利付証券に投資するファンドが提供するサービスとの間には、明確な規制区分が引かれるべきである。

提言3

a. 銀行類似のサービス、すなわち決済手段として使え、元本価格でいつでも引き出せ、純資産価値を元本価格に維持することを保証するMMFは、特別目的銀行 (special-purpose banks) として再構築され、適切なブルーデンス規制と監督、政府保証、中央銀行の最後の貸し手機能へのアクセスの下に置かれるべきである。

b. a. のように再構築されないMMFとして存続するファンドは、「相対的に低リスクで若

干の値上がり可能性を持つ保守的投資物件」としてのみオファーされるべきである。すなわち銀行が提供する money market deposit funds など政府の預金保険の対象となる商品と明確に区分し、投資家に対し（明示的・非明示的を問わず）いつでも安定的純資産価値で引き出せることを保証すべきでない。またMMFは組み入れ証券をアモチ方式（取得価格±取得価格と償還価格の差の日割り計上）で評価することを許されるべきでなく、「純資産価値は一ドルに固定されるのではなく変動する」ことを投資家に示唆すべきである。

4. プライベート・ファンド（ヘッジファンド等）の監督

プライベートな資金プール—特にヘッジファンド—の適切な規制については一九九八年のLTC

M (ロング・ターム・キャピタル・マネジメン
ト) の破たん以来、世界の政策当局によって何度
となく論じられてきた。一般に支配的見解は、(a)
市場規律の向上、(b)ヘッジファンド等が資金調達
や運営にあたって利用している規制対象金融機関
の精査を通じての間接的監視、(c)リスク管理およ
びコンプライアンス遵守の改善を促進する道徳的
勧告、の三つの組み合わせを継続するというもの
であった。英国など一部の国においては、この三
つを補完する手段として、自国の運用者（ファン
ドそのものではなく運用者について）の公式的監
視措置の導入、最良慣行基準の設定（これは最近
Hedge Funds Standards Board の設立により促進
された）を取り入れている。

これらの措置は、ヘッジファンドのリスク管理
や運営方法の改善、カウンター・パーティーのリ
スク管理の改善をもたらし、一定の成功を収めて

きた。しかしボラティリティは予想以上に大き
く、金融システムへの影響が大きい機関をふくめ
スポンサー金融機関に多大のマイナス効果を与え
た例が発生している。

今後の問題は、ヘッジファンドが「ほとんど規
制されていない状態」を続けるか、規制するとす
れば「どの程度規制するか」ということである。
有力な意見は、限定的かつ柔軟な公的規制の導入
を示唆している。

第一に透明性を高める見地から、ファンドを登
録し、ファンドの規模・レバレッジの程度・リス
ク・投資スタイルその他重要な事項を追跡する公
的権限の導入が支持されている。この場合、ファ
ンド運用者が過半の活動を行っている地域の規制
当局に登録することになる。第二に、市場および
カウンター・パーティーの規律改善のための継続的
努力を、ファンドおよび運用者の公式規制当局が

促進することである。第三に、プルーデンス規制当局および中央銀行の課題として「金融市場の安定性の維持」が重要度を増していることから、金融システムのリスク不均衡の可能性を捕捉できる大規模かつシステマ的な情報収集の必要性が増している。そして最後に、金融市場の中でこれらプライベート・ファンドの分野が相対的に大きくなり続ける限り、最大級かつ最も複合的なファンドが、将来において巨大なシステミック・リスクの源にならないとの保証はないと言わざるを得ない。

なお緊急度は低いが、多額の借入れをベースに運営される大規模プライベート・エクイティ・ファンドについてもヘッジファンド等と同様の配慮が必要であろう。一方、ベンチャー・キャピタル・ファンドについては、小型企業と取引するものであり起業的技術革新に欠かせない資本と経営

サポートを提供するものであるから、抑制的監督の対象とすべきではない。

提言4

a. 多額の借り入れを利用するプライベート・ファンド（ヘッジファンド等）の運用者は適当なプルーデンス規制当局に登録することが要求されるべきである。ただし、一定規模以下の場合およびベンチャーキャピタルについては適用除外とすべきである。

b. プルーデンス規制当局は、登録運用者に対して定期的報告の要求、およびファンドの規模・投資スタイル・借り入れ・パフォーマンスについての適切な情報を公に開示することの要求権限を持つべきである。一方、登録制度や規制を若干でも導入すると、投資家に対し「投資リスクが低い」という誤った印象を与える恐れがあるので、情報開示および適合性原則についての見

直しが行われるべきである。

c. プルーデンス規制当局は、一定規模以上のファンドについて、資本・流動性・リスク管理についての適切な基準を設ける権限を持つべきである。

d. 上記の目的達成のために、プルーデンス規制当局の管轄権については、(ファンドそのものの国籍には関係なく) ファンド運用者の主たる業務執行地にもとづくべきである。なお、この種の運用者およびファンドの活動がグローバルであることに鑑み、規制の枠組みは国際的に整合性の取れた形で適用されることが欠かせない要件である。

5. 政府支援金融機関

政府支援金融機関 (Government-Sponsored Enterprises) の複合的「ビジネスモデル」―「営利

を追求する民間機関」と「政府の政策代行者」としての役割の両方を果たすというモデルは機能しないことが、長年の実績とくに今回の金融危機の過程ではつきりした。政府が後ろに付いているという暗黙の了解が、政府系金融機関の永続不可能な高レバレッジとリスクテイク行動を助けてしまった。

提言5

a. 米国については、不動産担保金融における政府系金融機関の適切な役割を決定するにあたり、「民間の不動産担保金融リスク仲介者機能」を、「政府部門の不動産担保信用リスク保証・保険機能」から明確に分離すべきである。

b. 政府部門が市場買付の方法により不動産担保金融を支える場合、明確な法的裏付と金融の裏付を持つべきであって、「政府がスポンサーである民間機関」という複合性は避けるべきであ

る。不動産担保債権の買付、およびこの債権をポートフォリオに組成する行動は、時間をかけて民間部門にスピノフされるべきである。政府は（もし望むならば）全額政府出資の機関を通じて市場に介入する機能を維持することになる。

第二分野・ブルーデンス規制の構造と国際的協調

ブルーデンス規制・監督について、その質と有効性が改善されるべきである。

このためには、規制当局および中央銀行が、各国内における機関間の協調および国際的な協調のもとに一層高度の能力を備えることが要求される。

6. 規制体制

最近のG30レポート（“The Structure of Financial Supervision”）は、規制・監督当局が採用する方法について四つの異なるアプローチを挙げ、その詳細を述べた。その要点は（囲み解説2）の通りである。

（囲み解説2）金融規制・監督の方法

1. 機関別アプローチ

対象企業の法的形態（たとえば銀行、ブローカー・ディーラー、保険など）の別に、どの規制当局が担当するかを決め、①安全性・健全性、②業務執行の適正性の両面について能動的に監視する方法である（中国、香港、メキシコなどが採用）

2. 機能別アプローチ

対象企業の法的形態とは関係なく、企業の行っている業務分野別に監視する方法である。

業務分野ごとに別個の機能別規制当局が監視することが多い（フランス、イタリーなどが採用）。

（現実には、1. の機能別アプローチが時代に適合しなくなるにつれ、このアプローチを採っていた当局が2. の機能別アプローチに移行しており、両者の区別はあいまいになりつつある。）

3. 統合アプローチ

一個の総合規制当局が全ての金融サービス分野を対象に、①安全性・健全性の監視、②業務執行規制の両面を実施する（独・日・英などが採用）。

4. ツイン・ピークス・アプローチ

規制の目的別に規制当局を分けるもので、一

方の規制当局が安全性・健全性の監視を行い、他の当局が業務執行の適正性に目を光らせる方法である（豪、ニュージーランドなどが採用）。

（囲み解説2）の各アプローチの長所・短所については前記レポートに述べられており、重複は避ける。しかし最近の変化の方向は明らかである。それは、ツイン・ピークス・アプローチまたは統合アプローチのどちらかの変形版に向かっていくということである。この二つのアプローチおよびその多数の変形版は、最近大部分の国で出現している銀行を中心とした巨大なシステムに適用可能である。

金融規制・監督のシステムについて「これこそ最適」という一つの答えはないが、多くの重要事項について関係者間でコンセンサスが形成されつつある。それは次の諸点である。(i)規制構造を

大幅に簡素化し、複雑すぎる構造を統合化する、(ロ)ルール・ベースの規制よりも、規制の理念・原則(プリンシプル)を明確化し強調する方法の採用、(ハ)会計基準、上場基準、規制対象企業の認可基準、監督・監視のメカニズム、そしてもっとも重要な資本および流動性の健全性基準について国際的な協調・調和の重要性、(ニ)新しいタイプの金融機関・商品・市場の出現に対応できる柔軟な規制方法の採用、(ホ)規制当局が政治的にも市場からも独立していることを確保すること。

また、中央銀行が金融の安定性を推進するといふ責任を遂行するためには、十分な権限と陣容によつて支えられる必要があることについても理解が進んでいる。

提言6

a. 各国は規制体制を見直すべきである。それは、不必要な重複や規制のすき間および複雑性

を排除する、規制裁定(業者が規制の緩やかな分野を選択しようとする動き)を取り除く、規制の調和を図るといふ観点から行われるべきである。

b. 各国は、規制当局が政治的圧力および市場の圧力から隔離されていることを明示的に再確認すべきであり、規制当局は利用可能な資源の質と量の改善必要度を再評価すべきである。

7. 中央銀行の役割

規制体系の再構築にあたって一つの中心的課題は、中央銀行の役割と他の規制当局の役割とのバランスを取ることであり、中央銀行が主たる使命を果たせるようにすることである。中央銀行は「金融政策(monetary policy)」のほかに、緊急時に銀行へ流動性を供給すること、もっと幅広くいえば金融の安定性の維持による「支払いシステ

ムの維持・管理」の役割を担っている。

最近の一連の出来事を通じ、中央銀行の金融安定維持機能の重要性が強く認識されるに至っており、それを達成するために中央銀行が適切な権限と手段をもつ必要性が認識されている。金融市場の安定を脅かす要因を事前に把握するために広範な情報収集権限を持つことはもちろん、過剰流動性が大きな危機に発展する前に如何にそれを抑制するかも重要であり、流動性の行き過ぎを事前に抑える (countercyclical) 方向で規制・監督を進めることも一つの手段である。金融政策の決定にあたって「資産市場の動き」を考慮に入れることについては、議論はあろうが重要な論点である。

過剰レバレッジが金融市場の不安定を再び招く大きな潜在要因であることから、中央銀行が過剰レバレッジの回避に直接的効果のある「行き過ぎを事前に抑制する手段 (countercyclical tool)」

の採用を検討することは考えられよう。具体的には、レバレッジが良く用いられる幅広い金融資産市場や商品を対象に、当初最低証拠金およびその後の必要証拠金を設定する権限をふくめ広範な担保要件および信用証拠金の決定権限を持つことが考えられる。

金融危機収束後の改革にあたっては、中央銀行が危機に対応するために採用した行動や新方策のうち、その後も残すべき施策と制限または撤廃すべき施策とを振り分けることが課題となる。重要なことは、中央銀行のセーフティ・ネットを大きく広げることは、民間のリスクテイク行動を過剰なまでに促進するかもしれず、本来は議会の権限である分野にまで中央銀行の役割を拡げることになるかもしれないという点である。

提言7

a. 中央銀行は、(現在そうなっていない国にお

いては) 金融の安定性を維持・推進する役割を担うべきである。金融の安定性への配慮は、金融危機の時にあってだけでなく、信用が急拡大している場合、危機を招くようなレバレッジの膨張時においてもなされるべきである。

b. 中央銀行がブルーデンス規制当局となっていない国においては、中央銀行は(i)ブルーデンス規制および市場規制を司る当局の統制機関(governing body)として強力な役割を果たすべきであり、(ii)主要なブルーデンス政策の変更、特に資本・流動性政策や信用証拠金の変更について公式審査機能を持つべきであり、(iii)当該国で最大級の「金融システムへの影響が大きい金融機関」について、および重要な支払・決済システムについて監督機能を持つべきである。

c. 中央銀行の流動性供給システムに常時リンク

している規制対象銀行と、他の金融機関(非常時にのみ中央銀行の流動性供給システムにアクセスできる機関)との明確な区別が維持されるべきである。

d. 非常時かつ緊急時における中央銀行の非常貸出権限は維持されるべきである。ただし、それを銀行以外の機関に拡大して使用することについては、法または慣行によって、議会の支持を必要とすべきである。

e. 中央銀行の流動性維持活動は、高リスク資産を担保とする貸付や高リスク資産の買切り、あるいは直接・間接の資本注入によらない形に限定されるべきである。こうした形の支援は、原則として直接的責任を持つ政府主体によって行われる方が適切である。実際には、中央銀行がこの種の制度的支援を迅速に供給する資源と権限を持っている唯一の機関であるという点で、

事後的に適切な政府主体による承認と政府主体へのリスク移転を行うことになろう。

8. 国際協調

提言8

a. 各国の規制当局および財務大臣は、国際的な

規制・監督に関する既存の協調の枠組みに順応し、協調を強化することが強く勧奨される。協調の枠組み強化が必要とされる分野は次のとおりである。(i)大銀行の監視について、一層タイムリーでオープンな情報交換とホスト国の責任(危機発生時の対応をふくむ)の明確化、(ii)国際間の調和のとれた規制策定および基準設定を行った後、規制・基準の適用および実施方法について各国間の相違を認識し修正する(iii)オフショール・バンキング・センターに関し、(必要な国においては)規制のすき間を埋め、規制水

準を引き上げる。(iv)システムのリスクについての懸念および規制・監督政策の変更がもたらす結果について共同検討する手段を開発する。各国の適当な機関 (agencies) は、それぞれの国において国際標準の導入・実施を促進する行動を強化すべきである。

b. 過度のレバレッジによつて金融危機が度々引き起こされていること、(オンバランスまたはオフバランスでの)レバレッジの方法がますます複雑化していることに鑑み、各国のプルーフ・デンス規制当局と中央銀行は、国際機関と協働して、レバレッジの定義を明確にし、レバレッジの程度・決済期限・流動性ミスマッチに関する様々な国・市場におけるデータの収集と報告を行うよう努力すべきである。

c. 最終的には新しい国際的規制当局が必要となるが、まずEUにおけるような地域的な公式

規制メカニズムが開発されるべきであり、それと同時に最大級の金融市場がグローバルに与える影響に引き続き注意を払うべきである。

第三分野…金融機関のガバナンス・リスク管理・資本・流動性に関する制度・基準の強化

規制政策および会計基準はまた、景気変動増幅的効果 (procyclical effects) を削ぎ、健全なビジネス慣行の維持に合致するものでなければならぬ。

金融市場には多くの関係者が存在する。株主、経営者、従業員、顧客、規制当局、そして一般市民である。そして市場では各関係者にとってのコストと便益、リスクとリターンが可能な限りバラ

バラバラであるべきである。これを達成するための第一の必須条件は「関係者のインセンティブ（報酬等の行動誘因）が、リスクは、それを取る者によって負担されるべきだ」という原則と一致している」ことである。この条件が満たされるほどシステミックな不安定リスクは減少するであろう。第二の条件は「リスクの存在が金融機関の関係者に可能な限り透明になっていなければならない」ということである。リスクが不透明であるほど、関係者にとって「リスクと期待リターンは合理的にバランスしているか否か」の判断が困難になる。インセンティブと透明性を改善するための第一歩は、金融リスクの仲介者である民間企業レベルでなされなければならない。次いで規制当局および会計基準設定者においてなされることになる。

9. 金融機関のガバナンスおよびリスク管理につ

いての規制基準

提言9

金融機関のガバナンスおよびリスク管理についての規制標準を強化すべきである。特に次の諸点が強調される。

a. 金融業の知識とリスク管理のノウハウをもつた社外取締役の権限拡大をふくむ取締役会の強化。

b. 取締役会が役職員の報酬体系およびリスク管理を監視するにあたり、「リスクテイク」と「健全性および株主の長期的利益追求」とのバランスに配慮する。

c. 金融機関のリスク許容範囲を決める最も重要なパラメーターの設定、および当該パラメーターに沿って行うリスクの評価につき、取締役会レベルでチェックが行われる仕組みを確保す

る。

d. リスク管理および監査機能が、企業の中で完全に独立し、かつ十分な資源をもった部門で行われる仕組みを確保するとともに、このリスク管理部門は他の部門の長を通じないで直接CEOに報告する仕組みを確保する。

e. 信用供与の集中、過度の期限ミスマッチ、過度のレバレッジ、あるいは資産市場の流動性への過度な依存などから生じる潜在的脆弱性について定期的に点検作業を実施する。

f. すべての大金融機関が、市場取引時間中を通じて、会社全体としての最大級の取引先（カウンターパーティー）との取引残高（エクスポージャー）を監視できる能力を持ち、かつ、その情報を上級幹部・取締役・規制当局および中央銀行が入手可能な状態におく仕組みを確保する。

g. 金融業界全体が、カウンターパーティー・リ

スク・マネジメント・ポリシー・グループ (Counterparty Risk Management Policy Group, CRMPG)⁽⁴⁾ および 国際金融協会 (Institute of International Finance)⁽⁵⁾ のレポートに盛り込まれた多くのリスク管理改善事項を受け入れ、それに沿った行動をする。

10. 金融機関の資本規制基準

提言10

- a. 国際的な資本規制基準は、金融ビジネスの景気変動増幅性が高まっていることに対処できるよう改善されるべきである。各金融機関が会社全体を通じての総リスクを測定することは最新のツールを用いても限界があることが明らかになったことに鑑み、資本比率基準は引き上げられるべきである。
- b. この基準は、上限・下限の幅を持ったレンジ

で表示されるべきである。これは、市場が活況を呈しリスクの見積もりが過小に行われる傾向にある時には、上限値を保つよう指導されることを想定している。

- c. 資本に関する国際的定義は、国によって異なる定義を揃える方向で見直されるべきである。
- d. 資本およびリスクについての開示基準は、当該金融機関がどの程度リスクを取ろうとしているのか、資本の必要性と配分の実態および評価方法についての透明度を高める方向で見直されるべきである。

11. 流動性リスクの基準

提言11

- a. 基本となる流動性基準は、「長期資本」と「自由に使用できる高流動性資産のクッション」との分散維持基準を盛り込むべきである。その

基準設定後には、銀行の資本構成において上位債務と劣後債務の望ましい組み合わせについての検討が行われるべきである。

b. 流動性基準の監督指導は、対象金融機関のストレス時における流動性維持能力についての一層精緻化された分析（流動性管理の質と有効性、非常時の資金調達プランの質と有効性の評価をふくむ）に基づいて行われるべきである。

c. 流動性の開示基準について、既に示されている資本・リスク特性情報の開示基準改善案に加え、バーゼル委員会原則に基づいて新たに作成される流動性開示基準が含まれるべきである。

12. 公正価値（フェアバリュー）会計

今回の金融危機の下で、公正価値会計を金融機関の財務諸表へ厳密に適用することについて激しい議論が起こっている。公正価値会計は、市場が

機能しない中では限界があり、意図せざる効果を生んだことは明らかである。最近、この規則を過度に厳格に適用することに関連して、幾つかの解釈指針が出されたことは有益である。しかしこの解釈指針の適用は金融機関により、あるいは国により異なっていたため、米国会計基準と国際会計基準との相違を収束させるより、むしろ拡大させてしまった。

また現在の危機とは関係なく、会計基準に関して以前から、金融機関の業務目的（短期預金で調達した資金を流動性のない貸出しに充てることにより、信用リスクおよび流動性リスクの仲介機能を果たすこと）と、投資家および債権者の関心（企業の資産・負債の現在市場価値を最新の情報で得たいこと）との食い違いが存在している。この食い違いの調整は最近までは、流動性の高いトレーディング資産に適用する評価基準を金融機関

全体の資産・負債に適用する方向で行われてきた。しかしこの結果、最近業績不振に陥った金融機関が、その負債を（自らの負債に対する信用リスクが増大したことともない変化した）市場評価額に洗い替えることにより、公表利益を増やすことに利用した例が発生している。また期待割引キャッシュフローとの関連が薄い非流動性資産の評価についても問題がある。

今後の方向は公正価値原則を放棄することではなく、プリンシプルベースにより、「有用な財務情報が欲しい投資家のニーズ」と「金融機関のビジネスモデル」とのバランスを図ることである。

提言12

a. 公正価値会計の原則と基準は、流動性の低い資産や市場の混乱に対応するため、より現実的指針を生み出す方向で再度見直されるべきである。

b. 金融機関の業務目的と、投資家および債権者の利益との食い違いは、プリンシプルベースの基準の開發により解決されるべきである。この基準は(i)金融機関のビジネスモデルをよりよく反映し、(ii)金融機関の（資産・負債の）保有目的 (intent) の妥当性を査定・評価するに当て適切な厳格性を適用し、(iii)情報開示および透明性の向上を要求すべきである。この基準はまた、プルードンス規制当局によっても、金融機関の安全・健全な業務活動を確保する方向で点検され調整されるべきである。

c. 金融機関の健全性維持に関連しても、会計原則は一層柔軟に策定されるべきである。すなわち金融機関が、各貸出資産の貸付期間中を通じて見込まれる貸倒れ損失をカバーするに十分な貸倒準備金を保持できるようにすべきである。また貸倒れ引当の決定と割当方法は完全に透明

でなければならない。

d. CRMPGの第三回レポート（提言9および注4参照）で強調したように、いかなる会計原則、いかなる市況状態の下においても、各金融機関は完全な独立権限を持った十分な人材を、評価および価格検証過程の中心に据えなければならない。

第四分野…金融市場の透明性とインフラ・システムの改善

金融市場・金融商品は、リスクのより良い位置づけとルーデンス重視の下に、より透明度が高く組成されるべきである。この市場を支えるインフラは、強固で、大金融機関の破たんにも耐えられるものでなければならない。

13・証券化市場の信頼回復

現在の金融危機に至る過程において、金融機関による信用供与は、それ以前の個別金融機関による直接取引先への貸出しという形でなく、金融機関が互いに貸出しを証券化し互いに見知らぬ貸出先向け債権を持ち合うという形（証券化市場）によって拡大してきた。その結果、今回の危機においては、一たん信頼の喪失が始まると、個別金融機関に対する信頼喪失に止まらず、世界の資本市場全体における信頼喪失へと広がってしまった。

今や新発証券化市場は、複雑に合成されたCDOs（債務担保証券）やCLOs（貸付債権担保証券）だけでなく、単純素朴な資産担保証券についても干上がってしまった。

このような信頼喪失を招いた原因は、証券化商品が過度に複雑化してしまったこと、透明性が欠如していたこと、そして実質的に全ての金融機関

の資本市場部門が採用していた「組成して分売する（“originate-to-distribute”）」というビジネスモデルの中に見られた欠陥にある。その欠陥とは、信用引受け基準の劣化、市場の流動性や再分売能力についての超楽観的評価にもとづく流通信用リスクの集積、新規ビジネスを増やすために既存の欠陥商品を保有し続けてしまったことなどである。

提言13

a. 市場の監督・資本市場の大規模な技術革新と証券化市場の急成長の結果、これらの証券化およびストラクチャード商品とデリバティブ市場について、少なくとも公募証券並みの規制・情報開示・透明性基準を適用することが必須となっている。そして、より幅広い市場を監視の対象とすること、全ての商品を通じての取引高・保有状況が十分に透明であること、各商品

の信用・レバレッジ要因が関係者に完全に理解され、監視されることが求められている。

b. 信用引受け基準・証券化市場を健全に再開発するには、信用引受け基準の妥当性・永続性について市場の信頼を回復することが必要である。これを達成するために、規制当局は規制対象金融機関に対し、証券化商品その他のストラクチャード商品の組成に伴う信用リスクの相当な部分を自ら保持することを要求すべきである。

c. オフバランスシート物件・二〇一〇年に実施が計画されている会計基準の変更―多くのオフバランスシート物件を（オンバランスに）統合化すること―は、建設的に必要な改善である。なお、これを完全実施する前に、新基準が証券化金融市場の活力回復の努力にどう影響するかを注意深く検討することが重要である。

14. 格付機関の改革

提言14

NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization)、全国的に認知されている統計的格付け機関⁽⁶⁾に関する規制政策、および投資家等による格付けの利用は、(できれば国際的協調の下に) 次の三項目を達成するよう改革されるべきである。

- a. 格付けの利用者、特に規制対象金融機関は、投資対象物件のリスク評価を自ら独立して行える能力を確保・取得することが勧奨される。
- b. NRSROの発表する格付けは、デフォルトト(支払い不能)の可能性およびデフォールト発生時における損失の可能性だけでなく、あらゆるリスクファクター(流動性や価格変動性(volatility)など)を織り込んだ、より確かな(robust)ものとすべきである。

- c. 規制当局は、新しいファイア支払いモデル(格付機関・発行企業・利用者の三者の利害関係を調整し、NRSROが利用者に対して格付けの質についての責任を負う形のもの)の開発を奨励すべきである。

15. CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)と店頭市場の監視

提言15

- a. 「店頭デリバティブ市場を支えるインフラの改善」は、既に必要が叫ばれ計画されているが、この市場の規制および監視についての公式制度を確立する立法化措置により、更に推進されるべきである。
- b. この市場がグローバルであるという特性を踏まえて、国際的に一貫した規制の枠組みが必要であり、各国規制当局は互いに情報を交換し、

適切な協調措置を取ることが必要である。

16. 金融機関の解散メカニズムの整備

提言16

- a. (次のことが未だ制度化されていない国にあっては)、規制当局が規制対象銀行および他の金融システムへの影響が大きい主要金融機関に対し、早期警告措置、即時是正措置、および秩序ある閉鎖措置を実行できる法的枠組みを整備すべきである。米国においては、立法措置により預金受け入れ銀行以外の破たん金融機関(銀行持株会社傘下のノンバンク子会社をふくむ)の解散手続きを整備すべきである。
- b. 「預金受け入れ銀行以外の金融機関」に対する制度適用は、その破たんが金融システムに脅威を与えると合理的に想定される少数金融機関に限られるべきである。

c. 銀行の解散と同様の手続きを適用する「預金

受け入れ銀行以外の金融機関」を規制する当局

は、自らが受け皿または管理者となつて当該金

融機関を解散する、または健全な状態に回復さ

せる行動を取れる権限を与えられるべきであ

る。

17. ストラクチャード金融商品市場の透明性の向

上

提言17

- a. 公募・私募を問わず、資産担保商品および他のストラクチャード確定利付金融商品(証券および他の金融商品をふくむ)について、デイスクロージャーと情報伝達の制度を改善すべきである。
- b. 規制当局は、投資家と協力して、資産担保商品および合成(synthetic)ストラクチャード

商品の両方につき、投資家にとって重要な情報の内容を決定し、そうした情報の開示が保証されるよう規則改定（または新規規則制定）を検討すべきである。

c. 規制当局は、私募および機関投資家市場についても、適切な情報開示基準を満たしたうえで取引が行われるよう制度を整備すべきである。

18. 市場取引および評価に関する情報の共有

提言18

金融市場取引に対する投資家の信頼を回復するために、市場における取引高・取引価格・その他関連事項についての透明性を向上させるインフラの整備について、そのコストと便益の評価を再度おこなう必要がある。コストの中には、現在、非公開の私的取引を行っている特定企業への影響がある。この影響およびインフラ整備の直接的コス

トは、市場の透明性向上という便益との見合いで推し量られる必要がある。

結語

これからの一年間、各国政策立案者は桁外れの難問に数多く直面することになる。金融危機は未だ終わっていないし、金融市場・金融機関は未だ健全なリスク仲介機能を果たすに至っていない。世界の实体经济は急激に縮小しており、それは更なる金融危機に結びつく可能性がある。そうした中で各国政府・中央銀行は金融システムと实体经济の安定に向けて最大限の努力をしている。

我々にとって、この直面する危機への対応が先決であり、金融規制改革はその次の課題である。また、現在の金融危機を克服するために要した総コスト（实体经济低迷に起因する金融コストをふ

くむ)が判明するまでは、金融改革の必要度合いも、改革実施の手順も、また例外的に広げたセーフティ・ネットを元に戻す手順も明確にはならない。

本レポートに示した見解および提言は、危機のさなかの一時点において、総合的金融改革に必要な要素を検討した結果である。提言は主に金融の安定性に焦点を当てており、金融機関の業務慣行、市場構造、競争政策などはカバーしていない。

また本レポートは民間および公的部門から既に発表されている多くの提案と併せて読まれるべきである。政策立案者は、各国内および国際金融システムの包括的見直しから浮かび上がる数々の課題を整理し、適切な改革に結びつく体系的提案をまとめるべきである。今回の改革は大恐慌以来、最大・最重要のものになると思われる。

(注)

- (1) <http://www.group30.org/pubs/reformreport.pdf>
- (2) ○八年秋に米国で発生したMMFの元本割れにともなう混乱を指す。
- (3) 顧客からの即日換金請求に応じる仕組みでありながら、資金が平均残存期間数十日のポートフォリオで運用されていること。
- (4) CRMPGは、一九九九年のロング・ターム・キャピタル・マネジメント(LTCM)破たん後にジェラルド・コリガン元NY連銀総裁氏を議長に創設されたグループで、現在はそれを継承したCRMPGⅢが活動している。○八年八月にContaining Systemic Risk: The Road to Reformと題する一七〇ページを超える大レポートを発表している。
- (5) 一九八三年に設立された金融機関のグローバル組織。
- (6) 米国では、証券取引委員会(SEC)がNRSRO制度に基づき、格付け会社の中からNRSROの資格をもつ格付け会社を指定している。そして例えば「米国MMFの組み入れ可能短期証券はNRSROが一定水準以上の格付けをしているものに限る」など、NRSROの制度がSECの規制の仕組みの中に組み込まれている。

(すぎた こつじ・当研究所専門調査員)

グループ・オブ・サーティー(G30)メンバー

Paul A. Volcker

元米国FRB総裁

Jacob A. Frenkel

元イスラエル中央銀行総裁

Geoffrey L. Bell

ジェフリー・ベル社社長

Montek S. Ahluwalia

インド計画委員会副議長

Abdulatif Al-Hamad

アラブ経済社会開発基金理事長

Leszek Balcerowicz

元ポーランド副首相、財務大臣

Jaime Caruana

前スペイン中央銀行総裁

Domingo Cavallo

元アルゼンチン経済相

E. Gerald Corrigan

元NY連銀総裁

Andrew D. Crockett

JPモルガン・チェイス・インターナショナル社長

Guillermo de la Dehesa Romero

元スペイン中央銀行役員

Mario Draghi

イタリア中央銀行総裁

Martin Feldstein

ハーバード大学教授

Roger W. Ferguson, Jr.

TIAA-CREF CEO

Stanley Fischer

イスラエル中央銀行総裁

Arminio Fraga Neto

元ブラジル中央銀行総裁

Timothy F. Geithner

米国財務長官

Gerd Hausler

RHJインターナショナル取締役

Philipp Hildebrand

スイス国立銀行副総裁

Mervyn King

イングランド銀行総裁

Paul Krugman

プリンストン大学教授

Guillermo Ortiz Martinez

メキシコ中央銀行総裁

Tommaso Padoa-Schioppa

前イタリアー経済財政大臣

Kenneth Rogoff

ハーバード大学教授

Tharman Shanmugaratnam

シンガポール財務大臣

Lawrence Summers

米国国家経済会議委員長

Jean-Claude Trichet

欧州中央銀行総裁

David Walker

モルガン・スタンレー・インターナショナル上級顧問

Zhou Xiaochuan

中国人民銀行総裁

Yutaka Yamaguchi

元日本銀行副総裁

Ernesto Zedillo

元メキシコ大統領