

欧米における金融規制改革の動向と限界

若 園 智 明

はじめに

日本証券経済研究所の若園でございます。本日はお越しいただき、大変ありがとうございます。

今回は、「欧米における金融規制改革の動向と限界」というタイトルでお話をさせていただきますけれども、この証券セミナーの依頼を受けたのが少々前でございます、今となつては少し大きなタイトルをつけ過ぎたかなと思っております。

アメリカ、イギリス、EUと規制改革の話が出

ておりますけれども、これらをすべてお話するた
めには、多分三日ぐらいかかるのではないでしょ
うか。皆さんに泊まっていたくわけにもいきま
せんので、今日は金融危機の震源地となったアメ
リカの話を中心に入れながら、比較としてどこ
どころでイギリスですとかEUのお話を御紹介さ
せていただいて、最後にファンドの話をしてい
たきます。

なぜファンドかと申し上げますと、G 20が、今
月の二四、二五日にアメリカのピッツバーグで開
かれる予定でございますが、世界的に共通項とし

金融取引における規制の存在意義

※金融サービス業の役割は、独自の専門能力によって他の市場参加者のトータル・コストを削減すること。しかしながら……

- ①新たな金融技術等の開発によって自らの収益の源泉である情報格差を創出。
- ②どのように高度な技術をもってしても、将来の予測を完全に行うことは出来ない。
- ③異なった時間がもたらすリスクは、市場で必ずしも効率的に配分されるとは限らない。
(過度に偏在し蓄積されたリスクは、往々にして市場そのものを機能不全に陥らせる。)
- ④一部の市場参加者の行為が市場規律を崩壊させる危険性。



※規制にはこれらの点を補完し、長期に亘って市場および市場における取引の効率性を高める役割が期待される。

ての規制改革案が、かなり具体的なものが出てくるだろうと言われております。

ですが、かつてのG7ですとかG8時代と比べて、各国で協調することが非常に難しくなっている。国際的に金融市場の監督や規制の協調というのは必要ではありますけれども、それがだんだんと難しくなってきた。その一つの例として、ファンドの話を入れて、そして、この七月に、ロンドンでヘッジ・ファンドにインタビューをしておりますので、そのときの話も入れながらお話をさせていただきますと思います。

一、金融取引における規制の存在意義

まず、金融取引における規制の存在意義でございますけれども、その一番目として、金融サービ

ス業というのは、独自の専門能力を発揮して、他の市場参加者のトータル・コストを削減する。これが金融サービス業の役割でございます。しかしながらその一方で、新たな金融技術等の開発によって、みずからの収益の源泉になる情報格差をつくり出してしまふ。

本来でしたら、金融サービスというのは市場参加者間でやりとりされる情報を加工し、新たな情報を創出する。つまりは、情報格差を埋めることが金融サービス業のレントになるのですが、新たな技術開発というものは、むしろこういった情報の格差を広げるという効果も持っております。

二番目に、恐らくどのように高度な技術をもつてしても、将来の予測を完全に行うことはできないであろうことがあげられます。

三番目として、異なった時間がもたらすリスクは、「市場で」、これは「市場参加者の間で」と言

いかえてもいいんですが、必ずしも効率的に配分されるとは限らない。過度に偏在し、蓄積されたリスクというものは、往々にして市場そのものを機能不全に陥らせます。

四番目として、一部の市場参加者の行為が市場規律を崩壊させる危険性があります。

規制というものはこれらの点を補完して、長期にわたって市場及び市場における取引の効率性を高めることに存在意義があると言えるでしょう。

二、規制の基本的機能

規制の基本的な機能ということでございますけれども、今言ったような規制の役割、規制の存在意義を持ちながら、規制というものは実際にはどういうことを行っていくのでしょうか。

一番目は情報開示の問題です。市場における情

規制の基本的機能

- ①情報開示の要求によって市場における情報収集コストを低減。
 - ・プレイヤーの特性に合わせた開示要求。
- ②市場の効率性を妨げる要因の是正。
 - ・阻害要因の除去と、必要な機能の補完。
- ③市場における各種リスクの監視。(市場における医者としての機能)
 - ・市場の健全性・安定性を監視。
- ④市場の公正性と投資家保護の確保。(市場における警察としての機能)
 - ・市場参加者に公正取引ルールの遵守を求める。

※規制の存在価値は、これら基本的な役割の堅守にこそ求められる。

報収集コストを規制によって低減させていく必要性。ただし、何でもかんでも情報開示をさせればいいというものではありませんので、市場に参加するプレイヤーの特性を考慮して適切な情報開示のあり方を探していかなければいけない。

二番目として、市場の効率性を妨げる要因の是正があります。阻害要因を除去するだけではなく、必要な機能、本来市場が発揮しなければいけないような機能は何らかの要因によって発揮できないのであれば、それを規制によって補ってやらなければいけない。

三番目として、市場における各種リスクの監視。これは市場における医者としての役割でございます。

四番目として、市場の公正性と投資家保護の確保。これは、先ほどが市場における医者としての役割とするならば、この役割は市場における警察

としての機能でございます。市場参加者に公正取引ルールの遵守を求めることが基本となります。

規制の存在価値は、これらの基本的な役割の堅守にこそ求められると言えます。

本論に入る前に、今世界的に議論されている規制について私の立場をはっきりさせましょう。私は、今議論されている事柄は非常に偏っていると思っています。なぜならば、今回の金融危機は、市場に参加するプレイヤーすべての失敗であるからです。

本来求められるべき議論は、まず、金融機関のリスク管理も含めたマネジメント、そして、金融機関自体のガバナンスの問題です。二つ目として、規制のあり方、そして、規制を担当する当局の問題。三つ目として、市場に参加する、特に年金基金を中心とした機関投資家の問題です。彼らの管理能力を含めた受託者責任に関しての問題も

議論すべきテーマです。

しかしながら、今議論されている内容は、例えばシステミック・リスクの問題ですとか銀行の自己資本規制の問題が中心になっています。報酬規制の問題というような、一部のプレイヤーのインセンティブに限定された問題も取り上げられています。これらはあくまでごくごく一部にすぎず、真つ先に論ずるべきではないことも含まれています。今、市場に参加する者すべてに関して、そのあり方を見直すということが求められているのですが、残念ながら、非常に偏った議論になっているというのが私の見解でございます。

米国における規制改革の方向性 金融危機以前の議論(1)

①Henry M. Paulson Jr.の講演(NY経済倶楽部、2006年11月)

- ・ルールが屋上屋を重ね複雑になっている。
- ・ルールではエンロン社等の企業不祥事を防ぐことが出来なかった。
- ・効率的な規制が求められている。
- ・よりプリンシプル・ベースを重視した規制体系の構築が望まれるとともに、倫理に対する意識の浸透が米国規制担当者に重要視されている。

②”The Committee on Capital Markets Regulation”

○”Interim report — “

(2006年11月)

○”The Competitive Position of the U.S. Public Equity Market”

(2007年12月)

三、米国における規制改革の 方向性

(1) 金融危機以前の議論

まず、アメリカにおいて、今議論されている規制改革がどのようなものであるかと評価するためには、時間をさかのぼって、金融危機以前の議論を参照することが非常に有効だと思います。

アメリカにおいて、規制改革については、実は随分前から議論されております。特に二〇〇六年の末から二〇〇七年の頭にかけて、アメリカでは金融規制改革について随分活発な議論が交わされておりました。これを把握すると、現在の規制改革の議論がいかに偏ったものかということがよくわかります。

前のアメリカ財務長官でありましたヘンリー・

ポールソン・ジュニア。彼は二〇〇六年七月一日から財務長官に就任しておりますけれども、彼が就任して間もなく、二〇〇六年十一月ですが、こういう内容の講演をやっております。

アメリカの規制についてですが、まず、アメリカはルールをつくり過ぎたんだ。ルールが屋上屋を重ねて非常に複雑になっている。ですから、余りにも複雑になり過ぎて、ルール間の整合性がなかなかとれなくなっている。二番目として、ルールではエンロン等の企業不祥事を防ぐことができなかったじゃないか。三つ目として、アメリカの規制というものは、より効率性が求められている。四つ目として、ルールではなかなか手当てができなかったことを反省して、プリンシプル・ベースをアメリカの規制に導入する検討です。

取引コストが高いルールを最小限にとどめて、もう少し原則的なものを出していく。その原則に

従って、市場のプレイヤーが自分の判断で、自己規律に従って取引を行う。このほうがより効率的ではないかというのがポールソンの主張でございます。

この時期にアメリカで出された金融規制に関する報告書を合わせて見てみましょう。

②の「The Committee on Capital Markets Regulation」というのは、ハーバード大学のハル・スコット教授ですとか、コロンビア大学のグレン・ハバード教授らが中心になってまとめられた報告書であります。

二〇〇六年一月に中間報告書が出て、翌年の一二月には、「The Competitive Position of the U. S. Public Equity Market」という報告書が出されております。

③は「Sustaining New York's and the US Global Financial Services Leadership」これは二一

これまでの方向性 金融危機以前の議論(2)

- ③ "Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership" (2007年1月)
- ④ "The Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century" (2007年3月)
- ⑤ "The Blueprint for U.S. Financial Competitiveness" Financial Services Roundtable (2008年1月)

※米国資本市場の**国際競争力**が長期的に低下していることを指摘。

※国際競争力を回復するためには、資本市場と市場原則に対する規制をより近代的な体系に改革する必要性。

※米国国内における規制当局の**複雑な組織体系**を改編する必要性。

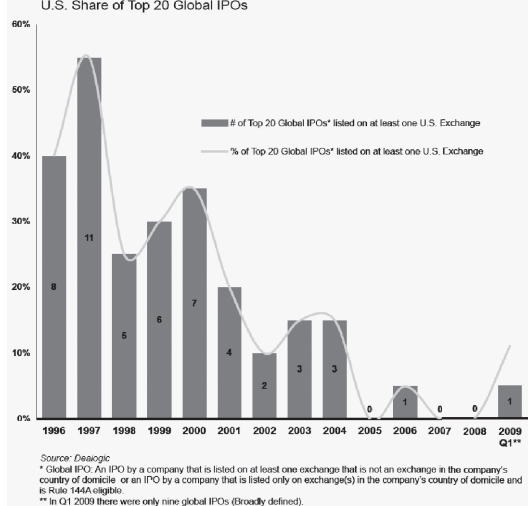
※SECおよびFINRA等の自主規制機関に対して、リスク・ベースのプロセスを用いた、より**プリンスプル・ベース**を重視した規制への移行を要望。

〇〇七年一月に出ておりますが、俗に「ブルームバーグ・シューマー報告書」と呼ばれています。ニューヨーク市長のブルームバーグとニューヨーク州選出の上院議員でありますシューマー、この二人の連名によって出された報告書であります。

④の「The Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century」は、二〇〇七年三月に出された報告書は、アメリカの商工会議所が出ております。

②、③、④と合わせて四本の報告書が出されているわけですが、これらの報告書を比較して読んでみると、これらはすべてインターネットでダウンロードできる報告書ですので、後ほど御参照いただきたいと思います。これらに共通していることというのは、アメリカの資本市場の国際競争力が長期的に低下していることを指摘している点です。

図表 1 低下する米資本市場の競争力
上位20グローバルIPO(米国市場上場)
U.S. Share of Top 20 Global IPOs



(2) 低下する米資本市場の競争力

図表1は、②の報告書に添付されているアメリカの資本市場の競争力をあらわしたグラフです。二〇〇〇年のドットコム・バブルの崩壊で一度低下いたしました、その後、二〇〇二年ぐらいに非常に大きく落ち込んでいる。その後も低下傾向というものが続いています。

図表2はIPOのシェアでございますが、これも大体二〇〇二年ぐらいを境にして、それまで低下傾向にあるのですけれども、さらに低下傾向が続いている。九六年にはアメリカのシェアが、IPOの数では四割強、そして、ボリュウム自体では六割近くあったわけですが、それが現在、金融危機が起きる前の二〇〇七年ぐらいでは、一〇%、そして七%ぐらいにともに減っている。

アメリカの資本市場の競争力の低下は、既にレーガン時代から言われておりました。第一次世

図表2 低下する米資本市場の競争力
IPO(広義)シェア

Share of Global IPOs (Broadly Defined) Captured by U.S. Exchanges														
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009 Q1
Total Number of Global IPOs	137	168	128	194	254	78	80	68	212	326	381	512	139	9
Number of Global IPOs That Listed on a U.S. Exchange	61	57	41	52	74	10	3	5	28	28	34	52	8	1
% of Total Number	44.5%	33.9%	32.0%	26.8%	29.1%	12.8%	3.8%	7.4%	13.2%	8.6%	8.9%	10.2%	5.8%	11.1%
(\$ billions)														
Total Value of Global IPOs	42.4	56.3	55.0	73.7	95.9	31.6	19.3	22.9	66.6	93.5	162.5	190.6	34.3	0.2
Value of Global IPOs That Listed on a U.S. Exchange	24.9	34.3	15.6	34.4	35.3	7.6	2.5	4.9	9.2	4.5	10.8	13.1	0.6	0.0
% of Total Value	58.8%	60.8%	28.4%	46.7%	36.8%	24.2%	13.0%	21.4%	13.8%	4.8%	6.6%	6.9%	1.9%	0.8%
Source: Dealogic														

界大戦でアメリカが得た経済的なアドバンテージは徐々に減り、八〇年代には、もう既に国際的な競争力は失われつつあるという議論がアメリカ国内で行われておりました。

(3) より近代的な規制体系への改革の必要性

二番目としては、国際競争力を回復するためには、資本市場と市場原則に対する規制をより近代的な体系に改革する必要があるという議論であります(図表3)。

これらの三つないし四つの報告書は、ともにアメリカの規制というものをより近代的に変えなければいけない。つまりは、より効率的な規制をもたさなければいけない。これは今指摘しました、アメリカの資本市場の国際的な競争力が落ちていることが背景にあると言えます。

図表3 低下する米資本市場の競争力
資本調達

Equity Raised in U.S. and Non-U.S. Public Markets (\$ billions)																CAGR*	
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009†		1996 - 2002	2002 - 2009 Q1
U.S.	128.3	128.7	113.1	160.6	168.8	129.5	118.7	122.4	170.4	161.7	160.7	186.6	195.5	45.0		-1.3%	-14.4%
% of Global Total	37.2%	31.4%	31.1%	31.3%	28.9%	37.3%	39.2%	34.3%	33.0%	27.9%	22.0%	19.8%	23.6%	8.9%			
Non U.S.	217.0	280.6	251.0	351.8	415.9	216.2	184.1	234.2	345.3	417.3	560.4	755.3	635.9	457.7		-2.7%	15.7%
% of Global Total	62.8%	68.6%	68.9%	68.7%	71.1%	62.3%	60.8%	65.7%	67.0%	72.1%	78.0%	80.2%	76.4%	91.1%			
Global Total	345.3	409.3	364.1	512.4	584.8	345.7	302.8	356.6	515.8	579.5	730.2	941.9	731.3	502.7		-2.2%	6.4%

Source: Thompson SDC Platinum
* Compound Annual Growth Rate
† Projection based on Q1 data

(4) 規制当局の複雑な組織体系を改編する必要性
三つ目として、アメリカの国内における規制当局の複雑な組織体制を改変する必要性。連邦及び州にまたがって、アメリカは銀行、貯蓄金融機関、保険、証券といった銀行持株会社、金融持株会社といった業態別に規制がとられております(図表4)。

その中でもFRBやFDIC、OCCとOTSは共にアメリカ財務省の中にある部局でございですが、SECや先物ですとか商品デリバティブ等を担当するCFTCに加えて、州当局がございますので、アメリカの監督当局は非常に複雑な体制になっています。これを何とかもう少しシンプルなものにしなければいけない。複雑な監督体制というものは、システム・リスクの把握ですとか迅速な対応にとって非常に不都合となる問題も指摘されています。

図表 4 監督体制の複雑な構造

改革前の米国主要金融監督体制		連邦 監督 当局					州当局
		FRB	FDIC	OCC	OTS	SEC	
銀行	国法銀行 (FRB強制加盟・FDIC強制加入)		○	●			
	FRB加盟・FDIC強制加入	◎	○				●
	FDICのみ加入		◎				●
	FRB非加盟・FDIC非加入						●
貯蓄金融機関	貯蓄金融 機関持株会社				◎		
	連邦免許 機関 (FDIC強制加入)		○		●		
	州免許 機関 (FDIC加盟)		○		◎		●
	州免許 機関 (FDIC非加盟)						●
保険							●
証券						●	
銀行持株会社・金融持株会社		◎					

◎ 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

● 免許付与権限(証券は登録制)および第一義的監督権限

(出所)野村資本市場研究所

(注)金融持株会社に関して、例えば持株会社が貯蓄金融機関を傘下に置いている場合はOTSが監督、また、持株会社傘下の銀行・証券会社・保険会社に対しては州レベルでも規制当局が存在するなど、より複雑な監督体制となっている。

※複雑な監督体制はシステミック・リスクの把握と迅速な対応にとってもマイナス。

(5) プリンシプル・ベースを重視した規制への移行

最後に、SEC及びFINRA等の自主規制機関に対しては、リスク・ベースのプロセスを用いた、よりプリンシプル・ベースを重視した規制への移行を要望しております。これらが大体この四本の報告書に共通している事項であります。

四、米国財務省の“Blueprint”

こういった議論をもとにして、当時の財務長官でありましたポールソンのもとで、ブループリント (Blueprint) と呼ばれる規制改革案が提言されました。これが提言されたのが二〇〇八年三月ですから、今から一年半ほど前です(図表5)。

このときのアメリカの議論を見てみると、もう既に前年の七月ごろからサブプライム問題が問題

図表5 米国財務省の“Blueprint”

“Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure”

by Department of the Treasury

(2008年3月)

短期的提言	中期的提言 規制の効率性向上	長期的提言(最終目標) 目的ベース・アプローチによる規制構造改革
①大統領ワーキング・グループ(PWG)のメンバー拡大と機能強化 ②モーゲージオリジネーション委員会の設置 (州ベースでのライセンス基準策定等) (モーゲージ市場の監督強化) ③FRBに対して非預金取扱金融機関へのディスカウント・ウィンドー適用を要請 (流動性供給に関するFRBの権限強化)	①貯蓄金融機関制度の連邦免許を廃止、 国法銀行への一本化 (OCCとOTSを統合) ②州立銀行に対する連邦の監督規制を合理化 ③FRBによる決済システムの監督 ④保険業に対して連邦レベルで規制 (連邦レベルでの保険免許の導入) ⑤SECの改革とCFTCとの統合	①金融市場の安定化を担当する監督当局 (FRBの機能強化) ②政府保証が付与された金融機関のブルーデンス に責任を有する監督当局 (Prudential Financial Regulatory Agencyの創設) ③金融業者のビジネス行為に対する監督当局 (Conduct of Business Regulatory Agencyの創設) ④連邦保険保証公社の創設 (FDICの組織および機能の再構築) ⑤証券市場に関連する問題に対処する監督当局 (SECの機能・役割を継承)

視されておりましたから、まず短期的な提言としては、サブプライム問題への対処があります。そして、中期的な提言としては、OCCとOTSを統合する等の規制当局の再編です。下のほうでSECの改革とCFTCとの統合というのが出ておりますが、証券、そして先物、デリバティブ等の規制というものを一本化させよう。そういう議論も行われております。

ブループリントの一番の目玉というのは、長期的な提言であります。「最終目標」と書いておりますが、目的ベース・アプローチによる規制構造改革。それまでの業態別から目的ベース・アプローチに規制の体系を変えていこう。

簡単にまとめますと、①として、金融市場の安定化を担当する機能をFRBが担当する。②として、政府保証が付与された金融機関のブルーデンスに責任を有する監督当局を新たに新設する。③

として、金融業者のビジネス行為に対する監督当局。これはSECとCFTCを中期的な提言で統合させた後で、もう一度改組を行って、金融業者全体のビジネス行為、いわゆる行為規制に関しては、新たな監督当局を設立する。

ブループリントの目玉というのは、この三つにアメリカの連邦規制当局を再編することです。一番目として、金融市場の安定ですとか金融システムの安定を担当するFRB（中央銀行）、二番目としては、金融機関のブルーデンス、財務内容ですとか経営体制といったものを監督する当局。三つ目としては、市場における行為を監督する当局。この三つにアメリカの当局を再編しようという試みです。この点をイギリスの体制と比較してみましよう。

イギリスでは、今年の二月にバンキング・アクト二〇〇九というものが成立しておりますが、そ

の中でイギリスは、金融市場の安定性に関しては、バンク・オブ・イングランド（中央銀行）の機能を強化しています。そして、そのほかの部分に関してはFSAが担当しています。イギリスのHMトレジャリー（財務省）は、それら二つとハーモナイゼーションをとって、バンク・オブ・イングランド、FSA、そして財務省とのトライアングルが成立しており、形式上はイギリスの監督等の体制は非常にシンプルな形になっていきます。

アメリカも、先ほど図表4で見たような複雑な体制をやめて、よりシンプルな体制に持っていくというのが金融危機の前の議論でありました。あとはいろいろ含まれておりますが、ブループリントの最大の目玉としては、アメリカの連邦当局をこの三つに再編しようという試みであります。

競争力維持を目的とした規制の例

1. SECにより実施された競争力維持策

- ①規則144A条市場：私募市場の整備。(1990年)
- ②CSEプログラムの導入。(2004年)(後述)
- ③Regulation ABの改正：ABSの資産査定を緩和(2005年)(次頁)
- ④規則12g3-2：外国発行体によるSEC登録義務免除項目。(2008年9月に改正)
- ⑤Regulation S-Xの改正：SECに登録された外国発行体に対してEU域内で採用されている国際財務報告基準(IFRS)の使用を認める。
(2008年3月より適用)

※規制の緩和(除外規定の策定)と国際競争力維持。

※SECの遺伝子にはレーガン時代の記憶が？

※SECはWatchdogからPromoterへ？

(レーガン大統領のExecutive Order12631によりPresident's Working Group on Financial Marketsが発足、1988年3月。)

(現在はFinancial Services Oversight Councilへ改組。)

(PWG：米国市場の競争力強化が目的の一つに。)

五、競争力維持を目的とした規制の例

(1) SECにより実施された競争力維持策

少し話を戻しまして、先ほどアメリカの規制改革の議論の背景には、資本市場の国際競争力の低下があると申し上げました。実は、これに対しては既にSEC等が対応をしております。もちろんこれ以外に、SECの規制というのはいろいろできているわけですが、幾つかアメリカの資本市場の競争力に関するものをピックアップしてみました。

一番目は、三三三法のもとでの規則一四四A条市場の整備。これは九〇年に既に行われております。いわゆるプロ私募であります。これはある一定の条件を備えた適格機関投資家向けの市場で

ございます。

これに参加する意義がどいに發揮されたかという、これが九〇年に認可された市場でございますが、大体二〇〇二年ぐらいから取扱量がふえているそうです。二〇〇二年から二〇〇七年ぐらいにかけて、この一四四A条市場、プロ私募での取扱量がふえております。

アメリカ国内の企業が一四四A条市場で取引をされるということももちろん可能なんです、この一四四A条市場で注目されるのは、外国発行者、外国企業でございます。一四四A条市場はプロ私募でございますから、この条件を満たした外国の企業はSECに登録をしなくても構いません。登録免除となります。SECへの登録免除にどういった効果があるかといえ、例えば、公募発行時の開示規則免除などがあります。

なかでも一番大きな効果があるのは、ソックス

(SOX)法の免除でしょう。二〇〇二年七月の末にソックス法 (Sarbanes-Oxley 法) は成立したわけですが、この成立前後、特に施行された後になり、ソックス法のコスト・ベネフィットに関して随分議論が交わされました。ソックス法が施行されて以降、アメリカで上場する外国企業の数が減ったことが問題視されました。

先ほどグラフ、表等で見ましたけれども、実は二〇〇二年というのがキーワードになっております。九〇年に整備された一四四A条市場でございますが、これが実際に効果を發揮したというのが大体二〇〇二年ぐらいからであったことはお話ししました。

二番目としては、CSEプログラムの導入。これは二〇〇四年に行われております。すでにこの証券セミナーで何人かの方がCSEプログラムについては言及されておりますので、後で少し触れ

るぐらいでおさめたいと思いますが、CSEプログラムというものも、アメリカの資本市場の競争力というよりはアメリカの業者の競争力ですが、これを強化しようというもくろみであります。

三番目として、Regulation ABの改正。アセツト・バック・セキュリティの資産査定を緩和するという規制改革でございます。これが二〇〇五年に行われております。これも後ほどもう一度言及いたします。

四番目として、規則12g3-2、これは外国発行体によるSEC登録義務免除項目です。二〇〇八年九月に改正されております。条件に当てはまった外国企業はSECへの登録義務を免除されます。ということは、SECが監督権限を持たないということなのです。

アメリカのSECがコントロールしている連邦法は、三三年法、三四年法、そして四〇年、イン

ベストメント・カンパニー・アクトですとか、インベストメント・アドバイザーズ・アクト、そしてソックス法というものがありますけれども、SECに登録されなければ、つまりはSECのコントロール下になれば規制等を受けるわけではないですから、そういったものを外してしまうという条項をつくった。これはどういうことかということ、外国企業がアメリカに来てくれるようにというところでございます。

五番目として、Regulation S-Xの改正。これは外国発行体に対して、国際財務報告基準の使用を認める。ただし、アメリカはすべての公開企業に対して、この国際財務報告基準を適用可能にするというアナウンスをしておりますので、早晚外国企業だけではなくて、アメリカ国内企業に対しても適用されるものだと思います。

日本においても、日本基準をこの国際財務報告

基準に合わせるというアナウンスがされておりますので、世界的にこの基準が用いられるようですが、この時点では、国際会計基準が違う、つまりは、外国の発行体がアメリカに来たときに、アメリカの会計基準に合わせるというのは非常にコストがかかるから、そのコストを割愛してあげようということでございます。

①から⑤まで見ましたけれども、①、④、⑤は、実はこれに関係するのはソックス法です。ソックス法施行以降の問題というのが、アメリカ国内では非常に大きかった。エンロンですとかタイコですとか、ワールドコム、Kマートといったような企業不祥事が起きまして、ソックス法が施行されたわけですが、そういった非常に強いルールをアメリカ国内で入れた結果、国際競争力が落ちてしまった。それに対応して、今度は別のところで規制の緩和を行う、除外規定を整備したとい

うのが、アメリカの競争力維持を目的とした規制の例でございます。

ただ、同様な傾向はレーガン時代からすでに始まっております。レーガンが大統領に就任したのが一九八一年ですけれども、そのときに実はレーガン・アジェンダというものが出ております。この中でロナルド・レーガンは、SECの規模を大幅に縮小し、なおかつSECをアメリカの金融機関、証券会社等のプロモーターにするという構想を持っていました。そのときに随分SECは苦勞いたしました、現状を維持したわけですから、そのときの記憶が遺伝子に残っているのではないでしようか。

レーガン時代に、これはつい最近になって組織変更が行われましたが、President's Working Group on Financial Markets というものが発足しております。これはアメリカの財務長官、そして

競争力維持を目的とした規制の例

2. 証券化市場やデリバティブ市場の競争力強化

① "Regulation AB" (Effective Date: 2005年3月)

- ・証券化によりスクリーニングに弛緩が生じる。
- ・ABSに対してプリンスプル・ベースによる規制の導入。
- ・引受証券会社の資産査定義務を軽減(ポートフォリオ・ベースへ)。

② "Commodity Futures Modernization Act of 2000"

(商品先物現代化法、2000年12月:大統領署名)

- ・機関投資家や富裕層が取引当事者である限り、OTCデリバティブ取引に関する規制を撤廃。
- ・PWGによるOTCデリバティブ市場の分析とリコメンド。(議会からの要請)
- ・グリーンスパンによる上院委員会証言。(2000年2月10日)
- ・サマーズとグリーンスパンによる上院共同公聴会での証言。(2000年6月21日)
- ・CFTCによる対応の変遷。(Brooksley Born(当時のChairperson)による警告)
- ・2004年ごろから増加したCDS取引。(AIGに対する業態規制との関連)

FRBの議長、SECの委員長、CFTCの委員長がメンバーとなったグループでございますが、これをレーガンは大統領直轄のグループとして置いておく。SECですとかCFTCの首根っこを押さえているわけです。レーガン時代から始まりましたこういった傾向は、SEC等に強く影響を与えているのではないのでしょうか。

同組織は現在ではFinancial Services Oversight Councilというものになっております。これは後ほど申し上げます。

(2) 証券化市場やデリバティブ市場の競争力強化

証券化市場ですとかデリバティブ市場の競争力強化に関しても、競争力維持を目的とした規制が行われております。

一つは、先ほどお話をしましたRegulation AB、アセット・バックのABでございますけれども

ども、これが二〇〇五年三月から効果を發揮しております。これは証券化によってもたらされるアセット・バック・セキュリティに関して、その規制を現代化風にしよう。それまでは個別の資産ごとに査定をしなければいけなかったものを、この Regulation AB 以降はポートフォリオベースに変えているんです。これは現代化風です。証券化によって多くの資産を一つのポートフォリオに加える。その一つ一つを査定しろというのは非常に大変ですから、もうポートフォリオベースでいいですよというのが、この Regulation AB の意味であります。

そうすると、引受証券会社の資産査定の義務は大幅に軽減されるわけです。ただし、当時は現代化風にアレンジして、Regulation AB というのは非常に評価されていたわけですが、今振り返ってみれば、ポートフォリオ化された証券化商品の中

身がわからないという原因の一つにもなっている。ただし、この Regulation AB というのが必ずしも悪法だというわけではありません。ただ、これだけでは現状に対応しきれなかったということですよ。

二番目として、これは OTC デリバティブに関するものですが、Commodity Futures Modernization Act of 2000（商品先物現代化法）、これは二〇〇〇年一二月に成立している法律でございます。

一九九八年に、ロングターム・キャピタル・マネジメントというヘッジ・ファンドが破綻しております。この前後、当時の CFTC のチェアパーソンでありましたブルックスリー・ボーンが、ヘッジ・ファンドやデリバティブに対する規制を強化する必要を訴えておりました。それまでは、デリバティブですとかヘッジ・ファンドに対する

規制をどこが担当するかということとは非常にあいまいになっておりましたから、これをもう一度整理して、CFTCが管理すべきだということを主張しています。

ですが、この二〇〇〇年の商品先物現代化法というものは、機関投資家ですとか富裕層が取引の当事者である限り、OTCデリバティブ取引に関する規制を撤廃しよう。撤廃するというよりは、規制の対象にはしないという法律でございます。商品ですとか先物、デリバティブ等の当局であるCFTCが、九八年前後でございますが、当初はこういったものは規制をしなきゃいけない、ある程度の規制が必要だということを主張していたのですけれども、こういった二〇〇〇年の法律になってしまった。

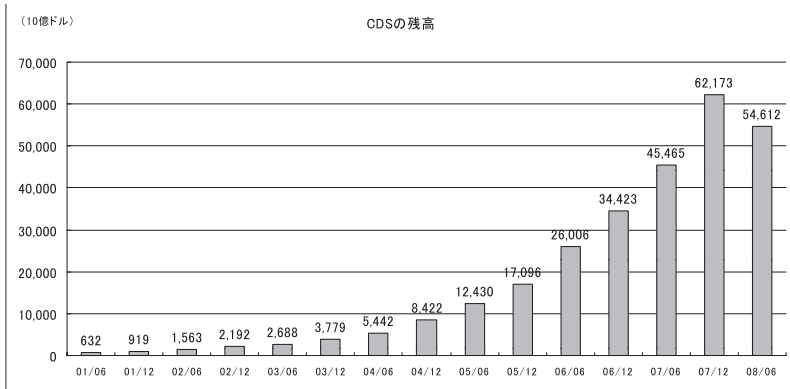
この背景は、先ほどの President's Working Group がOTCデリバティブ市場に対して分析を

行って、その結果、そういった規制等は必要ない。なぜならば、アメリカの資本市場の発達にとつて、デリバティブですとかファンドは非常に重要である。そういったものに関して規制を入れるということは、アメリカの資本市場の競争力を落とすことになるのだという内容の報告書を議会に提出しています。

また、二〇〇二年二月一〇日に、上院委員会でグリーンспанが証言をしておりますけれども、このときにも、アメリカの資本市場の競争力を考えれば、こういった規制を入れるのはよろしくないという内容が主張されております。またグリーンспанは、ルービンの後を受けて財務長官となったサマーズと揃って、二〇〇〇年六月二一日に両院の共同公聴会で同様の発言をしております。

PWGによるレポート、そして、グリーンスパ

図表6 Credit Default Swapの推移



ンですとか財務長官でありましたサマーズ、その前のルービンもそうでしたけれども、そういった要人の発言を考慮して、なおかつ、今は非常に問題な機関の代表格となったAIGを中心に行われたロビイング活動が、議会に対して非常に強く行われた結果、当初規制の必要性を訴えたCFTCの主張に真つ向反するルールが二〇〇〇年に導入されました。

クレジット・デフォルト・スワップ (Credit Default Swap)、非常に問題になったデリバティブでございますが、図表6を見てみると、大体二〇〇四年から二〇〇五年ぐらいから残高がふえております。このCDSに関して、どの当局も直接的に規制ができなかったことが問題視されました。ただし実際は違いまして、FRBは金融持株会社ですとか銀行持株会社を通して、クレジット・デフォルト・スワップに関する情報を集める

ことは可能でありました。ですが、ほとんどFRBは行っていないかった。

OTCデリバティブに関する監督当局がはつきりしてないですから、FRBもなかなか手を打ちづかったのだらうとは思いますが、もし二〇〇〇年の法律がなくて、ある程度の監督権限がCFTCないしSECに認められていれば、クレジット・デフォルト・スワップの問題というのはこれほど大きくはならなかったのではないでしょう。

ブルックスリー・ボーンが主張して、CFTCはOTCデリバティブ等に関して規制を導入すべきだという意見があったのですが、こういった圧力等がございまして、残念ながらCFTC自体も規制をかけないという方向性になりました。それに基づいて二〇〇〇年の法律ができていたわけがあります。この二〇〇〇年の法律が有効な限り、

OTCデリバティブに関してはだれも監督することができないのです。ただし、先ほど話したように、現状でもFRB等は自らの監督下にある金融機関に対しては情報収集が可能です。

六、米規制はなぜ失敗したのか？

——例…CSEプログラム

(1) 経緯

では、アメリカの規制はなぜ失敗したのか。その要因を分析するのに最適な例が、SECによって導入されたCSEプログラムでございます。既に何度かこの証券セミナーでも話がされておりまして、今回はそれほど突っ込んだ話はやめまして、簡単にCSEプログラムというのをおさらいしていきたいと思います。CSEプログラムは、SECによって二〇〇四年四月に導入された連結

米規制はなぜ失敗したのか？

例：CSEプログラム（経緯）

- ①SECによる”Consolidated Supervised Entities（CSE）
（連結監督事業体）Program”の導入。（2004年4月）
- ②ブローカー・ディーラーの安全性に関して、B・DのUltimate Holding CompanyがSECによる指導を受けることが条件。
- ③Rule17i-4により、Supervised Investment Bank Holding Companyは内部リスク・マネジメント・コントロール・システムの構築と、定期的な報告書の提出が求められる。
- ④プログラムに指定された各社が、VaRやシナリオ分析等の内部手法を用いて自己資本を自主的に算出。
・Rule17i-7による算出方法の規定。（基本的にバーゼル基準に準拠）
- ⑤業態としての投資銀行消滅とともに、当該プログラムは廃止。
（2008年9月26日）

監督事業体プログラムというものでございます。

対象になったのは、図表7の左上の七つのホールディングス・カンパニーであります。

一番上のJ. P. モルガン・チェース、そしてシテイグループというのは、このプログラムに指定はされておりますけれども、実際の管轄はF R Bが行っております。

問題になったのは、この下、メリル・リンチ、モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックス、リーマン・ブラザーズ、ベア・スターンズ、これらがSECの担当であります。

ブローカー・ディーラーの安全性に対して、SECは監督権限があるのですけれども、ブローカー・ディーラーを超えて、ブローカー・ディーラーのホールディングス・カンパニーに対して、SECが指導できることを条件に、このプログラムを発動しております。

図表7 CSEプログラムの対象

Consolidated Supervised Entity Programの対象

1. J.P. Morgan Chase & Co.
2. Citi Group Global Markets, Inc.
3. Merrill Lynch & Co.
4. Morgan Stanley
5. Goldman Sachs Group, Inc.
6. Lehman Brothers Holdings Inc.
7. The Bear Stearns Companies Inc.

(出所)SEC。

UBSのレバレッジ・レシオは

2006年末で47.2倍、2007年末で63.9倍

主要業者のレバレッジ・レシオ

	2003年FY	2004年FY	2007年FY
Merrill Lynch	15.7	19.1	27.8
Goldman Sachs	18.7	21.2	26.2
Morgan Stanley	24.2	24.5	28.5
Lehman Brothers	23.7	23.9	30.7
Bear Stearns	26.4	27.7	32.8

(注)Morgan Stanleyは2008年8月末時点。

(出所)各社年次報告書等より作成。

SECはRegulation 4というものをつくりまして、このプログラムに指定されたホールディングス・カンパニーは、内部リスク・マネジメント・コントロール・システムをみずから構築する必要を定め、その定期的な報告書をSECに提示することが求められました。

ただし、このプログラムというのはボランティアでございますから、先ほど七つ出して、そのうちの五つがSECの実質的な管轄と言いましたけれども、これら五つのホールディングス・カンパニーというのは、あくまで自発的にやって下さいと言う程度の弱い拘束力しか持っていません。

プログラムに指定された各社は、リスク・マネジメントに関しては、バーゼル基準に準拠し、バー・モデルですとかシナリオ分析等を自発的に用いたリスク管理を求められました。それまでSECは、ブローカー・ディーラーに関して、ネッ

ト・キャピタル・ルールというのを課しておりませんが、このCSEプログラムは、ネット・キャピタル・ルールを外すという条件もついております。ブローカー・ディーラーに対するネット・キャピタル・ルールを外すかわりに、そのブローカー・ディーラーが属するホールディングス・カンパニー全体が、みずからリスク管理を行ってください。その結果に関してSECに報告してくださいねというのが、このプログラムでございます。

ネット・キャピタル・ルールでしたら、あくまでブローカー・ディーラーにしか適用されませんが、レバレッジ・レシオは一五倍に抑えられるわけですけれども、このネット・キャピタル・ルールが外されたホールディングス・カンパニーは、レバレッジ・レシオの比率を大きく飛躍させることが可能になりました。

最終的に二〇〇八年九月二六日に、投資銀行という業態事態がなくなったこともあり、このCSEプログラム自体も廃止されております。

(2) 背景

CSEプログラムが導入された背景であります。まず、SECの監督権限は、ブローカー・ディーラー業務ですとかマーケット・メイク業務等に限定されております。ですので、例えば九〇年のドレクセルの破綻時の問題等を見れば、ブローカー・ディーラーに関して、SECは権限を発揮できるけれども、上位にあるホールディングス・カンパニーに対しては権限を発揮することができない。規制のすき間が生まれたということです。それを埋めなければいけないという認識がありました。

二番目としては、EUで二〇〇二年にコングロ

米規制はなぜ失敗したのか？

例：CSEプログラム（背景）

- ①SECの監督権限はブローカー・ディーラー業務やマーケット・メイク業務等に限定されているが、主要な投資銀行はSECの監督権限が直接に及ばない持株会社へと移行している。
 - ・1990年のドレクセル・バーナム・ランバート社の破綻。
- ②EUの金融コングロマリット規制(Directive 2002/87/EC)への準拠。
 - (投資銀行は欧州でビジネスを展開していたため)
 - ・米業者は中間持株会社設立を回避。
- ③リスク・ベースによる自己資本の要求は、過剰な自己資本を抑え、米国資本市場の効率性を改善する効果が期待される。
 - ・HaircutからMathematic Ruleへの変更によりDeductionsが約40%節減。
 - ・バーゼル基準に準拠することで、より洗練されたリスク管理も可能に。
 - ・レバレッジ比率による規制は、欧州勢との競争にとって足枷に。

※CSEプログラムには証券規制の抜け穴を埋める目的が。

※投資銀行にとって、実質的に正味自己資本に関する大幅な規制緩和と捉えられたと推測。

マリット規制というものができております。これはEU内で活動する外国の金融コングロマリットは、自国において同等の基準がない限り、EUのコングロマリット規制に従わなければいけない。

そうすると、先ほど三番から七番まで出しましたアメリカの投資銀行は、もしアメリカ国内に同等の規制がない場合には、EUのコングロマリット規制に従わなければいけませんから、EU内で中間持株会社を設立しなきゃいけない。そうすると非常にコストがかかる。

三番目として、リスク・ベースによる自己資本というものを要求しておりますから、過剰な自己資本を抑えて、米国の資本市場の効率性を改善する効果が期待される。どういうことかといえますと、かつてのブローカー・ディーラーにかかつているネット・キャピタル・ルールを外すというところでございますから、資本に関して自由になる部

分がふえるということでございます。

図表7の右下に主要業者のレバレッジ・レシオを出しております。メリル、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー、リーマン、そしてベア・スターンズ。二〇〇三年ですから、CSEプログラムが指定される前のレバレッジ・レシオですけれども、全体で見たとときには、一五・七倍から二六・四倍でした。これ自体かなり高いのですが、CSEプログラムが導入されて以降、全体的にホールディングス・カンパニーのレバレッジ・レシオはね上がっているわけです。

このプログラムは、SECにとって、まず規制の抜け穴、ホールディングス・カンパニーに対してSECは直接規制できないが、プログラムに指定されれば、ある程度の監督を行うことができるというメリットがありました。CSEに対するメリットであります。

業者側にとつてのメリットというのは、EUのコングロマリット規制に従わなければいけないのでしたら、中間持株会社というのは非常にコストがかかる。それをまず回避したい。

もう一つは、例えばUBSのレバレッジ・レシオというのは、二〇〇六年末で四七・二倍、二〇〇七年末では六三・九倍である。少ない資本で多くの借り入れを行ってビジネスを行うことができる。アメリカの投資銀行にとってみれば、欧州で競争力が非常にそがれている。そのため、もう少し自由な規制に変えてほしい。そういうものが要望として出されておりました。

SEC側のメリットと投資銀行側のメリットが合致しまして、このCSEプログラムが発動されたわけです。CSEプログラムは証券規制の穴を埋める目的があるのですけれども、投資銀行にとっては、実質的に正味の自己資本に関する大幅

図表8 大手業者の変化 CSEプログラムの効果？

NYSE-Reporting Firms Concentration (Total Revenue)

	TOP 10	TOP 11-25	Revenue (\$ Bils.)
1990	56.9%	21.1%	54.0
1991	56.2	21.0	60.7
1992	56.2	19.6	62.8
1993	53.5	21.9	73.2
1994	50.8	23.0	71.4
1995	51.2	24.0	96.3
1996	51.3	23.9	120.2
1997	50.4	23.6	145.0
1998	48.3	26.4	170.8
1999	50.7	25.9	183.4
2000	50.8	26.3	245.2
2001	58.7	20.3	194.8
2002	59.6	20.3	148.7
2003	59.2	20.8	144.5
2004	62.7	18.8	160.2
2005	68.2	17.0	229.8
2006	72.5	14.3	331.3
2007	73.6	13.0	352.0

(出所) SIFMA Fact Book.

な規制緩和ととらえられたと言えましょう。

事実、CSEプログラムが発動されて以降、二〇〇四年以降、トップ10の金融機関のレベニューの比率は非常に高まりました(図表8)。この中で、二〇〇四年以降、全体で見えてみるとおよそ二・二倍、アメリカの金融機関のレベニューがふえているのですけれども、トップ10だけに限ってみれば、これが二・六倍にふえています。二〇〇四年のCSEプログラム以降、大手の業者の業績が非常に上がっております。

その内訳を見てみると、証券化関連業務というのが非常にふえている(図表9)。これは例えばゴールドマン・サックス等のアニユアルレポートを見ていただければ、もっとこれが顕著に出ております。

結果として、メрил・リンチはバンク・オブ・アメリカに買収されましたし、モルガン・スタン

図表9 証券化関連業務の拡大に貢献？

NYSE-Reporting Firms' Income Statement (\$ Mios.)

	Commissions	Trading Gain	Underwriting	Margin Int	AssetMg-Fees	Other Sec-Related	Other Unrelated
2000	33,685	44,715	17,013	22,335	15,842	99,618	11,798
2001	26,825	24,914	15,631	12,844	13,197	79,715	9,923
2002	27,569	13,650	13,179	5,992	12,485	55,338	9,290
2003	25,661	23,137	15,090	4,777	11,762	47,898	9,743
2004	26,340	17,364	16,659	6,146	13,942	59,260	10,854
2005	25,612	17,007	17,261	11,272	15,268	111,762	21,730
2006	26,665	34,523	20,884	20,777	18,195	175,354	23,526
2007	28,846	-10,334	23,182	29,179	21,588	212,554	35,174

(出所) SIFMA Fact Book 2008.

レー、ゴールドマン・サックスは銀行持株会社に転換をしました。リーマン・ブラザーズは破綻をいたしましたし、ベア・スターンズも結果的には実質的に破綻をして、J. P. モルガン・チェースの傘下に入っているわけです。CSEプログラムに指定された各投資銀行というのは、結果的にはいずれも非常に大きな損害をこうむって、マーケットから退出もしくは業態変換を迫られている結果になっております。

(3) CSEプログラムの失敗分析

CSEプログラムの失敗分析というものが出ております。代表的なものを三つ出しております。

一つは、監査局に該当する Office of Inspector General のレポートでございます。これは SEC のベア・スターンズに対する対応のケースを分析

CSEプログラムの失敗分析

①Office of Inspector Generalのレポート

(“SEC’s Oversight of Bear Stearns and Related Entities”, 2008年9月)

- ・高レバレッジやモーゲージ関連商品へ傾倒していたにも係わらず、SECは適切なアプローチをとらなかった。
- ・モーゲージ市場の混乱後も公式なミーティングを持たず。
- ・2007年春以降は検査自体を行わず。(監督官はわずか3名)

②Christopher Cox委員長(当時)の公聴会証言

(“Recent Actions Regarding Government Sponsored Entities, Investment Banks and Other Financial Institutions”, 2008年9月23日)

- ・自発的な規制(Voluntary Regulation)に効果がなかったことは明らか。
- ・法的な権限の欠如(規制の穴)が存在。
(The Failure of the Gramm-Leach-Bliley Act・・・)

③GAOのレポート

(“Review of Regulators’ Oversight of Risk Management Systems at a Limited Number of Large, Complex Financial Institutions”, 2009年3月)

- ・規制当局は、金融機関のリスク・マネジメント・システムに問題点があることを認識。
- ・GLB Actにより、複雑な形態をとる金融機関全体についてモニタリングは困難であった。

したレポートですけれども、SECはCSEプログラムを二〇〇四年に導入して以降、CSEプログラムに関して実質的にほとんど何もしてなかったと記されています。例えば、ベア・スターンズがモーゲージ市場に非常に傾倒していたということとSECはわかってはいたのですけれども、それに対して何ら対応しなかった。これはOffice of Inspector Generalのレポートによれば、SECの能力的な問題があったことを意味しています。この件に関して、当時のクリストファー・コックス委員長、前のSECの委員長が議会証言をしておりますけれども、これを見ても別の局面が出てくる。

一つは、法的な権限がなかったのだ。CSEプログラムはあくまでボランティアな、自発的なプログラムにすぎないのである。自発的なプログラムですから、本来は業者が自己規律を持って対応

図表10 監督機関に能力差があった？

- ①Tire I レシオを巡る疑問。
- ②商業銀行のTire I はFRBが監督対象。
- ③投資銀行のレシオ見積もりは甘すぎる？
- ④Jamie Dimon (J.P.モルガン・チェース CEO)の指摘。

(WJ紙、2008年7月21日)

2008年6月末時点でのTier I レシオ

Commercial Banks	
Citigroup	8.7%
J.P.Morgan	9.1
Wells Fargo	8.2

Investment Banks	
Goldman Sachs	10.7%
Lehman Brothers	13.0
Merrill Lynch	9.5
Morgan Stanley	12.4

(出所)Dow Jones, July 21, 2008.

してくるだろう。そういうものを期待していたのだが、残念ながら十分には発揮されなかった。そして、法的な権限が欠如していたことが主張されています。

三つ目として、GAOは日本では「政府説明責任局」と呼称していますが、GAOのレポートでも指摘されていますが、SECの監督能力に関する問題があります。

例えば、ウォールストリート・ジャーナルの今年の七月二一日に、こういう記事が出ておりました。現在のJ. P. モルガン・チェースCEOのジェイミー・ダイモンのインタビューでござります。当時のことを振り返ってみると、ジェイミー・ダイモンが興味深い指摘をしています。

二〇〇八年六月末でのTier Iレシオを比較してみましよう。(図表10) シティグループ八・七%、J. P. モルガン、ウェルス・ファアーゴ、

九・一%、八・二%である。ですが、同時期のインベストメント・バンクのTier I レシオは、ゴールドマン・サックスで一〇・七%あります。破綻したリーマン・ブラザーズは一三%あります。モルガン・スタンレーで一二・四%あります。

コマーシャルバンクに関しては、FRBが監督当局ですが、インベスト・バンクはSECが監督当局です。どうもFRBが監督していると、見積もりがストリクトであるのに対して、SECが監督していたインベスト・バンクのレシオは甘すぎるのではないかというのが、ジェイミー・ダイモンの指摘です。

これはつまるところ、監督能力に差があったのではないか。FRBはバーゼル規制をもとにして自己資本等の監督をしておりましたから、自己資本規制に対する監督に非常にノウハウがあった。

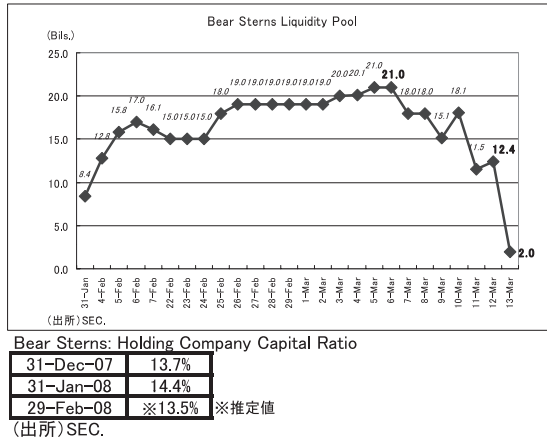
ですが、SECはそういうものがなかったのではないかというのが指摘の内容です。

ベア・スターンズは、推定ですけれども、二〇〇八年二月の末に、グループとして一三・五%の資本比率がありました。(図表11) 実際にふたをあけてみると、これが一週間でなくなっております。やっぱりおかしいですよねという議論でございます。

(4) 米規制が失敗した要因

CSEプログラムというものを題材にして、アメリカの証券規制が失敗した要因をまとめてみますと、一番目としては、金融コングロマリットですとかOTCデリバティブ取引等に対する規制の法的な権限が欠如していた。先ほどの二〇〇〇年の商品先物現代化法もそうですけれども、グラム・リーチ・ブライリー法の弊害というものも指

図表11 ベア・スターズの破綻
流動性の喪失は短期間で急激に



米規制が失敗した要因

- ①金融コングロマリット等やOTCデリバティブ取引に対する規制の法的権限が欠如。
 - ・GLB Actの弊害。
 - ・"Commodity Futures Modernization Act of 2000"
- ②金融サービス業者による自己規律を盲信？
 - 例) バーゼルⅡとプロシクリカリティに関する議論。
 - ・金融サービス業によるリスク管理体制の整備はプロシクリカリティを低減させる。
 - ・リスクへの認識の高まりと、将来リスクへの備えがプロシクリカリティを低減させる効果を持つ。
(グリーンズパン発言、2002年5月10日：シカゴ連銀)
 - ・自己規律の脆弱性は歴史的にも明らか。
(監査法人、証券アナリスト、格付け機関、投資銀行等)
- ③規制当局のリスク管理能力やシステムに欠陥？
 - ・Office of Inspector Generalのレポート。(2008年9月)
 - ・GAOのレポート。(2009年3月)
 - ・回転ドア (Revolving Door) 問題。(専門性のあるスタッフ育成と管理者問題)
 - ・SECの予算制約。
- ④SECやCFTCに対する政府や議会の干渉。
 - ・Independent Federal Agencyの脆弱性。(政府や議会との調整の困難性)
 - ・OTCデリバティブ規制やSECの空売り規制。

摘されております。まず法的な問題があった。

二番目としては、金融サービス業者の自己規律というのができていなかったんじゃないか。バーゼルⅡを導入するときの議論で、グリーンспанがバーゼルⅡ規制、バーゼルⅠからバーゼルⅡに移行するときに、こういうような発言をしています。

プロシクリカリティの問題は今では良く知られるようになりましたが、二〇〇二年五月のシカゴ連銀で、当時議長であったグリーンспанに対して、「バーゼルⅡというのは、プロシクリカリティが起きるのではないか。自己資本比率の規制を強めると、プロシクリカリティが起きるのではないか」という質問がありました。その質問に対して、グリーンспанは、「ストリクトで、詳細なリスク管理が導入されれば、金融機関の経営者は、リスクに対してより強い認識を持つのである

る。だから、プロシクリカリティはむしろ起きないのではないか」というような発言をしております。ですが、実際はうまくいかなかった。

グリーンспанの考えは金融機関の経営者の自己規律が効果的であることが前提にあると思いますが、自己規律の脆弱性は、例えば監査法人ですとか証券アナリストですとか格付け機関ですとか、そして、今回の投資銀行等を見ると明らかです。単に自己規律を求めるだけではだめなのは、自明でしょう。

三つ目としては、規制当局のリスク管理能力ですとかシステムに欠陥があったのではないか。

四番目としては、二〇〇〇年のCFTCの法律の例を挙げましたけれども、どうも政府ですとか議会というものが、規制や規制当局に対して干渉し過ぎるのではないか。

FRBもそうですけれども、SECもCFTC

金融危機後の規制改革 オバマ政権による新たな改革案

1. OTC(店頭)デリバティブ規制の改革案(2009年3月13日)

- ① The Commodity Exchange Actや連邦証券諸法の改正。
- ② 中央決済機関を通じた標準化OTCデリバティブの取引。
- ③ 取扱い業者の資本、取引報告、委託保証金等を規制対象に。

2. "Treasury Outlines Framework for Regulatory Reform" (2009年3月26日)

「4つの柱からなる包括的な規制改革」

① システムック・リスクへの取組み。

- ・単一の監督当局。
- ・自己資本・リスク管理基準の強化。
- ・大規模ヘッジ・ファンドの登録制。
- ・OTCデリバティブに関する包括的規制の枠組み。
- ・MMFに対する規制。

② 消費者や投資家の保護。

③ 規制構造に存在する隙間の除去。

④ 国際的協調の促進。

も連邦機関ではありませんけれども、本来インディペンデント・エージェンシーである。ですが、実際のところ政府とか議会からの干渉をかなり受けている。これは最近ですと、例えば空売り規制についてもそうです。その前後も踏まえて見てみると、今のSECを見ると、金融危機以降、議会からかなり強い圧力が働いているように見えます。

七、金融危機後の規制改革

(1) オバマ政権による新たな改革案

こういったアメリカの規制が失敗した要因というものが、果たして現在の規制改革案でどのような生かされているのでしょうか。

オバマ政権になってからの規制改革案、金融危機後の規制改革でございますけれども、一番目として、デリバティブ規制を強化し、今まで野放し

図表12 “Financial Regulatory Reform:
A New Foundation”(2009年6月17日)

1. 金融会社(Financial Firm)の監督と規制 ①金融サービス監視評議会(Financial Services Oversight Council)の創設 ・財務省、FRB等8つの連邦機関から構成 ・FRBへのアドバイザーや情報収集機能 ②新たな規制カテゴリーの創設 ・Tier1金融持株会社(Tier1 FHCs) ・FRBが監督および規制担当 ③全ての銀行および銀行持株会社の資本・ブルーデンシャル基準の強化 ④ヘッジ・ファンド等へのアドバイザーをSECIに登録 ⑤財務省内に国法銀行と保険業の監督部門を新設 ・OCCとOTSを統合してNational Banking Supervisor(NBS)を設置 ・Office of National Insuranceを設置 ⑥その他 ・MMF ・GSE	3. 金融アビュースからの消費者や投資家の保護 ①消費者金融保護庁(Consumer Financial Protection Agency)の創設 ②投資家保護の強化 ・投資助言を行うブローカー・ディーラーに受託者責任を要求 ・投資アドバイザーとブローカー・ディーラーとの規制を調和 ・金融消費者連携会議(Financial Consumer Coordinating Council)を設置 ・退職後に向けた防衛手段(Retirement Security)の促進 4. 金融危機への対処に必要なツールを政府に供与 ①破綻処理制度の整備 ・FDICの預金取扱機関向け措置をTier1FHCを含めた銀行持株会社に適用 ・FRBの緊急時融資権限の改正
2. 金融市場の包括的な規制 ①証券化市場の監督および規制の強化 ・オリジネーターやスポンサーに対して、証券化エクスポージャーのクレジットリスクの5%を保有することを要求 ・SECにABS発行者へ報告書を要求する権限を付与 ・報酬 ・格付け ②CDSを含む全てのOTCデリバティブに対する包括的な規制の導入 ③先物規制と証券規制の調和 ・OTFとSECIによる調和の推進 ④支払い・清算・決済 ・重要な機関・活動に関してFRBが監督権限等を保有	5. 国際的な規制水準の引き上げと国際的協調の改善 ①バーゼル銀行監督委員会 ・バーゼルⅡの改善 ・流動性リスクマネジメントの改善 ②G20 ・クレジット・デリバティブやOTCデリバティブの標準化と監督の推進 ・金融安定化理事會(Financial Stability Board) ・ヘッジファンドおよびマネージャーの登録、適切な情報の開示等 ・報酬 ・格付け機関

になっていた分野にも規制を策定しようという意志が見えます。これ自体は正しい方向であると言えましょう。

二番目としては、これは四月のG20前に出された方針ですが、アメリカの財務省からこういった規制改革のフレームワークが出されています。特に、システミック・リスクへの取り組みというものが出てきた。いわゆる流動性管理であります。そして、消費者や投資家の保護、規制構造に存在するすき間の除去ですとか国際的な協調という四つの柱が出されています。先ほどのブループリントは金融危機前のものですが、随分さま変わりしております。

さらに、六月には、アメリカのより具体的な規制改革案が財務省から出されております。

これを見ていくとおもしろいことがわかります。(図表12) 五つのブロックから成っている

「New Foundation」と名づけられた規制改革案ですが、一つは金融持株会社の監督と規制。①のところで、金融サービス監視評議会の創設。これは先ほどお話をした President's Working Group の改組です。PWGのときには、財務省から始まってCFTCまで四つの機関が入っていましたが、今回はFDICとか新しく創設されたNBA、NBSなどを入れた八つの機関から成る会議体を新たに作ります。

その目的を見ていくと、情報収集とともに、FRBへのアドバイス機能というのがこの新たな評議会に入っています。これは何かというと、いわゆるFRBのお目付役です。この評議会の中には、FRBもちろん入っておりますので、なぜそういうことが必要であったのでしょうか。

その下を見ていただくと、今度は「Tier 1金融持株会社」という新たなカテゴリーの制定です。こ

の指定は、先ほどの評議会が行うわけですが、それまでの金融持株会社ですとか銀行持株会社だけではなくて、ファンドですとか保険会社等、いわゆる金融システムに影響を与える機関を新たに「Tier 1金融持株会社」として指定して、それをFRBが監督しなさい、規制をかけなさいというアイデアでございます。

そのほかファンド等の話がありますが、その下に行く金融市場の包括的な規制。デリバティブ等の規制が入っております。証券化市場に関するようなものも入っております。その下の決済の部分ですが、CDSのときに非常に問題になった決済機関でございますが、これに関してもFRBが監督をなさいます。

三番目として、消費者ですとか投資家の保護策ですけれども、消費者金融保護庁というものを新たに作ります。ただしこれに関しては、どうも

機能がよくわかっておりません。SECですとかCFTCが担当する部分は、依然としてSECですとかCFTCに残っておりますので、それ以外ということとは、ローンですとかモーゲージ等のブローカーが対象になるんだろうとは思いますが、これも現段階でははっきりしない機能です。

この中で注目すべき大切なところは、四番目、金融危機への対処に必要なツールを政府に供与しよう。いわゆる大き過ぎてつぶせない、Too Big Too Failへの対応がメインになるはずです。大規模かつ複雑な金融機関を、例えばAIGのような機関をどのように市場から退出させるのか。そういうことを議論されているはずなのですが、その中身を見てみると、FRBの緊急時の融資権限の改正ですとか、FDICが現在行っているような破綻措置というものの範囲を少し広げましょうということです。

まとめてみると、基本的にシステミック・リスクですとか、重要な金融機関というのはFRBが見なさい。そして、決済機能もFRBが担当なさい。破綻時、FRBが金を出しなさい。じゃ、大規模かつ複雑な金融機関を市場から退出させるメカニズムができていくかというと、この時点ではできてないわけです。依然としてモラルハザードの問題、つぶせないという金融機関の問題がいまだに残っているわけです。すると、この金融改革は何かというと、要は面倒なことは全てFRBに押しつけたということです。

当然ながら、FRBの機能が非常に大きくなり過ぎますから、お目付役の機関を新たな評議会としてつくらなければならないという議論が起きます。このような事態は効率性の観点からも問題ですし、当然ながら、この構想自体に関しても、余りにもFRBに過度な権限が集中するということ

で議会から反対の声も起きています。これが実際に成立するかどうかはわかりませんが、中央銀行であるFRBにおんぶにだっこの規制改革になっていきます。

何が問題かといえば、FRB、中央銀行というのは、金融政策の担い手であります。もちろん金融システムの安定化を担当するのも中央銀行であります。これは日銀も同様でございますけれども、金融政策の担当者が大規模な金融機関に関して、その経営に関して監督をしないというのは、明らかに利益相反が生まれる可能性があります。

もう一つは、中央銀行の独立性が損なわれるのではないかと。FRBが余りにも巨大になり過ぎたということでお目付け役をつける、新たな評議会をつくるということをお話ししましたが、それとは別に、既にアメリカの議員から、FRBに関する

監査分野を広げる法案も出されています。中央銀行であるFRBの金融政策に関して、現在のところ議会による監査は行われていません。それをGAOの監査対象にしない。つまりは議会の監査対象にしようという提案です。この法案が通れば、FRBの金融政策に対して議会から相当の政治的なプレッシャーがかかる可能性が出てきます。

(2) 金融サミット(G20)の共同声明

G20(金融サミット)が、二〇〇九年四月及び二〇〇九年九月に開催され、こういう議題が上っているわけです。四月のG20は二〇〇九年四月四日～五日にロンドンで開かれましたが、もう少し具体的なものが出てくるのかなと思えば、出てきたものは、自己資本比率を質と量の面でもう少し改善しない。そして、報酬問題程度でした。

金融サミット(G20)の共同声明

1. 2009年4月

- ①金融安定化フォーラム(FSF)の機能強化。
 - ・金融安定化委員会(FSB)の設置。
- ②重要な金融機関(大規模ヘッジ・ファンドを含む)の規制と監督。
- ③自己資本規制の強化。
 - ・バーゼル基準を景気連動型に。
- ④タックス・ヘイブンに対する協調的対応。
- ⑤格付機関の登録制と規制・監督の導入。
- ⑥その他。
 - ・経営者の報酬原則。
 - ・国際的な会計基準の見直し。

2. 2009年9月

- ①国際的に活動する銀行の自己資本規制(量と質)の強化。
(バーゼル委員会で検討。)
- ②巨額報酬に対するグローバル・スタンダードの策定等。
(ガバナンスの強化。)

この九月二十四日、二十五日、アメリカのピッツバーグで開かれるG20でもう少し具体的な案が出てくると思いますが、アメリカ国内において、先ほど見ましたように、ブループリント、金融危機以前に考えられていた規制案と金融危機後というものはもう随分変わってきている。

危機以前のブループリントは、かなりアメリカの規制改革を根本的に行おうという考えだったのに対して、六月に出た規制改革案は、どちらかというと、今、目の前で手がつけられるものに手をつけよう、やりやすいものをやろう。システムック・リスクをどう計測するのか、システムック・リスクの管理をどのように行うのか、これらについては後回しでありよくわかりません。でも、とりあえずFRBにやらせておけという安易な発想が見えます。本来でしたら、どのように行うのかという議論が行われるべきなのですが、それ以前

に、だれが行うのかということが先に決まっている。

G 20の議論に関しても、最初に行われていた議論から、実際に具体的な話になってくると、まず手をつけやすいところからいきましよう。バーゼルⅡの見直しをいたしましよう。報酬問題、これもよくわからないです。本来でしたら、金融機関のガバナンスの問題だと捉えて議論されるべきでしょう。

例えばイギリスの規制改革案というものが出ておりますけれども、それははっきりとガバナンスの改革であり、ガバナンスが非常に重要であるということが述べてありますが、アメリカの規制改革、そして、このG 20の中にはそういうものが入ってこない。とりあえずグローバル・スタンダードをつくってしまえばよしとする。金融機関などの取締役会の機能がどうあるべきか等について

での議論は全くされていない。

八、米 Private Fund 規制の動向

G 20のように、数が集まって国際協調を決めようとするとは非常に問題が複雑になってくる。その例をファンド規制ということで少し考えてみたいと思います。

これはアメリカのプライベート・ファンドの規制の動向でございまして、現状は幾つかの除外項目があつて、アメリカにおいてはヘッジ・ファンドのアドバイザーというものは、相当数が登録をされておられません。

先ほどのブループリントにおいては、それではだめだということで、ヘッジ・ファンドを柱に、プライベート・エクイティ・ファンドですとかベンチャー・キャピタル・ファンドですとかミュー

米Private Fund規制の動向

1. 現状

- ・商品デリバティブを扱うファンドはCFTCへ登録。
 - ・SECへの登録には除外規定が存在。
 - (33年法のSec.4(2)とSECによるReg.DIによるプライベート・ファンドの登録免除規定、認定投資家の指定等。)
 - (40年Investment Company ActのSec.3(c)(1)およびSec.3(c)(7)による規制対象除外規定。)
 - (40年Investment Advisers ActのSec.203(b)(3)によるアドバイザー登録免除規定。)
 - (2006年のD.C.Cirによるゴールドスタイン判決：2004年の登録要請で約800のアドバイザーがSECへ登録。)
- ※顧客数15以上もしくは運用資産\$30mio以上のアドバイザーは現状でも登録が必要。

2. Blueprintにおける規制案

- ・ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャー・キャピタル、ミューチュアル・ファンド等はCBRAが一括して監督。

3. G-20

- ・ヘッジファンドとアドバイザーに対して、登録と適切な情報(システミック・リスクに関連する)の開示を義務化。

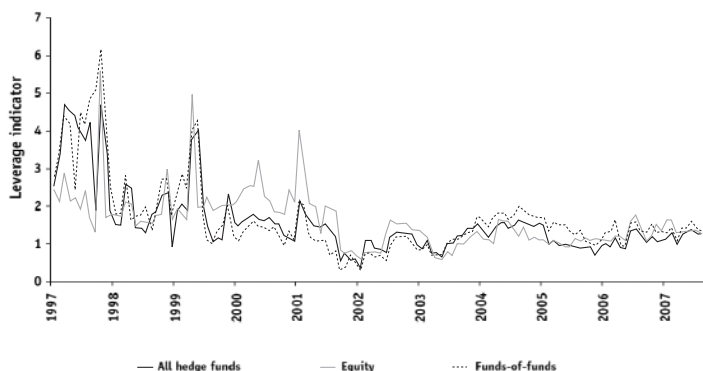
チュアル・ファンド等のアドバイザーは、先ほど述べた三つの機関のうち、業者の行為に関する監督当局が担当することが含まれておりました。

G 20においても、ファンドのアドバイザーについて登録が求められています。そして、適切な情報提供を求めましょうということが、最初の部分では述べられておりました。

ヘッジ・ファンドというのは、今回の金融危機において中心ではなかったというのが、どの当局においても共通の事項であります。例えばレバレッジに関しても、最近はほとんど一倍から二倍の間で推移している(図表13)。レバレッジが一倍ということ、ネット・アセットに対して同等額の借入金しか持っていないということです。

ヘッジ・ファンドはレバレッジをかけるのではないのかという御意見があるかもしれませんが、彼らのレバレッジの実態は少々違うようで

図表13 ヘッジ・ファンドのレバレッジ



The leverage indicator is estimated using a rolling (24-month window fixed effects) regression of hedge fund returns on a variety of market-based risk factors. It is the sum of the coefficients on these risk factors and is thus a measure of the aggregate sensitivity of hedge fund returns to movements in underlying prices.

'All hedge funds' includes market neutral (excluding equity hedged), directional, equity (including equity hedged), fixed income and fund-of-funds style families of active funds reporting to HFR database; weighted by assets under management in each style family.

Source: HFR, BIS calculations

す。この間ロンドンで比較的規模の大きなヘッジ・ファンドにインタビューをしましたが、そこはフィックスド・インカムのヘッジ・ファンドでございましたが、このヘッジ・ファンドは大体顧客から集めた資産の八割前後は、極めて流動性の高い資産で運用しているそうです。インタビューを受けてくれたヘッジ・ファンドはフィックスド・インカムですから、例えば日本の国債ですとかアメリカの国債の裁定取引をしているわけですが、顧客から預かった資産の二割程度を裁定取引に回します。その部分に関してはレバレッジをかけています。

インタビューでヘッジ・ファンドの人間に、今回のEUですとかイギリスの規制案をどう思うかと問うたとき、彼らは、(イギリスに関しては登録されておりますから)「登録に関しては、もちろん問題がない」と答えておりましたし、「情報

提供はのですか？」との問いには、「当局への情報提供に関しては全く問題がないと。幾らでも情報を提供しよう。ポジションの報告をしろうというのでしたら応じます。ただし、顧客に対して情報開示をフルに行うことだけは拒否する。」と反論がありました。

なぜならば、彼らの顧客というのは、彼らの競争相手にもなりうるわけです。投資家ですとかカウンター・パーティに対して、例えば彼らの投資の方針ですとかポジションの内容を漏らすということは、彼らの命綱を渡すことになりますから、それに関しては断固拒否する。当局が秘密を持つて、その情報を管理してくれるのだしたら、当局に対しては幾らでも情報を出しますが、それ以上のものは一切応じるつもりはない。

ファンドへのレバレッジ規制に関しても、インタビューしたヘッジ・ファンドの担当者からは、

どこの時点でレバレッジをかけるのか全くもって不明瞭である点を指摘されました。現実にはレバレッジ規制というのはこういう状態ですから、鳥瞰すれば、レバレッジに関する議論は中心的な問題とはかけ離れているわけです。

実際に彼らが投資をしているポジションに関してのレバレッジは高くはなりますけれども、全体から見れば一倍から二倍です。ファンド自体のレバレッジは低いわけです。そういったものに関して、じゃ、どの時点でレバレッジ規制を入れるのか。また、ファンドは非常に多様ですから、一概にルールを適用することは適当ではないでしょう。この他、例えば自己資本比率の規制を入れるというのがEUから出ておりますけれども、それに関してもほとんど意味がない。

アメリカのプライベート・ファンド規制の動向を続けますが、基本的には、まず、アメリカの場

米Private Fund規制の動向

4. "New Foundation"における規制案

- 一定の資産規模以上を運用するヘッジ・ファンド等へのアドバイザーはSECへ登録。
- アドバイザーはSEC等へファンドに関する報告を行う必要。(ファンド規模、借り入れ、相関性等)
- SECは登録されたアドバイザーが関与するファンドに対してレコード・キーピングと定期報告(資産規模、借り入れ、オフバランス・エクスポージャー等)を要求。
- ファンドによる投資家、債権者、カウンター・パーティ等への情報開示。
- 当該ファンドに対するSECの規制と定期的検査。
- SECとFRBによる情報の共有。

5. 財務省Fact Sheet TG-214(2009年7月15日)

「ファンドによる詐欺的行為等からの投資家保護とシステム的・リスクからの金融システムの保護」

(上記New Foundationに加え)

- 利益相反と詐欺的行為の防止。
- 包括的なコンプライアンス・プログラムを要求。

合は登録をさせる。そして、当局が情報収集を行うルートをつくる。いざとなったときには規制なり何なりの権限を与える。これが六月に出たNew Foundationにおける規制案であります。

実際に七月一五日には、財務省からファクト・シートが出ておりますけれども、これにはNew Foundationで出された規制案にプラスして、元ナスダック会長であったバーナード・メイドフの事件がありました。あのバーナード・メイドフの教訓を生かして、こういったコンプライアンス・プログラム等を要求する。これがアメリカのファンドに関する規制の考え方です。

現在、アメリカではプライベート・ファンド規制に関連する法案が三つ出ておりますけれども、SECが推薦するのは、この三つ目のPrivate Fund Transparency Act でしょう。その中でも登録除外規定を削除しましょう。そして、

米Private Fund規制の動向 審議中の3法案

- ①”Hedge Fund Transparency Act of 2009”
(Investment Company Act of 1940を修正)
- ②”Hedge Fund Adviser Registration Act of 2009”
(Investment Advisers Act of 1940を修正)
- ③”Private Fund Transparency Act of 2009”
(Investment Advisers Act of 1940を修正。)(SECが推薦。)
 - ・Sec203(b)(3)(登録除外規定)を削除。(Foreign Private Adviserは現存)
(原則として運用資産が\$30mio以上のアドバイザーはSECへ登録義務。)
 - ・Sec204およびSec210を修正。
(SECに対してデータ等の徴収権限を付与。)(ファンドの規模、レバレッジ、相関性等。)
 - ・Sec.211(a)の修正。(SECのルール・メイク権限の明確化。)

※SECからはInvestment Company ActのSec.3(c)(1)および3(c)(7)を
修正して、ファンドに対するルール・メイク条件の整備を求める声も。

情報収集のルートをつくりましようというのが基本であります。SECはもう少し権限を要求しているわけですが、多分この三つ目の法案が通るのではないのでしょうか。

九、英国 Hedge Fund 規制改革案

イギリスのヘッジ・ファンド規制改革。欧州においては、大半のヘッジ・ファンドがイギリスのロンドンに在籍しているわけです。イギリスのヘッジ・ファンド規制の考え方ですが、これは二つ、二〇〇九年三月に、現在のFSA会長でありますターナーが出したターナー・レビュー、そして、七月にHM Treasury、財務省から出たReforming Financial Marketsの中で、ファンドに関する規制の案が出ております。

これらを見ても、要は必要時に情報の提供

英国Hedge Fund規制改革案

1. "The Turner Review" (2009年3月)

○規制当局はヘッジファンド等に対して以下の権限を有するべき。

- ・情報の収集権限。

「金融市場の安定性へ影響を与える、もしくは、金融システム上重要な機関等に対して」

- ・資本や流動性に関する規制を制定する権限。

- ・その他の制約を導入する権限。

2. "Reforming Financial Markets" (HM Treasury 2009年7月)

- ・UK国内のマネージャは、適切かつタイムリーな情報(資金調達、レバレッジ、投資戦略、ポジション等)をFSAに開示する。(ターナー・レビュー)

- ・更なる情報の収集、レバレッジおよび市場過熱時における投資エクスポージャーの削減等に関するエンフォースメント・フレームワーク。

- ・国際的な監視機関との情報共有。(G20)

をしなさい。そして、緊急時には規制当局にファンドの規制を行う権限を入れましょう。それぐらいにとどまっております。そうすると、アメリカですとかイギリスの規制というのは、それほど齟齬がないわけです。

10、EINのAlternative Investment Funds 指令案

ところが、これはEUのAlternative Investment Funds 指令というのを見てみると、随分異なります。アメリカですとかイギリスの規制案とは随分差があります。

二〇〇九年二月に、ド・ラロジエール・グループが報告書を出しています。ド・ラロジエールというのは、元フランスの中央銀行の総裁ですけれども、彼の案を見ると、アメリカですとかイ

EUのAlternative Investment Funds指令案

1. "The High-Level Group on Financial Supervision in the EU"

(ド・ラロジエール・グループ報告書「第7勧告」、2009年2月25日)

- ・金融システムにとって重要なヘッジファンドに対して、マネージャーの登録と、情報(投資戦略、手法、レバレッジ)の提供を求める。
- ・ヘッジ・ファンドを所有・運営、もしくは相当のプロップ取引等を行う銀行に対して、適切な資本を要求する。

2. "Directive of...on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC"(2009年4月29日)

- ・AIFMは認可が必要。(コンプライアンス等の内部体制を確立、当局に定期報告を行う必要。)(運用資産が€100mio以上、もしくは、レバレッジが無くロックイン期間が5年以上ならば€500mio以上のマネージャーが対象。)
- ・AIFMに最低自己資本(€125,000)の導入。(運用資産が€250mio以上は積み増しが必要。)
- ・投資家(資産のタイプ、レバレッジ、評価、リスクマネジメントの手法等)と当局(エクスポート・ジャー、パフォーマンス、リスク集中度等)に対する情報の開示。
- ・高レバレッジ、投資先企業の経営に影響を与える場合、更なる規制が追加。
- ・EU内での第三国ファンドによるマーケティングにはEUパスポートを供給。(オフショア・ファンド、規制や監督が付随。)(指令発令後3年間は現行規制に従う。)

ギリスの話とそれほど大きな差はありません。

ファンドに関する問題は、今回の金融危機の中心ではありません。ただし、ディ・レバレッジという形で、顧客からの解約に応じて資産を投げ売するような行為がありましたから、そういったものに関しては、流動性の観点から、少し規制を入れる必要があるのではないかと、もしくはウオッチをする必要があるのではないかと、いうものが入っています。

しかしながら、二〇〇九年四月二十九日に出されたEUのディレクティブ案は、ラロジエール報告書の内容とは明らかに異なっています。ファンドに関して、Alternative Investment Fundsのマネージャーは従前の登録ではなく認可が必要となっています。また認可の条件に、コンプライアンス体制の内部体制の確立ですとか定期報告ですとか、そういったものが記されている。なおかつ最低自

己資本比率の導入や、投資家等に対しても情報の開示を強く求めるなど、ラロジエール報告書と比較して相当ストリクトな内容と言わざるを得ない。

ヘッジ・ファンドからしてみれば、先述したとおり、当局に対する報告はそれほどの障害にはなりません。ですが、彼らのビジネス・モデルから、投資家に対して、リスク・マネジメントの手法とエクスポージャー等の情報開示はできないでしょう。さらに、レバレッジの高いファンドですとか投資先企業の経営に影響を与えるようなファンドは、追加的な規制が必要になってくるなど追加の案が目立ちます。

例えば、投資先の企業の投資に影響を与えるようなファンドは、例えば昔、ドイツ取引所に対して、チルドレンズ・インベストメント・ファンドが買収をかけて、ドイツ取引所の経営者が交代す

るような問題がありましたから、ドイツ政府の主張にはその問題が影響しているのかもしれない。しかしながら日本でいえば、本来は会社法で対応すべきようなものをファンド規制に入れる案は如何なものでしょうか。すべてではありませんが、ドイツやフランスの非常に厳しい主張が反映された結果です。両国にファンドが多数在籍していたら、果たしてこのような厳しい主張をしたのでしょうか。さらに、オフショアですとかの第三国のファンドに関しては、EUパスポートというものを供給しましょう。そういうようなものが入っています。

ファンド規制一つをとってみても、アメリカ、イギリス、EU、特にドイツとフランスですけれども、間には非常に差があります。そういった状況で国際的に監督や規制を協調していくというのは非常に難しい。G20のように参加する国の数が

規制改革の限界

- ①当局のSupervise能力の問題。
- ②米国の規制組織構造の複雑さは改善されず。
 - ・Consumer Financial Protection Agencyの新設。
- ③中央銀行への過度な依存。(システミック・リスクの管理)
 - ・金融政策への影響と中央銀行の独立性維持。
 - ・マクロ・ブルーデンスとは? 「誰が」ではなく「どうやって」が問題。
- ④国際競争力低下への対処。
 - ・歴史は繰り返される?
- ⑤大規模かつ複雑な金融機関の退場は可能か?
- ⑥ファンド規制にともなう困難さ。
 - ・ファンドの多様性と相関性。
 - ・国際的協調(利害調整)の困難さ。
 - ・坑道のカナリアを殺すなかれ。
- ⑦Market Discipline・Self-Regulationの確立はどの様に?
 - ・金融サービス機関のガバナンスと機関投資家の受託者責任。

増えるほど、利害調整の困難さは増すばかりです。

まとめ——規制改革の限界

お時間のほうが迫ってまいりましたので、最後、まとめに入らせていただきますけれども、規制改革の限界ということですが、まず第一に、当局のスーパーバイズ能力を上げなければいけない。イギリスでは、FSAの能力及び手法をもう一回検討しようというプログラムが導入される予定でございますけれども、そういったものはアメリカでは特にありません。SECですとかCFTC、そして、FRBに関してもそうですが、当局のスーパーバイズ能力が非常に問題になっている。それに関しては、特にアメリカではほとんど議論もされていない。

二番目として、アメリカのケースですが、ブループリントで見たようなアメリカ国内における規制当局の組織構造の複雑さというものは放置されたままであります。

三番目としては、中央銀行への過度な依存が見られる。EUに関しても、マクロ・プルーデンス、ミクロ・プルーデンスの機関をつくる予定ですが、マクロ・プルーデンスに関しては各国の中央銀行が加盟している。中央銀行で見てくださいという議論しかされておりません。

マクロ・プルーデンスというものは、「だれが」ではなくて、「どうやって」ということが問題になるのですが、どうやってシステミック・リスクを見ていくかという議論はほとんどされていません。とりあえず「だれが」ということだけを決めておいて、さてどうしようか、というのが現状でございます。中央銀行の金融政策の影響ですとか

独立性、そして、政治的な影響の排除というものも非常に問題になってくるでしょう。

四番目として、国際競争力低下への対処。アメリカは金融危機以前、いかに国際競争力を上げるのか、もしくは維持するのかわということが議論の中心でありましたけれども、ここになって強い規制を検討している。

ソックス法のところでお話をしましたように、こういった危機時には強い規制を入れたがるものですが、こういったものを導入した結果、その後、当然ながら低下する国際競争力をどうするのでしょうか。数年後には、今度は落ちた国際競争力を維持する、もしくは国際競争力を増加させるための何らかの手法が取られるのではないでしょう。歴史が繰り返され、事態が更に複雑になる懸念があります。

五番目として、大規模かつ複雑な金融機関の破

綻処理制度は可能であろうか。メカニズムとして問題を起こした金融機関をつぶすことはできるが、その金融機関をつぶすかつぶさないかという判断は別に行うという次元と、大規模かつ複雑な金融機関は実質的につぶせないという状況では、金融機関のモラルハザードの危険性が大きく異なります。果たして、大規模かつ複雑な金融機関を市場から退出させるというようなメカニズムができるのでしょうか。

六番目として、ファンド規制のところを少し見ましたけれども、ファンド規制に伴う困難さであります。ファンド自体は非常に多様ですから、ワシントン・フィット・オールということは非常に難しいです。アメリカ、イギリス、そしてEUの規制によって、主にアドバイザーということを対象に規制を入れておりますが、一つの規制ですべてのファンドを対象にするのは非常に問題がある

ことは明らかでしょう。

規制に関して国際的な協調を模索することは意義がありますが、協議に参加する国の数をふやしてしまうと各国の利害調整が非常に難しくなる。

また、ファンド規制の類は、国や地域によって規制の濃淡があれば効果が著しく低下します。既にシンガポールあたりにファンドが随分逃げているという話も聞いております。こういったときに、国際的な協調をいかに進めていくかというのは非常に難しい。

自国の国際的な競争力維持というものは各国のテーマでもあります。例えば、先ほどのターナー・レビューをまとめたFSA会長のターナーについても、最近ファイナンシャル・タイムズインタビューで「我々は非常に、競争力維持というものに気を使わなければいけない」、そういうことも述べております。関連する国すべてが、自

国の利益を捨てても国際的な協調を行うような行動は容易にとれないでしょう。

「坑道のカナリアを殺すなかれ」という言葉があります。どのように規制当局が頑張ったところで、市場参加者より上手くマーケットの将来を予測することはできない。今以上に市場に参加している者の意見はよく聞く体制を如何につくるかは検討すべき課題です。市場参加者より上手く予測は出来ないが、市場参加者より劣つてもならない。フランスですとかドイツのような、ヘッジ・ファンド等を極力排除しようという考え方は、むしろ坑道のカナリアを殺すようなことになるのではないのか。金融当局には、より市場参加者の意見を聞きながら活動することが求められています。

最後に、これはマーケット・ディシプリン、つまり市場における信頼ですとか業者の自己規律を

どのように高めていくのかという問題です。金融機関のガバナンス構造というものをもう一回再検討しなければならぬ。同時に、金融機関だけではなくて、マーケット参加者、例えば年金基金等の受託者責任のあり方をももう一度考えなければなりません。

わからない金融商品へも投資してしまう。「よい格付けがついているから買いました。中身についてわからない」という機関は、受託者責任を発揮しているとは言えませんから、市場参加者全体のレベルを上げていかないと、今回のような問題というのはやはり起きるでしょう。

規制改革が現在行われておりますけれども、アメリカの話を中心にして、少しファンドの話を入れながら、最後に現状の問題を少し指摘するという形で、今回の報告を終わらせていただきます。

(拍手)

若林常務理事 若園さん、どうもありがとうございます

いました。

少し時間を用意しておりますので、ここで、皆様方の中から御質問、御意見を伺いたいと思いますが、いかがでしょうか。

質問者 これはちよつとファクトの確認なんですが、図表12の Financial Regulation Reform のアメリカの New Foundation を読んでみると、特に保険のところですけども、1の⑤のところに Office of National Insurance の設置と書いてあつて、FRBに大きなファンドとか保険会社に対する権限を持たせるとか、そういうお話があつたんですが、新聞報道なんかを読んでみると、保険についてはちよつと腰砕けになつて、少なくとも連邦レベルなんかはできなかったという記述が、日経新聞か何かに出ていたので、その辺は私の認識の誤りでしょうか。

若園 依然として州ベースということでございます。財務省の中に、連邦として保険会社を見ていくという局はつくりましたけれども、やはり基本的には州です。

もう一つ、アメリカの問題点として指摘するのは、連邦と州の関係ということ。本来は州のところまで踏み込んでということなのですが、連邦政府はなかなかそこまでできませんので、州政府の自治というものを最大限考慮しながら、連邦として何ができるのか。以前は、連邦としての免許を交付するという話もございましたけれども、そこまでは踏み込めてないようです。

若林常務理事 よろしゅうございますか。

質問者 はい。

若林常務理事 ほかにございませんでしょうか。

——いかがでしょうか。

それでは、私から一点質問させていただきたい

んですが、アメリカ、イギリス、それからヨーロッパのこういう規制改革の問題というのは、もちろん我が国でも議論はされていますが、今後我が国にどういう影響を与えるというふうに、若園さんはお考えでしょうか。

若園 まず、具体的な話としましては、国際的に活動する銀行の自己資本をどうするかという問題がございます。質と量という両面から、多分バーゼル委員会のほうで検討されて、新たな改革が行われると思うのですけれども、その影響をどうとらえるかということでございます。

基本的には、八%のものを一%にして、それで今回のようなシステミック・リスクが防げるかという、多分防げないでしょう。今議論されているのは、基本的には普通株によって資本を厚くすることですが、先ほどのリーマン・ブラザーズの件をグラフで見ましたけれども、今回のような

システミック・リスクが起きたときには、多分二%、三%ぐらいの上積みというのは、ほとんど意味がないでしょう。むしろ自己資本を厚くすることによって、プロシクリカリティの問題が起きてくるのではないのでしょうか。实体经济に対して非常に負の影響が出てくるのが予想されます。このような規制案に従えば、日本国内でしたら大手メガバンクが資本を厚くしなければいけません、昔のバーゼル基準が入れられたときの再現というのが出てくるのではないかという懸念もございます。

ですから、その辺に関しては、その国の事情というものがございしますので、確かに国際協調というものは必要なのですけれども、必ず同一ということ、全く同じものが必要なかということに関しては疑問が残ります。例えば国際的に証券化商品等を手広く扱うような金融機関というのは、自

己資本に関しても強く規制がかけられるべきでしょうが、そうでないようなところまで、同じ理念で強い規制を入れるのは如何なものかと思えます。

それとは別に日本の規制体系の話ですけれども、現状の金融庁ですと、イギリスのFSAのうちに、ほぼすべてのものを金融庁が見ているわけです。ですが、例えばノンバンクの問題、こういうものは金融庁が見るべきだと思いますし、そのほかデリバティブ関係を金融庁はもう少し強く見ていくべきだと思います。

それと並んで、最後のところで一番目に挙げましたけれども、スーパーバイズの問題、いわゆる能力の問題。絶えず規制当局としての能力を磨くことは絶えず必要です。しかしながら、規制機関の体系自体は、日本は欧米と比較しても劣っているとは思っておりません。今回のアメリカのよう

な規制改革案を日本に適用するような考えは拙速でしょう。

日本の新聞等でも、日本もアメリカ等と同様に、中央銀行である日本銀行に重要な金融機関の監督権限を移すべきではないかということを書いているところがございますけれども、そういったものはやめたほうがいいでしょう。中央銀行は金融政策や金融システムの安定化等に集中すべきです。業者のプルーデンス等に関しては、やはり統一して金融庁が見るべきだと思います。日本の体制というのは、国際的に見てもそれほど悪くはないのだろうと思います。

若林常務理事 ありがとうございます。ほかに御意見、御質問等ございませんでしょうか。よろしゅうございますか。

それでは、時間も参りましたので、今日の証券セミナーはこれで閉会とさせていただきますと思

います。どうもありがとうございました。（拍手）

（わかぞの　ちあき・当研究所主任研究員）

（この講演は、平成二二年九月一六日に開催されました。）