

イギリスにおける新しい規制体系案

須藤 時 仁

二〇一〇年六月一六日に実施されたマンションハウスピーーチにて、オズボーン財務大臣がイギリスの金融規制・監督制度についての抜本的な改革方針を発表した。続く七月二六日には、英財務省（以下、財務省）から改革に関する諮問文書（HM Treasury[2010]）が公表された。

本稿では、その改革案の概要を説明し、その後、この改革の一つのポイントとなるマクロ・プルーデンス政策についても簡単に整理する。巷間にはそれに関する多くの書籍、論文等が刊行されているが、Borio [2009]によれば一部でその考え

方に誤解も散見されるという。そこで、本稿ではBorio [2006, 2009]に基づき改めてマクロ・プルーデンス政策とは何かについて整理したい。

本題の改革案の説明に入る前に、改革が必要とされる背景を理解するため、現行の規制・監督体制における財務省、イングランド銀行（BOE）、金融サービス機構（FSA）の責任分担についてみておこう。

図表 1 覚書に記されている各機関の責任分担

機関	責任分担
財務省	監督・規制に関する全体的な制度の構築とその法制化 ・金融システム上の深刻な問題の管理およびそれへの対応策の議会に対する報告と説明 ・政府内の業務停止に対する金融部門のショック耐性の報告
BOE	金融システム全般の包括的な安定性の確保 ・通貨制度の安定 ・イギリスにとって金融システム上重要なインフラストラクチャー（特に国内外の支払決済システム）の監督 ・金融システム全体の包括的監視 ・金融システムの不安定化を促す緊急事態が発生した場合の公的な金融支援 ・国内金融機関の国際競争力向上に資する政策
FSA	2000年金融サービス市場法の中で規定されている4つの目的（市場の信頼性、公衆の啓蒙、消費者の保護、金融犯罪の削減） ・銀行、投資業など各業態に属す金融サービス業者の認可と監督 ・金融市場および清算・決済システムの監督 ・金融機関や金融市場、清算・決済システムに影響する問題への対処（ただし、このような問題が生じた場合には、財務省やBOEと対策を協議した上で措置を講じる必要がある）、また、他の監督当局の専管事項には関与できない） ・上記の責任を果たすために必要な規制政策の立案と実行

(注) FSAの項に記されている4つの目的のうち「公衆の啓蒙」目的は2010年金融サービス法により削除され、代わりに「金融安定」目的が追加された。

(出所) HM Treasury, Bank of England, UK Financial Services Authority, *Memorandum of Understanding between HM Treasury, the Bank of England and the Financial Services Authority* より作成。

一、現行の枠組み

一九九七年一〇月二八日にFSAが発足し、イギリスの金融サービス市場における規制・監督体制が大幅に変更された。それに伴い、同日、財務省、BOE、FSAは共同文書『財務省、イングランド銀行、金融サービス機構の関係についての覚書』（以下、覚書）を発表した。この覚書は各機関の責任分担を明確に示し、金融の安定という共通目標を達成するための協力関係をいかに築くかについて説明している。このため、覚書に記された体制は、財務省・BOE・FSAによる三者規制システム（Tripartite Regulatory System）と呼ばれている。

覚書に記された各機関の基本的な責任分担は次のとおりである（図表1⁽¹⁾）。

・財務省・規制・監督に関する全体的な制度の構築とその法制化

・BOE…金融システム全般の包括的な安定性の確保

・FSA…二〇〇〇年金融サービス市場法に四つの目的が規定されているが、主として、取引所および清算・決済業者を含む金融サービス業者全般の規制・監督⁽²⁾

ここで注目されるのは、BOEに金融システム安定化の責任が課せられていることである。金融規制・監督体制の変更に对应すべく九八年四月に新しいイングランド銀行法が成立したが、同法ではBOEの目的に金融システムの安定化が規定されておらず、それが定められたのは〇九年二月に新しく成立した銀行法においてであった。〇七年九月のノーザン・ロックの経営危機により顕現化した金融危機の過程で金融システムの安定化に对

する責任がどの機関にあるのかが問題視されたが、それがBOEにあることがこの九七年の覚書に明記されていたのである。

九七年の覚書は〇六年三月に改定され、金融危機とオペレーショナル危機に対する対応が追加された。それによれば、金融危機時には財務省、BOE、FSAが各々の責任分担を踏まえた上で協力して対応することとなっているが、各機関の具体的な対応については記されていない。多少とも具体的なことといえば、危機的状況で対応策を承認する最終責任が財務省にあること、対応策に伴って発生する可能性のある民間部門のモラル・ハザードや納税者への財政リスク（負担）を最小限に抑えることが定められているだけである。また、オペレーショナル危機に対しては、各機関の対応が金融危機時の対応よりは多少具体的に記されている。つまり、財務省は他の国内省庁および

関係当局と連携を取ること、BOEは市場機能を維持・促進するために市場参加者を監視し、十分な流動性の供給とその他必要な措置を講じること、FSAは認可業者、取引所などの公認団体を監視し、それらの正常な業務遂行を妨げる問題に対しそれらの業者、団体と協力して対応することが定められている。

一国の金融システムを揺るがすような危機的状況が具体的にどのような形で現れるかによって各機関の対処法が全く異なるため、事前に対応手続きを詳細に定めておくことは困難であろう。しかしながら、上記の覚書に追加された取決めは一般的かつ簡素に過ぎ、危機的状況に対応するためのものとして極めて不十分である。特に、諮問文書(HM Treasury [2010])でも指摘されているよう

に、危機対応(または危機予防)に当って、BOEには金融安定化のための具体的な手段が、財務

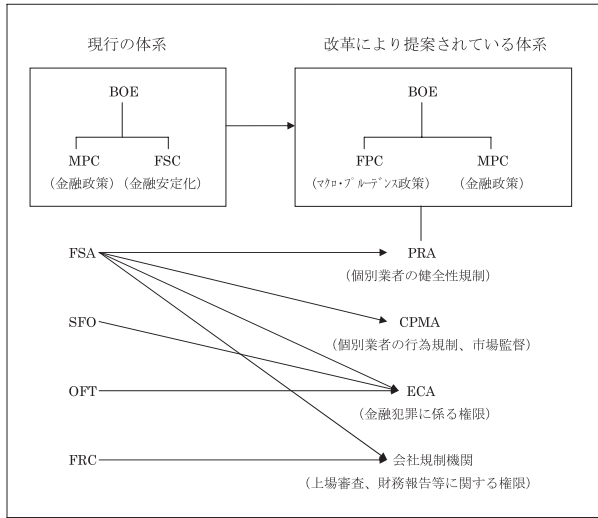
省にも法的・制度的枠組み維持のための財政的手段がほとんど定められていないことは大きな欠点であろう。

二、新しい枠組み

本稿の冒頭で紹介したように、二〇一〇年七月に財務省は金融サービス市場の新しい規制・監督体制を導入するための諮問文書を発表した。その諮問文書の中で、前節で説明した三者規制システムの最大の欠点として、金融システム全体を監視することを通じて金融不安定性を惹起する要因を認知し、協調行動をもってそれに対応する責任、職権または権限を有する単一の機関が存在しないことを挙げている。

この欠点を修正するために、諮問文書は金融サービス市場の規制・監督体制に関する大幅な改

図表 2 金融規制に関する現行の体系とその改革案



(出所) HM Treasury [2010]等により作成。

革を提案している。詳細を述べる前に、その枠組みの概要を記すと図表2のようになる。まずは、BOEの中にマクロ・プルーデンス政策を決定・実施する金融安定化政策委員会 (Financial Policy Committee、FPC) を新設する。これは、従来からある金融政策委員会 (Monetary Policy Committee、MPC) と同様に、BOE理事会の委員会として設置される。なお、FPCの新設に伴い、現在BOE (理事会) に設置されている金融安定化委員会 (FSC) は廃止される。

第二に、FSAを解体し、現在FSAが担っている機能を①業者の健全性規制、②リテール取引並びにホールセール取引に係る業務行為規制、③その他に分けて別組織に移管する。健全性規制はBOEの子会社として設立される健全性規制機構 (Prudential Regulation Authority、PRA) が担当し、業務行為規制は、単一の統合された行為規

制機関（法的にはFSAと同じ保証有限責任の私会社）として設立される消費者保護・市場機構

(Consumer Protection and Markets Authority)

CPMA)が担う。また、その他の機能に関して、インサイダー取引等の市場阻害行為およびその他違反行為に対する訴追権限は、現存の重大犯罪庁(SFO)、公正取引庁(OFT)等を統合して経済犯罪庁(Economic Crime Agency、ECM)を設置して移管することが検討されている。さらに、上場審査(UKLA)の機能についても、現存の財務報告評議会(FRC)を母体として新たな会社規制機関を設立し、そこに移すことが検討されている。

以上が財務省から諮問された新しい規制・監督体制の概要であるが、次にその中心であるFPC、PRA、CPMAについて少し詳しく見ていこう。これら三者の概要は本稿末の付図表にまと

めたので、以下ではその表を補足する形で説明していく。

(1) FPC

FPCの任務はマクロ・ブルーデンス規制(政策)の決定と実施である。平時において会合は少なくとも年四回開催されるが、市場の急変時には臨機応変に対応を協議することとなる。

その主な機能と権限は付図表に掲げたとおりだが、②については少し補足する必要がある。そこには「必要な行動を取る」とあるが、具体的には以下のような権限を有している。第一に、マクロ・ブルーデンス規制の遂行において、特定の脆弱性および不均衡に対処するために用いるべき具体的な規制手段を決定することである。第二に、PRA(および場合にに応じてCPMA)に対して規制手段を割り当て、さらにその運用に関する基

準（規制基準の定式化や計算方法など）を指示することである。第三に、マクロ・プルーデンス規制を遂行する上で決定することができる手段の範囲や規制範囲など、FPCがマクロ・プルーデンス規制の実施に関して必要と判断する変更を財務省に勧告することである。

金融政策との整合性に関しては、MPCとFPCに共通のメンバーを参加させること、両会合の連続性を保つことによって、その整合性を図ることが記されている。具体的には、前者に関しては、BOEの総裁と副総裁二名（金融安定、金融政策の各担当）が両委員会のメンバーとなることによって、両委員会の政策決定に対する調和（整合性）と情報共有を図る。また、後者に関しては、両委員会が互いの最近の決定を十分に考慮できるようにすることが諮問文書で述べられている。

また、当然のことながら、FPCはその権限外のことにつき決定することはできないが、金融政策その他のBOEの活動に関連して金融安定を維持するために必要であるとFPCが判断したことについては、BOEの理事会に勧告を行うことができる。例えば、金融セクターにおける相対的な流動性不足があるとFPCが確信する場合には、BOEの流動性保険機能を用いて必要な流動性を供給すべきことを理事会に意見表明することができる。

(2) PRA

PRAの基本的な任務は、個別業者の健全性規制（ミクロ・プルーデンス規制）である。その規制対象となる業者並びに業務を決定する権限は財務省にあり、諮問文書では対象業者として銀行およびその他預金受入機関（住宅金融組合、信用組

合など)、ブローカー・ディーラー(投資銀行を含む)、保険会社(友愛組合を含む)が、また対象業務として預金受入れ、保険契約の発効と実行、本人の資格で行う投資物件の取引が挙げられている。ただし、FPCは金融サービス市場の展開に应じて新たな業者や業務をPRAの規制対象とするよう財務省に勧告することができる。

また、付図表にもあるようにPRAは業者に影響を与える重要な規制上の決定(認可、監督、規制遵守の執行など)を下さなければならないが、それを非執行役員が多数を占める役員会で決定することは困難である。そこで、そのような決定はPRAの執行役員が行うか、または役員会の執行メンバー(会長、最高執行責任者、金融安定担当のBOE副総裁を含む)が多数を占める執行委員会を組織して、重要な規制上の判断と決定に関する責任を役員会から執行委員会に委任する方式を

取る方針である。なお、執行委員会には、利益相反等の問題がないときには、場合に应じて非執行役員をメンバーとすることもできる。この執行委員会の重要な機能は、規則のみに基づく判断に縛られることなく、監督により得られた情報に基づく判断も重視することによって、健全性規制にバランスを取ることにある(諮問文書にいう「判断に基づく健全性規制(Judgement-led prudential regulation)」)。

(3) CPM A

CPMAの基本的な任務は、すべての業者の業務行為規制(PRAの規制対象外となる業者の健全性規制も含む)および市場管理を通じて、最終的には金融商品・サービスの個人消費者を保護することである。その規制対象は、リテール市場およびホールセール市場で活動するすべての金融

サービス業者並びに市場で取引に参加している顧客等である。⁽³⁾ また、投資物件の取引所など(多角的取引システムの提供業者も含む)の市場の監督もCPMAが担う(ただし、上場審査に関する機能は上述したように他の機関に移管される予定である)。これには店頭市場などでの場外取引も含まれ、したがってそれらの取引所、市場で取引されるすべての金融商品、派生契約もCPMAの規制対象となる。ただし、金融システムの安定を保護するシステムック・マーケット・インフラストラクチャーの重要な役割に鑑みて、決済システムおよび集中清算機関(CCPs)の規制と監督はBOEに移管する。

このように、CPMAはすべての業者を規制対象とするため、PRAによる健全性規制を受けていないすべての金融機関の認可と監督にも責任を持ち、それらの業者に対する健全性規制の枠組み

も定める。つまり、PRAの規制を受けていない業者の認可(PRAの規制を受けない業務に関する許可)に加え、PRAの規制を受けている業者による業務行為を伴うすべての規制業務に対して許可を与えることとなる。ここで、CPMAの機能と権限を実際に遂行する場合の手続きについては、PRAの場合と同様に役員会は非執行役員が大半を占めるため、役員会を補佐する執行委員会を創設し、これが重要な監督上および規制上の判断と決定を下す責任を負うような体制をとる。また、利益相反などの問題がない限り、非執行役員もこの執行委員会に参加することができる。

次に、主な機能・権限の⑤を補足しておく、CPMAは、金融オンブズマンサービス(FOS)、金融サービス補償機構(FSCS)、消費者金融教育団体(CFEB)に対するFSAの責任も引き継ぐが、特にFSCSが金融安定に果たす

重要な役割に鑑みると、FSCSはむしろPRAと密接に協調するであろう。

最後に、CPMAの透明性と説明責任に関してだが、付図表に整理した以外にも次のような措置を設ける。第一に、現在二〇〇〇年金融サービス法(FSMA)付属規定一がFSAに要求しているようなCPMAに対する苦情申立制度を整備すること。第二に、CPMAによる決定が不服な場合には、要件を備えていれば、その決定を上級不服申立審判所(Upper Tribunal)へ付託することができること。第三に、FSMAの第一二条および第一四条で規定されているような、財務省によるCPMAに対するレビューおよび重大な問題に対する調査権の行使である。

(4) 三者の関係

FPC、PRA、CPMA間の関係を考える上

で重要ことは、基本的にFPCはマクロ・ルール・デンス規制(政策)の決定機関であり、PRAとCPMAはその実施機関であるということである。つまり、FPCはマクロ・ルール・デンス規制を実施するうえで必要な規制行動(具体的な規制手段の行使など)をPRAおよびCPMAに要求することができ、これにはPRAとCPMAが定めている規則の改正要求も含む。また、システム・リスクを監視するために必要な情報を、法律にしたがってPRAとCPMAに求めることもできる。さらに、制度上の関係で言えば、特にPRAはBOEの子会社として設立されるため、予算の決定やその執行などの点でBOEの監督を受ける。CPMAの監督については諮問文書に特別の記述はないが、その法律的立場が現在のFSAに類似していることに鑑みれば、財務省が監督権限を有することになると推測される。

一方で、上述のようにマクロ・ブルーデンス規制の枠組みに基づいてFPCはPRAとCPMAに指示又は要求することはできるが、その枠組みの中でPRAとCPMAが遂行する日常的な規制・監督行動に関しては運営上の独立性が保証される。これにはPRAとCPMAによる各々の規則制定権限も含まれるが、金融安定に関して重要な影響を持つ規則を定めようとする場合には事前にFPCに諮問しなければならない。

このように、PRAとCPMAには運営上の独立性が認められているが、マクロ・ブルーデンス規制を有効に機能させるためには三者間の連携は不可欠である。この点につき、諮問文書は、PRAとCPMAの最高執行責任者がFPCのメンバーとなることによって、FPCと両機関の間の情報交換と意思疎通を図ること、FPC会合の前にPRAおよびCPMAはFPCメンバーに対し

て、各担当分野での重要な問題点（リスク等）やそれへの対処についての情報を与えることにより、その連携を図るとしている。

(5) 危機管理

金融危機およびシステムミック危機のような危機的状况において、BOEおよび財務省はどのように対応すべきかについて諮問文書は詳細に述べている。その内容は図表3に整理しているが、以下ではこの表に関して少し補足しておこう。

危機的状况におけるBOEおよび財務省の基本的な役割は次のとおりである。まず、BOEは、中央銀行、マクロおよびマイクロ・ブルーデンス規制機関、破綻処理機構として、規制対応および破綻処理対応の内容を決定し、実施する責任を負う。一方、財務省は、公的資金の投入を含むあらゆる決定をコントロールする責任を有する。これ

図表3 平時から危機時にかけての対応

機関（当局）		平時	リスクの出現時	危機管理
財務省		経済・財政政策	危機管理計画の策定	公的資金および国際的義務に影響を与える決定に対する相対的責任
BOE	本体	金融政策、中央銀行業務、主要インフラ	流動性保険（危機時に中央銀行が銀行に対して流動性を保証するもの）の実施	緊急流動性の供給
	FPC	リスク、脆弱性および不均衡の監視：マクロ・ブルーデンス手段の利用	緊急の脅威に対応したマクロ・ブルーデンス手段の適用	—
	PRA	業者に対する通常の健全性規制	高度な監督と介入	SRR および危機介入の発動
	SRU	—	危機管理計画の策定	SRR の実施

（出所） HM Treasury [2010]、p.48より作成。

らの役割を効果的に遂行するためには両機関による緊密な協力が必要であることは言うまでもない。

では、具体的にどのように対応していくのだろうか。付図表のFPCの説明責任・透明性の項にあるように、危機的状况にいたる以前の平時においてFPC委員長（BOE総裁）は六カ月毎の金融安定レポート（FSR）の公表後に財務大臣と会合を持ち、金融サービス市場の状況について説明しなければならない。さらに、危機的状况の萌芽が見られ、公的資金投入の必要が生じる可能性が明らかになったらすぐに委員長は財務大臣に通知する。この通知がなされると、財務省とBOE（および他の当局）は協力して金融安定を確保する一方で、公的資金投入の必要を最小にするための危機管理計画を策定することとなる。この段階において、財務省は公的資金の投入ルート（緊

急貸付支援、破綻処理に対する公的資金投入、B O Eにより要求される政府補償のいずれを通じて投入するか⁽⁴⁾を最終的に決定する。

さらに、諮問文書では、金融安定に対する脅威に対処するツールとして以下のようなものが掲げられている。まず、B O Eの金融政策を通じた緊急の流動性供給手段として、今次金融危機でとられた国債、社債、C P等の買入スキームが有効であろうとしている。次に、図表3にあるようにリスク出現時にとられる「高度な監督および介入」である。これに対する権限は主としてP R Aに与えられる予定である。具体的な内容としては、すでに定められているものとして、業者による回復計画および破綻処理計画（R R P S）の策定があり、P R Aがこれに関する規則を定め、実際に業者から提出されたR R P Sを承認する権限を有することとなる。さらに、業者による条件付資本

（自己資本が毀損された場合に、自動的に自己資本に転換される債券）の発行を認めることや、業者に対して次のような管理行動を要求する権限を付与することを検討している。第一に、業者が回復計画に定めた行動を取ることができない又はその行動が不十分な場合に、業者が回復するための管理行動を取るよう要求することである（例えば、新株発行の要求など）。第二に、破綻処理を支援するために大規模グループの解体を要求することである。これら二つの要求を課す権限はP R Aに付与される。⁽⁵⁾第三に、現在F S Aが有している、（業者からの要請ではなく）F S A自体の発案による業者に対する許可の変更（または取消）権限の拡張である。これを利用して、アメリカの早期是正措置制度に類似した制度の導入などを検討している。この権限は、業者の認可権（許可を付与する権限）を有しているP R AおよびC P M

Aが有することとなる。

最後に、危機管理手段として二〇〇九年銀行法に定められている銀行に対する特別破綻処理制度（SRR）である。SRRによる破綻処理の手段には大きく安定化策（処理対象銀行の業務の一部または全部の存続を前提とした処理）と破綻手続（対象銀行の清算を前提とした処理）に分かれる。さらに、前者の手段として①対象銀行の業務の一部または全部の民間セクターへの移転、②ブリッジバンクへの業務の一部または全部の移転、③一時的な国有化があり、①と②はBOE（SRU）の、③は財務省の主導により行われる。また、破綻手続は裁判所が主体となる。新体制の下では、この特別破綻処理に関してBOE（SRU）のみならず、PRAも破綻した機関（銀行）をSRRの管理下に置くか否かを判断する責任を負うことになろうが、両機関が役割を遂行する上で混乱が

生じないように、SRRの運営はBOE（SRU）に責任を持たせることとしている。

以上が財務省によって二〇一〇年七月に提示された金融サービス市場に対する新しい規制・監督体制の概要である。今後は、二〇一一年半ばまでにこの改革を実施するための法案を提出し、最終的には二〇一二年までに必要な主要法令の成立を目指すとしている。なお、現行の規制・監督体制から新しい体制へスムーズに移行できるよう、法令成立までの期間に財務省、BOE、FSAは準備を整えることになっている。特に、早期に暫定的なFPCを設置し、財務省およびFSAと協力しながらマクロ・ブルーデンス政策の手段選定と市場監視を始める予定である。

三、マクロ・プルーデンス政策

イギリスで提案されている新しい金融規制・監督体制の概要を説明してきたが、現在の体制と大きく違う点はFPCによるマクロ・プルーデンス規制（政策）が追加されていることである。では、マクロ・プルーデンス政策とはどのようなものなのであろうか。巷間にはそれに関する多くの書籍、論文等が刊行されているが、Borio [2009]によれば一部でその考え方に誤解も散見されるという。以下では、Borio [2006, 2009]に基づいてマクロ・プルーデンス政策とは何かについて概観してみよう。

(1) マクロ・プルーデンス政策とは

Borio [2006, 2009]は、政策目的、リスクの焦

点、対象とするリスクの性質などの項目に分けてマクロ・プルーデンス政策とミクロ・プルーデンス政策とを対比させることによって、前者の定義と重要な特徴を浮かび上がらせている（図表4）。

まず政策目的だが、ミクロ・プルーデンス政策の目的が、経済全体に影響を及ぼすか否かに拘らず、個別金融機関の破綻のリスクを抑制し、それをもって消費者（投資家、預金者）の保護を図ることにあるのに対して、マクロ・プルーデンス政策のそれは、金融システム全般に亘る金融危機が出現するリスクを抑制し、マクロ経済に対する危機のコストを抑えることとしている。この政策目的から、各政策におけるリスクの焦点は、前者が個別金融機関であり、後者が金融システム全体ということになる。

上述した目的およびリスクの焦点の違いを前提とすると、各政策の対象とするリスクの性質も

図表4 マクロ・ブルーデンスとマイクロ・ブルーデンスの視点の比較

	マクロ・ブルーデンス	マイクロ・ブルーデンス
直接的な目的	金融システム全体に亘る危機の抑制	個別金融機関の経営危機の抑制
最終的な目的	生産（GDP）コストの回避	消費者（投資家・預金者）の保護
リスクの特性	集団的行動に依存（リスクは内生的に発生）	個別主体の行動は互いに独立（リスクは外生的に発生）
金融機関間の相関および共通のエクスポージャー	重要	無関係
健全性維持の対象・監督経路	システム全体のリスク（集計的リスク）の観点から捉える・トップダウン	個別金融機関のリスクの観点から捉える・ボトムアップ

（出所）Borio[2009]、p.32より作成。

のずと相違する。マクロ・ブルーデンス政策では、集計されたリスクを金融機関の集団的行動に依存するものとしてみる（内生的）。つまり、個々の金融機関がまとまって同様の行動を取れば、（個々の力は弱くとも、）金融資産の価格、取引数量に大きな影響を与え、これが最終的には経済そのものに相当の影響を及ぼすことができる。このことは、金融機関が集団的に同様の行動を取ることによって、市場全体で見たとときのリスク（集計的なリスク）に偏りが生じ、結果的に金融機関の健全性に強い影響（フィードバック効果）を及ぼすことを示唆している。一方、マイクロ・ブルーデンス政策はこのようなフィードバック効果を考慮せず、従ってリスクは外生的なものとして扱う。これは、個別の金融機関としてみる限り、その行動が価格や数量に大きなインパクトを及ぼすことはほとんどないことを前提としているため

である。

上記のマクロ・プルーデンスの視点とミクロ・プルーデンスの視点におけるリスクの焦点と概念の違いは次のような重要なインプリケーションを持つ。第一に、個々の金融機関で見たとき、その資産運用を十分に分散させ、リスク回避を図っていても、多くの金融機関による運用が同様の金融商品に集中していれば、その金融商品の価格下落は金融システム全体に悪影響を及ぼすということである。第二に、金融商品の価格が下落するとき、当該商品を売却処分することは個々の金融機関にとって正しい選択だが、こうした行動が集中すれば当該商品のみならず他の金融商品の価格下落にも波及し（リスクの内生性）、金融システム全体に悪影響を及ぼす。このような効果は、信用供与の縮小の過程でも見られる。これらのインプリケーションは、「金融システムが健全であるた

めには、個別の金融機関が健全であることが必要十分条件である」というミクロ・プルーデンス的な見解はもはや通用しないことを示唆している。なぜなら、金融システム内のリスクの内生性を考慮していないためである。

これまで述べてきた両政策の相違について、Borio [2009]はポートフォリオを管理の例えを使って以下のように説明している。個々の金融機関を個別銘柄とし、金融システムを個別銘柄のポートフォリオと考えてみよう。すると、ミクロ・プルーデンスのアプローチは「個別銘柄の損失に対して平等に注意を払う」ことに例えることができ、つまりその関心は個別銘柄の収益（個々の金融機関内でのエクスポージャー）にあるのである。一方、マクロ・プルーデンスのアプローチは「ポートフォリオ全体の損失に注意を集中する」ことに例えることができ、その政策遂行者はいわ

ばポートフォリオ・マネージャーである。つまり、その関心は、個々の銘柄の収益ではなく、ポートフォリオ全体のパフォーマンス（個別の金融機関の間に亘る相関したエクスポージャー）にあるのである。⁽⁶⁾

(2) マクロ・プルーデンス政策の側面

Borio [2006, 2009]は、マクロ・プルーデンス政策を決定、実施する場合に考慮すべき側面を二つ挙げている。一つは金融機関間の側面（所与の時点において、金融システムの中で集計的なリスクはどのように分布しているか）であり、二つ目は時系列の側面（時間とともに集計的なリスクはどのように進展していくか）である。

金融機関間の側面での主要問題は、相関したエクスポージャーの存在である。エクスポージャーの相関は、金融機関が同じ資産または同様の特性

を持つ諸資産（資産類）に対して投資するなどの直接的なエクスポージャーにより、または金融機関間のつながり（例えば、カウンター・パーティーの関係）に基づく間接的なエクスポージャーのために生じる。ポートフォリオの例えで言えば、これは正に分散不能な市場のシステムック・リスクにどのように対処するかという問題である。

この側面への対応指針は、システム全体に亘るリスクに対する個々の金融機関の影響度に応じてプルーデンス手段を調節することであり、これはトップダウン方式で行われることが望ましい。具体的には、システム全体に亘るテール・リスク（発生確率は低いが、発生した場合には巨額の損失を及ぼすこととなるリスク）を計測した後にそのリスクに対する個々の金融機関の影響度を計り、その上でそれに適合するようプルーデンス手

段（資本要件の適用、監視など）の程度を調節するのである。これは、金融システムへの影響度が大きい金融機関、いわゆるシステム上の重要な金融機関（SIFIs）にはより厳しい基準を課すことを含意しており、すべての金融機関に同一の基準を課す（例えば、すべての金融機関に対して共通の破綻確率となるように資本要件を調整する）マイクロ・プルーデンスのアプローチと際立った対照をなす。

時系列の側面での主要問題は、システム全体に亘る集計的なリスクが、金融システム内の相互作用および金融システムと実体経済との間の相互作用によってどのように増幅しうるかということである。これは、いわゆるプロシクリカリティ（循環増幅効果）の問題であり、その本質はフィードバック効果への対処である。つまり、景気拡張期には、リスク見通しの低下、許容リスクの増大、

資金調達制約の緩和、レバレッジの上昇、高い市場流動性、資産価格の高騰が相互に増幅するプロセスが生起し、潜在的に金融機関のバランスシートの過剰な拡大に結びつく。その後、このプロセスが不意に反転することによって金融ストレスが現れ、金融危機を増幅する。したがって、主要な政策上の問題は、金融システムに固有のこのプロシクリカリティをどのようにして弱めるかである。

この側面に対する指針は、好況期に資本のバッファを積み上げるように促し、それを金融上の重大なストレスが現れたときに利用できるような政策手段を整備することである。これにより金融システムがショックを吸収することができ、初期の金融ストレスのコストを抑制することに役立つ。さらに、資本バッファの積上げは、金融機関によるリスクテイクに対するスピード制限とし

て働くという点で、景気拡張局面における集計的リスクの積み上がりを抑制することに役立ち、結果的に金融危機のリスクも抑制するであろう。

このように、マクロ・プルーデンス政策を決定、実施する場合に考慮すべき側面が二つあるわけだが、Borio[2009]によれば、各側面に関する先行研究には差があるという。つまり、時系列の側面に関しては多数の先行研究があり、その効果に関する研究は進んでいる。⁽⁷⁾一方、金融機関間の側面に関しては先行研究が少なく、今後はこの側面での研究が盛んになっていくであろうとBorioは予想している。

四、結びに代えて

本稿では、現在イギリスの財務省から提案されている新しい金融規制改革案の内容を中心にその

関連する項目も含めて概説してきた。改革案では、最終的に中央銀行であるBOEが金融政策とマクロ・プルーデンス政策に責任を負うことになると。この点に関して懸念がまったくないわけではない。米田[二〇一〇]と井上[二〇一〇]は、両政策に利益相反が起きた場合の対処が将来的に問題となる可能性を指摘している。つまり、金融政策の目的は物価安定であり、マクロ・プルーデンス政策の目的は金融システムおよび経済の安定である。したがって、例えば、スタグフレーション時のように、物価安定のために必要な金融引締めが金融システムと経済を不安定化させる可能性がある状況ではどのように両政策間の整合を図るのであるうか。筆者が懸念するのは、結局は物価安定を優先する中央銀行と、経済安定を優先する政府との綱引きとなり、ここまで築いた中央銀行の独立性が侵されることである。

(注)

- (1) 覚書の詳細については須藤「一九九九」を参照されたい。
- (2) ここで言う四つの目的とは「市場の信頼性」、「公衆の啓蒙」、「消費者の保護」、「金融犯罪の削減」であるが、二〇一〇年金融サービス法により「公衆の啓蒙」が削除され、代わりに「金融安定」が追加された。
- (3) ここで、諮問文書には、ホールセール市場で取引に参加している金融サービス業者の法人顧客はCPMAの規制対象として明記され、個人顧客に関しては明記されていない。さらに、本文で述べたように現在FSAが有する市場阻害行為およびその他違反行為に対する訴追権限はECMに移管することが提案されているが、個人によるそのような違反行為の規制・監督までECMが管轄するか否かについては言及がない。したがって、個人顧客による市場行為の規制・監督もCPMAが担うものと推測される。
- (4) 政府補償とは、BOEが民間から金融商品を買入れ入れて流動性を供給すると、当該金融商品の価格が将来下落したときにBOEに損失が発生する可能性があるため、その損失を政府が補償することをいう。
- (5) 第一の要求については、PRAと行動を共にするBOEの特別破綻処理部門(SRU)にも権限が与えられるであろう。
- (6) ただし、ポートフォリオ・マネージャーはポートフォリオ

オ全体に対するリスクを外生的なものとして扱ったため、対象とするリスクの性質については、マクロ・プルーフデンスのアプローチをポートフォリオ管理とする例えは当てはまらない。

(7) 邦文文献としては小野「二〇〇九」、翁「二〇〇九」を参照されたい。

(参考文献)

- 井上哲也「二〇一〇」 「変容する中央銀行の役割…英金融庁解体がもたらすもの」、『金融ビジネス』二〇一〇年夏号、一六一―一七頁、東洋経済新報社。
- 翁 百合「二〇〇九」 「金融規制監督政策におけるマクロプルーフデンスの視点―金融危機後の新しい規制体系への模索」、『Business & Economic Review』二〇〇九年十二月号、一五七―二一四頁、日本総合研究所。
- 小野有人「二〇〇九」 「金融規制とプロシクリカリティ」 G20における金融規制改革論の現状と今後の課題」、『みずほ総研論集』二〇〇九年IV号、二九―七〇頁、みずほ総合研究所。
- 須藤時仁「一九九九」 「イギリスの新しい金融規制体系と監督システム」、『証券レビュー』第三九巻第八号、四五―五六頁、日本証券経済研究所。
- 米田健二「二〇一〇」 「嵐の中の船出となるか…英国金融制度

改革の成否』『金融ビジネス』二〇一〇年夏季、三四—三六頁、東洋経済新報社。

- Borio, C. [2006] “The Macroprudential Approach to Regulation and Supervision: Where Do We Stand?” Chapter 7 in *Erfaringer og utfordringer Kredittilsynet 1986-2006* (the special volume celebrating the 20th anniversary of Kredittilsynet), pp. 108-120, Kredittilsynet, Norway.
- Borio, C. [2009] “Implementing the Macroprudential Approach to Financial Regulation and Supervision,” *Financial Stability Review*, No. 13 (September 2009), pp. 31-41, Banque de France.
- HM Treasury [2010] *A New Approach to Financial Regulation: Judgement, Focus and Stability*, July 2010.

(たけいへい ききつじ・当研究所主任研究員)

付図表 FPC、PRA、CPMA の概要

主目的	FPC	PRA	CPMA
<p>主な機能・権限</p>	<p>金融システムの安定確保</p> <ul style="list-style-type: none"> 金融システムに与える集積的なリスクおよび脆弱性を認知し、それに対処することによって金融システムの強靱性を向上させること 金融システムを通じて不均衡に対処する（例えば、信用サイクルを平準化する）ことによって、マクロ経済の安定を強化すること <p>マクロ・フルーデンス規制（政策）の実施</p> <ol style="list-style-type: none"> 金融安定に対するリスクを認知するため 金融システムを監視すること 認知した脆弱性および不均衡に対処するために必要な行動を取ること（又は、適切な当局に行動を勧告すること） FPCの分析およびFPCが取っている行動に関する情報を議会、さらには公衆に伝えること 	<p>重要な健全性規制の対象となる業者の健全性規制・監督</p> <ol style="list-style-type: none"> 業者の安全性と健全性について判断を下し、適切な行動を取ること 業者による規制業務の遂行を規定する規則の制定（コア規制機能） 業者の認可（規制業務に従事する許可の付与、変更等） 業者の監督、および場合に依りての規制遵守の執行 業者において特定の管理職務を遂行する個人の承認 	<p>すべての業者の業務行為規制（PRAの規制対象外の業者の健全性規制も含む）および市場管理</p> <ol style="list-style-type: none"> 業務行為規制、健全性規制（PRAの規制対象外業者向け）の制定 健全性規制の対象外となるすべての規制業務に対する許可の付与（認可） 業務行為規則の遵守およびCPMAの付託権限に入る健全性行為の監督、並びに場合に依りてその執行 PRAによる健全性規制も受けている業者で、業務行為に関連した管理職務を遂行する個人の承認、および業者がCPMAにのみ規制されている場合には、管理職務を遂行するすべての個人の承認 PRA、CPMAの活動資金となる業者の負担金の徴収、FOS、FSCS、CFEBの監督並びにそれらに係る手数料の徴収

	PFC	PRA	CPMA
<p>役員会の構成</p>	<p>委員会メンバーとして11名（他に財務省の代表も参加するが、投票権はない） ・BOEから6名（総裁1名、副総裁3名 <金融政策、金融安定、フューゼンズ規制（新設）の各担当>、理事2名<金融安定、市場の各担当>）、その内BOE総裁がPFC委員長となる ・その他5名（CPMAの最高執行責任者1名、その他財務省が任命した者4名）</p>	<p>・役員会の人数は未定だが、役員会の大多数は財務省が任命する非執行役員で占めることとなる ・BOE総裁が役員会の会長を務める ・BOE副総裁（フューゼンズ規制（新設）担当）が最高執行責任者を務める ・その他にBOE副総裁（金融安定担当）とCPMAの最高執行責任者が役員を務める</p>	<p>・役員会の人数は未定だが、財務省およびビジネス・イノベーション・職業技能省（BIS）が任命する非執行役員がその大多数を占めることとなる ・PRAの最高執行責任者であるBOE副総裁（フューゼンズ規制（新設）担当）も委員会メンバーとなる</p>
<p>説明責任・透明性</p>	<p>・定期的（6ヵ月毎）に金融安定レポート（FSR）を発行 ・平時には会合を少なくとも年4回開催し、会合後6週間以内にその記録を公表 ・議会に対する説明責任として、FSR並びにPFCの活動を記したBOEの年次報告書を財務省を通じて議会に提出する。また、財務省特別委員会（TSC）によるPFCの活動の精査を受ける。 ・財務省に対する説明責任として、PFC委員長はFSRの公表後に財務大臣と会合を持ち、金融安定に関する問題について意見交換をする。その内容は公表される。</p>	<p>・BOE 理事会は、子会社として PRA を監督する責任がある。したがって、PRA は予算および報酬方針、その目的に対する達成度などの管理事項を BOE 理事会に説明する義務がある。 ・年次報告書を作成し、それを財務省および議会へ提出する ・英国会計検査院（NAO）の監査に服す ・要請に応じて、TSC に上級役員が出席する</p>	<p>・年次報告書の作成し、それを財務省および議会へ提出する ・年次公開会合（annual public meeting）の開催 ・諮問パネルの設置（現存する消費者パネル、実務家パネルのほか、中小企業実務家パネルの設置も検討中） ・FSA と同様の不服申立制度の導入 ・英国会計検査院（NAO）の監査に服す ・要請に応じて、TSC に上級役員が出席する</p>
<p>資金調達</p>	<p>MPC の場合と同様に金融機関から徴収した BOE の運営費用により賄う</p>	<p>規制を受ける業者からの負担金により賄う</p>	<p>規制を受ける業者からの負担金により賄う（FOS、FSCS、CFEB の業者負担についての規則も CPMA が定める）</p>

（出所） HM Treasury [2010] より作成。