

金融規制の変貌

大久保 良 夫

日本証券経済研究所では、二〇一六年以来、「国際金融規制研究会」を設け、国際金融規制改革の動向などをフォローし、議論を行っている。

筆者は、この研究会での議論などから刺激を受け、金融規制に関する国際的な議論を英国オックスフォード大学の教授陣が分かり易くまとめた『金融規制の原則』⁽¹⁾という本を日本の読者に幅広く紹介したいと考え、有志と一緒に翻訳を始めた。日本証券経済研究所の方々をはじめ、多くの方々のご協力やご支援を得て、今夏ようやく刊行することができた。多くの方々に感謝するとともに

に、この稿では、筆者が、関係者と一緒に本書の翻訳をしながら個人的に感じたことを記してみた。

金融規制は、危機によって大きく変貌する。一九三〇年前後の大恐慌は、現在まで続く米国の金融規制の基礎を形作った。戦後それが日本や欧州にも普及して、銀行業と証券業を分離し、金融機関を監督する仕組みと市場を監視する仕組みとを分ける考え方が定着した。二〇〇八年のリーマン・ブラザーズ証券の破綻に象徴される国際的な金融危機は、当然ながら、米英欧の金融規制への

信頼を揺がせ、そのあり方に抜本的な再考を迫るものであった。日本でも、その後の国際金融改革に沿って様々な規制改革が行われてきた。しかし、日本では、国際金融危機による経済への影響は甚大であったものの、バブル崩壊後の不良債権問題の処理に伴う改革に一応の成功を見たため、こうした金融改革も既視感をもって捉えられ、専門家を別とすれば、その背景に必ずしも大きな関心が寄せられてこなかったのではないかとと思う。しかし、本書を通読すると、金融危機後の、米欧の金融規制に対する考え方は、金融危機以前に比べて大きく変貌していることを改めて実感する。その変貌の特徴は何なのだろうか。また、それが、コロナ危機後の金融システムにどのような影響をもたらすのであろうか。

私見では、世界的金融危機後に行われてきた規制改革には、次のような三つの特徴が挙げられる

のではないかと考える。

第一に、主要国の金融規制が、国際的な改革と不可分となったことである。もちろん、国際的な基準作りを担うバーゼル委員会（銀行業規制）、IOSCO（証券市場規制）、IAIS（保険業規制）などの諸機関は金融危機前から活動しており、様々な基準を策定し、普及させる活動をしていた。金融市場がグローバル化するなかで、そうした諸機関の活動が重視されるようになってきたのは当然といえる。しかし、金融危機は金融規制における国際的側面の重要性を一挙に炙り出し、国際的な議論を加速化した。

二〇〇八年の金融危機直後に、それまでは財務大臣・中央銀行総裁の会議であったG20が首脳レベルの会議に格上げされ、金融安定理事会（FSB）を中心に検討課題（アジェンダ）を整理し、改革計画を作り、実施をモニターするという体制

が強化され、その活動が財務大臣・中央銀行総裁、首脳に定期的な報告されるという形が確立された。バーゼルⅢのような銀行の自己資本・流動性規制も、そうした新たな国際的枠組みの中で検討が進められてきた。特に、FSB自体が「グローバルでシステム上重要な金融機関（G-SI FIs）」を指定するといった仕組みは、金融規制が一国の仕組みから国際的な仕組みに転換したことを端的に象徴している。

金融危機後、国内の規制改革が国際的基準の策定の動きと連動していることも多い。もちろん各国にはその時々々の金融規制上の優先事項があるし、国際的基準が常に最善の規制というわけではなく、これに沿った対応が強制されているわけでもないが、国際的に合意された基準は原則的なものであり、個々に見れば総じて合理性を有している。また、国際的な金融センターを抱える国で

は、金融規制は直接グローバルな意味を持つており、国際基準と異なっているとかがあれば、その理由をマーケットに合理的に説明することが求められることが当然になっている。こうした金融規制の特徴は今後とも顕著になっていくものと思われる。

第二の特徴は、金融規制の視点が、金融業態ごとの規制によって個別金融機関の健全性や行動態様を中心に監督監視するという視点から、市場の様々なプレーヤーの機能とその相互関係とに視野を広げるとともに、金融システム全体の安定を明確に意識するようになったことである。この点は、いわゆるマクロプルーフデンスと呼ばれる考え方に象徴的に表れている。マクロプルーフデンスの考え方は、銀行・証券・保険・資産運用といった分野別の規制を越えて金融システム全体を機能的に見るべきであるという視点と、金融規制（特に

銀行の自己資本規制などを景気変動と関連付けて考え、規制が変動を増幅させる効果 (procyclicality) に注目してその水準を随時調整すべきであるという視点とを含んでいる。こうした観点を具体的規制に反映させるために、米国では財務長官を議長として各分野の監督組織の首脳がメンバーとなっている金融安定監督評議会 (FSOC) が設けられて活動しており、英国でも金融監督政策委員会 (FPC) が、EUでも欧州システムリック・リスク理事会 (ESRB) が、同様の役割を期待されている。

もちろん、金融規制は金融の安定のみを目標にするわけではなく、金融サービスの利用者や投資者の保護なども目的としている。しかし、金融危機後の規制改革の焦点は、金融機関業務と市場との関係を重視し、金融の安定を優先している。こうした考え方は、金融機関の業務と金融商品の性

格とが複雑に絡み合って金融の安定を脅かし、金融危機の大きな原因となったことを反映しており、その考え方は、証券化商品についてのリスク留保規制はもちろん、大口エクスポージャーの規制などにも表れている。また、金融の安定を損なうことなく大規模金融グループの破綻処理を可能にするという考え方も重視されるようになり、米国のドッド・フランク法は「秩序ある清算権限 (OLA)」を導入し、システムックに重要な金融事業体の破綻処理に対して銀行の破綻処理で使われているブリッジ機関を利用した処理などを可能にした。これは危機後の最も重要な改革のひとつであり、日本でもそうした考え方が導入されている。システムックに重要な金融機関が経営困難に陥った場合に備えて、事前に様々な事業の解体可能性を当局と合意しておく規制などにも、こうした考え方が表れている。

第三の特徴は、金融危機に対処するに当たり、公的資金は使うべきではない、という考え方を看板にしてきたことである。この点は特に米国において顕著であるが、EUの規制改革にもこうした考え方が強く窺われる。もちろん、金融危機を防ぐ事前策として、バーゼルⅢにおいて銀行の自己資本規制が大幅に強化されたことや、米国などのMMF改革などにもこうした考え方が背後にあるが、この考え方がより顕著に表れているのは、破綻処理の一つの形態としての「ペイル・イン」や「総損失吸収力(TLAC)」という概念により顕著に表れている。米国では、公的支援に対して制約を課すべきであるという考え方がさらに徹底され、ドッド・フランク法により、FRBが「最後の貸し手」として緊急貸出を行える権限が縮小されるまでに至った。

こうした考え方が前面に出された背景には、金

融機関の経営陣等に対する強い反発があった。公的資金により救済された金融機関に対する反発が公的当局への反発にもなり、金融機関の経営困難が生じた場合には、極力、銀行の債権者や株主の負担を通じ、市場で解決すべきであり、公的当局の役割は限られるべきである、という考え方が支配的になったのである。納税者の負担を回避し、モラルハザードを防ぐためには、今後ともそうした考え方が基本になるのは当然だと思われる。一方、新型コロナウイルス危機など、外的要因による金融システムの緊張に際して公的当局が金融安定のために積極的な関与をしていくことについては、危機当時のように金融関係当局の政策への反発が強いとは考えにくい。事実、各国は伝統的な考え方を乗り越えて、大胆な政策を展開しつつある。

金融危機後に導入された一連の措置が金融機関

の資本基盤などを強化し、金融システムが強靱性を増してきたことは疑いない。ただし、このような改革の有効性は、まだ必ずしも本格的には試されていないといつてよいだろう。危機後に積み重ねられた改革の大きな特徴は変わらないとしても、コロナ危機の経験などを踏まえて見直しを行う側面も生じてくることは十分に考えられる。特に、経済学者や法律家の一部には、FRBの権限縮小など、公的当局の危機対応権限を制限する措置は、将来の危機に対応する能力を制約するものだとして批判的な意見もある⁽¹⁾。『金融規制の原則』も、金融機関の破綻に伴う社会的なコストを勘案すると公的な救済措置の意義は必ずしも否定できないことを示唆している。

金融システムは、あらゆる経済活動を支える制度である。そのシステムを支える規制は歴史と政治との産物であり、どの国にも完璧なものはない。

い。金融システム自体も技術革新や規制裁定行為を通じ、常に変化する。また、規制が定着するにつれてその目的が忘れられ、意義が乏しくなる可能性もないとはいえない。『金融規制の原則』は、「金融に携わる法律家たちは金融規制の経済学的基盤を理解する必要があり、また、金融を研究する経済学者たちは法的・制度的上部構造をよく理解する必要がある。」(九六七頁)と述べ、それぞれの特長を併用するのではなく、システム全体を把握する必要を繰り返し説いている。平時から金融システム全体を視野に置き、その変貌を見極め、規制を検証していく姿勢こそが金融規制に対する信認を維持し、金融危機を防ぐ要諦であろう。

(注)

(1) 『金融規制の原則』ジョン・アーマー他著。明日の金融シ

システムを考える会談。大久保良夫・高原洋太郎監訳。金融財政事情研究会。二〇二〇年八月出版。

- (2) Alan Blinder, "After the Music Stopped-The Financial Crisis, the Response, and the Work Ahead", Penguin Press (2013), Hal Scott, "Connectedness and Contagion-Protecting the Financial System from Panics" MIT Press (2016) など。

(おおおくぼ よしお・日本投資者保護基金理事長)