



SHIGA UNIVERSITY

CRR WORKING PAPER SERIES J

Working Paper No. J-9

金融業務の変質とリスク管理

二上 季代司

2009年11月

Center for Risk Research
Faculty of Economics
SHIGA UNIVERSITY

1-1-1 BANBA, HIKONE,
SHIGA 522-8522, JAPAN

滋賀大学経済学部附属リスク研究センター
〒522-8522 滋賀県彦根市馬場 1-1-1

1、はじめに

米国のサブプライム・ローン (Sub-Prime Loan、以下、SP ローンと略) 問題に端を発した世界的な金融危機の背景・原因としてすでにこれまで多くの識者が優れた業績を発表している。

この論文では、経営危機に陥った投資銀行をはじめとする金融機関に焦点を当て、金融機関のビジネス上の変化とそれに対する規制・監督当局の対応の仕方を追跡する。

この作業により、監督当局が金融機関経営の変化に対応できなかったことが危機を引き起こした原因のひとつであること、また、それが現在、G20¹の間で議論されている金融規制・監督の枠組み改革を方向づけていることを明らかにしたい。

論文の構成は以下の通りである。

(1) SP ローンのデフォルト率が上昇し始めた 2007 年初頭から 2008 年 9 月のリーマンブラザーズ倒産にいたるまで、いくつかの金融機関が経営危機に陥っている。この経営危機の原因となった事態を検討すると、金融機関のビジネスに顕著な変化が生じていたことが分かる。そこで、この間の経緯を簡単に素描し、どのような変化が見られるか、問題点を整理してみる。

(2) 次に、こうした経営上の変化に対し、金融規制・監督の枠組にどのような漏れ・欠陥・不備があったのか、簡単にまとめてみる。

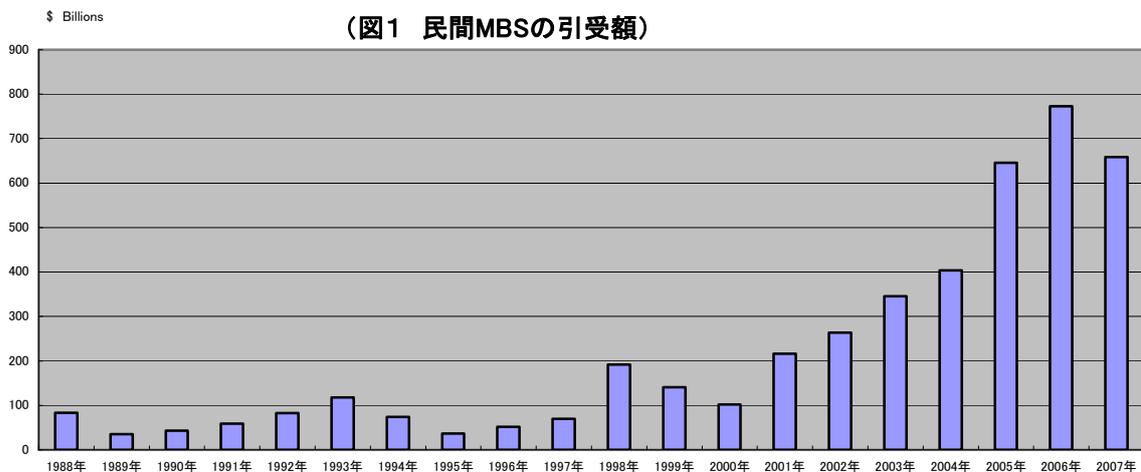
(3) リーマン倒産後、金融監督・規制の枠組みについて、アメリカ国内ならびに G20 で重要な改革案が策定されているが、その改革案を検討し、規制・監督上の欠陥・漏れ・不備をどのような方向に向けて改革しようとしているのか、現在、議論されている改革案を評価・論評する。

2、金融危機で明るみに出た金融機関経営の変質

(1) 住宅ローン担保証券 (Residential Mortgage Backed Securities) の変質

Chart1 Underwriting of Non-Agency MBS

(図1 民間MBSの引受額)



Resources) SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association), Fact Book, 2008.

* 本論文は、2009 年 9 月に中国大連市の東北財経大学にて開催された滋賀大学経済学部附属リスク研究センターと東北財経大学との共同研究報告会での発表をベースにしたものである。

1 日米欧の主要国および中国やインドなど新興国を交えた 20 カ国・地域を指す。

住宅ローン担保証券(以下、RMBS と略)は、元来は、政府関係機関である GNMA (Government National Mortgage Association) が一定の条件をクリアした住宅ローンに対して元利払保証を付け、この保証付きローンを裏付けにして組成・販売されていた。また政府保証はつかないが、一定の条件を満たした住宅ローンに対して、政府関係援機関 (Government-sponsored Entity) である FHMA と FHLMC が保証をおこない、これも証券化されている。このように直接、間接に政府保証のついた MBS は、Agency MBS と呼ばれている。

ところが 1990 年終わりごろから、この条件を満たさない、したがって政府保証のつかない住宅ローンについても、投資銀行が RMBS に組成し、販売する動きが広がっていった。これは政府関連機関が関与していないという意味で「Non-Agency MBS」と呼ばれる。この発行・引受額は 1990 年終わりごろから急増していく (第 1 図)。

もちろん、このすべてが SP ローンを裏付けとしたものではないが、Non-Agency MBS でなければ SP ローンの証券化が不可能であったことは確かである。ちなみに、2007 年末時点で、アメリカの住宅ローン残高 10 兆ドルのうち SP ローンは 1.3 兆ドルといわれている。

(2) 格付会社の変化

米国の債券発行市場では、格付会社 (Rating Agency) は不可欠の存在といわれている。

他方、米国では、RMBS のほかに、これを担保に優先劣後の仕組みを利用して再証券化商品 (CDO, Collateral Debt Obligation) がつくられているが、この過程で、組成 (originate) にあたる投資銀行は、格付会社に格付けを依頼するのが一般的である。

証券化および再証券化の格付けはその信用評価が複雑である分、格付手数料が高いこともあり、格付会社は、証券化商品の格付に積極的になって行く。ちなみに、上場会社である Moody's 社のアニュアルレポート (様式 10K) によると、2005 年～2007 年実績で、格付収入の内訳は、証券化商品等の「Structured Finance」が最大で 50-54%と、収入依存はきわめて高いことがわかる²。

「Structured Finance」の場合は、どのような仕組みにすればより高い格付が得られるか、格付会社はオリジネーターである投資銀行へのコンサルタントサービスも行っており、それが高い手数料となって反映している。これが後になって、格付業務 (公正であるべき格付サービス) とコンサルタント業務との利益相反行為として問題視されることになる。

(3) 金融保証業務の変質

金融保証保険業務に特化した「Mono-Line」と呼ばれる金融保証会社は、従来、地方債の元利払の保証業務を行ってきた。ところが、Non-Agency MBS の発行急増に伴い、MBS の金融保証業務をはじめようになった。Non-Agency MBS は Agency MBS とちがって政府の支払保証はつかないため、組成にあたる投資銀行や保有する投資家は、保証料を払ってモノラインの金融保証を求めたのである。モノライン各社は³、高い格付を武器に金融保証業務を行っていった。

他方、主として銀行の間で企業融資に伴う信用リスクをカバーするため、1990 年初頭に生まれたクレジット・デリバティブは、その主な取引形態である CDS (Credit Default Swap) を中心に、2000 年に入ると急速に拡大し始めた。

CDS 市場の取引対象は、「Protection」と呼ばれる。「Protection」の買い手は、契約期間中、年間ベースでプレミアムを支払う一方、売り手は、もし参照対象が、倒産などの「Default event」に遭遇すれば、「notional amount」(想定元本) 相当額を支払わねばならない。その際、買い手にとって売り手が契約不履行に陥るリスク (Counter-party Risk) をカバーするため担保を要求するのが一般的である。この担保は、売り手の信用状態の変化に応じて増加または減額の調整が

2 これ以外は、事業債など「Corporate Finance」が 20-23%、金融機関債が 14-15%、地方債など「Public Finance」が 12-13%となっている。

3 大手モノライン 5 社 (MBIA 社、アムバック、FSA、FGIC、アシュアード・ギャランティ) で保証引受残高総額の 8 割以上を占めるが、このうち証券化商品等「Structured Finance」の保証比率は平均して約 3 分の 1 である (2008 年 6 月末、各社アニュアルレポートによる)。

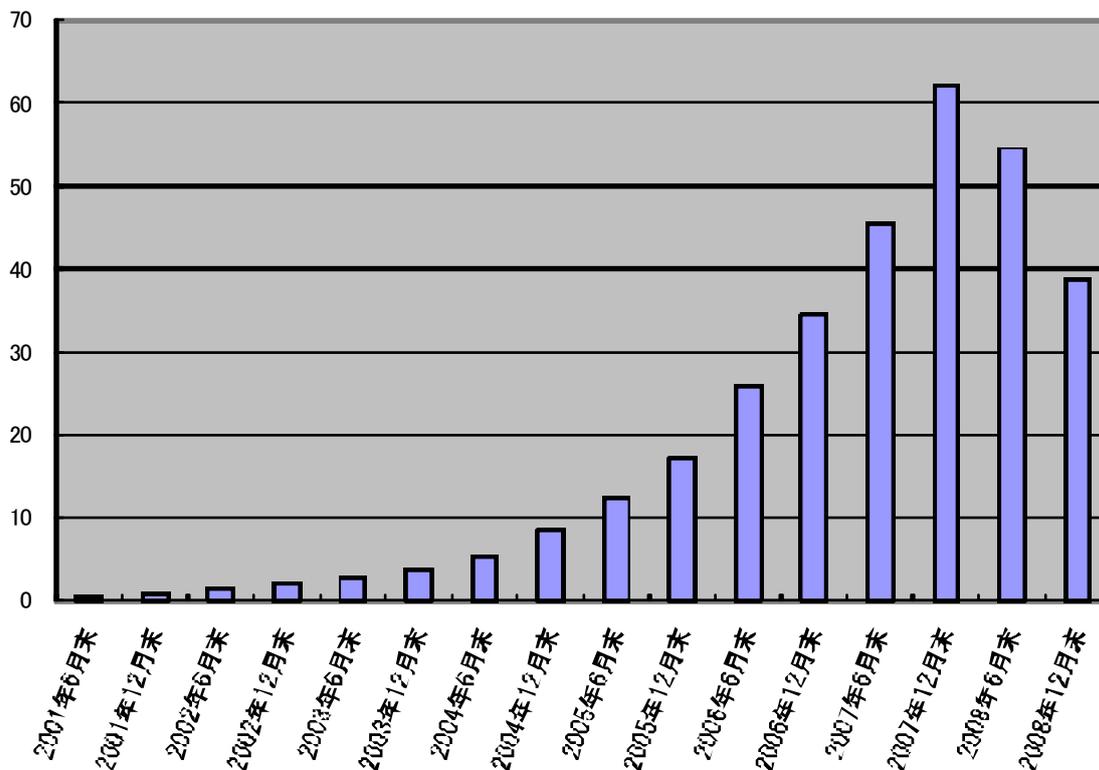
行われる。

この CDS によって、融資債権を持っている金融機関はプロテクションを買うことで信用リスクをカバーできることになる。ところが、当初、参照対象は企業融資債権であったのだが、2000 年ごろから SP ローンを組入れた RMBS や CDO に広がっていき、それが急増し始めた。

Chart2 The notional amount outstanding of CDS

\$ trillion

(図2 CDSの想定元本残高)



(resources) ISDA (<http://www.isda.org/statistics/pdf/ISDA-Market-Survey-results1987-present.xls>)

プロテクションの価格は、参照対象がもつ信用リスクの価格に相当し、この価格は、参照対象の「default probability、デフォルト確率」を反映する。ところが、SP ローンは比較的新しく、デフォルト確率を計算するための履歴データが絶対的に不足していた。このため、正確なデフォルト確率を計算するには限界があったはずだが、過去の類似のデータから類推した計算モデルを援用して価格付けを行ったのである。過去の履歴データに立脚しないという意味で、CDS の価格付けには恣意性が入りこむが、こうした恣意性は、すでにみた格付会社の格付け、モノラインの金融保証にも共通していた。

そうした背景として、資産価格が上昇し年々のデフォルト率が低水準であったという当時の景況感、「Financial Engineering、金融工学」への過信などが指摘できるだろう。

(4) SIV (特別投資事業体、Special Investment Vehicle) の変質

SP ローンは、2006 年末頃からデフォルト率が上昇し始め、2007 年夏になると格付会社が多数の MBS を一斉に格下げし⁴、これをきっかけにして「SP ローン危機」が報じられるようになった。危機の様相は、震源地がアメリカ国内であったにもかかわらず、諸外国の金融機関を含むグロー

4 Moody's 社は 2007 年 7 月 20 日に MBS399 銘柄、8 月 22 日にも 120 銘柄を一斉に格下げた。

バルな流動性危機という様相を帯びた。

すなわち、ドイツの IKB 産業銀行の流動性危機、アメリカの投資銀行ベア・スターン傘下のヘッジ・ファンド2社が破綻、フランスのBNPパリバ傘下のファンド凍結が報じられたのである。その後、11月には、米国のシティ・グループつづいて英国のHSBC（香港上海銀行グループ）が傘下SIV（特別投資事業体、Special Investment Vehicle）を本体に連結することを発表した。

もともとSIVは取引先企業の売掛債権を流動化するため、商業銀行が外部に設立し、売掛債権を裏付にしてABCP⁵を発行し、買取り資金にあてていたのである。その際、親銀行はCP借り換えが出来ないときの流動性を補完するため融資保証枠（Back-up Line）を供与していたが、「主たる受益者」⁶でない場合には、会計上、このSIVは「VIE」（Variable Interest Entity、変動持分事業体）と定義され、連結対象にしなくても良いとされた。すなわち銀行の自己資本規制の枠外に置かれていたのである。

ところが、ドイツのIKBやシティ・グループ、HSBCは、これを長期の証券化商品に運用して長短金利のspreadを稼ぐことに利用していた。すでに見たように、アメリカではSPローン組入れたRMBSを担保に、さらに、優先劣後の仕組みを利用して再証券化商品CDOがつくられていたが、このCDOのうち最も格付の高い「super senior CDO」を組入れていたのである。

格付がトリプルAなので信用リスクは無視でき、金利リスクだけに留意していればよい、と考えられていた。ところが、SPローンのデフォルト率上昇でRMBSの格下げが始まり、ABCPの裏付けとなっている「super senior CDO」の資産価値に疑念が持たれ、ABCPの買い手が借り換えに応じなくなったのである。このため親銀行は、バックアップラインの発動に迫られ、やむなく「super senior CDO」を買取るか、あるいは連結対象に組入れる等の措置に迫られた。

シティ・グループは、同様の境遇にあるバンカメ・グループ（Bank of America Corp.）等と計らって、共同のファンドをつくって、裏付け資産であるCDOの受皿にしようと試みたが、ファンドへの出資者が十分に集まらず、12月にこの計画は中止となる。この結果、シティ・グループは抱え込んだCDOの評価損を計上せざるを得なくなった。

シティ・グループは1990年代末に商業銀行シティ・バンクと保険業・証券業を中心とするトラベラーズ・グループが合併してできた金融コングロマリットであり、グループ内に証券化の組成・販売・トレーディングを行う部署を抱え、ここでも大きな損失を出していた。

かくして、シティ・グループは本体に抱え込んだSIVの資産の評価損そのほかにより2007年第4四半期に98億ドルの巨額の赤字に転落する（表1）。

Table1 Net revenue & Net Profit of Citigroup Inc. (consolidated)

(第1表 シティ・グループの四半期決算--連結ベース--)

Dollars in millions (単位 ; 100 万ドル)	2006年 第4四半期	2007年 第1四半期	2007年 第2四半期	2007年 第3四半期	2007年 第4四半期	2008年 第1四半期	2008年 第2四半期	2008年 第3四半期
Net Revenue 収益 (金利費用除く)	23,828	25,459	26,630	22,393	7,216	13,219	18,652	16,680
Net Profit before income tax 税引き前利益	5,129	5,012	6,226	2,212	-9,833	-5,111	-2,495	-2,815

Note) Net Revenue=All Revenue less interest expenses. Net Profit=Net Revenue less non-interest expenses, namely profit before income tax.

Resources) Quarterly Report of Citigroup Inc, various issues.

出所) シティ・グループの四半期報告書より作成。

それとともに、SPローン組入れのRMBSやCDOに金融保証を与えていたモノライン各社は巨額

5 通常のCPと区別してABCP (Asset backed CP) と呼ばれる。

6 「主たる受益者、primary beneficiary」とは、その事業体が生み出す損失の過半を吸収するか、ないしは残余利益の過半を受け取る者を指す。

の保証履行を迫られる恐れがでてきたため、これまた格付会社が一斉に「格下げ」を行った。このモノライン各社の格下げは、翻って、当該モノラインの金融保証の不履行可能性

「Counter-party Risk、カウンターパーティリスク」を高めたから、モノライン金融保証付きのRMBS や CDO を保有する金融機関は評価損を計上しなければならず、これがまた金融機関の財務悪化をもたらした。

同様に、CDS 市場においても、「Default event」の可能性が高まり、「Protection」の売り手が巨額の支払に迫られる恐れが生じたことから、売り手に対して契約不履行リスクが高まり、取引が事実上、ストップするとともに、既存の契約においてもプロテクションの買い手が売り手に対して追加担保を要求しはじめた。このことが、「Protection」の売り手、例えばAIGグループの流動性問題を深刻化させていくのであった。

以上のように、2007年夏のMoody's社によるMBSの一斉格下げを契機に、MBS、CDSの評価額引下げは、ABCP市場の流動性を枯渇させ、それを通じて親銀行が参加するinter-bank市場の流動性を逼迫させる一方、CDS市場における「カウンターパーティリスク」を高めて、これまた追加担保差し入れのため流動性逼迫を深刻化させていった。

(5) プライム・ブローカレッジ・サービス (Prime Brokerage Services)

すでに見たように、CDOのうち格付の高いものは、銀行または銀行が外部に設立したSIVが投資していたのだが、格付の低いCDOは主としてヘッジ・ファンドが投資していた。そして、既述のように、ベア・スターンズが組成・運用しているヘッジ・ファンド2社は、組入れていたCDOの資産価値が大きく毀損した結果、破綻した。この事件が、翌年3月の同社破綻の発端となる。

ベア・スターンズはヘッジ・ファンド向けのプライム・ブローカレッジ・サービス (Prime Brokerage Services、以下、「PBサービス」と略) ではトップクラスの業者である。PBサービスとは、特殊な投資技法を駆使するヘッジ・ファンド向けに、注文の執行・決済、融資や株・債券の貸付け、口座管理などを一括して請け負う業務である。

このサービスは、元来は、証券取引所の会員権を持たない小規模証券会社向けに提供されており、Correspondent Brokerage⁷と呼ばれていたのである。ところが、それが次第にヘッジ・ファンドにも提供されていき、Correspondent Brokerageとは区別してPrime Brokerageと呼ばれるようになった。

この業務は、ヘッジ・ファンドが高いレバレッジを駆使して頻度の高い取引を繰り返すので、手数料収入の増加が見込まれるほか、融資や株・債券の貸付けによる金融収益も期待できる。その意味で、非常に収益性が高いが、貸し倒れリスクもそれだけ大きい。そこでリスク管理の観点から、この融資や株・債券の貸し付けは、担保差し入れやHaircut⁸によってリスクをカバーしたレポ取引や担保付証券貸付の形態を取る。また、ヘッジ・ファンドの資金や投資資産も預かる。したがって、同社は債権者ではあるが、担保の受入や資産の預かりという面では債務者でもある。他方、同社は、融資資金や貸付け証券を調達するため、レポ市場や証券貸借市場を利用している。いうなれば、Prime Brokerage業務を通じてヘッジ・ファンドと投資銀行の間で双務方向の債権債務が形成され、レポ市場、証券貸借市場でも参加者の間で双務方向の債権債務が形成されるのである。

そして、前述のように同社傘下のヘッジ・ファンドが破綻して以後、ベア・スターンズの支払能力に対する疑念が表面化し、同社との取引を停止して資金を引き上げるヘッジ・ファンドが出る一方、投資対象のSPローン関連の資産価値低下で解約請求に追いこまれたヘッジ・ファンドからは追加資金の需要に迫られる事態になっていった。

この結果、ベア・スターンズは流動性で問題があるとの噂が広まり、2008年3月10日以降、

7 この名称は、NY市に拠点を持たない地方銀行向けにNY所在の大銀行が提供するCorrespondent Banking Servicesに由来する。

8 Haircutとは、担保に採った証券の値下がりによって担保価値が目減りすることをあらかじめ織り込んで、目減り予想分だけ減額して(Hair-cut)貸付を行うことをいう。

顧客からの急速な資金引き上げにあつて資金繰り難となり⁹、わずか1週間で資金が底を尽き、取引銀行である JP モルガン・チェースによって救済買収されるのである¹⁰。これは、「Bank run、銀行預金の取りつけ」と同様の事態が投資銀行（＝証券会社）に起こった事を意味する。ベア・スターンズの破綻を放置すると、取引先のヘッジ・ファンドに波及する恐れがあったという意味で、システミック・リスクの顕在化を意味した。

こうして、SEC の規制監督下にある同業者向けの Correspondent Brokerage に、規制監督外にあるヘッジ・ファンド向けの Prime Brokerage が加わることにより、レポ市場や証券貸借市場を通じて、取引先の契約不履行リスク (Counter-party risk) が市場全般に波及するシステミック・リスクに転化する可能性がでてきたのである。

(6) トレーディング業務の変質

2008 年に入ると、個別金融機関は自らを守るため、保有資産の処分に走り始める。前述のように、RMBS や CDO は事実上、取引が停止してしまっているため、それ以外の資産も売却されはじめる。その結果、大きく値下がり始めたのが、CMBS (Commercial Mortgage backed Securities、商業用不動産ローン担保証券) とレバレッジド・ローン¹¹であった。CMBS もレバレッジド・ローンも、SP ローンのようにデフォルト率が上昇したわけではないのに、値下がりした理由は、金融機関が本格的にバランスシート調整に乗り出したからに他ならない。

Table2 Financial Instrument owned; as of November 30, 2007, consolidated
(第 2 表 大手投資銀行の保有金融資産の内訳、2007 年 11 月末、連結ベース)

Dollars in millions	Lehman Brothers	Goldman Sachs	Bear Stearns	Merrill Lynch
Mortgage, mortgage and asset backed	89,106	54,073	46,141	28,013
US Government and agencies	40,892	70,774	12,920	11,219
Corporate debt and others	54,098	39,219	26,330	37,849
Corporate equities	58,521	122,205	32,454	60,681
Derivatives financial instrument	44,595	105,614	19,725	72,689
other	25,917	60,710	672	24,218
Total	313,129	452,595	138,242	234,669

Note(1), Figures of Merrill Lynch are as of December 30, 2007 (メリルリンチのみ 12 月末)

Note(2) Regarding Morgan Stanley, as of November 30 2007, non-subprime residential mortgage-related exposure, commercial mortgage-related exposure and US subprime mortgaged-related exposure are 16,500, 31,500 and 6,100 respectively (total 54,100).

(モルガン・スタンレーに関しては、純残高ベース——空売り分を除く——であるが、非 SP ローン関連の保有資産が 165 億ドル、商業用モーゲージ関連が 315 億ドル、SP ローン関連が 61 億ドル、計 541 億ドルである。)

Resources) Annual reports on 10K form.

[出所] 各社、アニュアルレポートより作成。

9 有力なヘッジファンドである Citadel や Renaissance Technologies がベア・スターンズから資金を引き上げたといわれる (“ Hedge Fund, once a windfall, contribute to Bears Downfall”, Wall Street Journal, March 17, 2009)。

10 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.

11 信用リスクが高い (格付が BBB 以下) 借り手に対するシンジケート・ローンを Leveraged Loan といい、債券発行の形態を取るものを Junk Bond あるいは High-Yield Bond という。どちらも、借入金で企業買収をおこなう LBO (Leveraged buy-out) に用いられることが多い。

そしてCMBS等の急速な値下がり、CMBS保有額の比較的多かったリーマン・ブラザーズを直撃し、同社破綻の一因となる。同社の保有資産は、規模のわりに「Mortgage-related、不動産ローン関連」の割合が大きく、他社比較でも最大での891億ドルにのぼる。しかも、そのうち商業用不動産関連が389億ドルを占めている。同社は、急速な値下がり、Mortgage関連の評価損が膨らみ、英国のバークレーズや韓国産業銀行への身売り交渉に乗り出すが、これに失敗したことが報道された9月中旬、株価が急落し破綻した。

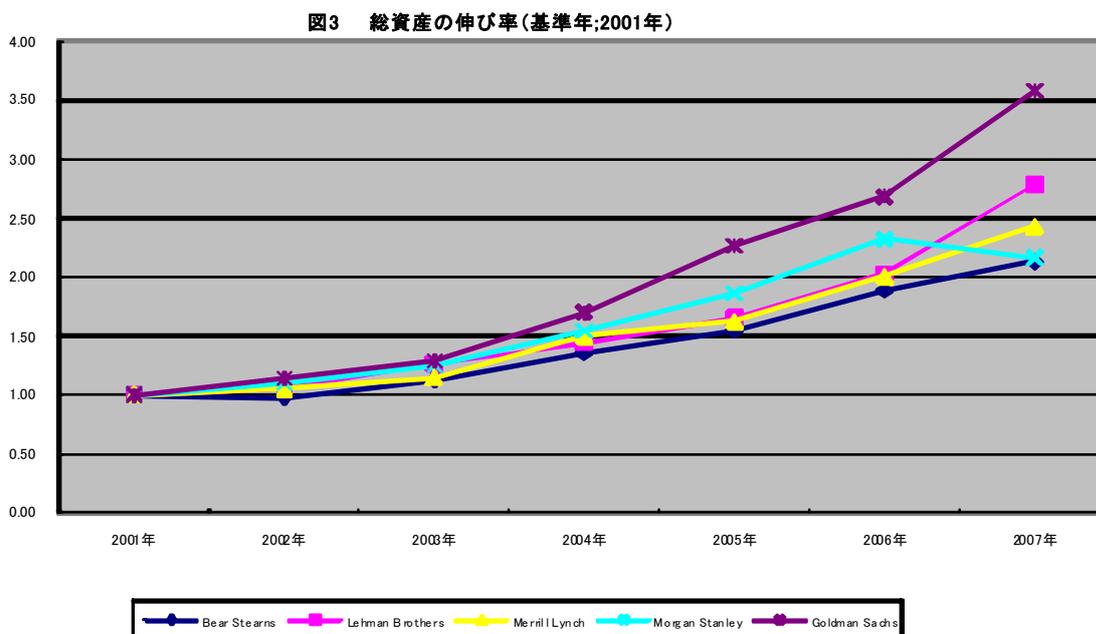
第2表は、大手投資銀行の「保有金融資産、Financial Instrument owned」の内訳を見たものだが、国債や株式、事業債のような伝統的な取扱商品よりも、Mortgage-related(不動産担保ローン)やデリバティブの保有残高が多くなっている。「事業債そのほか」(Corporate debt and other)の項目にも、ジャンク・ボンドやレバレッジド・ローンの占める割合は多い。

投資銀行の営業保有資産は、その動機から見て、①引受の段階で売れ残りを一時的に手持ちするか、あるいは②顧客の投資ニーズに応じて証券在庫として手持ちするか、③売買益を追及するために手持ちするか、の3つに分けられる。

1970年代までは、①引受の対象は、格付の高い優良な上場企業の社債ないしは新規上場企業の株式公開、②証券在庫ならびに③売買益目的としては、主として国債・地方債・事業債および店頭株であった。

ところが、1970年代終わりに、格付の低い企業の社債(ジャンク・ボンド)の引受が始まる。このジャンク・ボンドが企業買収における資金調達手段として利用され、発行額が増加していく。同じ頃に、前述したAgency-MBSの引受がはじまるが、住宅ローン証券化の仕組みが消費者ローンやリース債権などにも転用されて、住宅ローン以外の資産の証券化=ABS(Asset-backed Securities)の引受が拡大していく。そして証券化の対象は、通常の実業融資のほかに企業買収目的のレバレッジド・ローン、商業用不動産ローン(CMBS)、政府保証の付かない住宅ローン(non-agency MBS)へと拡大していく。

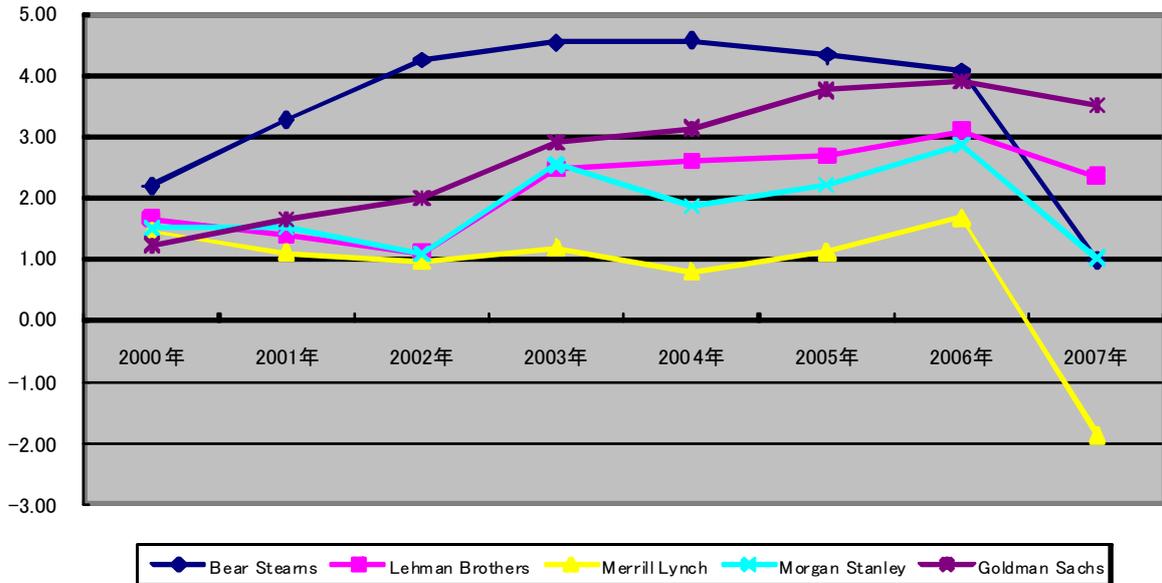
Chart3 Rising Ratio in Total Asset(starting point;2001)



Resources) Annual reports on 10K form.
[出所] 各社、アニュアルレポートより作成。

Chart4 Revenue Ratio of Principal Trading divided by Investment Banking

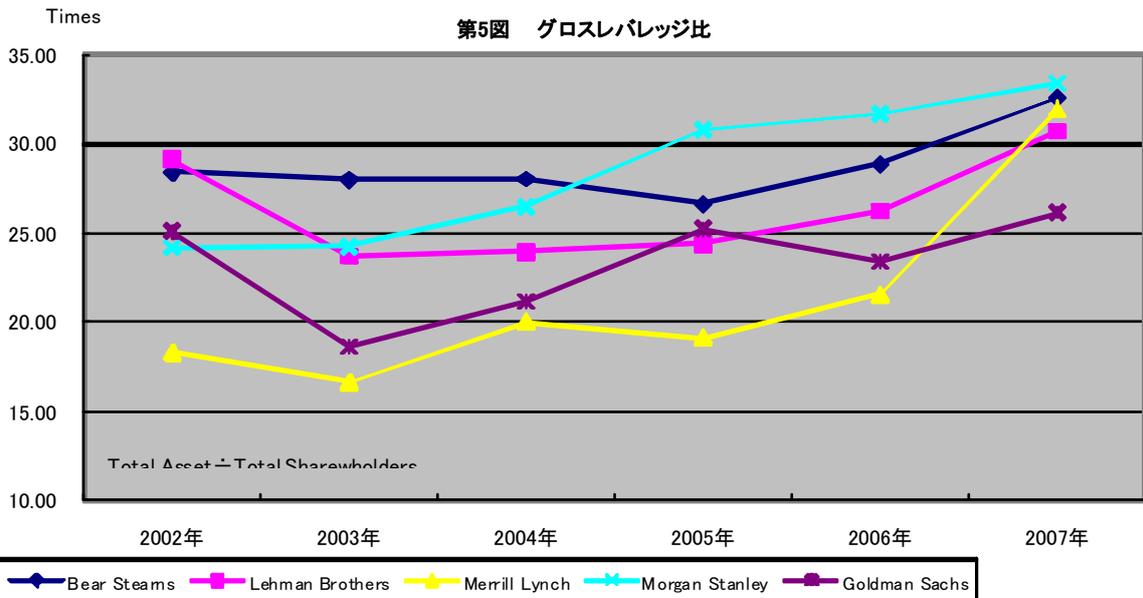
図4 投資銀行収益に対する自己売買益の



Resources) Annual reports on 10K form.
 [出所] 各社、アニュアルレポートより作成。

Chart5 Gross Leverage Ratio

第5図 グロスレバレッジ比



Resources) Annual reports on 10K form.
 [出所] 各社、アニュアルレポートより作成。

こうした証券化の広がり、次のような変化が生みだしていく。

第1に、証券化商品それ自体は特別目的体（Special Purpose Vehicle、SPV）が発行するもので、通常の事業会社ではない。投資銀行が外部からローンを購入して、証券化商品に仕立て上げるために便宜上、設立されるのである。したがって、発行会社のニーズに応じて引受けるのではなく投資銀行がみずから主導して組成し引受ける。いわば自作自演のビジネスである。

第2に、組成の前段階で投資銀行は「原材料」としてローンを手持ちする。このローン自体は、証券化によって流動化できるので、証券化ビジネスが円滑に進行している限りローン自体も売買され、投資銀行は、証券化商品の仕入れ原料として、あるいは売買目的で、こうしたローンを手持ちする。しかしローンの流動性は、あくまでも証券化によって支えられており、証券化商品の販売がストップすれば、当然、その流動性は消失するのである。

第3に、ローンを手持ちするとなれば、当然、信用リスクが付随してくる。そのリスクをヘッジすべく、CDS市場で「Protection」の売買が行われ、それがまた、保有金融資産の大きな割合を占めていく。

このように、近年の投資銀行は、もともと流動性のないものを仕入れて原材料とし、これを別の金融商品に作り変えて販売し、さやを抜くという、一種の製造業に近いビジネスに変化してしまった。第3図は、大手投資銀行5社の資産増加のテンポをみたものだが、2000年代に入ってバランスシートが膨張していることがわかる。また、第4図は自己売買益が投資銀行業務収益の数倍になっていること、第5図は手持在庫の資金繰りを借入金で賄って、株主資本利益率を引き上げようとしていることを示している。

3、金融規制・監督上の問題点

以上のように、近年のアメリカ金融・証券業界ではビジネス上、いくつかの重要な変化が生じていたが、これに対して、次のような金融規制・監督上の問題点が生じていた。

（1）規制・監督の欠如、漏れ

〔Mortgage Bank〕

Agency MBSには政府が関与しており、その対象ローンも一定の条件・審査が行われる。ところがNon-Agency MBSでは、政府の関与しない民間ベースの住宅ローンが対象である。その住宅ローンの供与は、国法銀行、州法銀行、貯蓄金融機関のほか、Mortgage Bankによっても行われていたが、Mortgage Bankには連邦規制機関に監督権限がないのであった。

すなわち、連邦準備制度理事会（FRB, Federal Reserve Board）は、貸付真実法（Truth Lending Act）に基づいて住宅所有者を保護すべく債権者を規制する権限をもつが、規制対象は原債権者に限定されており、かつまたMortgage Bankは対象外なのであった。このため、所得の無いものに融資をすることについての規制がMortgage Bankには及ばないのであった。

〔Rating Agency〕

格付は、証券化商品の販売可能性を実質的に左右している。しかも、格付は、後に見るように銀行の自己資本規制において信用リスク量を計算する際の基準としても利用され、公的性格が強くなっている。にもかかわらず最近まで、登録義務が課せられていなかった。そこで、格付機関に対しては2006年「信用格付機関改革法」によりはじめて登録義務が課せられた。しかし、その規制内容は緩く、とりわけ証券化商品の格付において、その原資産や仕組みに関する情報開示がなされていなかった。

〔保険会社〕

モノラインおよびCDSプロテクションの最大の売り手であったAIGなど保険会社は、その設立根拠は各州に委ねられている。したがって保険会社の規制・監督は各州によってしか行われておらず、連邦レベルでの規制・監督権限が欠如したままであった。

〔OTCデリバティブ〕

CDSは取引所で行われておらず、個別に各業者が相手方と契約する取引形態であり、定義上、OTCデリバティブ（Over-the-counter Derivatives）の一種とされる。このうち、証券形態を取

らない OTC デリバティブは、「商品先物近代化法」により、「商品先物法」の適用外とされている。したがって、先物取引に関する監督権限をもつ CFTC (Commodity Futures Trading Commission) の監督の枠外にある。

[ヘッジ・ファンド]

ヘッジ・ファンドは株式・債券市場のみならず、外為・コモディティ市場、レポ市場や証券貸借市場、デリバティブ市場できわめて大きな売買シェアをもち、したがって、システミック・リスクの波及経路に点在している。ところがそのヘッジ・ファンドが規制の枠外にある。

不特定多数の投資家から資金を募るファンドは「投資信託」と規定され、1940 年投資会社法 (Investment Company Act) によって登録義務・開示義務が課せられる。また、ファンドの運用業者も 1940 年投資顧問法 (Investment Advisors Act) によって登録義務・開示義務・行為規制が課せられる。ところがヘッジ・ファンドは特定少数の富裕層や機関投資家から資金を募るため、投資会社法および投資顧問業法の対象外とされ、規制・監督対象の枠外にある。

(2) 規制・監督の不備

他方、連邦レベルですでに長い歴史をもつ銀行および投資銀行・証券会社にたいしても規制・監督上の不備があった。

[QSPE、VIE の取扱い]

すでに見たように、銀行そのほかの金融グループが特別事業体 (Special Purpose Entity) を社外に多数、設立して MBS や CDO に投資していた。ところで、米国財務会計基準審議会 (FASB、Financial Accounting Standards Board) の会計基準書によると、ある一定の条件を満たせば適格特別事業体 (Qualified SPE) とみなされて連結対象から除外してもよく、その条件を満たされなくても、「主たる受益者」でなければ「VIE」と定義されて非連結が許されている。

したがって自己資本比率規制は、MBS や CDO に巨額の資金を投じさせる恐れを阻止できないのであった。

[投資銀行の監督体制]

投資銀行は、法的には証券会社であり、SEC (Securities and Exchange Commission) の監督下にある。しかし、SEC の監督権限は証券会社単体であって、それを子会社としてもつ証券持株会社ならびにその傘下にある兄弟子会社や関連会社全体には監督権限が及ばない。

すでにみたように、投資銀行は、証券業務だけではなく、ローンの実行や保有、売買などの金融業務のほかデリバティブ等など多様な業務を営んでいるが、この多くが持株会社傘下の別会社として経営されており、その限りにおいて SEC の監督権限外にあった。

他方、シティバンクや JP モルガン・チェースなど商業銀行も、銀行持株会社形態のもとで、証券子会社を設立し、証券業務そのほかの業務を行っているが、銀行持株会社の場合には、中央銀行である FRB が親会社である持株会社および子会社・関連会社を含む連結ベースで、銀行監督の国際的基準となっているバーゼル基準に立脚して監督している。しかし、大手投資銀行はそうになっていないのであった。

第 2 に、銀行の場合には預金保険公社 (FDIC、Federal Deposit Insurance Corporation) が経営危機に陥っている銀行に対し、早期是正措置をとるほか、財産保全人・破産管財人となるのなど更正・破産手続きを主導できるほかブリッジ・バンクのような承継支援策を取ることが出来る。このように、銀行が経営危機に陥った場合には、ソフト・ランディングな破綻処理制度が整っているが、証券会社にはそれが無いのであった (保険会社、商品先物会社にも無い)。

したがって、証券会社、保険会社の場合には、経営危機に陥った場合には、混乱を恐れて救済するか (ベア・スターンズ、メリル・リンチや AIG の場合)、もしくは破綻を放置して大混乱を招くか (リーマン・ブラザーズ) の二者択一しかない。これも監督上の不備というべきであろう。

もっとも、第 1 の不備に付いて、SEC は 2004 年に CSE プログラム (Consolidated Supervised Entity Program) を創設して、連結ベースで監督できる仕組みを整えた。この監督プログラムは、

銀行持株会社と平仄を合わせ、バーゼル基準に立脚するものであった。にもかかわらず、この監督対象となった大手投資銀行5社は、リーマンの破綻、ベア・スターンズとメリル・リンチが銀行グループに買収されて消え去り、残ったモルガン・スタンレーとゴールドマン・サックスは銀行持株会社に組織変更し、いずれにせよSECのCSEプログラムはその監督対象がいなくなった。CSEプログラムは失敗したのである。

そこで、規制・監督上の欠如・漏れ・不備がどのように是正されようとしているのか、を見る前に、このCSEプログラムの創設の経緯や内容について、やや詳しく見てみたい。

(3) CSEプログラム (Consolidated Supervised Entity Program)

[経緯]

SECがCSEプログラムを創設した理由は2つであった。第1に1999のグラム・リーチ・ブライリー法 (Gramm Leach Bliley Act) 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、すでに見たように持株会社を監督できないSECの監督体制に大きな欠陥が生じた。

第2に、2002年に採用されたEU (欧州連合) の金融コングロマリット指令 (Financial Conglomerates Directive) 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ない。この指令は2005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ない。そのコストは1社あたり年間800万ドルと見積もられた¹²。

以上の2点により、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、2004年8月に施行した。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2004年にはバーゼルⅠに代わる新しいバーゼル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。これが後に、問題視されることになる。

[内容]

まず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。

・証券持株会社の資本要件

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。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) は、バーゼル基準の自己資本比率を月次で10%以上維持することを求めている。

・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、以前から、SEC規則に基づきNCルールが適用されていた。しかし親会社がバーゼルⅡに基づき所要自己資本を計算しているため、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。そこで、この点につきやや詳細に見ておこう。

現行のNSルールを公式化すると、次のようになる。

正則は、正味資本が25万ドル以上かつ総負債の6・2/3以上である。逆数で表現すると、負債倍率 (負債÷正味資本) は15倍以内となる。これに対し、代替則は正味資本が25万ドル以上か

12 SEC, "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]

つ対顧客勘定受取債権（主として信用取引勘定よりなる）の2%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大手投資銀行は、代替則を採用しており、負債倍率 15 倍以内の制約にあるわけではない。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。

SEC Net Capital Formulation (SEC のネット・キャピタルの公式)

Total capital (総資本)		Deductions (控除額)		Net capital (ネット・キャピタル)
<ul style="list-style-type: none"> GAAP equity plus (会計原則上の株主資本プラス) allowable subordinated debt and credits (適格劣後債務) 	— (マイナス)	<ul style="list-style-type: none"> illiquid assets (非流動資産) most unsecured receivables (無担保債権の大部分) operational charges proprietary positions haircuts (保有証券のヘア・カット) 	= (イコール)	<ul style="list-style-type: none"> Liquid capital available to meet requirements. (資本要件を満たすべき流動資産)
Net capital (ネット・キャピタル)	— (マイナス)	Requirement (資本要件)	= (イコール)	Excess capital (余剰資本)
<ul style="list-style-type: none"> Liquid capital available to meet requirements. (資本要件を満たすべき流動資産) 		<ul style="list-style-type: none"> Basic Method (正則) Greater of \$250,000 or 6-2/3 percent of aggregate indebtedness (総負債の6・2/3%か25万ドルのいずれか大きい方) or (または) Alternative Method (代替則) greater of \$250,000 or 2 percent of customer-related receivables (顧客関係資産の2%か25万ドルのいずれか大きい方) 		<ul style="list-style-type: none"> Net capital above requirement.

(出所) GAO (General Accounting Office) ,
“Risk-Based Capital, Regulatory and Industry Approaches to Capital and Risk,” July 1998, p132.

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 Haircut 部分やデリバティブの

Counter-party Risk 等、信用リスク部分の控除額算定について、VaR (Value at Risk) 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 11 社の 2003 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 40%、実額で 130 億ドルが節約できるという¹³。すなわち 11 社で合計 130 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、2004 の CSE プログラム導入後、大手投資銀行の負債倍率は上昇していき、ベア・スターンズ破綻直前の 2008 年 2 月には、軒並み 30 倍を超えてしまったのである（前掲、第 5 図）。

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 10 億ドル以上、控除後ベースで 5 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 50 億ドル (早期警戒水準) を割りこむと SEC への報告義務が生じる。

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。

[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、10 のファクト・ファイディングとそれに基づき 26 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 1 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 2006 年 11 月に流動性レベルを引き上げる計画を開始し、07 年 5 月から 08 年 3 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。ということは、資本要件、流動性要件そのものが不十分だった可能性がある。

第 2 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 MBS 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 MBS 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。リスク管理システムに特定の証券集中の有無を認識し、過度のリスクを除去できるようにすべきである。

第 3 に、CSE プログラムでは、証券会社の正味資本ルール (Net Capital Rule) の適用を一部緩和して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。したがってレバレッジ比率の制限について再考する必要がある。

第 4 に、TM 部門はベア・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) があることを知ったが、これを同社に強く認識させなかった、等である。

以上のように見ると、SEC の監査部門は、金融コングロマリットにバーゼル II を適用するにあたって、すでにその問題点を把握していたことになる。

すなわち、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 3 つの柱から成り立っているが、第 1 に、所要自己資本比率の算定において、現行の基準は不十分であるということである。

次に第 2 の柱として、業者自身が VaR 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。しかし、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

13 SEC, *ibid.*

操縦など不公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、業者の健全性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）。このことは、監督にあたる当局自身が、常日頃、業者の自己資本戦略を検証し、柔軟に対処できる準備をしておかなければならない。しかし、これは、監督の裁量が入りこむ余地があるのである。

しかし第3に、銀行・証券・保険の垣根を越えた金融コングロマリットがグローバルに展開している以上、これらの健全性を監督する基準としてはバーゼル基準しかないのが現状であり、改善の方向としては、その手直しにとどまらざるを得ないのである。

そこで最後に、現状、議論されている、金融規制・監督の枠組にかんする改革案を見ておこう。

4、金融規制・監督の枠組の改革案

(1) アメリカ国内の改革案

金融危機の震源地アメリカでは、2009年6月、財務省が「総合金融規制改革」案¹⁴を発表した。これは次の5項目からなっている。

[金融機関に対する強力な監視と規制の促進]

銀行を保有するか否かに関わらず、「the largest, most interconnected, and highly leveraged institutions（大規模かつ相互接続性があり、レバレッジの高い機関¹⁵）」は、連邦準備制度によって連結ベースでの監視と規制を受ける。そして、監督上のギャップを埋め、政策協調と問題処理を促進し、金融機関と市場において発生するリスクを特定するため、省庁横断的な組織、「Financial Services Oversight Council、金融サービス監視員会」を設ける。

[金融市場に対する包括的な規制の確立]

今日の危機をもたらした重要な市場として、証券化市場とOTCデリバティブ市場をあげる。そしてOTCデリバティブについてシステミック・リスクを減じるため、規制され透明性の高い集合場所での執行および中央清算機関における決済を提案する。

[消費者保護の強化]

SPローンなど所得の無い人へのビジネスが横行したことに鑑みて、「Consumer Financial Protection Agency、消費者金融保護庁」の設置を提案する。

[破綻金融機関の処理制度]

FDIC（連邦預金保険公社）をモデルに、金融持株会社およびノンバンクの経営危機を処理する機関の新設を提案する。

[国際的規制基準の向上と国際協調]

4つの重要な問題（①自己資本規制、②金融市場のグローバルな監視、③金融機関の国際的活動に対する監督、④危機への介入・管理）に関する国際的合意に注力する。

以上の内容をもつ改革案は、今後、アメリカ議会で議論されるであろうが、アメリカ特有の金融規制・監督体制（連邦レベルと州レベルの二元的な監督体制の並存など）を反映している反面、金融市場・金融機関のグローバル化を反映して、多国間の金融規制・監督体制の標準化を反映している部分もある。そこで、次にG20「金融サミット」で議論されている金融規制・監督の改革案についてみておこう。

14 US Department of Treasury, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation*, 17 June, 2009 (http://www.financialstability.gov/docs/regs/FinalReport_web.pdf)

15 これは第一種金融持株会社（T1r1 Financial Holding Companies）と定義される。

(2) G20「金融サミット」の改革案

リーマン倒産直後の2008年9月、G20¹⁶の首脳が集まった金融サミットが第1回ワシントン(2008年11月)、第2回ロンドン(2009年4月)、第3回ピッツバーグ(2009年9月)で開催された。この金融サミットでは、G20の間で金融規制・監督の改革に関する重要な国際的合意および提案がなされた。ちなみに、第2回会合では「金融システムの強化に関する宣言」¹⁷が打ち出された。また、第2回会合にあわせて金融安定化フォーラム(Financial Stability Forum=FSF)が、「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¹⁸。

ところで、現状、金融規制・監督体制の改革は、欧米諸国のイニシアチブによって進められている。すなわちロンドン会合が開催されるまでに、①グループ・オブ・サーティ(G30)「世界金融改革の枠組」(09年1月15日)¹⁹、②EUの「ド・ラロジエール・レポート」(09年2月25日)²⁰、③英国の「ターナー・レビュー」(09年3月)²¹が公表されたが、ロンドン・サミットの前提「宣言」の内容には、これら3つのレポートの改革案・主張が多分に盛り込まれている。

今回の金融危機の発生源は米国であり、それが英国のシティを舞台に国際的な銀行パニックにまで発展し、そこで甚大な被害を受けたのは米国のみならず英国や欧州の金融機関であった。したがって、米国、英国、EUが金融規制・監督体制の改革に熱心なのは当然である。しかしながら、改革の内容は、後で検討するように、①金融規制・監督対象の範囲の拡大と②それに伴うマクロ・プルデンス規制(macro prudential regulation)の導入、③自己資本規制の見直し・強化、④資産評価・引当金基準の改善、⑤金融機関のリスク管理・報酬体系などがバランスの改善などであり、日本や中国など今回の金融危機に対して関与の程度が薄かった国・地域の金融機関にも大きな影響が及ぶ内容になっている。

この意味で、金融危機後の金融規制・監督体制のあり方、その改革の方向性を展望することは、日本や中国にとってもきわめて重要な課題である。

そこで、これまでに公表されているG30、ド・ラロジエール・レポート、ターナー・レビューを参考にしつつG20「金融サミット」における論点を簡単に紹介し、そこで何が提案され、合意されているか、整理してみる。

16 日米欧の主要国および中国やインドなど新興国を交えた20カ国・地域を指す。

17 G20, *Declaration on Strengthening the Financial System-London*, 2 April 2009, (http://www.g20.org/Documents/Fin_Deps_Fin_Reg_Annex_020409_-_1615_final.pdf)。

18 FSFは1997-98年のアジア通貨危機、ロシア金融危機をうけて1999年に設置された。各国財務省、中央銀行、金融監督当局および国際機関、基準設定機関の情報交換促進ならびに金融市場の監督・サーベイランスに関する国際協力の強化による国際金融の安定を目的に設置された国際的なフォーラムである。ちなみにプレスリリースに付属する形で①「金融システムの景気循環増幅効果への対策」、*Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*

(http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20090403_2/01.pdf)、②「健全な報酬慣行に関する原則」、*FSF Principles for Sound Compensation Practices* (http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20090403_2/02.pdf)、③「危機管理における国際的連携に関する原則」、*FSF Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management* (http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20090403_2/03.pdf)と題する3つの報告書を発表している。

19 G30, *Financial Reform, A Framework for Financial Stability*, 15 January, 2009.

(<http://www.group30.org/pubs/recommendations.pdf>) グループ・オブ・サーティ(G30、「30人委員会」)は元米国FRB議長のボルカー氏をトップとする世界16ヶ国の官・民トップが名を連ねる経済人集団であり、結成以来(1978年)これまでに重要な提案書をまとめている。

20 The High-level Group on Financial Supervision in EU chaired by Jacques de Larosiere, *Report*, 25 February, 2009. 欧州委員会がド・ラロジエール氏(元IMF専務理事・フランス中央銀行総裁)を委員長とするグループに検討を委嘱していた「欧州の金融システム改革のあり方」をまとめたレポートである。

(http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf)

21 Financial Services Authority, *Turner Review A regulatory response to the global banking crisis*, March 2009. 英国の金融監督機関(FSA)のターナー会長がまとめた規制改革案である。

(http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf)

①クロスボーダー規制（共同監督機関の設置と国際的連携）

第1に、世界的に活躍する金融コングロマリットそれぞれについて各国共同の監督機関（supervisory colleges＝「監督カレッジ」と呼ばれる）を設置することである。

この決定は第1回金融サミット（ワシントンで2008年11月開催）で合意済みであり、これまでに28の監督カレッジが設置²²、2009年6月までに残りすべてに監督カレッジが設置されることとなっている。

前掲のG20「宣言」では、監督対象を「金融システム上、最も重要なクロスボーダーの金融機関、most systemically important cross-border firms」と呼んでいるが、その個別機関の特定、監督カレッジのガイドラインの策定、ならびに当該金融機関に関するクロスボーダーの危機管理の非常時計画（contingency planning）の立案、マクロ経済上、金融上のリスクの高まりに対処するために必要な行動の立案、IMFとの協働で早期警戒を立案することなどは、「金融安定理事會」（Financial Stability Board＝FSB）があたることとされる。ちなみに、FSBは現行の「金融安定化フォーラム」（FSF、前傾注3）を改組したものであるが、FSFの従来の機能に上記の機能を追加、権限強化したのである。

そして国際的連携としては、クロスボーダーの銀行が破綻した場合の処理の国際的な枠組を策定するため、IMF、FSB、世界銀行およびバーゼル銀行監督委員会による取組みを支援すること、等が謳われている。

もっとも、この「監督カレッジ」に期待される役割について、英国の「ターナー・レビュー」の評価は限定的である。その理由として、監督対象となっているクロスボーダー金融機関が経営危機に直面したとき、これに対する財政支援は国家ベースで行わざるを得ないからだという。

②健全性規制（Prudential Regulation）の強化

第2の論点は、金融機関の健全規制の強化である。具体的にはその中軸となっている自己資本規制の見直し・強化である。現行バーゼルⅡにおける自己資本規制について、2つの面から問題視されている。1つは景気変動増幅効果（procyclicality）であり、第2はトレーディング勘定における資本賦課についてである。

[現行自己資本規制の procyclicality]

まず前者についてみると、現行の自己資本規制比率はリスク・ベースの資産に対する所要自己資本の比率と定義されており、信用リスクが低下する好況期には比率が上昇して投融资を拡大させ、信用リスクの高まる不況期には低下して信用収縮をもたらす、景気循環増幅効果があるとされてきた。そこで、前掲のG20「宣言」では、景気回復が確かなものとなってからであるが、資本バッファ²³の導入、自己資本の質の強化、現行最低水準8%の妥当性の検証を主張している。

現行自己資本規制の景気変動増幅効果については、かねて指摘されており、例えばスペインでは、すでに資本バッファ制を導入している。EUの「ド・ラロジエール・レポート」、英国の「ターナー・レビュー」とともに資本バッファの導入、8%水準の引き上げを主張している。さらに「ターナー・レビュー」は、自己資本の質を強化するため、中核的自己資本（Tier I）の中でも資本として質の高い普通株や利益剰余金等からなる狭義の中核的自己資本（Core Tier I）という概念を導入し、これを4%以上、Tier Iを8%以上にすることを提案している。

この自己資本比率の最低水準引き上げや「Core Tier I」の概念導入に対し、日本の銀行界²⁴は強く反発している。邦銀は、現状ではこの水準に達するためには、かなりの額の普通株増資に迫られる一方、英国および欧州の銀行は、今回の金融危機で公的資金を投入され、自己資本を嵩上げしている。いわば、「ゲタ」を履いているのであり、不公平な競争条件を持ちこむものと考え

22 日本では三菱UFJ、三井住友、みずほの3メガ・ファイナンシャル・グループと野村ホールディングの4グループに「監督カレッジ」が設置されている。

23 資本バッファ（capital buffers）とは、好況期に最低水準（現行8%）を上回って積み増し、下降期にそれを取り崩すことの出来る自己資本である。

24 全国銀行協会「英国金融機構『ターナー・レビュー』および『付属討議文書』に対するコメント」2009年6月18日（<http://www.zenginkyo.or.jp/abstract/opinion/entryitems/opinion210618.pdf>）

られているからである。

なお、G20「宣言」はリスク・ベースの現行自己資本規制は、好況期に過度のレバレッジを許容することから、簡素で透明性の高いレバレッジ指標によって補完されるべきだとする。

〔トレーディング勘定の資本賦課〕

現行自己資本規制では、同じ資産でもトレーディング勘定に移した場合には資本賦課が軽くなるという問題が以前から指摘されてきた。そして現実には、今回の金融危機では金融機関のトレーディング勘定に所要自己資本を上回る大きなロスが生じた。このことは、現行のマーケット・リスク規制の枠組みが、幾つかの重要なリスクを捕捉していなかったことを意味する。

そこでターナー・レビューでは、①トレーディング勘定について「ストレス VaR²⁵」の追加、CDOなどの2次・3次証券化商品にかかる資本賦課の強化、トレーディング勘定に計上できる証券種類の制限を提案している。

〔流動性リスクへの対応〕

そのほかG20「宣言」は、金融機関における流動性バッファを促進する国際的枠組の策定を主張している。

この点に関し、「ターナー・レビュー」は、ある銀行で生じた流動性の逼迫は、他の銀行にも波及するシステムリスクを有しており、さらにレポ取引を初めとする市場性を介した流動性への依存によってリスクがより複雑になっていること、満期変換²⁶の積みあがりシステムリスク・リスクを強めていることを指摘している。そこから、ターナー・レビューは「Core Funding Ratio」の導入を提起している。この比率は、運用資産をリテール預金や長期資金からなる「Core Funding」の一定倍率に抑えることで流動性を確保させようというものである。これについては、金融機関の資金調達・運用に大きな影響を与えるものであり、議論は流動的である。

③規制範囲の拡大とマクロ健全性 (macro-prudential) 規制の導入

第3の論点は金融規制の範囲・対象をどこまで拡大するか、という問題である。G20「宣言」は、システムリスクの高まりを制限するため、すでに規制対象となっている銀行のみならずシャドー・バンキング (shadow banking²⁷)、ファンドを初め、金融システム全体にわたるマクロ健全性に対するリスク (macro-prudential risks) を特定・考慮できるよう規制システムを改編することを要求している。

〔規制範囲の拡大〕

これまで金融規制・監督の対象であった銀行のみならず、その破綻や重要なストレスがシステムリスクに繋がる可能性のある、あらゆる金融機関、市場、商品について規制対象に含めようというわけである。

具体的に挙げられているのは、①大規模かつ複雑な金融機関への特に注意深い監視、②一定規模以上のヘッジ・ファンドとその運用業者への登録制導入と情報開示義務、③ヘッジ・ファンドを取引先とする機関に対するリスク管理²⁸体制の要求、④クレジット・デリバティブ市場に対しては、効果的に規制・監督を受ける中央清算機関の設立、などである。

EUの「ド・ラロジエール・レポート」は、投資銀行やヘッジ・ファンドを念頭に銀行以外の金融システムを「パラレル・バンキング、parallel banking system」と呼び、ヘッジ・ファンドの登録・情報開示義務、ヘッジ・ファンドと取引関係にある金融機関への資本規制の導入を主張

25 トレーディング勘定のマーケット・リスク額を算出する際には、Var (Value at risk) 手法を用いているが、これに加えて相場下落、金利上昇等の最悪の事態が生じたときのマーケット・リスク額も算定し、これを追加することをさしている。

26 レポ市場やCP市場等で短期資金を取り入れ、それを住宅ローン担保証券など証券化商品に投じることで長期資金を供給している状況を指している。短期資金を長期資金に変換していると言えるので「満期変換」といわれる。

27 投資銀行やヘッジ・ファンド等、銀行以外の銀行類似機関を「shadow banking system、陰の銀行システム」あるいは「parallel banking、パラレル・バンキング」といわれる。

28 取引先ファンドのレバレッジの監視や取引額の制限などがあげられている。

している。また店頭デリバティブの単純化・標準化、クレジット・デリバティブの清算機関設立、証券化商品の発行者に対する一部保有義務²⁹などを提唱している。

[マクロ・プルーデンス]

こうした、パラレル・バンキング（あるいはシャドー・バンキング）への規制拡大の背景には、個別金融機関に対する健全性規制（prudential regulation）だけでは不十分だという認識が生まれてきたことが挙げられる。

前掲の「ターナー・レビュー」は、英国ではBank of Englandが金融政策を、FSAが個別金融機関の監督を担当していたが、金融セクターやシステム全体を監視する部署が存在せず、不十分であったと自己批判している。個別金融機関に対する健全性規制に加えて金融システム全体の健全性確保のための規制が強調されるようになった（前者のmicro-prudential regulationに対して後者はmacro-prudential regulationと呼ばれる）。

そして、マクロ・プルーデンス規制の具体的な内容として、①情報収集権限の対象拡大（金融機関のみならず取引所など幅広いプレイヤー）、②モニタリング（信用拡大、レバレッジの拡大、資産価格の高騰、長短ミスマッチや市場流動性への依存など流動性リスクの拡大、市場・金融セクターにおける「Risk Exposure」の拡大などの分析）、③政策発動（レバレッジやExposureの抑制、証拠金やHair-cut³⁰のコントロール、流動性リスク抑制）などをあげている。

同様にEU「ド・ラロジエール・レポート」もマイクロ・プルーデンス監督（micro-prudential supervisors）とマクロ・プルーデンス監督（macro-prudential supervisors）の区別を強調する。そして、欧州中央銀行を議長とする「The European Systemic Risk Council」（欧州システミック・リスク評議会）を設立し、これがマクロ・プルーデンス政策の策定、早期リスク警告の発令等にあたることとされる。

④金融機関の報酬体系

G20「提言」では金融機関の報酬体系についてリスクを適切に反映したものになるよう、その設計・運用・評価において取締役会が積極的な役割を果たすことを要求している。

金融機関に限らず、報酬体系はインセンティブ・メカニズムとして設計され、実務的にもリスク管理やリスク・ガバナンスとは関係がなかった。しかし実際には、クレジット・デリバティブにおいてプロテクションの売却側に回ったAIG社に見られるように報酬のあり方は金融機関のリスク蓄積を促進させた。このためリスク管理の観点から報酬体系を位置付ける必要が出てきたのである。

EUの「ド・ラロジエール・レポート」は、①ボーナス評価を複数年で決定し、支払いも数年に分割すること、②ボーナスは実績に基づき事後的に決定し、予め保証することを避けることを提案し、③こうした報酬制度の改革は金融機関の自己勘定トレーダーや資産運用者におも適用すべき、と主張する。また報酬制度の妥当性を監視し、過度のリスクテイクを助長させるものは変更させ、さもなくば、バーゼルⅡにおける第2の柱「金融機関の自己管理と監督上の検証」に基づき追加的資本要件を課すことを提案している。

⑤会計基準

G20「宣言」では、IASB（International Accounting Standards Board、国際会計基準審議会）など会計基準設定主体に対し、金融商品に関する会計基準の複雑性の改善、貸付金の引当基準の強化、準備金、オフバランス、評価に関する基準の改善を求めている。

この点に関し、EU「ド・ラロジエール・レポート」は、時価会計を適用できない流動性の低い市場状況において資産をどう評価するかについての方法論を明示することを要求している。

29 保有義務は、投資家とリスクを共有させインセンティブを合致させるためとされる。すでにEUでは5%保有義務が課せられている。

30 Hair-cutとは、例えばレボ市場などにおいて担保となる国債等の担保掛目の減額部分を指す。

以上のほか、G20「宣言」は、タックスヘブンおよび非協力的な地域への対応として、マネー・ロンダリングと脱税に関する基準に従わない場合には制裁を科すことや、規制目的に利用している格付を出している格付機関への登録制導入などが主張されている。

5、おわりに

以上、今回の金融危機を素描し、そのなかで現代の金融ビジネスに大きな変化が生じていたこと、その変化に現行の金融規制・監督体制が十分対応できていなかったこと、したがって、危機後に生まれてきた金融規制・監督の枠組改革案は、この過程で明るみになった規制・監督上の欠陥・漏れ・不備を是正するものであるはずである。そこで、実際に議論されているG20の金融サミットでの議論がそうした方向に沿ったものかどうかを確認するため、その具体的な論点を検討してきた。

その結果、おおむね、今回の改革案は過去の教訓をとり入れたものになっていると考えられる。

すなわち、第1に、グローバルに展開する大規模金融コングロマリットの存在を前提にした議論になっていることである。たとえば、シティ・グループは住宅ローンおよびその証券化業務（組成・販売・保有・トレーディング）において膨大な損失を蒙り、金融危機の主役の一人となった。

すなわち証券業務のリスクが銀行本体に波及し、それがシステミック・リスクへと発展したのである。そうだとすれば、再び銀行・証券分離政策を復活させることも選択肢としてはありうる（「ナロー・バンキング」論）。しかし、今回の改革案では、アメリカ国内においてもまたG20「金融サミット」でも、これは議論にならなかった。金融コングロマリットはすでにグローバルに展開しており、欧州では「ユニバーサルバンク」が支配的だからである³¹。

その結果、証券・保険業務を含むコングロマリット全体を連結ベースで規制・監督する道を選択することになったのであろう。その結果、銀行持ち株会社のみならず証券持株会社、保険持株会社についても、同様の基準で規制・監督することになった。その監督基準となるものがバーゼル基準である。

第2に、金融システムの市場化と金融業務の変質を前提にした議論になっていることである。

住宅ローンの証券化やクレジット・デリバティブは、いわばリターンやリスクの「市場化」である。市場化された取引では、どんなプレイヤーも参加できるが、その中で政府の規制下にはないヘッジ・ファンドはきわめて大きな存在になっていた。従来、規制・監督の対象外だった商品や市場、プレイヤーが存在感を強め、システミック・リスクにさらされ始めた。これらが、改革案にある規制・監督対象と拡大、マクロ・プルーデンス規制導入の背景にあると考えられる。

しかしながら、今回の改革案には、これとは別の事情が働いているように思われる。それはほかならぬ、自己資本規制の見なおしである。

銀行以外の金融コングロマリットに、先駆的にバーゼル基準を適用したSECの監督プログラム（CSEプログラム）について、その失敗の原因を分析したSEC監査部門はいくつかの批判を行っているが、このうち次の3点に注目したい。

第1に、バーゼルⅡの資本要件、流動性要件が不十分であったと批判している。

第2に、大手投資銀行がCSEプログラムを受け入れるにあたって、証券会社の正味資本ルール（Net Capital Rule）の控除額算定に標準的手法を用いず、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結果、計算上、余剰資本が生まれ、それを転用することでレバレッジを高めたことを問題視していた。

第3に、こうした内部モデルの利用はバーゼルⅡでも所要自己資本算定において許容されており、そして大手投資銀行グループは内部モデルを利用していたのである。しかし、内部モデルの利用は「恣意的」になる恐れがあることから、第2の柱として監督当局に自己資本戦略の検証を

31 もっとも、G30は、預金保険を受ける銀行について、自己勘定トレーディングの制限、ヘッジ・ファンド等の私募ファンドのスポンサーになることの禁止などを提案している。

求めている。しかし、それをSECの監督部門（TM部門）は行わなかった、と監査部門は批判する。

ところが、英米が主導するG20「金融サミット」では、内部モデルの利用についてほとんど問題視しない反面、自己資本比率の引き上げや自己資本の質に焦点を絞っているのである。すでに英米ならびに欧州諸国では主要銀行に公的資金を導入して自己資本の嵩上げを図っているのである。これに対し、日本が反発するのは当然であろう。この問題は、すんなりと合意がえられる案にはならないのではなかろうか。