

## システミック・リスクと金融規制・監督

淵田 康之

### ■ 要 約 ■

1. 今回の金融危機を契機に、従来の金融規制・監督におけるシステミック・リスク対応に重大な欠陥があったことが露呈した。低金利の持続や資産バブルなどマクロ経済問題と金融機関行動の相互関係への配慮が不十分だったこと、システミック・リスクが銀行のみに関わる問題とされ、健全性規制もセーフティネットも銀行中心に導入されてきたため、ノンバンク発のシステミック・リスクに適切に対応できなかったことなどが問題とされている。
2. そこで欧米では、まずマクロ・プルーデンス政策を明確に経済政策に位置づけることとし、そのための行政組織上の対応も進んでいる。
3. また銀行かノンバンクかに関わらず、「システム上重要な金融機関（Systemically Important Financial Institutions、SIFIs）」への対応という観点で、金融規制・監督のあり方を見直すことが重要とされている。
4. 米国で成立した金融改革法では、マクロ・プルーデンス監督を担う機関がSIFIsを特定する役割も担う。SIFIsとされた金融機関は、より厳格な規制・監督を課される。SIFIsが危機に陥った場合には、従来銀行のみに適用されていた連邦預金保険公社の特別な破綻処理に準じた枠組みを、SIFIsに適用することが可能となる。
5. 欧州では、SIFIsの特定は困難との意見が多く、従ってSIFIsに対して追加的な規制・監督を課すという構想も議論の段階に留まっている。しかしマクロ・プルーデンス監督機関の設置や、大手の金融機関が危機に陥った際の特別な破綻処理の仕組みの必要性については認識されており、EUレベルや各国レベルで具体化に向けた取り組みが見られる。
6. システミック・リスクへの新たな対応はG20などグローバルな場でも要請されているものであり、わが国としても欧米それぞれのアプローチの共通点、相違点を参考にしつつ、検討を進めることが必要である

## I はじめに

金融規制・監督は、金融の効率性、安定性、利用者保護の維持・向上を通じて経済運営に寄与することを目的とするが、今回の金融危機は、このうち金融の安定性に関する規制・監督のあり方に大きな見直しを迫るものとなった。

金融の安定性を脅かすものは、いわゆるシステムック・リスクとして、従来よりこれを防止することを目的に金融規制・監督は設計されてきた。しかし、これまでの制度設計には以下のような点で重大な欠陥があったことが今回露呈したのである。

① 多くの国で、低金利の持続や資産バブルなどマクロ経済問題と金融機関行動の相互関係に配慮したマクロ、ミクロの政策運営が不十分であった。

② システムック・リスクが銀行のみに関わる問題とされ、健全性規制もセーフティネットも銀行中心に導入されてきた。

③ ②の結果、銀行以外のセクターで蓄積するリスクへの対応が不十分となったのみならず、危機に陥った大手投資銀行を不用意に破綻させた結果、世界経済は深刻な危機に陥った。

④ 銀行を含め、クロスボーダーに展開する金融機関に関する国際的な危機管理の枠組みが未整備であった。

今回の金融危機を含めた対応としては、バーゼル規制の強化など、銀行を中心とした健全性規制の見直しも進んでいるが、以上の教訓を踏まえ、銀行かノンバンクであるかに関わらず「システム上重要な金融機関 (Systemically Important Financial Institutions; SIFIs)」への対応という観点で、金融規制・監督のあり方を見直すことが重要とされている。

すなわち、第一回の金融サミットとなった 2008 年 11 月の G20 ワシントン・サミットでは、「システム上重要な機関の範囲を定義し、それらに対する適切な規制又は監督を決定する」と宣言されたのであった。

また、上記①の問題を踏まえ、欧米においては、マクロ・プルーデンス政策を明確に経済政策に位置づけることが不可欠とされ、そのための行政組織上の対応も進んでいる。

本稿では、以上の点を中心にシステムック・リスクに対する金融規制・監督の見直しを巡る動きを論じることとする。主なポイントは、各国において、マクロ・プルーデンス監督を担う行政組織が設置され、ここがシステム全体のリスクをモニターするシステムック・リスク・レギュレーターとなること、システムック・リスクに関する政策判断のため情報の収集・分析体制を整備すること、システムック・リスク・レギュレーターがシステム上重要な金融機関を特定し、追加的な規制・監督を課すアプローチがあること、追加的な規制としては単に健全性規制を強化するのではなく、金融機関の規模や業務範囲に対する直接的規制の発想もあること、そしてシステム上重要な金融機関を主たる対象として、リビング・ウィルの作成を要請したり、秩序ある破綻処理の枠組みを整備する動きがあること、である。

これら各項目については、未だ多くの議論や課題が残されており、特に欧州においては

構想の域を出ていない分野も多い。これに対して米国では、2010年7月に成立した金融改革法（ドッド・フランク法）において、以上の全ての分野にわたり、一応の法令上の手当てを済ませている。

なお本稿では議論しないが、今回の危機を踏まえて議論されてきた証券化規制、格付け規制、ヘッジファンド規制、OTCデリバティブズ規制、会計基準の見直しなども、システミック・リスクへの対応につながる。またシステム上の重要性という点では、清算・決済機関にも焦点があたっている他、レポ市場、証券貸借市場といった市場機能の強化への取り組みも進展している点も注目されなければならない<sup>1</sup>。

## II システミック・リスク監視体制の確立

### 1. 経済全体・システム全体の監視

今回、システミック・リスクの顕在化に至った背景を踏まえ、まずシステム全体のリスクを監視する新たな体制作りが必要とされるようになってきている。従来、金融監督当局は、個別銀行の健全性監視に注力する傾向があった。一方、金融政策当局は、消費者物価の安定に注力する傾向があった。

しかし、過去、金融危機というのは、過剰な流動性や超低金利の持続、そしてそれによって生じた資産バブルのようなマクロ経済上の問題が生ずる中で、様々な取引主体において、過度なリスクテイキングやレバレッジの拡大が進行した結果として、勃発することが多かった。そこで今回、こうしたマクロ経済上の問題や、金融機関以外を含む幅広い参加者の行動を視野に入れつつ、金融システムの健全性を確保する政策を明示的に導入すべきとされている。これをマクロ・プルーデンス政策と呼ぶ<sup>2</sup>。

また個別銀行の健全性のみにとらわれない政策という意味では、システム全体を視野に入れること、とりわけ投資銀行、ヘッジファンド、その他ノンバンク等も含めたリスクの監視が必要とされている。

一言で言えば、経済全体、システム全体を視野に入れた金融危機の予防体制を構築しようということである。

### 2. グローバルな動き

2009年4月のG20ロンドン・金融サミットの共同声明において、「規制システムを見直し、当局がマクロ・プルーデンス・リスクを特定し、またそれを考慮するようにすべきである」とされた他、「全ての金融機関、商品、市場に規制と監督を及ぼすこと。ここには初めてシステム上重要なヘッジファンドも含まれる」とされた。すなわち、グローバ

<sup>1</sup> 全体をカバーした議論としては、拙著『グローバル金融新秩序』日本経済新聞出版社、2009年参照。

<sup>2</sup> 翁百合『金融危機とプルーデンス政策』日本経済新聞出版社、2010年参照。

ルな合意事項として、各国が経済全体、システム全体を視野に入れた対応を行っていくことが求められているわけである。

同時に発表された「金融システム強化に関する宣言」では、金融安定理事会（Financial Stability Board、FSB）の設立が合意されている。その機能としては、「金融システムに影響を与える脆弱性を評価し、これらに対処するために必要な措置を特定し、監視する」ことや、「マクロ経済上及び金融上のリスクの高まり及びそれに対処するために必要な行動を特定し、国際通貨金融委員会（IMFC）及び G20 財務大臣・中央銀行総裁会議に報告するため、早期警戒において、IMF と協働する」ことが掲げられている。

### 3. 米国の枠組み

米国では、2010 年 7 月に成立した金融改革法において、金融安定監督カウンスル（Financial Stability Oversight Council、FSOC）を設立することが決まった（111 条）。FSOC は、財務長官を議長とし、FRB 議長、OCC 長官、消費者金融保護局局長、SEC 委員長、FDIC 委員長、CFTC 委員長、FHFA（連邦住宅金融庁）長官、全国信用組合監督理事会議長、保険に専門性を有する独立メンバーを議決権を持つメンバーとし、後述する金融調査庁（Office of Financial Research、OFR）長官、連邦保険室長、州保険委員長、州銀行監督官、州証券委員長を議決権を有しないメンバーとして構成される。会合は、四半期に一回以上開催され、後述するように米国の金融安定性に係るリスクへの対応について意思決定を行う。必要に応じて諮問委員会、専門委員会等が設置される。

### 4. 英国の枠組み

英国では、2010 年 6 月、保守党・自由党連立政権が、FSA の解体を含む金融監督体制の改革を発表したが、この中で、イングランド銀行にマクロ・プルーデンス政策を担う金融行政委員会（Financial Policy Committee）を設置することとされた。同委員会はイングランド銀行総裁を議長とし、イングランド銀行の金融政策委員会の代表者（副総裁）、今回イングランド銀行の傘下に位置づけられた従来の FSA のミクロ・プルーデンス監督機関（Prudential Regulation Authority）の代表者（副総裁）、従来の FSA の投資家保護行政や市場行政を引き継ぐ消費者保護市場監督機関（Consumer Protection and Markets Authority）の代表者、その他外部メンバー、そして財務省の代表者などが参加する。

同委員会は、金融安定に脅威を与えるようなマクロ経済問題と金融関連の問題全体を見渡す責任があり、リスクに対応するツールを与えられる。その決定事項の実施にあたっては、新設されるミクロ・プルーデンス監督機関に対して、金融機関に対する規制措置を実施することを要求する権限を持つ。

正式の発足は法律の手当て後となるが、英国政府は、それに先立つ 2010 年秋までには、暫定的な形で同委員会をスタートさせる意向である。

## 5. EU の枠組み

EU においても、金融危機を踏まえて域内の金融監督を向上させるべく、新たに欧州金融監督システム（European System of Financial Supervision、ESFS）の構築を目指しているが、これを構成する機関として、欧州システミック・リスク理事会（European Systemic Risk Board、ESRB）を設立する方向である。ESRB は、EU 全体でマクロ・プルーデンスに関する評価分析を行い、早期警戒措置の発動を決定する新たな EU レベルの監督機関となる。ESFS は、この ESRB とマイクロ・プルーデンスを担う ESAs（European Supervisory Authorities）からなる。ESAs を構成するのは、欧州銀行機構（European Banking Authority、EBA）、欧州保険年金機構（European Insurance and Occupational Pensions Authority、EIOPA）、欧州証券機構（European Securities Market Authority、ESMA）であり、この 3 者（必要に応じて ESRB も参加）による合同委員会も設置される。

7 月 7 日に欧州議会が採択した案では、ESRB は、欧州中央銀行総裁を議長とし、第一副議長は欧州中央銀行の一般理事会のメンバーより選出、第二副議長は上記の合同委員会より選出される。議決権を持つ他のメンバーは、欧州中央銀行副総裁、欧州中央銀行制度に加盟する 27 の中央銀行総裁、ESAs を構成する 3 つの監督組織の代表、欧州委員会の代表、合同委員会の提案に基づきメンバーによって任命される独立した 6 名の委員とされる。議決権の無いメンバーとして、各国の金融監督機関の代表と経済財政委員会議長が参加する。

この欧州の ESFS 構想は、ESRB や ESAs の所在地をどこに置くか、ESAs に各国の金融機関に対する直接的な監督権限をどの程度持たせるか、といった点が争点として残っており、発足は予定されていた 2011 年 1 月よりも先延ばしとなる可能性もある。

### Ⅲ システミック・リスク情報の収集・分析体制

#### 1. グローバルな動き

システミック・リスクに対する規制・監督を明示的に導入する上では、当局が入手すべき情報やその分析体制の充実も必要とされている。

2009 年 4 月の G20 ロンドン・サミットでは、「我々は、各国規制当局が、あらゆる重要な金融機関、市場及び商品について、その破綻や重大なストレスがシステミック・リスクにつながる可能性を評価するため、関連情報を収集する権限を持つことを確保する。これは、国・地域を越えて可能な限りの整合性を実現するため、国際的なレベルでの緊密な協調の下になされる」とされている<sup>3</sup>。

同サミットでは、G20 の作業部会より、「金融市場における国際協調の強化と公正性の

<sup>3</sup> ロンドン・サミット付属文書、Declaration on strengthening the financial system- London Summit, April 2, 2009

促進に関するワーキング・グループの報告書<sup>4</sup>」が提出されたが、ここではマクロ・ブルーデンス政策や早期警戒措置を実施するうえでは、関連するデータ収集の強化が必要であるとして、IMFとFSF（現在のFSB）が、次回、提案を行うべきとされた。

この要請を受けて、IMFとFSBが2009年11月のG20財務大臣・中央銀行総裁会議（於英国、セント・アンドリュース）に提出したのが「金融危機と情報ギャップ<sup>5</sup>」という報告書である。ここでは、金融危機は適切な経済・金融統計が欠如していた結果によって生じたものではないものの、金融セクターの脆弱性に関する情報やデータが大きく欠けていたことが明確になったとし、①金融セクターにおけるリスクの蓄積、②クロスボーダーの金融的連関、③ショックに対する国内経済の脆弱性、という3つの分野に関する情報不足への対応が必要であるとされている。

2010年5月に発表された進捗状況によれば、グローバルな金融ネットワークの理解のための情報の整備といった部分をもっとも困難であるが、こうした点が金融安定性分析の向上には一番重要であるとの指摘がある。またデータの収集のためには法的な枠組みの強化が必要な国・地域もあるとされている。次の進捗報告は2011年6月に予定されているが、それまでにIMFのスタッフがG20各国を訪問し、関係者と議論するということである。

どのような情報を収集すべきかは、システムック・リスクに関し、どのような分析を行うかにも依存するが、この点もまだ発展途上である。分析手法の一例については、後述のシステム上重要な金融機関への追加的規制の所で紹介する。

## 2. SIFMA の調査

金融業界団体であるSIFMA（Securities Industry and Financial Markets Association、証券業・金融市場協会）は、このようにシステムック・リスクに関する情報への要求がグローバルに高まっている状況を踏まえ、金融業界としての対応を検討するために調査を行い、その報告書を2010年6月に発表している<sup>6</sup>。ここでは、システムック・リスクの情報・分析に関する各種のアプローチが紹介されている（図表1）。

例えば、従来マイクロ・ブルーデンスの手段として利用されてきたストレス・テストを、米国が2009年春に行ったSCAP（Supervisory Capital Assessment Program）や、また欧州が2009年末と今回行ったもののように、当局がいくつかの経済シナリオを提示し、マクロ・ブルーデンスの観点を視野に入れて行うことが、一つのアプローチとして紹介されている（エンタプライズワイド・ストレステスト・アプローチ）。

こうしたアプローチの場合、当局が入手できる情報の質は、各金融機関の資産評価の正確さや分析モデルの適切さに相当程度依存することになる。これに対して、データ・ウェアハウス・アプローチとあって、当局が金融機関や市場インフラ機関から粗データを広範

<sup>4</sup> “G20 Working Group on Reinforcing International Cooperation and Promoting Integrity in Financial Markets (WG2),” March 27, 2009

<sup>5</sup> FSB, “Financial System and Information Gaps,” October 2009

<sup>6</sup> SIFMA & Deloitte, “Systemic risk information study,” June 2010

図表 1 システミック・リスク情報に関するアプローチ

アプローチ	特徴
1. エンタプライズワイド・ストレステスト	当局がマクロ経済等のストレス・シナリオを示し、金融機関が内部のモデルで影響を分析し報告。
2. リバース・ストレステスト	当局との対話の下、金融機関が、自社に重大な損失・問題が起こるとすればどういふケースかを分析し報告。
3. 標準化されたリスク・レポートの集計	当局が作成した報告テンプレートに則り、各金融機関が、リスク関連の情報(集計されたデータ)を提出。
4. リスク・センシビリティ	各金融機関が、キーとなるリスクに関するセンシビリティを計算し報告。
5. 取引情報集積機関のデータ	金融機関、取引所、清算機関等の個々の取引データ、ポジション・データを取引集積機関が蓄積。ここに当局がアクセスし、分析。
6. 取引情報集積機関とインフラ的な業者のデータ	取引情報集積機関に加え、清算会員やインターディーラ・ブローカーなどインフラ的業務を果たす金融機関からも、取引情報を収集。
7. エクスポージャーが集中している金融機関によるレポート	特定の商品、カウンターパーティ、市場への依存(運用・調達)が一定の閾値を超えている場合、その度合いを報告。
8. データ・ウェアハウス	金融機関より取引データ、ポジション・データを受け入れ、蓄積するセントラル・データ・ウェアハウスを構築し、当局がこのデータを用いてシステミック・リスクを分析。 詳細なデータによる分析が可能。

(出所) SIFMA (2010) より野村資本市場研究所作成

に集積し、人材、システムを投入して、自ら各種の分析を行うというアプローチも紹介されている。

情報収集をアドホックに行うか、標準化された報告テンプレートを用いルーティンとして行うか、またその場合の頻度、情報は集計データとするか個別取引データのようなより詳細 (granular) なものとするか、といった論点もある。

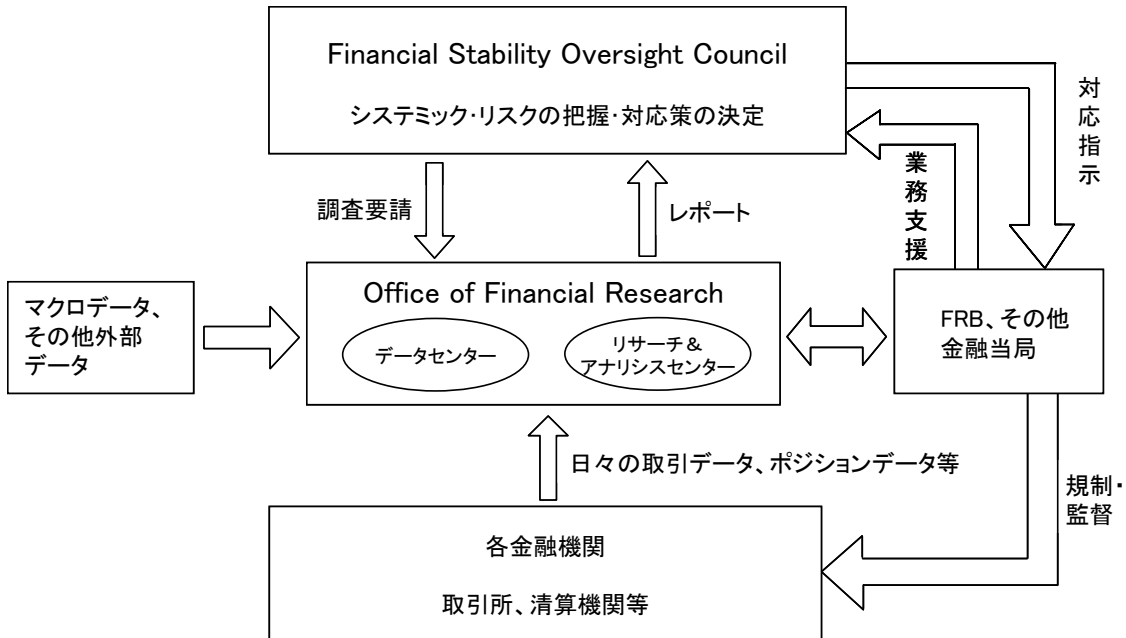
どのようなアプローチを選択するかで、システミック・リスクをどの程度把握できるか、という点はもちろん、誰にどの程度の責任とコストが発生するかが変化するため、慎重な検討が必要となる。

各アプローチにはそれぞれ一長一短があるが、金融業界からは、当然のことながら、情報提供に要するコストへの懸念が強く表明されている。しかし、米国の場合、次に見るように、業界にとって最も負担が重いと見られる、データ・ウェアハウス・アプローチが採用されようとしている。

### 3. 米国は Office of Financial Research を設置

米国においては前記のように、金融関係当局トップの集まりである FSOC が、システミック・リスク・レギュレーターとなるが、各当局の関連部署と共に、FSOC の意思決定をデータ・分析面でサポートする機関として、金融調査庁 (Office of Financial Research、OFR) を設置することが、金融改革法で盛り込まれた (152 条) (図表 2)。OFR は財務

図表2 米国におけるシステミック・リスク対応



(出所) 野村資本市場研究所

省に設置されるが、その長官は上院のアドバイスと同意の下、大統領によって任命される。また長官はFSOCのメンバーとなる（議決権は無し）。

FSOCは、金融の安定性をモニターするために必要なあらゆる情報を、各金融当局及びOFRから受領し、また提出を要求でき、またOFRを通じてノンバンク金融会社や銀行持株会社に情報の提出を要求できる（112条（d））。なお、システム上重要なノンバンク金融会社を認定する上で必要な情報が不足する場合は、FSOCはFRBに対して、認定如何の判断のみを目的とした検査の実施を要求する。

OFRには、データ・センターが設置され、情報収集を円滑・迅速に行うため、各金融当局や金融機関に金融取引データ<sup>7</sup>やポジションデータ<sup>8</sup>を標準的なデータ・フォーマットで送付させる。OFRはそのために必要な規則制定権限も有する。情報提出命令に反する場合に罰則を課すこともできる。

またOFRにはリサーチ&アナリシス・センターも設置され、独立した金融リスク分析機関として、システム全体のリスクのモニタリングをし、その変化をFSOCに報告する。また、ストレス・テストの評価・報告も行う。この他、金融リスク管理のベストプラクティスを推進する役割も担う。

OFRの運営コストは、連結総資産500億ドル以上の銀行持株会社と、システム上重要なノンバンク金融会社から徴収される。OFRの運営コストには、FSOCの運営コストも含まれる。

<sup>7</sup> 金融契約のストラクチャー、法的説明、カウンター・パーティとの権利義務関係の詳細、独立の立場からのバリュエーションを含む。

<sup>8</sup> カウンター・パーティの情報、金融機関自身の評価、及び独立的立場からの評価を可能とする情報を含む金融資産・負債のデータ。



## 4. NIF 関係者が展望する OFR の将来

OFR の構想は、もともと OCC が 2009 年 2 月に開催したコンファレンスを契機とし、National Institute of Finance (NIF) 構想として、大手投資銀行のリスク管理担当者を含むグループによって提唱され、ノーベル経済学賞受賞者ら著名な学者らを発起人とした推進機関<sup>9</sup>が各方面に構想実現を訴えていたものである。2010 年 2 月には、ジャック・リード上院議員（民主党、ロードアイランド州）が、National Institute of Finance 設立法案を提出し、この内容がほぼ上院の金融改革法案に盛り込まれ、大きな修正を経ることなく、最終的に金融改革法の一部として成立した。

NIF 構想の関係者が、OFR の実際の運営に関して期待している姿は次のようなものとなる。

NIF（あるいは NIF 関係者が期待する OFR）は、財務データに加え、日々の各種の取引ベース、コントラクト・ベースのデータ、及びポジションデータを電子的に各社より収集し、また市場価格や取引量、ボラティリティ等のデータやマクロ経済データも収集する。金融機関のみならず、エンロンのような金融取引を活発に行っている事業会社からのデータ収集も視野に入れられている。外資系による取引も、米国で行われたものは OFR への報告義務がある。このデータのフォーマットとして、NIF が標準的なものを設計する。

また NIF は、企業（子会社レベルも含む）、及び各金融商品（取引）に統一的なコード付けをし、レファレンス・データとして管理し、公開する。こうした共通コード付けがされることによって、例えば、特定のカウンター・パーティや金融商品へのエクスポージャーが、個々の金融機関ごとにどのようになっているのか、迅速に把握することができるようになる。

あるカウンター・パーティに対して、金融機関がどの程度のエクスポージャーを有しているかの情報は、リスク管理上重要であるが、多くの金融機関においては、現状、その把握に時間がかかっている。この理由の一つは、金融機関の各部署においても、取引相手先の名称の管理がばらばらとなっており、類似の名称でも異なる法人である場合や、取引相手がヴィークルや子会社の名称となっているが実質的に同一法人である場合などの確認に手間取る事態が生じるためと言われる。また、株や債券等については、統一的な証券コードが存在するが、OTC 商品等についてはこうしたものはなく、各金融機関がそれぞれ管理している状態である。そこで NIF が主導し、統一的なコード付けを行おうというのである。

NIF に関わるモルガン・スタンレー関係者の試算によれば、データの標準化や公的なレファレンス・データの管理により、カウンター・パーティの情報ミスに伴う取引キャンセルのコストが回避できることなどを含め、民間金融機関におけるバックオフィス・コスト

<sup>9</sup> Committee to Establish the National Institute of Finance。National Institute of Finance という名称は、National Institutes of Health（アメリカ国立衛生研究所）の金融版に相当する機関という発想によるものである。  
<http://www.ce-nif.org/>参照。

が 2~3 割削減できるという<sup>10</sup>。また各社の内部リスク・マネジメントの向上も期待されている。

NIF はこうした情報収集、蓄積機能を担うと同時に、通常の公務員の給与水準に左右されず、優秀なリスク・マネジメント関連人材を集め、収集したデータを活用し、システミック・リスクに関する各種の分析や研究を行う。

例えば、金融機関の相互関連マップを把握し、過度なリスクの蓄積が生じていないかを監視したり、大規模なシナリオ分析を行うことが考えられる。こうした情報・分析が FSOC における判断に利用されるのである。

以上のような分析を行うために必要なコンピュータ・システムのレベルは、オークリッジ国立研究所（原子爆弾開発のマンハッタン・プロジェクトで創設された国立研究所。中性子やゲノム、エネルギー研究の世界的中心）に相当するものであるべきとされる。米国には国立衛生研究所（National Institutes of Health）、国立気象局（National Weather Service）やローレンス・リバモア研究所、国家運輸安全委員会（National Transportation Safety Board）等、優れた国家レベルの調査・研究機関があるが、金融分野でも同等の組織が必要であるというわけである。いわばシステミック・リスクへの対応を、米国の国家プロジェクトとして取り組もうという姿勢とも言える。

こうした姿はあくまで NIF 関係者が最終的な理想としているものであり、今後、実際に OFR が設立・運営されていくにあたり、必ずしもこのような姿とはならない可能性もある。

米国が構想するこの OFR については、英国の FSA や欧州中央銀行関係者らも関心を寄せてきた模様であるが、現在の所、英国や EU では、米国のように本格的な金融情報収集・分析体制を構築しようという議論は表面化していない。

## IV システム上重要な金融機関の特定

### 1. グローバルな議論

グローバルな議論の場では、2008 年 4 月の金融安定化フォーラムの報告書において「国際的な監督当局者間グループ（カレッジ）の利用を拡大し、2008 年末までに世界的な大手金融機関ごとにカレッジを設置すべきである」と提言されたことを受け、この監督カレッジによる監視が 2008 年から 2009 年にかけてスタートしている。ただし、監督カレッジの対象となる金融機関をどのように選定しているのかについては、公表されていない。また対象金融機関名も公表されていない。

その後、2009 年 4 月の G20 ロンドン・サミットにおいて、FSB の設立が合意されたが、その一つの役割として、「金融システム上最も重要な、国境を越えて活動する金融機関を継続的に特定することを含め、監督カレッジに関する指針を策定するとともに、その設置、

<sup>10</sup> 上記ホームページの FAQ より。

機能、参加を支援する」ことが位置づけられている<sup>11</sup>。

またこの G20 サミットでは「IMF 及び FSB は、次回の財務大臣・中央銀行総裁会議までに、各国規制当局において、金融機関、市場、商品がシステム上重要であるかを評価するためのガイダンスを作成する」とされた<sup>12</sup>。

このガイダンスは、2009 年 11 月に FSB、IMF、BIS の連名で発表されている<sup>13</sup>。同ガイダンスにおいては、システム上の重要性に関する評価は、経済状況や金融インフラ、危機管理の枠組み等、多くの要因に影響され、その時々で変化しうるものであるとしている。また、システム上の重要性は、指標等の数値基準で単純に評価されうるものではなく、金融システムに関わる定性的な分析に基づく評価付けが必要とされている。

その上で、システム上の重要性の評価において有用となる主要な基準として以下の 3 つが提示されている。

①「規模 (size)」

システムの構成要素 (金融機関等) により提供される金融サービスの総量

②「代替性 (substitutability)」

システムの他の構成要素が同じサービスを提供しうる程度

③「相互関連性 (interconnectedness)」

システムの他の構成要素との関連性

さらにこの 3 つの主要な基準による評価を補完するものとして、脆弱性 (レバレッジの程度、流動性リスクおよび大規模な満期ミスマッチ、構造の複雑性<sup>14</sup>等) や困難な局面に対処できる制度 (清算・決済システム等) の整備度合いといった視点があるとしている。

以上のようにこのガイダンスは、システム上の重要性は画一的に評価できないとし、定性的評価を重視しているが、その評価にあたっては様々な定量分析が活用され得るとしている。定量分析のツールとしては、指標の利用とより高度な測定方法があるとしており、指標については、規模や相互関連性に関連する指標の例が詳細に示されている。

また、システム上の影響を測定するより高度な測定方法としては、ネットワーク分析、リスクベースのポートフォリオモデル、ストレス・テスト及びシナリオ分析が挙げられている。

同ガイダンスは、こうした定量分析を行うためにも、必要な各種データ・ベースの整備が必要であるとしている。

最終的には、システム上の重要性は各国当局の判断によって決定されるものであることが強調されている。

<sup>11</sup> 2009 年 4 月の G20 ロンドン・サミットにおける付属文書「金融システムの強化に関する宣言」より。

<sup>12</sup> 同上。

<sup>13</sup> FSB, IMF, BIS “Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations-Background Paper,” October 28, 2009。小立敬「システム上重要な金融機関の評価ガイダンスの公表」『資本市場クォーターリー』2010 年冬号参照。

<sup>14</sup> ①多数の法人を通じて多様なオペレーションを行っている、②資本・流動性の集中的管理の下にクロスボーダーで活躍している、③十分に検証されていない新しく複雑な商品・市場にエクスポージャーを持っている金融機関が想定されている。

図表 3 は世界の主要な金融グループのリストの例であるが、以上のような様々な観点を踏まえた場合、これらが全てシステム上重要な金融機関とみなされるとは限らない。一方、当然のことながら、これ以外の金融機関も含まれる可能性がある。

## 2. 特定に伴う問題

システム上重要な金融機関を特定することについては、その金融機関が「大きすぎてつぶせない」とみなされ、競争上優位な立場になったり、救済可能性を背景により大きなリスクをとる可能性があるという、いわゆるモラルハザードの問題が指摘される。そこで、どこがシステム上重要かどうかは公表するべきではないという議論もある。

米国の場合、次に示すように、システム上重要なノンバンクを特定する枠組みを導入するが、金融機関名を公表するのかどうかは法律上明記されていない。ただし、特定されたノンバンクは、新たに FRB の監督下に置かれ、追加的規制も生じることから、証券法上、その旨、情報開示が必要となるとの見方もある。また、連結総資産 500 億ドル以上の銀行

図表 3 世界の主要金融グループ

金融グループ名	本社所在国	主たる業態	総資産 (単位:10億ドル)	海外資産 比率	子会社数	海外子会社 比率
RBS	英国	銀行	3,511	46%	782	15%
ドイツ銀行	ドイツ	銀行	3,066	82%	1,992	85%
パークレイズ	英国	銀行	3,001	68%	844	40%
BNPパリバ	フランス	銀行	2,889	41%	2,056	67%
HSBC	英国	銀行	2,527	64%	1,765	74%
JPモルガン・チェース	米国	銀行	2,175	25%	839	49%
シティ	米国	銀行	1,938	43%	2,631	58%
三菱UFJフィナンシャル・グループ	日本	銀行	1,921	26%	146	58%
UBS	スイス	銀行	1,888	89%	294	97%
ING	オランダ	銀行	1,854	60%	1,694	67%
バンクオブアメリカ・メリルリンチ	米国	銀行	1,818	17%	2,484	38%
ソシエテ・ジェネラル	フランス	銀行	1,573	29%	1,074	62%
みずほフィナンシャルグループ	日本	銀行	1,509	23%	139	45%
サンタンデル	スペイン	銀行	1,461	64%	898	80%
ユニクレジット	イタリア	銀行	1,455	62%	1,286	94%
アリアンツ	ドイツ	保険	1,310	88%	964	85%
三井住友フィナンシャルグループ	日本	銀行	1,174	17%	144	39%
クレディ・スイス	スイス	銀行	1,097	85%	267	92%
アクサ	フランス	保険	921	75%	1,248	85%
バンカ・インテサ	イタリア	銀行	885	15%	392	62%
ゴールドマン・サックス	米国	証券	885	33%	294	60%
BBVA	スペイン	銀行	755	30%	495	74%
モルガン・スタンレー	米国	証券	659	30%	1,809	58%
ロイヤル・バンク・オブ・カナダ	カナダ	銀行	591	46%	235	64%
アビバ	英国	保険	507	64%	454	54%
スタンダード・チャータード	英国	銀行	435	71%	298	77%
エイゴン	オランダ	保険	393	78%	649	76%
チューリッヒ	スイス	保険	309	96%	444	98%
野村グループ	日本	証券	252	38%	162	73%
スイス・リー	スイス	保険	214	97%	206	99%

(注) Financial Times 紙 (2009年11月29日) がシステム上重要と報じた 30 社。データは 2008 年末。

(出所) Geneva Report (2010)

持株会社については、多くの条項で自動的にシステム上重要な金融会社に相当する扱いとなるため、個別行名は、容易に特定可能である。ただし、米国はそもそも公的資金による個別行の救済を行わないという立場であり、またシステム上重要とされる場合、追加的規制も課されることから、個別行が特定されても、モラルハザードの問題を回避できるという立場と見ることもできる。

この点に関連し、システム上重要かどうかの判断を、白か黒かのように画一的に行なわず、「特定」による問題を回避することも考えられる。後述する米国の例もそうであるがシステム上重要と特定された場合でも、追加的な規制は、システム上の重要度や業務の特性に応じたものとするという対応もある。この点、実際の運用上、どの程度、非連続的な対応が避けられるかどうか注目されるが、システム上重要と特定されるかどうかという点に過度に注目が集まることは避けられるかもしれない。

逆に、システム上の重要性に柔軟に応じた規制・監督が実現するのであれば、重要なのは、システム上重要か否かといった二者択一的な判別を目的としたような定義付けではなく、システム上の重要性の度合いをいかにきめ細かく評価できるかという点になろう。FSB、IMF、BIS のガイダンスにもあるように、「システム上の重要性に関する評価は、経済状況や金融インフラ、危機管理の枠組み等、多くの要因に影響され、その時々で変化しうるものである」から、柔軟なアプローチが重要と考えられる。

### 3. 米国の枠組み

米国の場合、ノンバンク金融会社については、前記のシステミック・リスク監視機関である FSOC が、システム上重要と判断すれば FRB の監督下に置くことを決定する（113条）。一方、銀行持株会社については、FSOC の判断を介するのではなく、連結総資産 500 億ドル以上であれば、多くの場合、システム上重要なノンバンク金融会社と同等の扱いがなされる（165条）。

FSOC は、以下の要素を考慮してノンバンク金融会社がシステム上重要かどうかを判断する。

- (A) 当該会社のレバレッジの程度
- (B) オフバランスシートのエクスポージャーの規模や性格
- (C) 他の大手ノンバンク金融会社や大手銀行持株会社との取引や関係の規模やタイプ
- (D) 家計、企業、地方政府への信用供与元として、また米国金融システムへの流動性の源泉としての重要度
- (E) 低所得者、マイノリティ、恵まれないコミュニティへの信用供与元としての重要度、及び当該会社の破綻がそうしたコミュニティの借入れ可能性にもたらす影響
- (F) 資産を管理しているのか所有しているのか、管理する資産の所有者の分散状況
- (G) 当該会社の性格、業務範囲、サイズ、スケール、集中度、インター・コネクテッドネス、業務の組み合わせ

- (H) 当該会社が一ないし複数の主たる金融当局によって、既に規制されている程度
- (I) 金融資産の量や性格
- (J) 負債の量や性格。短期調達への依存度を含む
- (K) その他、FSOCが適切とみなすリスク関連要素

#### 4. 欧州における議論

英国 FSA は、2009 年 10 月に発表したターナー・レビュー・コンファレンスのディスカッション・ペーパー<sup>15</sup>において、システム上重要な金融機関をいかに定義するかについての議論を整理し、関係者の意見を求めている。ここでは、システム上の重要性をもたらす要素としてはサイズ、相互関連性の他に、集団としてのシステム上の重要性（ビジネスモデルが同様だったり、特定のセクターや金融商品に対して多くの金融機関が共通のエクスポージャーを持っていることにより、一斉に同じ方向の売買行動等が生じること）も指摘されている。

同ディスカッション・ペーパーに対するフィードバックは、2010 年 7 月に発表された。これによれば、システム上重要な金融機関の特定に関しては、まずシステム上の重要性に関してサイズが強調されすぎることへの懸念が多く指摘されたという。大手の銀行はホールセール、リテール両方の部門を持つことで、景気悪化の業績の影響が一時期に集中しないといった点や、顧客、地域、ビジネスラインが多様である結果、システムミック・リスクが低下するという主張である。また規模が大きいからこそ企業や政府等への資金供給で主たる役割を果たせるとの指摘もある。そして、サイズよりもビジネスモデルの方が、今回の危機に重要な意味を持ったという。伝統的な保険会社は、金融システムに直接的な脅威とならず、扱いは異なるべきとの主張も紹介されている。

さらに、市場環境によってシステム上重要となる企業も変化するとして、量的指標に過度に依存することへの警鐘も示された。そして、コメントの多くは、システム上重要かどうかの境界を設けるのではなく、システム上の重要度のスケールを用いるべきとしている。

英国では、2010 年 5 月の政権交代を受け FSA が解体されるため、こうした検討は、今後、イングランド銀行の下で行われることになる。

EU においては、2009 年 10 月に採択された銀行セクターのクロスボーダー危機管理の枠組みに関する文書<sup>16</sup>において、システム上重要な金融機関に対してリビング・ウィルを課す考え方が紹介されている程度で、システム上重要な金融機関を特定する枠組みの導入に関しては、概念的な議論がされている段階と言える。

2010 年 5 月、スペインの中央銀行は、相互貯蓄銀行の一つであるカハスールを公的管理下においたが、同行はスペインの銀行資産の 0.6%を占めるにすぎず、本来であれば混

<sup>15</sup> FSA, "Turner Review Conference Discussion Paper," October 2009

<sup>16</sup> Commission of the European Communities, "An EU Framework for Cross-Border Crisis Management in the Banking Sector," October 20, 2009

乱なく破綻処理が可能ならずであった。しかし、スペインの金融システムに対する懸念が台頭しているタイミングであったため、1年ほど前に導入された公的資金による銀行救済計画による初の介入対象となったのである。欧州の関係者からは、この事例を引用し、システム上重要な金融機関を事前に特定することの難しさを指摘する声も聞かれる。

## V システム上重要な金融機関への追加的規制・監督

### 1. グローバルな議論

金融危機勃発後、システム上重要な大手の国際的金融機関については、まず監督カレッジの設立により監督・監視が強化されたが、その後、2009年9月のG20ピッツバーグ・サミットの首脳声明において、2010年末までにシステム上重要な金融機関の問題への対処が必要とされ、FSBに対して、より強力な監督とこれら金融機関に対する追加資本、流動性及びその他の健全性規制を含む、実行可能な措置を2010年10月末までに提案すべきとされた。ここでは、システム上重要な金融機関のブルーデンス基準は、当該機関の破綻コストに見合うものとするものとされている。

上記の点は、2010年6月のトロント・サミットでも再確認されている。またトロント・サミットに提出されたFSBの中間報告<sup>17</sup>においては、「すべての国・地域は、システム上の重要性に応じて企業に対して追加的な健全性要件を課す能力を持つべきである」とされた。追加的な要件としてはシステム上の重要性とリンクした資本・流動性サーチャージや、大規模なカウンター・パーティ・エクスポージャーの制限等があげられている。

既にバーゼル銀行監督委員会においては自己資本比率規制や流動性規制の強化が提案されているが、システム上重要な金融機関については、さらにそれらに加えた厳格な基準を導入しようという発想である。

FSBにおける検討のうち、資本サーチャージについては、バーゼル銀行監督委員会において、その仕組みの候補が検討されている。2010年7月26日に開催されたバーゼル銀行監督委員会の上位機関である中央銀行総裁・銀行監督当局グループの会議においては、「一定の裁量（guided discretion）」による手法をさらに発展させる、とされている。「guided discretion」の趣旨は、システム上重要とされた金融機関に機械的に一定の上乗せ自己資本比率を要求するのではなく、一義的には行政上の裁量に委ねようという発想と思われる。ただし行政裁量が、透明性やアカウンタビリティ、事前予測性の不足につながるよう、統一的で明確なガイドラインの下での判断がなされる枠組みを整備するという事かもしれない。なお、後述するコンテンインジェント・キャピタルは、この資本サーチャージの要件を満たすための役割を果たしうる、という点も同会議の合意点として合わせて発表されている。

<sup>17</sup> FSB, “Reducing the moral hazard posed by systemically important financial institutions,” Interim report to G20 Leaders, June 18, 2010”

バーゼルⅡにおいては、大手の洗練された銀行は、先端的な内部格付けアプローチを用いることにより、中小金融機関が採用する標準的なアプローチよりも、低いリスクウェイトを用いて必要自己資本を計算することができたのである。この結果、金融機関の規模が大きいほど、Tier1 比率は低下する傾向が生まれていた<sup>18</sup>。

これに対して新たなアプローチの下では、規模が大きいほどシステム上の重要性が高いとして、より多くの自己資本を要求されることとなる可能性が生じる。

最終的に FSB やバーゼル銀行監督委員会がどのような報告書を提出するかどうか、また G20 ソウル・サミットにおいて主要国がどのような合意に至るのか注目されるが、先述の通り現段階においては、欧州においてはそもそもシステム上重要な金融機関に関する概念的な議論がなされている段階であり、システム上重要な金融機関を特定し、これに追加的な規制を課すという方針は示されていない。

ただし後述するように、英国では従来より大手の金融機関に対しては、より厳格な監督が行われてきた経緯がある。またスイスでは、今回の金融危機を踏まえ、国内大手二行については他と異なる規制が課されるようになっている。

米国の金融行政においても、従来より LCBOs プログラムがあり、大きくて複雑な金融機関 (Large and Complex Banking Organizations, LCBOs) に対しては、一定の監督上の配慮は払われていた<sup>19</sup>が、今回の危機を防止できなかった。そこで、グローバルな議論がまとまるのに先駆け、2010 年 7 月に成立した金融改革法において、システム上重要な金融機関に対する追加的な規制・監督の枠組みを導入している。

なお米国の例を見てもわかるように、システム上重要な金融機関に対しては、従来型の健全性規制を単に強化するというだけではなく、コンティンジェント・キャピタルの発行義務化の検討、規模や業務に関する直接的規制、破綻処理計画の策定義務化なども打ち出されている。

## 2. 米国の枠組み

米国では、FSOC がシステム上重要として FRB の監督下に置くべきと決定したノンバンク金融会社、および大規模で相互連関的な銀行持株会社については、FSOC は、FRB に対して、通常より厳格な健全性規制と報告・開示義務を導入・整備することを提案することができる、としている (115 条 (a))。

この厳格な基準の提案にあたっては、FSOC は、各社の資本構成、リスク、複雑さ、金融業務、サイズ、その他適切なリスク関連の要素を考慮し、金融機関によって異なる扱いとすることができる。

<sup>18</sup> 前掲 FSA (2009)。

<sup>19</sup> 年一回の検査ではなくコンスタントな監視、専担チームによる検査、資産の評価だけではなく、リスクマネジメントやコントロールシステムに注目、上級経営陣、部門責任者との頻繁な対話、ビジネスライン、ファンクションごとのレビュー等。Board of Governors of the Federal Reserve System, "Risk-Focused Supervision of Large Complex Banking Organizations," SR99-15, June 23, 1999 等参照。



FSOC が提案する基準には以下のようなものが含まれる（115 条（b））。このうち、（D）の破綻処理計画と（F）のコンティンジェント・キャピタルについては別途、説明する。

- （A）リスクベースの自己資本規制
- （B）レバレッジ上限
- （C）流動性規制
- （D）破綻処理計画とクレジット・エクスポージャー・レポート<sup>20</sup>の提出義務
- （E）与信集中制限
- （F）コンティンジェント・キャピタルの義務
- （G）より充実した開示
- （H）短期負債上限
- （I）全般的なリスク・マネジメント義務

FRB は、上記の FSOC の提案を受けて、あるいは独自に、システム上重要なノンバンク金融会社や連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に対してより厳格な規制を導入する（165 条）。その内容は、基本、上記の（A）～（I）に相当するが、上場ノンバンク金融会社と連結総資産 100 億ドル以上の上場銀行持株会社については、リスク委員会の設置が義務付けられること（165 条（h））、FRB（毎年）及び金融機関自身（システム上重要なノンバンクと連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社は半年に 1 回、連結総資産 100 億ドル以上の他の金融会社は年一回）がストレス・テストを実施することが規定されている（165 条（i））。

基準の適用にあたっては、システム上重要な金融機関の特定にあたって考慮した諸要素（113 条（a）、（b）の要素）、預金保険対象金融機関を保有するかどうか、非金融事業や関連会社、その他 FSOC が適当とみなす要素の違いに配慮すること、113 条（a）、（b）の要素の多少の変化が、FRB が設定する健全性基準の急激で非連続的な変化をできるだけもたらさないこと、金融機関の主たる業務が何か、一部の基準を適用することが適切ではない運用資産やその他の業務の存在といった点も考慮しながら上記提案を採用すべきとされる（115 条（b））。

また FRB は、連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社とシステム上重要なノンバンク金融会社については、FSOC が米国金融の安定性に重大な脅威をもたらし、またこうした規制が必要と決定した場合、デット・エクイティ・レシオを 15 倍以下とすることを要求すべきとされている（165 条（j））。この計算においては、原則としてオフバランスシートの活動も含めることとされる（165 条（k））。

FRB は、FSOC 及び FDIC との協議のうえ、システム上重要なノンバンク金融会社及び連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に対する早期是正措置（early remediation

<sup>20</sup> 当該金融機関が、他の大手ノンバンク金融機関や大手銀行持株会社にどのようなクレジット・エクスポージャーをどの程度持っているか、また当該金融機関に対して、他の大手ノンバンク金融機関や大手銀行持株会社がどのようなクレジット・エクスポージャーをどの程度持っているかの報告。

requirements) に関する規制を策定しなければならないとされている (166 条)。

この他、リスク・ベースの自己資本規制及びレバレッジ規制については、預金取扱い金融機関の持株会社、そしてシステム上重要なノンバンク金融会社に対して、預金取扱い金融機関に課されている規制を下回らないレベルの規制を課することとされている。また FSOC の提案により、連邦金融当局は、預金取扱い金融機関、その持株会社、システム上重要なノンバンク金融会社が行う業務が、当該金融機関や他者に重大なリスクを与えるとみなす場合は、これら業務に対し、別途、資本規制を適用する (171 条)。

### 3. 欧州の議論

英国 FSA は、従来、規模の大きい金融機関を「ハイインパクト・ファーム」として、他より徹底した監督を行ってきた。また現状、特にインパクトの大きい金融機関 (the highest impact firms) についてさらに強化された監督を行っている。

2009 年 7 月に発表された英国財務省の白書<sup>21</sup>は、システム上重要な金融機関に対しては、市場規律の強化、自己資本水準の引き上げ、破綻処理の仕組みの強化、市場インフラの強化の組み合わせがベストであるとした。

FSA も、規模以外の要素も勘案し、システム上重要な金融機関に対して自己資本比率や流動性規制を強化することが適切との考えに至っている。この点について、先述の通り FSA は 2009 年 9 月のディスカッション・ペーパーで市場関係者の意見を求め、その結果が先般、まとめられた段階である。今後、英国がどのような政策を導入するかは、新政権と金融機関の健全性監督権限を付与されたイングランド銀行の判断に委ねられることとなる。

大陸欧州諸国においても、システム上重要な金融機関に対する追加的な健全性規制の導入は、議論の域を出ていない。例外としてスイスでは、国内最大手 2 行がシステム上重要とされ、この 2 行については、2013 年までに自己資本比率を通常の最低レベルの 2 倍をターゲットとして引き上げていくことを求められている。ただし不況時には 1.5 倍までで良いこととされている。資本は、Tier 1 を中心に保有することが求められている。またスイスの銀行全体においては、グループレベルで 3%、個別行レベルで 4% のレバレッジ・レシオ (総資産に対するコアキャピタル、ただし計算上、国内向け融資は資産より除く) 規制が課せられているが、大手 2 行については、不況期を除き、これより高い比率とすることが要求されている。

### 4. 追加的健全性規制の理論と実際

システミック・リスクをもたらす可能性がある金融機関に対して、追加的により厳格な規制を加えようとする方針が示されているわけであるが、規制をどの程度強化することが

<sup>21</sup> HM Treasury, "Reforming financial markets," July 2009

合理的に正当化されるのであろうか。

この点については、理論的研究に基づく提案がいくつか提示されている。一つの考え方は、システミック・リスクを生じさせる度合いに応じて、資本規制を強化しようというものである。従来のバーゼル規制は、個々の金融機関が抱えるリスクに応じて、それぞれの金融機関に資本を積みせようという発想であったが、個々の金融機関が他の金融機関や市場全体にもたらすリスクに見合う資本を、当該金融機関に用意させ、リスクの伝染の抑止を図るのである。このような規制を導入することで、個々の金融機関においては、過度にインターコネクテッドな取引を避けるなど、システミック・リスクを低下させる業務や組織形態を選択するインセンティブが生じることが期待されている。

こうした発想の下で、相当程度、現実に応用しうるモデルを提示した例として Chan-Lau (2009) がある<sup>22</sup>。ここでは、ある金融機関がもたらすシステミック・リスクに対応した追加的な必要資本は、以下のようにある金融機関の倒産が、どの程度、他の金融機関全体のリスク量を拡大させるかを、一定の信頼区間を設定して計測される。

(当該金融機関が倒産した場合の「他の金融機関の倒産確率×倒産時のエクスポージャー×倒産時の損失割合」) - (当該金融機関が存続している場合の「他の金融機関の倒産確率×倒産時のエクスポージャー×倒産時の損失割合」)

この式における個々の金融機関の倒産確率は、ムーディーズの KMV モデルや CDS の価格等を通じて把握できる。ある金融機関が倒産する場合に、他の金融機関の倒産確率がどの程度上昇するかは、過去における当該金融機関と他の金融機関の CDS 価格の相関を用いて計測する手法 (CoRisk 分析) や、ネットワーク分析 (例えば金融機関 A へのショックが、取引先の B、C にどの程度の影響をもたらすか、さらにそれが B、C の取引先の D、E、F、G にどう影響するか、さらにその取引先 (A、B、C も含まれる) への影響はどうか、というように各行の他行との取引関係データを用いて、影響の波及経路や影響の程度を計測していく手法。CDS 価格等を利用しにくい場合にも有効) があるという。

ただ上記の式における倒産確率一つとっても、金融機関ごとに差が大きく、また金融情勢によって何倍にも変化する。これを機械的にあてはめ、必要自己資本を金融機関ごとに大きく異なるものとしたり、環境悪化時に大幅な資本増強を迫るようなことになれば、公正な競争を阻害したり、プロシクリカリティの問題を悪化させることにもつながる。

またそもそもどのようなモデルを用いるか、どのような変数を採用するかといった点で、国際的な合意に至るのは極めて困難と見られる。そこで、より現実的なアプローチとして、金融機関のサイズ、複雑性といった複数の項目ごとに、スコアリングし、その総合評点を一つの指標として、異なる規制を課すといったことも検討されているようである。

<sup>22</sup> Jorge A. Chan-Lau, "Regulatory Capital Charges for Too-Connected-to Fail Institutions: A Practical Proposal," November 2009 参照。その他各種議論の紹介は、IMF, *Global Financial Stability Report*, April 2009 及び April 2010 参照。

## 5. コンティンジェント・キャピタル

金融機関の財務状況等が一定以上悪化した場合、債券から株への強制転換が生じることで資本増強が自動的に図られるリバース・コンバーティブル債の発行を金融機関に義務付けることは、市場規律の活用という点でも望ましいという議論は、以前より主張されていたが<sup>23</sup>、金融危機を経た今日、公的資金投入の回避にも寄与しうるとして、より注目されるようになってきている。

バーゼル銀行監督委員会においても、コンティンジェント・キャピタルの位置づけについて検討されてきたが、2010年6月のトロント・サミットにおいては、このバーゼルにおける作業を支持するとし、2010年の改革パッケージに含められるべきとされている。

これを受け、バーゼル銀行監督委員会は、7月の会合において、銀行が存続不可能（gone concern）な場合に、規制当局の選択により、資本商品の元本の減額若しくは普通株への転換を可能にする契約条項を含めることを求める提案を市中協議に付すことに合意している。また、資本バッファの一部を満たすためにコンティンジェント・キャピタルを用いる検討も行ったとされる。銀行が存続している（going concern）時点でのコンティンジェント・キャピタルの取扱いに関する具体化された提案については、2010年9月に進捗報告を行い、これを踏まえて2010年12月の会合において検討するとされている。

以上に加え、バーゼル銀行監督委員会の上位機関が、前記の通り、コンティンジェント・キャピタルを、システム上重要な金融機関に対する資本サーチャージの役割を果たすものとして位置づけるなど、システミック・リスクへの対処の手段としてコンティンジェント・キャピタルを重視する方向性が明確に示されるようになってきている。

米国も新たな金融改革法において、システム上重要な金融機関に対するコンティンジェント・キャピタルの発行義務付けを視野に入れているが、まずFSOCが、その実現可能性、コスト・ベネフィット、構造について調査を実施し、金融改革法施行後、2年以内に議会に報告することとされている（115条（b）、（c））。

欧州においては、英国のロイズやオランダのラボバンクなど、既にコンティンジェント・キャピタルが発行されたケースがある。

## VI 規模や業務に関する直接的規制

### 1. 直接的規制論の背景

金融機関がもたらすリスクを、リスクに応じた自己資本規制を課すといった通常の健全性規制の考え方で対応するのではなく、そもそも過大なリスクを生じないよう、大きすぎてつぶせない金融機関は分割して小さくすべきとか、かつてのグラス・スティーガル法の

<sup>23</sup> Flannery J. Mark, “No pain, no gain? Effecting market discipline via “Reverse convertible debentures,” Hal S.Scott (ed.) *Capital Adequacy Beyond Basel*, 2005

ように一部の業務を禁止しようという議論も、一部で活発に主張されるようになった。

イングランド銀行のエグゼクティブ・ディレクターで金融安定化担当のハルデインは、こうしたアプローチのメリットとして、①規模の縮小や業務分割により、システムの一部に問題が生じても全体に影響しにくくなる、②不確実性の下ではバーゼル規制のような複雑な方式よりも、最悪の結果を最小化することをターゲットとしたシンプルな方式の方がより頑強である、③自己資本規制などではこれを回避し、テイル・リスクをとることでリターンを追及するインセンティブが銀行に常に残る。最適な比率を設定するのは難しい、という点を主張している<sup>24</sup>。

## 2. 米国の枠組み

米国の金融改革法には、いわゆるボルカー・ルールが盛り込まれ、一部のハイリスクとされる業務の禁止（619条）や規模拡大の抑制措置（622条）が導入されることとなった。すなわち1965年銀行持株会社法を修正し、自己勘定取引の禁止とヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへの出資、パートナーシップ、持分保有、スポンサーを原則として禁じることとされた。またシステム上重要なノンバンク金融会社による同様な活動に対しては、追加的な資本要求や量的制限が課される。さらに、FSOCの提案に基づき、FRBは、金融会社に対して、連結総負債の全米シェアが10%超となるような合併・統合を行うことを禁止できる。

また、預金取扱い金融機関に対し、スワップ業務（一部適用除外あり）を別法人に分離することを求める条項も盛り込まれた（716条）。

以上に加え、米国の金融改革法においては、連結総資産が500億ドル以上の銀行持株会社及びシステム上重要なノンバンク金融会社が、米国の金融の安定性に重大な脅威をもたらしているとFRBが認定した場合、FSOCの3分の2以上の賛成をもって、FRBは以下の措置を講ずることができるとしている（121条）。

- ① 他社との合併・統合の制限
- ② 金融商品提供の制限
- ③ 業務停止の要求
- ④ 業務遂行のあり方に関する条件付け
- ⑤ 以上では不足と判断される場合、資産やオフバランス項目の第三者への売却・移管を要求

この他FSOCは、以下について調査を行い、法施行後180日以内、その後5年以内ごとに議会に報告することが求められている（123条）。

- (A) 金融機関の最大規模を制限すること
- (B) 大手金融機関の組織の複雑性や業務多様化の程度を制限すること

<sup>24</sup> Haldane, G. Andrew, "The \$100 Billion Question," March 2010

- (C) 破綻処理を迅速化するため大手金融機関の業務部門のオペレーション上の分離を要求すること
- (D) 大手金融機関の業務部門間のリスク移転を制限すること
- (E) コンティンジェント・キャピタルや同様な仕組みを要求すること
- (F) 非金融事業と金融事業を合わせ行うことを制限すること
- (G) 伝統的な金融業務とトレーディングや他のリスクの高い業務の分離を要求すること
- (H) システミック・リスクを制限する上で有益と見られるその他の業務や組織構造の制限を大手金融機関に課すこと

### 3. 欧州の動き

2010年5月に発足した英国の新政権は、銀行に関する独立委員会を設置し、銀行セクターの改革を検討することとしたが、ここではリテール銀行業務と投資銀行業務の分割を論点に含めるとされた。

金融危機後、英国においては、銀行が伝統的な銀行業務とトレーディング等の投資銀行業務をあわせ行うことが適切かどうかについて議論があり、FSA長官によるターナー・レビューは、分割は現実的ではないとし、自己資本規制等を重視する立場であった。一方、イングランド銀行のキング総裁は、両者の分離に好意的な発言を繰り返し、また同行のハルデンは、業務の制限に加え、銀行の規模を制限することを支持する立場を示してきた。

総選挙に向けた政策論争の過程では、英国の保守党は、リテール業務を行う銀行は自己勘定取引を禁止すべきと主張し、自由党は銀行を分割（break up）すべきと主張してきた経緯がある。

今回の独立委員会は、こうした両党が連立政権を組むことになってことを受けて設置されたものである。ただここでは、必ずしも金融安定性向上のための銀行の規模や業務規制を主目的としているのではなく、むしろ競争促進が重視されている観がある。例えば委員長は元公正取引委員長のビッカーズ氏である。またどの大手金融機関が too big to fail とみなされているかを検証するとしているが、問題意識として示されているのは、こうしたステータスの結果、競争優位を得ているかどうかという点である。リテール銀行業務と投資銀行業務については、分離という論点もさることながら、それぞれの業務において競争を促す政策提言を目指すとされている。

従って2011年9月末までに予定される最終報告は、リテール業務とホールセール業務を分離するか否かを明確に結論づけるものというより、幅広く英国銀行セクターにおける競争促進策を論じる内容となることも想定される。

一方、EUにおいては、やはり金融システムの安定性という観点というより、域内競争政策の観点から、公的支援を受けた金融機関に対しては、思い切った資産や業務の売却などを命ずる措置を講じている。こうした中で、スイスにおいては、金融システム安定性の

観点から、大手二行の資産圧縮を進展させている。

なお米国のボルカー・ルールや、英国のリテールと投資銀行業務の分離といった業務分野規制の発想は、ユニバーサル・バンク制を採用する大陸欧州においては、支持する議論は見当たらないのが現状である。

## VII リビング・ウィルと秩序ある破綻処理

### 1. グローバルな動き

以上見てきたシステム上重要な金融機関に対する追加的規制は、基本的にこうした金融機関が危機に陥るのをいかに予防するかを目的とするものであるが、危機を 100% 予防することは不可能と考え、危機発生時の対応も整備することは不可欠である。

システム上重要な金融機関を特定し、規制強化を導入することについては、いまだ議論がまとまっていない英国や欧州においても、後述するように、危機発生時の対応の整備については、その必要性について認識され、一定の進捗が見られる所である。

グローバルなレベルでは、2009 年 9 月の G20 ピッツバーグ・サミットにおいて、「システム上重要な金融機関は、国際的に整合性がとれた、各社別の緊急時の危機対応計画及び破綻処理計画を策定すべきである。各国当局は、国境を越えて業務を行う主要な金融機関のための危機管理グループ及び危機の際の介入に関する法的枠組みを構築するとともに、市場の混乱時における情報共有を改善すべきである。」とされた。

同サミットでの要請を受け、FSB が 2010 年 6 月に発表したシステム上重要な金融機関に関する中間報告においては、「システム上の混乱や納税者の損失の無い形で金融会社を処理できるような破綻処理手段」を全ての国・地域が持つことを要請されている。

トロント・サミットにおいては、「システム上の混乱の無い形」の処理の関連では、「重大な金融サービスの継続（預金保険を含む）」や「ストレスの波及の最小化」、「秩序だったリゾリューションのための事前計画策定、契約関係の移転」、「国内及び各国・地域間の実効的な協力と情報交換」といった点が指摘されている。

また「納税者の損失の無い形」の処理の関連では、先述のコンティンジェント・キャピタルの他、ベイルイン・オプション（危機に陥った金融機関が倒産に至る前の段階で、当局が金曜日にクローズし、月曜日に東京市場が開く前に一部のデットをエクイティに強制的に転換するなどして資本を増強させつつ業務の継続を図るといった処理手法）、無担保債権者のヘアカットへの言及がある。また金融機関からの事後的な救済コストの徴収や事前の保険料等徴収による「リゾリューション（破綻処理）・ファンド」の創設については、金融セクターが「実質的な貢献」をすべきとされたものの、各国ごとの意見の相違があり、国際的に一律のルールの導入を合意するには至っていない。

リゾリューションに関する具体的な政策については、G20 は FSB に対して 2010 年 11 月に予定されるソウル・サミットまでに提案することを要請している。

## 2. リビング・ウィル

ピッツバーグ・サミットにおいてシステム上重要な金融機関に策定が要請された「各社別の緊急時の危機対応計画及び破綻処理計画」やトロント・サミットで言及された「リゾリューションのための事前計画」は、リビング・ウィルとも呼ばれるもので、システム上重要な金融機関が危機に陥った場合の影響を低下させる上で重視されるようになっている。

これは例えば金融機関が破綻した場合に、破綻処理に必要な人員や資金が確保され、継続すべき業務のためのシステムの稼動に支障がでないようにし、また管財人等がどこから手をつけて良いかわからないといった状況に陥らないよう、予め適切な処理手順や必要な情報を整理しておくという目的がまずある。

同時に重視されていることは、こうした計画の策定を要求し、これを当局が承認するプロセスを、危機時の対応に困難が生じにくいような経営組織構造を、平時の段階から要請していくための政策ツールとして位置づけることである。例えば、ある重要な業務が、グループ内の複数の法人が関わることによって実現している場合、ある法人が危機に陥ると、他の法人には事業継続の余力があっても、その業務全体の継続が不可能になるということが生じる。この場合、必要以上に複雑な組織構造をとるべきではないという要請がなされることも考えられるのである。

## 3. 秩序ある破綻処理とは

通常の破産法制の枠組みでは、一般に債権者への公正な返済が重視されるが、金融機関の破綻処理においては、金融システムの安定性への影響を最小限に留めることも重要となる。資産の投売りによる市場の混乱、多数のカウンター・パーティとの間の巨額契約の不履行がもたらす危機の伝染、信用不安による金融取引全体の収縮といった事態を避けるために、例えばブリッジバンクの設立などを通じ、一定の業務や取引を継続させつつ迅速に破綻処理を進める必要がある。

米国のように、銀行についてはこうした処理を担うリゾリューション・オーソリティとして預金保険機構が存在する国もあるが、こうした国でも銀行持株会社などノンバンクについては同様の枠組みは用意されていなかった。英国のように、銀行についても特別の枠組みが無かった国もある。

新たな枠組みとしては、銀行かノンバンクかに関わらず、システム上重要な金融機関全般に対して、預金保険機構に相当するような秩序ある破綻処理を担う当局を用意するというアプローチがある。これに対しては、行政的な裁量を懸念し、破産法を金融機関向けに修正することで対応すべきとの意見もある。

今回の金融危機の教訓としては、ノンバンクを含めた秩序ある破綻処理の枠組みが必要であるという点に加え、公的資金の投入による個別金融機関救済は、有権者の激しい批判や財政悪化、そしてモラルハザードにつながるため、回避すべきという点がある。



そこで損失を誰がどう負担するかという問題や、破綻処理コストのファンディングをどうするかという問題が重要となる。株主がまず損失を負担し、無担保債権者が次に負担、高額報酬者からのクローバックもありうる、といった点が、グローバルにも議論され、米国では新法に盛り込まれたが、危機の進行につれ、損失負担の可能性が高まることが、株主や債権者のみならず、市場全体の不安増幅につながるおそれもある点に注意が必要である。特に米国の場合、預金保険機構による秩序ある破綻処理の対象となった金融機関は清算処理とするとしているが、硬直的対応に過ぎる観がある。

また例えばブリッジバンクの設立・運営等には、一定の外部資金が必要となるが、事前の基金を用意して対応するか、あるいは一時的に公的資金を用立て、事後的に業界から徴収するかという選択肢がある。

クロスボーダーの破綻処理の枠組みの構築は、各国の破綻処理制度の相違が問題となり、より複雑なチャレンジとなる。2010年7月に発表されたジュネーブ・レポート<sup>25</sup>においては、金融のトリレンマとして、各国の金融主権の確保、クロスボーダー・バンキングの促進、グローバルな金融の安定の3つは、同時に達成することはできないと論じている。金融の安定性には、各国が主権を一部妥協するか、クロスボーダー・バンキングを規制する必要が生じるわけである。

破綻処理へのアプローチについては、母国が国際金融グループ全体の破綻処理を担い、内外債権者を平等に扱うというユニバーサル・アプローチもあれば、各国が自国内の拠点の資産を囲い込み（リング・フェンス）、自国債権者の保護を優先しようという属地主義アプローチもある。EUは、ユニバーサル・アプローチに近い制度を導入していたが、今回の危機においては、一部の国で自国債権者を優先すべくリング・フェンス的行動がとられた。

属地主義的アプローチでは、国際的な協調の下で破綻処理した場合に比べ債権者が全体として不利になりかねず、また金融機関のグローバルな事業展開には不都合となるが、EUのような単一市場圏の枠組みでもユニバーサル・アプローチが困難に直面したことを踏まえても、何らかの代替的なアプローチが構想される必要がある。

## 4. 米国の枠組み

米国は新たな金融改革法において、財務長官が、FRB理事の3分の2以上の勧告、FDIC理事の3分の2以上の勧告<sup>26</sup>、及び大統領との協議を受け、問題金融会社を、covered financial companyと指定し、FDICを管財人とする旨の指名をコロンビア特別区地方裁判所から受け、秩序ある破綻処理に付す仕組みを導入した（203条）。

指定にあたっては、当該金融会社が「デフォルトの状態ないしデフォルトの危機にある

<sup>25</sup> *A Safer World Financial System, Geneva Report on the World Economy 12, July 8, 2010*

<sup>26</sup> 当該会社が証券会社、ないしその米国最大の子会社が証券会社である場合は、FDICと協議の上、SEC委員の3分の2の勧告、FRB理事の3分の2の勧告を要する。また保険会社、ないしその米国最大の子会社が保険会社の場合は、FDICの協議の上、新設されるFederal Insurance Office委員の3分の2以上、FRB理事の3分の2の勧告を要する。

こと」、その金融会社が破綻し、通常の破綻法制で破綻処理した場合、米国の金融の安定性に深刻な悪影響が生じること、民間セクターによる他の有効なデフォルト回避手段が見当たらないこと等が前提とされる。

この covered financial company は、必ずしも FSOC がシステム上重要と指定した金融機関とは限らない。危機が実際に生じた時点において、どの金融機関がシステム上の危機をもたらしうるかは、事前の認定通りになるとは限らず、別途、判断しなければならないとの認識がこうした仕組みを採用した背景にあるものと考えられる。

FDIC は、基本的に銀行破綻処理の際に用いる連邦預金保険法 11 条~13 条の権限と同様の権限を以って covered financial company の処理にあたる。例えば、資産、負債を第三者に公正な価格で移転する、ブリッジ金融会社を設立する、債権者の同意や事前の裁判所のレビューがなくても特定の資産や負債だけを移転する、残余資産からどの債権者がどれだけ弁済するかを決定する。

また FDIC は、covered financial company の処理のために資金を広範な金融的措置を実施できる。この内容としては、融資、負債の購入、資産の購入、債務の肩代わりや保証、担保の設定、資産や負債の売却などが含まれる。

処理にあたっては、FDIC の措置が covered financial company の保護ではなく米国の金融安定のためであること、株主はすべての債権や処理コストが完全に払われるまでは支払いを受けないこと、無担保債権者は、清算処理をした場合に被ったであろう損失額を上限とする損失を負担すること、また経営陣や取締役会メンバーのうち危機に責任のある者は排除されること、FDIC が株主とならないことが規定されている（206 条）。

FDIC は、財務省に設置された Orderly Liquidation Fund より、必要資金の融資を受けることができる（210 条（n））。このファンドは、民間が積み立てるファンドではない。また FDIC は財務省に対して債券を発行して資金を調達することもできる。これら資金の返済は、過剰な便益を享受した債権者と大手金融会社（総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社及びシステム上重要と指定されたノンバンク金融会社）からの料金徴収によって賄われる。料金の設定にあたっては、FSOC が推奨するリスク・マトリックスを用いる。リスク・マトリックスは、一般的な経済情勢、預金保険料や投資者保護公社への支払い等他の保証の仕組みへの支払い、米国の金融安定性へのリスク、恩恵を被った程度、危機の前 10 年間におけるリスクへの寄与度合い等を考慮して設定される。

なお FSOC は、法施行後 1 年以内に、有担保債権者に対するヘアカットの是非やそのあり方について調査し議会に提案する（215 条）。また FRB は、合衆国裁判所事務局との協議の下、チャプター 7、チャプター 11 によるシステム上重要な金融会社の破綻処理に関する調査を行う。合衆国裁判所事務局は、1 年以内に調査結果の概要を、上院銀行委員会、上院司法委員会、下院金融サービス委員会、下院司法委員会に報告する。その後、5 年後まで毎年報告を行うとされている（216 条）。

リビング・ウィルについては、米国においては、前述の通り、新法におけるシステム上重要な金融機関への追加的規制の一環として、策定が義務付けられることとなった。

## 5. 英国の動き

英国では、ノーザン・ロック銀行の危機の際、銀行に関して特別な破綻処理制度が無かったため、監督当局のイニシャティブで破綻処理を開始できず、また清算型の処理しか選択肢がなかった。そこで1年間の時限立法で対応することを余儀なくされた。その後、2009年銀行法を制定し、民間セクターへの承継、ブリッジバンク、一時国有化の措置を含む新たな破綻処理制度を整備した。

投資銀行の破綻処理制度については、同法において2011年までに整備すると規定されており、英国財務省は、2009年12月に投資銀行の破綻処理の枠組みに関するコンサルテーション・ペーパーを公表している。

リビング・ウィルについては、FSAが一部の大手預金取扱い金融機関に対して試験的な適用を既に開始している。また投資銀行に関するリビング・ウィルについては、上記の財務省のコンサルテーション・ペーパーで検討がスタートしている。

## 6. 欧州の動き

2008年6月から7月にかけて、EUレベルでの金融危機対応のためにMoUが結ばれたが、これは、2008年9月のリーマン・ショック以降、欧州で生じた金融危機対応にはほとんど役に立たなかった。そこで、欧州レベルのリゾリューション・オーソリティやリゾリューション・ファンドの導入が構想されているが、まだ具体化には至っていない。

先述の通り、欧州委員会域内市場総局EUにおいては、2009年10月、銀行セクターのクロスボーダー危機管理の枠組みに関する文書が採択されている。この中では以下のような論点が提示されている。

- －早期介入（リビング・ウィル等の策定、金融グループ内の資産移転を含む）
- －破綻処理の枠組みの整備（ブリッジバンク、バッドバンクの設立を含む）
- －金融グループ単位での破綻処理の枠組みの策定
- －救済に伴う費用負担に関する加盟国間の共通原則の策定

また欧州委員会は、2010年5月に、リゾリューション・ファンドに関する政策文書を採択しているが、ここでは、破綻処理に必要な資金に充てるため、各国がリゾリューション・ファンドを設立し、EUレベルでそのネットワークを構築することが提案されている。ファンドは事前徴収型で積み立てられるものが望ましいとされ、①銀行の資産、②負債、③利益やボーナスに応じた仕組みが提示されている。最終的には欧州単一のリゾリューション・ファンドの設立が目標とされている。しかし、対象金融機関の範囲（銀行のみか全金融機関か）を巡る意見の相違や、域内各国のリゾリューションの枠組みの違いもあり、欧州単一のファンドは困難との見方が有力である。

今後、2010年11月のG20ソウル・サミットに向け、EUとしてもリビング・ウィル、

リゾリューション・ファンドに関する具体案をまとめる予定である。

## VIII まとめ

以上、今回の金融危機の教訓を踏まえた、新たなシステミック・リスク対応の枠組みは、図表4のようにまとめることができよう。

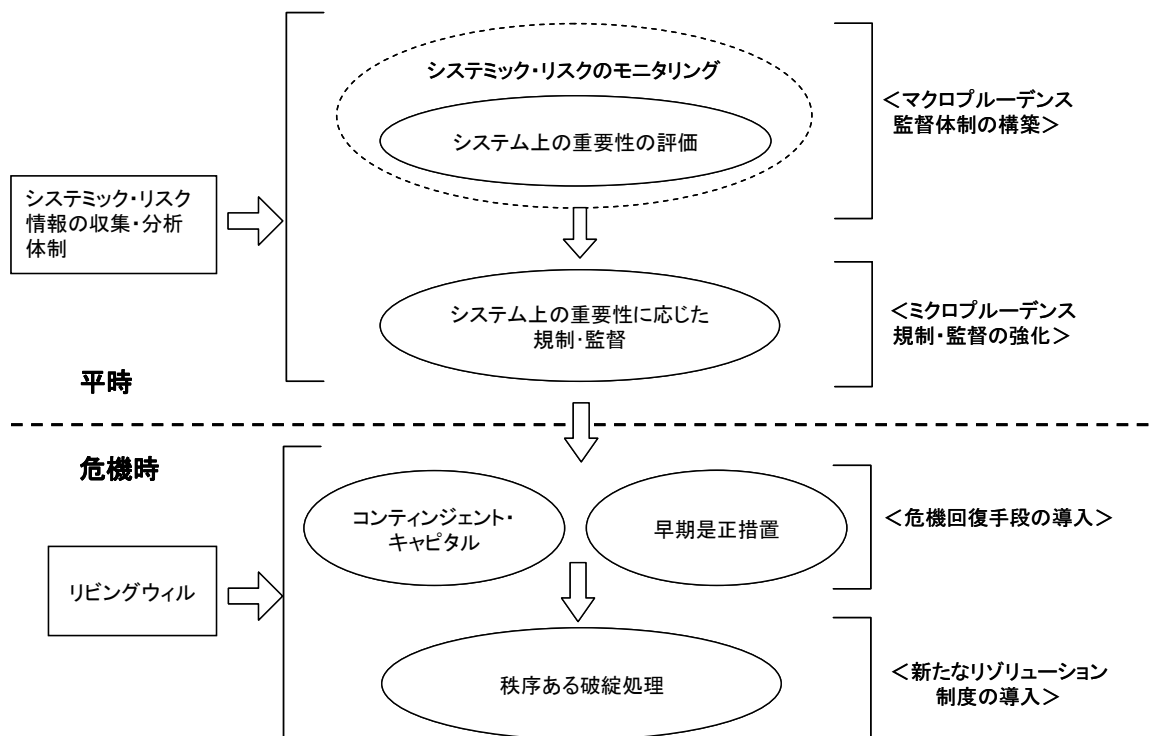
まず経済全体、システム全体のリスクを監視するマクロ・プルーデンス監督体制を構築する。この機能の一つとして、金融機関のシステム上の重要性の評価が位置づけられる。

システム上重要と特定された金融機関には、追加的な規制・監督が課せられる。システム上重要とされるかどうかで、断層的な扱いの相違が生じることは不適切であるため、システム上の重要度に応じた柔軟な枠組みが必要となる。なお金融機関の規模や業務範囲を直接的に規制すべきとの議論もある。

ここまでは金融危機予防のための平時の枠組みであるが、危機発生時には、まず各金融機関の自主的な資本調達や資産売却による対応が優先されるが、状況によってはコンティンジェント・キャピタルや早期是正措置が発動する。さらにこれらが功を奏しない場合も想定し、秩序ある破綻処理の枠組みが整備される必要がある。

こうした枠組みのうち、マクロ・プルーデンス監督体制の導入と、従来、銀行中心に検

図表4 システミック・リスクへの新たな対応



(出所) 野村資本市場研究所

討されていた危機時の対応をノンバンクを含めたものに発展させようという点については、欧米ともに必要性が認識されている。

これに対して、システム上重要な金融機関を特定し、追加的な規制を課すことについては、米国は新法に明記したが、欧州においては否定的な意見も多いというのが実態である。

システミック・リスクへの新たな対応は G20 などグローバルな場でも要請されているものであり、わが国としても欧米それぞれのアプローチの共通点、相違点を参考にしつつ、検討を進めることが必要である。