

# グローバル金融危機と規制の再構築

佐藤 隆文

## はじめに

御紹介を賜りました佐藤でございます。どうぞよろしくお願い申し上げます。

日本証券経済研究所の勉強会にお招きをいただきましたこと、お話しする機会をちょうだいいただきましたこと、大変光栄に存じます。本日はお手元にお配りいたしましたレジュメ（巻末資料参照）に沿いまして、大きく四つのお話をさせていただきます。

まず最初に、今回のグローバルな金融危機の特徴をおさらいいたしまして、その後、二つ目に、今回の金融危機がなぜもたらされたのかという、いわば構成要素のようなものを振り返ってみたいと思います。それを受けまして、金融システム、金融市場がある程度安定してきたころから、グローバルに規制再構築の動きが非常に加速を始めてまいってきております。現在、作業途上でありまして、作業途上の話を的確にとらえるというのは難しいわけですが、少なくともこんな方向に向いているのではないかとということで、私なり

のいわば「風を読む」と申しましようか、そんな作業の結果を御紹介させていただきます。そして最後に、規制再構築に際して、当局者として、あるいは当局に注文をつける民間金融セクターとして、どんな点に留意をしておいたらいいか、こんな四本の柱でお話をさせていただきます。

## 一、今回の金融危機の特徴

### (1) 九〇年代日本の危機との違い

まず一つ目、今回の金融危機の特徴ですけれども、これをとらえるにはさまざまアプローチの仕方がありますが、一つは九〇年代の日本自身の危機と比べてみるということです。比べてみますと、今回の危機というのは、証券化であると信用デリバティブズといった金融技術の普及とともに、市場を通じてリスクが広範な主体

に拡散をした。複雑で錯綜した契約関係が張りめぐらされ、なかなかリスクを特定しにくい状況が生じたというのが大きな特徴であろうかと思えます。

これに對しまして、我が国の九〇年代の危機というのは、いつてみれば商業銀行のバランスシートの上に貸出債権の形で集中していたということでございます。もちろん、それなりの難しさはありましたけれども、リスクの特定そのものは今回の危機に比べればやや容易であったのではないかとこのことでございます。

二つ目の差異は、とにかく市場ベースでのビジネスモデルでございましたので、金融商品も市場価格に基づく会計処理が求められ、時価会計の制度のもとで非常に迅速な損失認識を求められる。広範に張りめぐらされた取引関係があったこともあり、いつてみれば危機の伝播の速さが特徴で

あったということかと思いません。

これに對しまして九〇年代日本の場合は、貸出債権というところに問題がございましたので、いわば相對<sup>あたい</sup>の債権債務関係と申しましようか、非市場性の金融商品であつて、不良債権処理に時間的猶予を与えることが可能であつた。このことが逆に処理の先送りのインセンティブになつたというケースもあつたかと思いません。

三つ目の違いは、リスクの移転あるいは市場混乱というものが国境を越えて伝播したというのが今回危機の特徴かと思ひます。实体经济への悪影響も世界同時に起きているということかと思ひます。

それに対しまして九〇年代日本の危機の場合には、不良債権問題も、あるいは経済への悪影響と云うのもおおむね日本国内にとどまっていたということかと思ひます。

## (2) 不確かな相互依存

現象としてどういふことが起きたのかという面からとらえますと、「不確かな相互依存」といふうに私が呼んでいることが起きたと思ひます。

すなわち、金融取引、金融商品販売の連鎖、あるいはリスク移転の連鎖、そして投資資金の調達と担保提供等々をめぐる、錯綜し、かつ網の目のように張りめぐらされた契約関係が市場全体に広がつていた。この中で、ある取引、ある商品のもつともらしさというものが、他のファクターに非常に強く依存している。自立して立つているファクターというのは非常に少ないというのが、「不確かな相互依存」と名づけた理由でございます。

典型的には、まず金融商品のもつともらしさというものは、証券化にせよ、信用デリバティブズにせよ、金融技術の信頼性とか、あるいはそこで使用されるデータの信頼性に強く依存している。金

融商品の価値の評価というのは、本源的なキャッシュフローよりも市場で成立した価格に非常に重きが置かれている。それでは、市場で成立した市場価格というのはそれほど信頼性の高いものであったかという点、今も申しましたように、商品の本源的価値、つまり将来キャッシュフローの現在価値というようなことよりも、格付であるとか、あるいは金融保証であるとか、そういったものに強く依存していた。また、市場価格の信頼性というのは、さらに市場取引の流動性にも依存をしていた。ある程度厚みのある取引がなければ、信頼のある価格というのは見出されないということかと思えます。

市場の流動性を支える投資資金の調達というのは、短期の市場性資金に強く依存していた。さらにいえば、その一つのケースですけれども、大手銀行等がつくったS I VであるとかA B Sコン

デュイットといったオフバランスシート・スキームなどにおける投資資金というのは、スポンサー銀行の流動性補完が付されていて、そういうものにも依存していたということでございます。

そして、投資資金の調達、それが市場の流動性にもかかわるわけですが、それは提供する担保の価値に依存をしていた。担保の価値というのは、先ほど申し上げた市場価格に強く依存していた。

その市場価格を支えるところの流動性ですけれども、投資資金の供給源である短期金融市場の流動性というのはまた別の要因、すなわち市場参加者の健全性、これは市場におけるカウンターパーティーリスクに直結しますけれども、そのカウンターパーティーリスクの程度に依存をしているというところでございます。そのカウンターパーティーリスクを左右する市場参加者の健全性、すなわち支払い能力、債務履行能力あるいは流動性準備の状

況というのは、これまた当該市場参加者が保有している保有資産の価格に依存している。その価格というのは、当然市場価格に左右される。こういったことでございまして、まさに冒頭申し上げましたように、金融取引、金融商品販売の連鎖、リスク移転の連鎖、そして投資資金の調達と担保提供、こういったものが相互に依存し合っている、もたれ合っているという状況であったのかと思います。

こういった取引関係が成立するに当たって、スピード重視で、とにかく慎重な審査、十分なデューデリジェンスというのが行われておりませんので、これらの依存関係の不確かさが認識されると、相互依存がいわば相互不信に入れかわるということ、ドミノ式に信認の喪失が連鎖する、こういうことが今回の危機では起きたのではないかと思います。

### (3) 四つの不確実性

こういう中で、市場で起きた現象については、いろんなとらえ方がありますがけれども、四つの不確実性ということととらえたのがこのレジユメでございます。

#### ① プライシングの不確実性

一つはプライシングの不確実性ということで、いつてみれば市場の最も重要な機能である価格発見機能が失われてしまったということかと思えます。原因は、今も申し上げましたけれども、証券化商品の原資産が追求できない、あるいは信用格付の信頼性が低下したといったこともあったかと思えますが、危機が進行してからは市場において取引が非常に閑散になりました、投げ売りといった事態も起きて、いつてみれば市場で成立した価格の信頼性をだれも信じなくなってしまうとい

うこととさせていただきます。

② 市場流動性の不確実性

二つ目は市場流動性の不確実性、これはまさに先ほど申し上げたとおりですけれども、この流動性には二つの意味がありまして、一つは金融商品そのものの流動性。当然、価値がはつきりしませんから、買い手がいない。買い手がいないので、売り手のほうも取引に出しにくい。無理に出そうとすると、本来の価値よりはるかに低い価格でしか売れないということ、取引が成立しないということと一体でございます。

もう一つは資金の流動性、お金のほうの流動性ということとでございます。先ほど短期の市場性資金でファイナンスすることが一般化したと申しましたけれども、このファイナンスの中で、例えば一カ月とか三カ月というサイクルで満期が到来し

ます。満期の到来に伴うロールオーバーを順次やっていかなくちやいけないう状況になったわけです。あるいはまた、保有している金融商品の価格が下落しますので、マージンコールが広がる。追加担保を求められるということが起きました。保有金融商品、資産サイドではそれを売却することが困難な状況ということとございます。まさに投資資金のファイナンスを市場性資金に依存していたということが、各市場参加者の流動性準備の不足に直結をいたしまして、これが銀行の流動性も圧迫し、最終的に短期金融市場が極端にタイト化するということとございました。いってみればカウンターパーティーリスクの高まりと担保価値の不安というところに起因しているのかと思います。

③ リスク所在の不確実性

三つ目の現象は、リスクの所在の不確実性というところでございます。金融商品が幅広く取引されたわけですけれども、金融商品の販売、販売する人も在庫で相当程度持っているということもありますし、販売、保有、そしてリスク移転、リスクヘッジのために金融保証をつけたり、あるいはCDSでヘッジしたりということも一般的でございましたので、こういったチャネルが錯綜しております。まして、高リスクの商品をどの金融機関やファンドがどれくらいの規模で保有し、その資金調達をどこから行い、あるいは保有資産のリスクヘッジをどう行っているかという全体像が見えない。あるいは不透明な金融商品をだれが保有し、だれにリスク移転がされ、最終的にだれがリスク負担をしているのかという全体像が不明であったということ、市場全体に必要とされる情報が大きく欠

落していたということでございます。

④ リスク負担能力の不確実性

四つ目の不確実性は今の話と密接に結びついておりますけれども、リスク負担能力の不確実性ということ、不透明な金融商品を保有している金融機関やファンドのソルベンシー、損失吸収余力についての不安が強まったということでございます。金融保証やCDSというような形でリスクヘッジもされているわけですが、リスクヘッジの相手方の損失負担能力についての不安というものも同時進行したわけでありまして。典型的には金融保証を幅広く提供していた米国のいわゆるモノライオン保険会社の支払い能力、あるいはCDSのプロテクションを大規模に販売していた主体の契約履行能力、典型的にはAIGのケースですけれども、そういった問題も起きてきた。これが大手金

融機関、特に商業銀行（ヨーロッパでは区別はありませんけれども）、大手金融機関の場合は金融商品の組成者の一部になったり、商品の保有者であったり、販売者にもかかわっていたり、そして投資資金の調達をサポートするというか、流動性の供給者でもあったわけです。したがって、こういうところが今のような形で財務の健全性と流動性の準備に関する不安を抱えるということになりますと、これはもう金融システムそのものが揺らぐことになるわけでございます。

## 二、グローバル金融危機の構成

### 要素

二つ目のテーマはグローバル金融危機の構成要素ということでございます、今回の危機は非常に錯綜した多様な原因が組み合わさっております

ので、これを分析するといつてもなかなか大変で、いろいろな見方があるかと思えますけれども、私なりに五つくらいのカテゴリーに分けて問題を抽出してみました。問題点というよりは、エレメントと申しましょうか、こういうさまざまなエレメントが組み合わされて今回の危機が起きたという意味合いでございます。

#### (1) 金融商品の問題

一つ目のカテゴリーは金融商品の問題ということでございます。一九九〇年代から進んだ金融イノベーションの双壁というのは、恐らく証券化（セキュリティゼーション）と信用デリバティブであったかと思えます。ここでどういうアプローチをするかですけれども、こういった金融商品そのものが悪であるというアプローチは余り建設的ではないと思っております、いわばその使



い方に大きな問題があったということかと思いません。

### ① 証券化

まず証券化というのは、御案内のとおり、典型的には、多数の貸出債権をプールして他から隔離をし、そこから得られるキャッシュフローの受益権を証券に組みかえて投資家に売却する仕組みでございます。そこでは統計的な処理を経て、優先劣後構造というものがつくられ、シニア部分、メザニン部分、劣後部分といった異なるリスク、リターンを有する証券が組成されるということでございます。ここでは現債権者が持っているリスクが組成者に移転し、そこでリスクの組み替えが行われ、その次にデイトリビューターと呼ばれる販売者に移転し、最終的には投資家にリスクが移転するという枠組みでございます。

ここではリスクの移転と分散ということが起きます。これは恐らく伝統的な手法では成立し得なかったような金融仲介が可能になるということでございますし、また多様なリスクプロファイルの商品が組成されて、投資家の多様なニーズにこたえ得る、こういう建前であろうかと思えます。ただ、大きな問題は、各種のモラルハザードの問題が随伴していたということかと思えます。融資審査におけるモラルハザード、資産評価におけるモラルハザード、情報伝達に関するモラルハザードなどがございます。

### ② 信用デリバティブズ(CDS)

金融商品の二つ目は信用デリバティブズ、典型的にはCDS、クレジット・デフォルト・スワップでございます。プレミアムという保証料を対価に、プロテクションという保証が取引されるとい

うことでございます。保証の対象となつている債権者や債券、すなわち参照企業や参照債券が倒産や支払い不履行などのクレジットイベントを起こした場合に、現契約どおりのキャッシュフローがプロテクションの売り手から買い手に支払われるというものでございます。これは前向きにとらえますと、貸出債権や有価証券の保有者が資産の信用リスクを他に移転する手段ということで、資産の保有ということとリスク負担ということの組み合わせが多様化できる、こういうツールでございます。

CDSについてはさまざまな問題点が既に指摘されていますが、一つは、第三者間で自由に取引できる、債権者でも債務者でもない人の間で自由に取引ができる、というのがあります。債権等を持たずにプロテクションを購入した者というのは、参照企業が倒産や債務不履行を起こすことに

よつて、一方的に利益を得ることが可能でございます。そういう立場になりますと、例えば株式市場において、そういうことを前提にした投資行動を誘引するようなこともなしとしないという面があるかと思ひます。シンセティックCDOというような形で、有価証券にプロテクションの売りを組み込んで、当該有価証券のリターンを高めたものも非常に広く出回りました。これは参照企業の倒産確率の上昇によつて大きく価格が下落するという性格を持っております。

CDSで恐らく一番深刻な問題というのは、プロテクションの売り手、保証の提供者において、これは販売時にプレミアム収入を利益計上するわけですけれども、リスクが顕在化して、損失負担が発生するのは相当時間が経過した後になるということでございます。対象が有価証券の場合であれば、もちろん格付の低下とか市場価格の下落

によっても売り手側に評価損が発生しますけれども、多くの場合、いずれにせよ大きなタイムラグがあるということでありませう。こういった構造を背景として、みずからの保証能力を顧みずに、目の前のプレミアム収入の獲得に走ったのがAIGのケースであったかと思えます。AIGのグループ会社ですが。

### ③ 金融保証

金融商品の問題の三つ目は金融保証でございます。典型的には米国モノライン保険会社による証券化商品への金融保証ということでございます。

御案内のとおり、保険というのは支払い事由の発生が多様で、その確率を統計的に推定できるということが大前提でございますけれども、今回の証券化商品への保証というのは、いってみれば一様に米国の住宅市場や住宅ローンの借り手の動向

に強く依存しておりまして、格付低下や市場の混乱の中では完全に統計的推計の領域を超えたものであったのだらうと思えます。そしてまた、モノライン保険会社の支払い能力への疑念が、保証対象である証券化商品の価格下落に拍車をかけるということも起きました。

証券化、CDS、金融保証、この三つに共通しているのはリスクの移転という機能でございます。今回危機では、まさにこれにまつわる問題が顕在化したということでございます。先ほど申し上げたリスクの所在が不明であるということも、これが大きな原因になっていっていると思えます。そしてまた、最終的なリスク負担者の支払い能力、金融保証の保証者あるいはCDSプロテクションの売り手などについて、その支払い能力が維持されるための規制や制度的枠組みあるいは商慣行が欠

如していた。業務の節度が失われ、引当も不十分で、先ほど申し上げた利益認識と費用計上のタイムラグといったことも問題として顕在化したということかと思えます。

また、先ほどもちよつと申し上げましたけれども、有価証券の価値あるいは市場価格というもの、その本源的なキャッシュフローとか裏づけ資産によって決定されるよりは、本来は付随的な役割であるはずの金融保証やCDSや信用格付によって支えられていたという実態があったのかと思えます。

## (2) ビジネスモデルの問題

### ① 組成・転売型 (originate-to-distribute)

#### ビジネスモデル

二つ目のカテゴリーはビジネスモデルの問題でございます。その典型は組成・転売型ビジネスモ

デル、originate-to-distribute というビジネスモデルでございます。これは先ほど証券化のところでも申し上げたとおりでございます。貸し手が市場を通じて原債権の信用リスクを投資家に広く分散させるというビジネスモデルでございます。これに對しまして、日本ではなおこれが大きなチャネルになっていきますけれども、originate-to-hold、つまり貸し手が債権を保有したまま債務者の状況をモニタリングし債権管理を行う、こういうビジネスモデルのいわば対極にあるわけでございます。

証券化の各段階を通じたモラルハザードは、既に先ほど申し上げましたけれども、オリジネーターと呼ばれる最初の貸し手ですね、アメリカのサブプライムローン問題でいえば住宅ローン専門会社だと思えますけれども、これは貸出債権をすぐ転売することが前提ですので、まじめな審査を

する動機づけは非常に弱いということで、甘い審査と安易な融資を行う。情報伝達もずさんである。特に借り手へのセールストークの中で、「住宅価格はどんどん上昇していくので、借りてもすぐ返せますよ」というような台詞で、英語も不由な移民の方々へのセールスも含めて、非常に悪らつなビジネスをやっていたということであろうかと思えます。

次に、アレンジャーと呼ばれる、そういった貸出債権を多数束ねて証券化商品に組成するところですが、ここもリスクを再移動することが前提であります。甘いリスク審査、甘いリスク情報の収集に基づいて、とにかくうまく転売できれば良いということです。優先劣後構造と格付の取得で見ばえのよい商品を組成するというインセンティブがあったと思います。

そこにサービスを提供する信用格付会社ですけ

れども、ここについても使用しているモデルであるとか使用するデータの信頼性が十分であったのかということが強く批判されています。また、先ほど優先劣後構造と申しましたけれども、典型的には劣後部分を何パーセントくらいにすればトリプルAのトランシエをどれくらいつくれるといったような、いつてみれば証券化商品を組成する際のコンサルティングみたいなことをあわせてやっていたというふうにもいわれておりまして、中立的に行うべき信用格付の作業との間では利益相反があったのではないかということもいわれています。

次に、証券化商品の販売者、ディストリビューターですけれども、これはリスク情報を最終投資家に伝達するということを十分に行っていませんでしたし、また販売後の価格情報の提供も不十分であったということがいわれております。

② 高レバレッジ・ビジネスモデル

ビジネスモデルの二つ目は高レバレッジ・ビジネスということ、とにかく高いレバレッジでビジネスをすることが一般化したということでございます。

投資資金、いわば資本の部分ですね、価格変動リスクを覚悟したリスクマネー、この投資資金の収益性を高めるために、負債調達を組み合わせる投資規模を膨らませ、負債への利払いを差し引いた後のリターンを高めるということでございます。投資によって取得した証券を担保にしてさらに負債調達を行って、さらに投資規模を拡大し、高いレバレッジが成立するといったことであつたかと思ひます。結果として、資本に対して保有資産の規模が極端に大きくなりまして、保有資産の価値が安定しているうちは高いリターンが実現いたしますけれども、保有資産の価格が一旦下落す

ると、直ちに支払い能力、ソルベンシーの問題となり、また投資資金が短期市場性資金に依存してありますので、直ちに流動性不足の問題にも直結するということであつたと思ひます。ある時期からレバレッジ解消の動きが高まりまして、保有資産の売却と手元資金の確保、借金の返済と負債の圧縮、あるいは資本調達といったことが起きたわけですが、いってみれば制御不能の高いレバレッジが積み上がり、レバレッジの解消もうまくいかなかつた大手投資銀行が破綻に至つたということかと思ひます。

③ 報酬体系

ビジネスモデルの問題の三つ目は報酬体系でございます。米欧の大手金融機関の報酬体系というのは、固定給部分よりも変動給部分の大きさが非常に際立っております、その変動部分というの

は非常に短期的な利益の数字、典型的には四半期ごとの利益に連動するような形が多かった。結果として、役員も職員もリスクテイクをしていく強い動機づけを受けていたということかと思えます。

ここでも深刻なタイムラグの問題がありました、一方でこういったビジネスで取引に伴う利益というのは比較的即時に認識されるわけですが、取ったリスクというのは相当時間が経過した後初めて顕在化するというところでございます。損失が顕在化した時点では、狩猟民族的な行動をする、そういうハイリスク・テイカーのトレーダーなどは、もう別の会社に移動しているといったことも典型でございました。

### (3) 市場インフラの問題

三つ目のカテゴリーは市場インフラの問題でござ

います。

#### ① 証券化商品のリスク情報の追跡可能性

一つは証券化商品のリスク情報の追跡可能性が失われました。これは既に何度も申し上げたところで、多段階で複雑に行われる証券化プロセスの中で、現資産の情報が失われるということがございます。最終投資家も十分なリスク情報を販売者に求めないので、そのことが先ほどの証券化プロセスの各流れのところ逆流しまして、最終的にオリジネーターの融資審査もさんになる、こういうことになっていたんだと思います。

#### ② 信用格付

二つ目が信用格付の問題でございます。これは先ほど申し上げたとおりでございます。もちろん、購入者、投資家サイドあるいはアレレンジャー

もそうですけれども、格付というものを過度に利用し過ぎていた、あるいは格付への過度の依存があったということもあるのかもしれませんが。いずれにせよ信用格付会社の責任というものも強いられるわけであります。

### ③ 金融商品の価格評価（会計基準）

その次は金融商品の価格評価あるいは会計基準の問題でございます。いわゆる時価会計あるいはフェア・バリュー・アカウンティングというのは、もともとは市場価格が存在するときには市場価格を用いる、市場価格がない場合には理論値を使う、こういう大きな建てつけにはなっていたわけですけれども、市場価格が非常に広く出回り、かつそれが重視される中で、どういう場合に理論値を使うのか、使うとしてどういう手法をとるのか、こういった点について十分な枠組みがそろっ

てなかったというのも事実かと思えます。金融商品の流動性が著しく低下し、投げ売りといったことも一般化している中で、評価をどうするかということが問題になったわけであります。

ただ、ここでちょっと注意しなくてはいけないのは、一方で極端な時価の変動というのは、特に商品の本源的な価値から極端に乖離した金融商品の時価の変動というのは、しばしば金融機関のバランスシートを直撃して、健全性に影響を与え、市場混乱を加速することにもなりますが、他方で恣意的な適用ルールの変更を行えば、実体よりも財務をよく見せかけることの道具に使われてしまうリスクもあるということです。

### ④ 金融商品の情報開示（ディスクロージャー）

その次に書いてありますのは、金融機関の情報開示（ディスクロージャー）でございます。先ほ



ど来申し上げておりますように、全体の情報が見えないというのが、今回の市場の混乱を増幅させた要因であったということでございます。特に金融機関の情報開示の不足がカウンターパーティーリスクを高めて市場混乱を加速した面があるうかと思えます。特に証券化商品や仕組債などの複雑な金融商品へのエクスポージャーあるいはその種類の開示が不足していたということでございます。

我が国は、バーゼルⅡを世界に先駆けて二〇〇七年三月期から導入したわけですけれども、この中にピラー3という、「開示と市場規律」という柱がございます、これに基づいて我が国の大手金融機関、なかなかきちんとした情報開示をやっていたところもありまして、そういう意味では先行的に規制強化したことが功を奏したという部分もあったかと思えます。

#### (4) 金融機関のリスク管理の問題

四つ目のカテゴリーは、金融機関のリスク管理の問題でございます。

##### ① リスク管理の信頼性

一つ目はリスク管理の信頼性ということで、米欧の多くの大手金融機関は多数のビジネスラインが独立して利益実現に走っておりますので、会社全体を貫く統一的な、いわば横ぐしの通った統一的なリスク管理は難しいという構造を抱えております。よくいわれるのは、ファームワイドな信頼性の高いリスク管理が欠如していたということでございます。使用されるリスク管理手法にしても、バリュエーション・アット・リスクとかシナリオ分析といった、いわば洗練された手法が用いられてはいたのですが、結局今回顕在化したリスクというのはテールリスクでございます、発生する確率

は低いけれども、一度顕在化したら膨大な損失につながるというものでありまして、その前ではこういった洗練された技術も無力であったというところでございます。何を置いても欠けていたものは、第一には経営陣のリーダーシップによるファームワイドなりリスク管理であり、またリスク管理部門の意見を尊重する文化であり、あるいは正確なりリスク量の捕捉ということであったかと思えます。

## ② 自己資本不足

自己資本不足というのは、いつてみれば高いレバレッジと同義でございますので、過剰に高いレバレッジというのは過少資本を意味するわけですが、けれども、今申し上げたような、手法はそれなりに洗練していたのに、なぜこういうことが起きたかといえ、一言でいえばリスク計測の疎漏が

あったということであろうかと思えます。自己資本比率でいけば、分子の問題というよりは分母のリスク量の計測が極めてずさんであったというのが結果として起きたということだと思います。したがって、リスクに見合った損失吸収バッファが不足するという事態が顕在化したわけでありま

## ③ オフバランスシート・スキームの問題

その次に書いてありますのは、オフバランスシート・スキームの問題でございます。これも既に触れましたけれども、米欧の大手金融機関の場合には、S I VであるとかA B C Pコンデュイットといったオフバランスのスキームをつくりまして、一方でA B C Pの発行によって短期の市場性資金を調達し、それを長期の証券化商品に投資して、長短の利ざやを稼ぐということでございます

た。そこではそういったオフバランス・スキームの負債サイドに、つまり短期資金調達にスポンサー銀行が流動性補完を供与するといったことも行われました。証券化商品の価格下落によってABC Pのロールオーバーが困難になり、流動性補完が実行される、さらにはスキームそのものを、オフバランスであったものをオンバランス化することを余儀なくされるケースなどもありました。このことが大手銀行の巨額の流動性ニーズにつながりまして、これが短期金融市場のタイト化をもたらした要因の一つにもなっております。

#### ④ 短期市場性資金への依存

最後に書いてあります短期市場性資金への依存というのは、リスク管理の問題でもありますけれども、ビジネスモデルそのものの問題でもあろうかと思えます。長期の金融商品への投資を短期の

市場性資金でファイナンスすることが一般化したということでございます。意図的なマチュリティ・ミスマッチによって利ざやを稼ぐというふうに表現してもよいかもしれません。落ちついて考えてみれば、自己資本の充分性ということと並んで、流動性リスクの管理というのは金融機関の最も基本的なリスク管理の項目であるはずでございますが、ここがずさんであったということであらうかと思えます。

#### (5) 規制のカバレッジ等の問題

五つ目のカテゴリーというのは、いってみればその他のカテゴリーということですが、一つ、しばしばいわれることは、規制のカバレッジの問題でございます。

① 規制対象の範囲の問題

今回、さまざまな要因があったわけですから、一回、一つには、規制対象外の市場参加者あるいは金融主体、さらには規制対象外の商品に関連して、リスクが積み上がるということがありました。アメリカの住宅専門会社、信用格付会社、ヘッジファンド、今申し上げたようなオフバランスシート・スキーム、あるいはCDSで大穴をあけたAIGのグループ会社、これは保険会社そのものは保険監督ということでカバーされているとしても、保険会社のグループ会社の業務は監督対象外であったといったことだと思います。

② マクロ経済環境の問題

もう一つは、マクロ経済環境の問題でございます。日本は九〇年代末に不良債権問題に苦しめられ、また二〇〇〇年代に入ってから実体経済は

なかなか力強い成長に戻ることは必ずしもなかったわけですが、グローバルに見ますと、さまざまな成長要因があちこちに出てきておりまして、結構長い期間にわたって良好で安定的な経済環境が続いたということがいえようかと思えます。その中で、歴史的な低金利と豊富な流動性というものが市場には満ちあふれていた。こういう中では、市場参加者、金融機関、当局もそうだと思いますが、リスク認識の弛緩が起きた。そういう中で、ビジネスのほうは高いリターンを追求する、リターン追求競争に巻き込まれていったということかと思えます。

三、規制再構築の方向性

後半の話を残りの一五分で簡潔に申し上げます。と思えますが、こういった問題認識は各国の当局

者の間でかなり強く意識されるようになってきているわけです。非常に広い範囲の分野で規制の再構築をしていくという流れになっております。マルチラテラルな組織だけとらえても、銀行の分野でいえばバーゼル銀行監督委員会、証券の分野でいえばIOSCO（証券監督者国際機構）、保険の分野でいえばIAIS（保険監督者国際機構）といったところがそれぞれの分野を担当しておりますけれども、今回の危機の特徴等にも対応し、そういった業態ごとの国際組織だけではカバーし切れないということで、全体を束ねるということで、FSF（金融安定化フォーラム）、今は改組拡大されてFSB（金融安定化理事会）となっていますけれども、この役割が非常に強いものになってきた。この中で、いってみれば全体を取りまとめる、専門家の間で議論した成果をFSBで取りまとめ、それがG7なりG20サミット

なりに報告されて、そこでは政治的にもエンドースを受ける、こういう流れになってきているわけで、今進んでいる規制の再構築というのは非常に大きな流れになっているということがいえようかと思えます。

五つぐらいの流れに整理をしております。

#### (1) 健全性規制の強化

一つは、金融機関の健全性規制の強化というところでございます。リスク管理の質的向上、リスク計測の信頼性向上、またビジネスモデルに対応した十分な自己資本の確保、それから流動性リスク管理に関する規制強化などが着々と、定量的な規制の枠組み、定性的な枠組み、両面にわたって進んでいるということかと思えます。

(2) ビジネスモデルは正への動機づけ

二つ目は、ビジネスモデルの是正への動機づけということでございます。典型的には先ほど申し上げた originate-to-distribute というビジネスモデルに関して、証券化プロセスにおけるモラルハザードを防止させるためのベストプラクティスの策定であるとか、あるいは各監督当局がそれをモニターしていくような枠組みであるとかいうことが整備をされつつあります。

米国の金融規制改革法案の中に一つ注目できる要素が入っています、これは先ほどのような、どうせリスクは全部すぐ他人に移転できるので、まともに審査する必要はない、というところをブロックするために、典型的には証券化商品の組成者、アレンジャーですかね、(あるいはオリジネーターもそうかもしれませんけれども)そこに自分が組成する証券化商品の一部を義務的に保

有させる。これは一〇%保有させるだけでも大分動機づけの枠組みは変わることでございます。す。

実はこの話は、私なども出席いたしました一連の国際会議の中で日本が一番早く提案した話なんです。そういうのがこっそりと米国の規制改革案の中にも盛り込まれているということで、我が意を得たりという部分であります。当然のことながら、格付機関への規制の導入もグローバルに進んでおります。

もう一つは、短期利益の極大化を促すような報酬体系の是正ということで、報酬体系の是正というのは各国国内政治の観点からなかなか注目される話、テーマでもありますので、かなり議論が高まってきているということでございます。

これに対して、報酬に関する F S F の原則が、一昨年ですか、既につくられているのですけれど

も、ここはもう少しプロフェッショナルなアプローチで、一言でいうとリスク・アジャステッド・コンペンセーションと申しましょうか、リスク調整後の報酬、つまり、その期に計上される利益だけに着目するのではなくて、その利益がもたらされた背景にあるリスクテイクを評価をし、そのリスクテイクに伴う、将来一定の蓋然性を持つて顕在化する損失を加味した形で報酬を考えていく、こういうアプローチでございます。そういう

のも踏まえて、一部の国では、役員への報酬の支払いは、一部分はその時点で払いますけれども、大部分はしばらく時間がたった後に初めて払う、こんな仕組みを導入したところもございます。

### (3) 市場インフラの改善

三つ目の流れは市場インフラの改善ということでございます。証券化商品の透明性を改善する、

金融機関のディスクロージャーを改善する、そして格付機関への規制を導入していく、こういったことは既になじみのことでございます。

非常に重要な話として、OTCデリバティブズへの規制というものがございます。CDSが典型的でございますけれども、あいたい相対で取引される店頭デリバティブズの場合は、何か問題が起きて、どこか一カ所で破綻が起きますと、それがどこにどういうふうに広がっていくのかというのは全然見えない状況だったわけですから、金融庁が今国会に提出した法案の中にも入っていますけれども、取引量の多い店頭デリバティブズについては、CCP（セントラル・カウンターパーティ、中央清算機関）経由の清算を義務づける。中央清算機関に取引の情報を収集させ、必要があれば当局はその情報を徴求することができる、こういう枠組みでございますけれども、こういうものが導

入されつつある。今後、恐らく取引所での取引あるいはCCPを通じた清算の役割がますます強くなっていくということかと思えます。

#### (4) 規制対象の範囲拡大と選別

四つ目の流れは規制対象範囲の拡大と選別というところでございます。御案内のとおり、ヘッジファンドなど規制対象外のエンティティも大きな影響を及ぼしたのが今回の危機の特徴でございます。システム上重要なすべての機関、すべての商品、すべての市場に規制監督を及ぼすということが、G20のサミットでも合意をされているところでございます。これは規制対象範囲の拡大という側面でございます。

もう一つ重要な局面は、規制対象範囲について選別をし、そこにより高密度の監督を及ぼしていくという流れでございます。よくいわれる言葉は

システム上重要な金融機関、システムカリー・インポータント・フィナンシャル・インスティテューションズという言葉が一般的ですけれども、システムミック・リスクにかかわりの深い大手金融機関に対しては、そうでない金融機関よりもより密度の濃い監督を及ぼしていくという発想でございます。

実はこれは既に動いております。FSFの議論の流れの中で、FSFないしFSBで監督カレッジというものを始めました。これはシステム上重要な、かつグローバルに活動を行っている大手金融機関を選定いたしました。その選定された大手金融機関については、母国監督当局が中心になり、その金融機関が業務展開をしている主要な市場の、つまりホスト国の監督当局と一堂に会して、グローバルな当該金融機関のリスク状況をチェックしよう、こういう仕組みでございます。



我が国の場合には三メガバンクと野村證券が監督カレッジの対象となり、これらについては金融庁が主催して、随時監督カレッジをやっているというところでございます。

一言でいうと、システミック・リスクを意識した対応なんです。規制対象の範囲の拡大ということも、それから選別ということも、一言でいうとシステミック・リスクを意識した対応ということでありまして、そういう意味ではツリー・ビッグ・ツリー・フェイルという問題への対処でもあると思います。ツリー・ビッグ・ツリー・フェイルというのは、今日的に置きかえますと、単純に規模が大きいというだけではなくて、より正確にはツリー・インターコネクティッド・ツリー・フェイルなんです。リーマンのケースがそうであるように、資産規模だけとらえて大きいということよりも、マーケットにどれだけ錯綜した多数の契約残

高があり、それが市場全体にどれくらい拡散していくか、そのリスクで見えていくことが大事だと思います。

#### (5) マクロ・プルーデンス政策の視点

五つ目の流れはマクロ・プルーデンス政策という視点であります。今回も、良好なマクロ経済と市場環境というのがより高いリターンの追求を一般化させ、過剰レバレッジと過大なリスクテイクにつながったということでございます。今回の危機というのは、金融取引がよりマーケット・オリエンテッドになっているということがベースにあるわけで、市場に潜む深刻なリスクが多く金融機関に共通のリスクファクターになっている。個別金融機関の破綻で一気にそのリスクが市場に広がる、カウンターパーティーリスクの上昇と金融機関の行動の変化に直結する、そして市場流動性の

枯渇と市場の価格発見機能の喪失ということが同時に起き、本来は関係のない多くの金融機関の財務の健全性にも悪影響を及ぼす、こういうことであつたかと思ひます。

したがつて、個々の金融機関の財務の健全性、それもこれまでは銀行中心であつたわけですけれども、個別金融機関の財務の健全性を確保することを通じて、金融システム全体の安定を図る、いわゆるミクロ・ブルーデンシヤル・ポリシーという考え方だけでは不十分だというのが共通認識になつてきておりまして、マクロ経済や市場動向が金融セクターと金融機関の行動に及ぼす影響にも配意する必要があるということ、マクロ・ブルーデンシヤル・ポリシーということの必要性が高まつてきているということかと思ひます。

また、金融セクターの動向や金融規制のあり方が金融市場やマクロ経済に及ぼす影響についても

検討していく必要があるということであろうかと思ひます。そういう意味では、当局においては、マクロ経済分析や市場分析を金融規制、金融監督に生かしていく努力が不可欠になつてきているということかと思ひます。

#### 四、規制再構築に際しての留意点

こういつた大きな五つぐらいの流れで規制再構築が強力に進んでいるわけでございますけれども、こういうものが進むに際して留意しておくべき点、私自身はもう当局者ではありませんので、当局者として留意するのではなくて、やや評論家的に留意すべき点を申し上げさせていただきますと思ひます。

まず一つは、金融危機や市場混乱があつても、

実体経済あるいは国民生活を支える金融システムあるいは金融・資本市場の中核的な機能は不変であり不可欠なものであると。引き続き極めて高い公共性を担っているという点は揺るがせてはいけない基本認識だと思えます。その上で、規制再構築を見ていく上では、三つの種類のバランスが大事だと個人的には思っております。

① 規制の実効性の確保と過剰規制の回避の

バランス

一つは、規制の実効性を確保することということ、過剰規制を回避するというところでございませう。今回のような大混乱を再び起こさせないようにするための金融システムの強靱性を確保することということは極めて優先順位の高い政策課題でありますし、そのための規制の枠組みの再設計はきちんとやっていく必要があります、そこで実効性のある

規制の枠組みをつくるということは不可欠であります。

他方で、金融システムや金融市場の活力を阻害してしまうような過剰な規制に陥らないように注意する必要があると思えます。過剰な規制は金融システムの金融仲介機能そのものを弱体化しかねないわけでありませう。また社会的に適切なイノベーション——イノベーションというのいろいろありますけれども、社会的に適切なイノベーションというのとは、本来は経済全体の最適資源配分の実現に貢献するものであるかと思えます。例えばルール一辺倒のがちがちの規制というのは概してレギュラトリー・アービトラージを招きやすいわけでありまして、望むらくは、市場経済のもとで利潤動機に誘導されるプライベート・セクターの活動が結果として公共の利益に貢献するよいうな、そういうインセンティブを付与できると一

審いなど思います。そういう意味では、より賢い規制というのもキャッチフレーズになるかもしれません。

② 短期的な危機対応と中長期的な規制改革の  
バランス

二つ目のバランスは、短期的な危機対応と中長期的な規制改革のバランスであります。この両者をバランスのとれた方法で進める必要があるというところでございます。危機対応に偏り過ぎれば、それは異例の公的サポートを含んでおりますので、市場におけるモラルハザードを助長し、それを漫然と続ければ、金融システム全体をゆがめることにもなろうかと思えます。

他方で、拙速な規制改革の実施というのは、元の状況を悪化させ、なお一部、公的サポートによって支えられている現在の経済、金融のいわば

自律回復に向けた基礎固めをかえって遅らせてしまうのではないかと思えます。

③ 国際的な整合性と国ごとの個別性への配慮の  
バランス

三つ目のバランスは、国際的な整合性と国ごとと、市場ごとの個別性への配慮とのバランスであります。御案内のとおり、金融業、金融取引というのは、クロスボーダー性が強まっております。制度設計に当たって、国際的な整合性、一貫性の確保は必要であります。これは恐らくグローバルな規制の実効性を確保する上でも不可欠でしょうし、国ごと、市場ごとの競争条件の公平、イコール・フッテイニングという観点からも注視されていくところだと思えます。

他方で、市場ごと、国ごとに金融システム、金融市場も非常に異なる事情を抱えております。あ

るいは金融機関ごとにビジネスモデルは相当違う性格を持つております。こういったところへの配慮も必要不可欠であると思います。行き過ぎた画一的な規制は、国により、市場によっては過剰規制となりかねないわけで、金融システムの活力をそぎ、場合によっては将来に向けた不均衡の蓄積にもつながりかねないと思っております。

御清聴、ありがとうございます。(拍手)

**高橋理事長** 佐藤さん、どうもありがとうございます。大変広範で、また複雑な問題をわかりやすく分析、解説をしていただき、また今後の規制についての留意点等に触れていただきまして、今いろいろ進められている改革、規制強化の動きを見ていく上で大変参考になったかと思えます。

それでは、お時間をいただいていますので、御質問あるいは御意見等おありの方はぜひ御発言い

ただきたいと思えます。

**質問者** 本日は、わかりやすいお話、含蓄のある分析をお聞かせ頂き、どうもありがとうございます。ちょっとお伺いしたいんですけれども、これまで、金融商品取引法について、いろいろ変わっていく中で、あるいは行政の監督の方針というのがどちらかというところと小さな政府を目指して、金融機関のほうでも自助努力的なところで、行政と業界が対話をする中で、自分たちで切磋琢磨しながらやっていくという方向に行っていたと思うんですけれども、金融危機以降、特に昨年末あたりから動いていると思いますが、どちらかというところとまた規制をトップダウン的に強化する、縛りに行っているんじゃないかという感触を受けております。我々も業者として金融庁と対話をするときに、ちょっと潮目が変わったのかなというのを昨今感じているところがございます。ちょうど金融

商品取引法の改正法案が出たところでございますし、これからまた内閣府令等々いろいろ出てくるかと思うんですが、そこら辺の現在の金融庁のスタンスといえますか、どういうふうなところで考えていらっしゃるのか。先輩の立場から御意見を伺えればと思います。

**佐藤** 私自身は今、そういった御質問にお答えできる立場ではございませんので、現役時代を振り返って、ちょっと感想のようなことを申し上げますと、二〇〇七年の夏からベター・レギュレーションの取り組みということを進めてきておりまして、この心は、過剰規制に陥らないように気をつけながら、また民間の自主的なイニシアチブが発揮されるような環境整備に心がけながら、かつ必要な規制は高い実効性を持って及ぶように、というの一言でいえば大きなねらいであります。

最後の三つのバランスの一つのところでも申し

上げましたけれども、必要な規制はしっかりと及ばせていく必要がある。その必要な規制の範囲というのは、今回のグローバル危機の経験で当然広がっているわけです。今までなかったような問題が顕在化してきていますので、そこにある程度光を当てていくことは不可欠であろうと思います。

他方で、大混乱が起きたんだから、とにかく規制を強化しなくちゃいけないという荒っぽい議論には乗っかってはいけないのだろうと思います。こういうことがあったからといって、今まで取り組んできている規制緩和の要素、これは引き続き進めていくべき規制緩和の分野もございまして、そういうのを緩めてはいけないと思っております。

一つのケースは、いわゆる銀行、証券のファイアウォール規制の緩和の話でございます。これは

同じ金融グループの中で銀行と証券会社があるときに、銀行の方と証券会社の方で兼職ができるようになる、あるいは顧客情報を共有することができようになる。ただし、その際に、利益相反の管理というのはしっかりと責任を持ってプリンシプルベースでやってもらわなくちゃ困りますと、こういうセットでできている話でございます。

一部の報道で、非常に誤解の上に立っているというか、今回規制強化の流れになってきているので、これは一周おくれでばかな猿まねをしているみたいなとらえ方がありました。あるいはオバマ規制の中でいわゆるボルカー・ルールといわれるもので、あの中に対顧客サービスと無関係なプロプライアトリー・トレーディング、自己勘定取引を禁止する、これは預金を取り扱っている商業銀行に対して禁止する、こういう項目が入っています。このことを拡大解釈して、銀証分離、グラ

ス・ステイガー法の世界に戻るんだという誤解に立った理解をした上で、アメリカの方向と違わないかというような報道もあつたやに思いますが。これは全くずれた議論でございます、そもそもボルカー・ルールというのは、今申し上げましたように、顧客サービスと無関係なプロプライアトリー・トレーディングを禁止しているわけでありまして、伝統的な着実なインベストメント・バンキング、つまりM&Aの助言であるとか株式の引き受けであるとか債券の発行の引き受けであるとか、こういったことは何ら否定をしていないわけでありまして。そもそも今回のオバマ提案というのがそのまま法案化されるかどうか、不透明な部分がありますけれども、結構そういう誤解に基づく議論が広がっているということでございます。

何をいいたかったかと申しますと、ファイアウ

オール規制の緩和というのは一種の規制緩和であります。こういうことは我が国の金融資本市場の競争力を強化する、市場の活性化をする上で非常に重要なことだと思います、こういうことは引き続き続けていくということだと思います。し、これはぜひ民間の業界の方々もそういう点でサポートしていただきたいし、ぜひそういう新しい制度を積極的に活用していただきたいなと個人的には思っているところであります。

往々にして当局の動きを規制強化か規制緩和かという非常に単純な二元論でとらえる傾向があるのですけれども、強化すべきところは強化する、実効性を高めるところは高める、そして不必要になった、あるいは実効性の乏しい手法になっているものについては改革を施していく、一部は規制を外す、こういったことを丹念にやっていくということだろうと思います。要するに金融システ

ム、金融市場の活力を強化することと両立する形で必要な規制を進めていくことが大事なんだろうと思っています。個人的な感想でございます。

**質問者** 非常にわかりやすく整理をしていただいて、ありがとうございます。

結局最後にお話のあった規制の再構築の留意点ですね、三点指摘されて、一つ一つよくわかるんですけどね。ただ、全く白紙で考えてみると、一つは、やはり規制を考える立場の人たちの論理というのは、穴があかないように、全体がバランスとれるようにということ、どちらかというと詳しい規制のほうに傾斜しがちであると思えるんですね。もちろん、いろんな規制当局者にもさまざまな慎重な意見、あるいは自己規制のような、規制強化に走らないようなことはもちろんあるんですけども、現実には、つい数年前ま



ではとにかく自由が一番いいとっていた状況から見ると、明らかにこの危機の直後の経験から規制に走っているというふうに私には思えまして、振り子が少し振れ過ぎているんじゃないかという気がするんですね。

次にどういうことが起こるのかということになると、多分実際に動かしてみるといろいろ問題が出てくるとか、金融機能というものが経済を支えるということなんだけれども、金融もプロフィットタビリティというのが前より下がってしまうとか、いろんなことが起こる可能性があって、そういうものは修正していくような局面が次に来るのではないか、これは私の勝手な推測なんですけどね。

佐藤さんは、今まで規制をやってきた中で、これからうまく着地していくと見られるのか、こういうものは振り子現象だから、またもうちょっと

真ん中に戻ってくる可能性もあるかもしれないというふうに見るのか、このあたりについて、直観的な話で恐縮なんですけれども、お考えがあれば聞かせていただきたいのが第一点。

もう一つは、この規制は日本にどの程度の影響を及ぼすのかということについて、どうも余り大したことはないんじゃないかという見方もあるんですね。なぜなら、欧米のようなツリー・インターコネクティッド・ツー・フェイルのような状況にはないので、大したことはないんじゃないかという見方と、しかし、そうはいつてもこれから国際展開するときには、日本のレベルは金融先進国には追いついてない。そういう意味でまた一周おくれが厳しくなってしまうかもしれないという見方があるんですけれども、これは日本の金融ビジネスにとつては一体どういう影響を及ぼすと考えたらいいのか。この二点をお教えいただければと思

います。

佐藤 私から御教示申し上げるようなものは一つもないんですけれども、感想のようなことを申し上げさせていただきますと、第一点目の話については、特に一番典型的なのが英国だと思っています。英国は明らかに振り子が大きく反対側に振れているということだと思います。振り返ってみれば、サッチャーによる金融立国という大きな方向性がしかれた後、UKFSAは非常に業者の自主性を重んじる。もちろん経営トップの人との対話は結構やっていたみたいですが、経営トップの人との対話で信頼感が得られれば、できるだけ金融機関にゆだねる。マーケットで何か事件のようなことがあっても、マーケット自体に自己修正能力がある、こういう非常に強い信念を抱いて進めてきたわけです。

この結果として、恐らくロンドンというのは、

少なくとも二、三年前までは多分世界一の金融センターになったんだと思います。ニューヨークは規模は大きいですが、エキゾチックな商売も含めて、あらゆることが一カ所で行われているという意味ではロンドンのほうが世界一だったのだと思います。世界じゅうから大きな金融機関を引きつけ、そこで大きな取引が行われるという意味では成功したのだと思います。

ただ、そういうことが成立した中には、先ほど来、るる申し上げたようなさまざまな問題が内包されていたというところに気がついて、UKFSAのトップも交代をし、その規制哲学、監督哲学がかなり大きく変わった。しかも、変わったということを結構明示的に、恥じらうこともなく表明しているということだと思います。イノベーションというの、社会的に意味のないイノベーションなんていうのは全部つぶすというようなことで

すし、先ほど来申し上げているようなマルチラテラルな国際機関での議論を経て、規制を導入するというプロセスではなくて、イギリス一国で先行的に規制強化を入れていくという動きにもなっているということ、ここは非常に大きく振れていると思います。

それはいろんな背景があるんですけども、イギリス、アメリカが圧倒的に金融分野でアドバンテージを持っているのは言語の問題だと思いますね。金融業に関しては英語というのは完全に世界の共通語になっていますから、普通にイギリスとかアメリカで常識的な能力のある人、あるいは弁護士にせよ会計士にせよ、さまざまな金融工学の人たちにせよ、日本流に見たつて普通に平均以上の能力を持っているれば世界じゅうで商売できるわけですね。日本人の場合は、常識的な能力に加えて英語を使いこなせるという能力がもうイーハン

乗っからないとできないということで、英米はその非常に有利な立場にある。その有利な立場も多分意識していると思いますけれども、規制の強化の局面においても世界をリードする、そういう意識はあると思います。自国基準が先行することにより、それが世界に広がることによってグローバルスタンダードになっていくと、それは自国にとって物すごく大きなメリットになるわけですね。そういう意味で、政治的なヘゲモニーの世界もあると思いますけれども、実利的な意識も多分あると思います。

もう一つは、もっと切実な国内政治的な要因でございまして、当然のことながら、米国でも英国でもたくさんの方々が失業が出て、金融が大混乱を巻き起こし、金融取引だけでも物すごく大きな損失をこうむり、そういった原因をつくった大手金融機関に対して公的資金が投入され、しかも、ちょっと

マーケットが落ちつくとまた高額報酬が復活する、そういう流れの中で、次に選挙が近づいてきているということですね。イギリスの場合には、この春から夏にかけてである。米国の場合も、秋ですか、中間選挙があるということです。国内政治の状況ということもある。当局が直接国内政治の影響を受けるということよりは、当然世の中のプレッシャーが高まっていますから、当局としてこういうけしからぬ金融機関に対して毅然とした態度で臨んでいることを示す必要性もあるということなんだろうと思います。そういうことで大きく振れているということは事実であると思います。

今回の規制再構築に関していいますと、金融システムそのもの、金融市場そのものをとらえますと、日本の場合は、先進国の中では多分カナダと並んで、例外的に最も安定していたところなの

で、規制の強化というか規制の再構築のところも比較的冷静に、是々非々で見られる立場であるのかなと思います。そういう意味では、いうべきことは国際社会でもいっていくということで対応してきているのだろうと思います。

そこで、まさに先ほども申し上げましたように、過剰規制に陥らないようにということを主張すると同時に、先ほど申し上げた国ごと、市場ごとの特性というものを踏みつぶしてしまいうような、そういうところまで来たら、それは、最終的には主権国家なわけですから、絶対譲れないというところはしっかりと覚悟を決めて対応すればいいのではないかと思います。考えてみれば、国際合意されたバーゼルⅡ、日本は早目に導入してかえってメリットが大きかったと思っていますけれども、米国はいまだにきちんと導入してないわけです。これは大国だから許されるということでは

いけないわけで、自国の事情に依じてこれはどうしても譲れないという部分があったら、そこは主権国家として対応するというものでいいのではないかと気が個人的にはいたします。バーゼルⅡにしても、いわば各国裁量が大きく分野というのはそこそこにあるということでございます。

今の国際交渉の中で、日本の主張というのも、それに賛同してくれる国が少しずつふえてくるというような局面もございました。これはバーゼルの自己資本比率規制の世界でもそうだったと思いますけれども、過剰な自己資本規制はかえってリスクテイクを促すことになりかねないとか、金融仲介機能をつぶしてしまうことになりかねないとかいった主張ですね。昨年末にバーゼル銀行監督委員会から、今年の末まで時間をかけて最終的な案をつくるというプロセスに入っています。そこで大枠は提示されたわけですが、その中

には市場と経済の回復を条件として、新しい規制は段階的に導入していく、しかも幾つかの分野についてはグランドファザーリングを導入する、こういうことも入れられているわけです。こういう部分については恐らく日本が一番強く主張し、それに続いて、多分、余りいっちゃいけませんけど、ドイツとかフランスとかがそれに賛同してきたということだと思います。ここは規制再構築の分野でも国際的なヘゲモニー争いというのが働いていまして、なかなかそう単純な構図ではないんですけれども、うまずたゆまず、いべきことはきちんと主張していくことによつて、しかるべきところに落ちついていくということかなと思います。

他方で、報酬制限、日本の場合、ちよつと微妙ですけれども、常軌を逸するような高い報酬というのは米欧で一般化していたわけですが、

こういうところに制限をかけるとか、あるいはハ  
リスクのトレーディングばかりやっているところ  
に制限をかけるとか、こういう部分については  
先行して合意をされていて、先行して規制強化さ  
れているという分野があるわけですね。バーゼル  
委員会の合意の中でも典型的には、いわゆる二次  
証券化商品に対する自己資本の賦課のリスクウエ  
イトを重くするとか、トレーディング勘定に対す  
る自己資本の賦課を重くするといったことは既に  
昨年の夏に合意をされまして、今年の末から実行  
されるわけです。この分野というのは、米欧の大  
手金融機関にとって物すごく負担が重い。他方で  
日本の金融機関については軽いということなの  
で、星取表という次元に下っていても、世界を  
見てみると日本だけが負担が重くなっているとい  
うことでは必ずしもないのかなと思います。です  
から、規制強化、規制緩和という次元でとらえて

も、グローバルなバランスで考えていく必要があ  
るかなと思います。

今回の一連の規制強化の日本への影響ですけれ  
ども、これも恐らく今申し上げたとおりですけれ  
ども、項目によって大きな影響があるものと、そ  
うでないもの、欧米にとって重いもの、日本に  
とって重いもの、さまざまものがあろうかと思  
いますので、冷静に一つずつ見ていくということ  
かと思っていますね。

一つ気をつけなくてはいけないのは、例えば一  
度バーゼル銀行監督委員会の規制の枠組みが合意  
されますと、段階的施行ということで移行期間が  
設けられていても、国際合意の後には恐らく国際市  
場はマーケットの目線というのがあるので、当局  
が見る目線とは別に、規制をクリアしているかど  
うかだけではなくて、ほかの大手金融機関、欧米  
の大手金融機関と比べて強いが強くないかという

評価をする傾向があるということです。ここは、日本は大丈夫だからそんな規制は要らないんだというのを余り強く言っちゃいますと、本来国際マーケットでも競争力を持つていような強い（日本の）金融機関の足を結果的に引つ張つてしまふということもあります。九〇年代末のジャパンプレミアムの問題とか、あるいはその後の会計についてのいわゆるレジエンド問題とか、こういったことがあったことも思い出す必要があるかなということ、なかなか複雑な構図であろうかと思えます。とにかく金融の活力ということと両立する規制対応ということが大事なんだろうと思います。

**高橋理事長** ほかに何か御意見、御質問等ございませんでしょうか。

それでは、時間も参っておりますので、この辺で解散したいと思います。規制という当面の問

題、私ども、大変関心の高い問題につきまして、丁寧にはわかりやすく御説明をしていただいたと思います。どうもありがとうございます。（拍手）

（さとう たかふみ・プロモントリー・フィナンシャル・グループ上級顧問  
前金融庁長官）

（本稿は、平成二二年三月一二日に行われた講演会の記録で、文責は当研究所にある。）

佐藤隆文氏

略 歴

1973年一橋大学経済学部卒業後、大蔵省入省。主計局主計官、銀行局総務課長等を経て、1998年新設された金融監督庁の長官官房総務課長に就任。1999年から2001年まで名古屋大学教授（経済学部）を務めた後、2001年金融庁総務企画局審議官に就任。金融庁検査局長、金融庁監督局長を歴任し、2007年7月第5代金融庁長官に就任。2009年7月に退官。

1977年オックスフォード大学大学院修了（M.Phil.）。

2002年名古屋大学経済学博士。

現在は、プロモントリー・フィナンシャル・グループ上級顧問

主要著作：

「信用秩序政策の再編-枠組み移行期としての1990年代-」

2003年・日本図書センター、

「バーゼルⅡと銀行監督-新しい自己資本比率規制-」（編著）

2007年・東洋経済新報社。

以上



グローバル金融危機と規制の再構築

佐藤隆文

2010年3月12日（金）  
（財）日本証券経済研究所

1. 今回金融危機の特徴

- (1) 90年代日本の危機との違い
- (2) 不確かな相互依存
- (3) 4つの不確実性
  - ① プライシングの不確実性
  - ② 市場流動性の不確実性
  - ③ リスク所在の不確実性
  - ④ リスク負担能力の不確実性

2. グローバル金融危機の構成要素

- (1) 金融商品の問題
  - 証券化
  - 信用デリバティブズ (CDS)
  - 金融保証

- (2) ビジネスモデルの問題
  - 組成・転売型 (originate-to-distribute) ビジネスモデル
  - 高レバレッジ・ビジネス
  - 報酬体系
- (3) 市場インフラの問題
  - 証券化商品のリスク情報の追跡可能性
  - 信用格付
  - 金融商品の価格評価 (会計基準)
  - 金融機関の情報開示 (ディスクロージャ)
- (4) 金融機関のリスク管理の問題
  - リスク管理の信頼性
  - 自己資本不足
  - オフバランスシート・スキームの問題
  - 短期市場性資金への依存
- (5) 規制のカバレッジ等の問題
  - 規制対象の範囲の問題
  - マクロ経済環境の問題

**3. 規制再構築の方向性**

- (1) 健全性規制の強化
  
- (2) ビジネスモデル是正への動機づけ
  
- (3) 市場インフラの改善
  
- (4) 規制対象の範囲拡大と選別
  
- (5) マクロ・ブレンデンス政策の視点

**4. 規制再構築に際しての留意点**