

# 国際金融ガバナンスの現段階

— FSF（金融安定化フォーラム）改組の意味するもの—

野 下 保 利

## 要 旨

過去30年にわたって国際的な金融危機が繰り返してきたにもかかわらず、国際社会は、金融危機に対して統一かつ抜本的に対応できなかった。そればかりではない。国際金融市場における証券取引が活発化するにつれ各国金融市場の制度的収斂と国際的市場統合が進む一方、金融危機はその範囲を広げ、深刻さを強めてきた。

ブレトンウッズ体制崩壊後、国際金融ガバナンスは、条約締結による拘束を受けないソフト・ローに依拠する金融規制・監督に依拠してきた。しかし、国際金融危機の多発は、国際金融システムを安定化させるために規制・監督面における国際協調の強化を要請した。金融安定化フォーラム（FSF）はまさにそうした要請に応えるために新設された組織である。しかし、今回の世界金融危機は、FSFを管制塔とする既存の国際金融ガバナンスに問題点があることを顕在化した。

国際金融ガバナンスの問題点を克服するために、G20は、FSFを金融安定化理事会（FSB）に改組し組織体制を強化するとともに、新たな任務をFSBに与えた。しかし、こうした一連の措置にもかかわらず、FSF創設時から内在していた問題点が十分に克服されとはいえない。

第1に、金融安定化のために求められる金融規制を各国間でどのように策定し施行するのかというガバナンスの制度面における不徹底である。国際資本移動が質量とも活発化しているなかで、金融取引に対する国際的に統一した規制・監督体制が要請されるにもかかわらず、FSFが勧告した規制・監督案施行の最終権限は、いまだ各国金融当局が握っている。それでは、各国間で国際的規制の施行レベルでのギャップを生み、規制アービトラージをもたらす可能性を高める。第2に、ソフト・ガバナンスのもとで各国が合意できる最低限の基準を設定し、金融機関、主に商業銀行のインセンティブを介して金融安定性を確保するという市

場規律重視の金融安定化政策の限界が露呈したことである。もっぱらマイクロ・ブルーデンス政策に依拠した金融安定化政策は、個々の金融機関の財務の健全化へ向けた行動がしばしば経済全体の状況を悪化させるという問題、すなわちプロ・シクリカリティー問題を発生させることになる。第3に、金融安定化対策としてのマイクロ・ブルーデンス政策の限界を補完する形で登場してきたマクロ・ブルーデンス政策にしても、現状においては、事後的な対症療法的な政策でしかなく、資本市場を中心に展開される資産選択活動によって引き起こされる金融イノベーションと、それらから生じる金融不安定性の可能性を抑制するには十分とはいえない。

世界経済を回復軌道に乗せるには国際金融市場が再び活発化することが不可欠である。しかし、今日の国際金融市場の諸条件を前提とする限り、金融機関や投資家の資産選択運動をブルーデンス政策だけを用いて抑制することは困難といえよう。むしろ、FSFの創設以来金融安定化戦略から排除されてきた直接規制を金融安定化政策の一部として導入する必要がある。そして、直接規制の導入には、規制アービトラージを防ぐため国際条約で縛られたハード・ローに依拠する組織の創設が不可欠である。結論を先取りしていえば、今日の国際経済は、金融イノベーションや新たな金融手法について事前にリスク・プロフィールを調査し、深刻なシステミック・リスクを生むと判定されるものについては直接規制を行使できる金融取引監視機構の創設を視野に入れて国際金融ガバナンスを再構築する歴史段階に来ている。

## 目 次

- |   |  |
|---|--|
| <p>I. はじめに</p> <p>II. プレトンウッズ体制解体後の国際金融ガバナンス</p> <p>    1. 国際金融ガバナンスとFSF</p> <p>    2. 世界金融危機とソフト・ガバナンス体制の限界</p> <p>III. FSB憲章とソフト・ガバナンス体制の強化</p> | <p>1. FSBへの改組とFSB憲章</p> <p>2. FSB下の国際金融ガバナンス</p> <p>IV. 金融規制・監督体制と国際金融ガバナンス</p> <p>    1. 金融規制・監督の方向性</p> <p>    2. 金融改革と国際金融ガバナンス</p> <p>V. むすび</p> |
|---|--|

## I. はじめに

金融規制面における国際協力は必ずしも金融危機の核心ではないが、金融危機が起こるたびに最重要課題として協調体制強化が繰り返し求められてきた。過去30年にわたって国際金融危機が繰り返し生じ、深刻度を増してきたにもかかわらず、統一的かつ抜本的に金融安定化政策をとることが既存の国際金融ガバナンスの枠組みでは困難だったからである。これまでの国際金融ガバナンスは、条約締結による拘束力をもたないソフト・ローによる規制・監督体制に依拠してきた。こうしたソフト・ガバナンスを基礎とした国際協調は、各国の利害対立から国際的に統一した規制・監督を施行できないという限界をもっていた。国際金融市場を舞台に資産選択運動が活発化するにつれ、各国金融市場の制度的収斂と国際的な市場統合が進む一方、国際金融システムを管理することはますます困難となってきた。今回の世界金融危機は、現在の国際金融ガバナンスが限界をもつことを顕在化したのである。金融取引の拡大は債権債務関係をグローバルに伸張させ間接的にはあれ国際間の社会的分業関係や協業関係を拡大する。人類の協働性を高度化する可能性を阻害することなしに金融危機の再発を抑制するには、国際金融システムを管理する新たなガバナンスが必要とされている。

ブレトンウッズ体制崩壊後、国際金融ガバナンスは、条約締結による拘束を受けないソフト・ガバナンスの下で運営されてきた。1970年代以降繰り返される金融危機は、国際金融システムを安定化させるために規制・監督における国際協調の強化を要請した。金融安定化フォー

ラム (Financial Stability Forum, FSF) はまさにそうした要請に応えるために設立された最新の組織である。しかし、FSFを管制塔とする国際金融ガバナンスには次の問題点が内在していた。

第1に、金融安定化のために求められる規制・監督を各国間でどのように策定し施行するのかという制度面における不徹底である。国際的な資産選択運動が質量とも活発化しているなかで、金融取引に対する国際的に統一した規制・監督体制が要請されるにもかかわらず、FSFが勧告した規制・監督案の実施の最終的権限は、いまだ各国当局が握っている。それは、各国間での施行レベルでの国際的ギャップを生み、規制アービトラージの可能性を高める。

第2に、ソフト・ガバナンスのもとで各国が合意できる最低限の基準を設定し、金融機関、主に商業銀行のインセンティブを介して金融安定性を確保するという市場規律重視の金融安定化政策の限界が露呈したことである。もっぱらマイクロ・プルーデンス政策に依拠した金融安定化政策は、個々の金融機関の財務健全化へ向けた行動がしばしば金融システム全体の状況を悪化させるという問題、すなわちプロ・シクリカリティ問題を発生させることになる。

第3に、金融安定化対策としてのマイクロ・プルーデンス政策の限界を補完する形で登場してきたマクロ・プルーデンス政策にしても、現状においては、事後的な対症療法的な政策でしかなく、国際的な資産選択運動によって引き起こされる様々な金融イノベーションとそれらから派生する金融不安定性を抜本的に抑制することは困難である。

国際金融ガバナンスは、制度面からしても政

策面からしても、新たな形態を模索する段階にきている。事実、国際金融ガバナンスの問題点を克服するために、G20はいくつかの是正措置を行った。第1に、FSFとIMFの役割分担を明確にしたうえで、FSFを金融安定化理事会(Financial Stability Board, FSB)に改組し、組織体制を強化するとともに参加メンバーを拡大した。第2に、従来みられなかった報酬規制などの新たな任務をFSBに与えたことである。しかし、こうした一連の措置にもかかわらず、FSF創設時から存在していた問題点は十分に克服されとは言い難い。

本稿は、国際金融ガバナンスに内在する限界の克服に向けた制度面及び政策面の動きを、主にFSF及びFSBのレポートに基づいて検討することによって、FSFからFSBへの転換が意味する意義と問題点を明らかにすることを課題としている。

世界金融危機に直面した国際経済がかかえる課題は、大きく2つに分かれる。すなわち、第1に、国際的な金融安定化をどのような国際的枠組みで行うのかという国際金融ガバナンスの形態の問題であり、第2に、世界金融危機の再発を防止するための金融規制を含めどのような政策体系が必要かという政策思想にかかわる問題である。そして、この2つの問題は、相互に依存的でもある。ガバナンスのあり方が金融安定化政策の各国での施行状態を決めると同時に、金融安定化に向けた政策体系が、あるべき国際金融ガバナンスの形態を規定するからである。結論を先取りしていえば、今日の国際経済は、金融イノベーションや新たな金融手法について事前にリスク・プロフィールを調査し、必要ならば直接規制を行使できるハード・ローに依拠する国際金融組織の創設を視野に入れて国際

金融ガバナンスを再構築する歴史段階にきている。

## II. ブレトンウッズ体制解体後の 国際金融ガバナンス

### 1. 国際金融ガバナンスとFSF

1997年のアジア通貨危機とその後のロング・ターム・キャピタル・マネージメント(Long Term Capital Management, LTCM)の事実上の破綻という2つの関連した事件は、高レバレッジ資産運用機関(Highly Leveraged Institution, HLI)、すなわち短期金融市場から資金を調達し資産市場で運用する民間組織が国際金融市場に及ぼす影響の大きさに注目を集めさせた。LTCM事件は、1ファンドの破綻が国際的なデフレ圧力を生み出したというばかりでなく、それまで各国規制・監督当局や多国間国際機関が個別に進めてきた規制・監督を国際的に統一することを要請したという意味で、国際金融ガバナンスの分岐点をなした。事実、G7主脳が直接に会合して国際金融危機への対処を協議する場としてFSFの創設に導くことになった。

FSFは、1998年の10月のG7でドイツ連銀総裁ティートマイヤーに諮問され、1999年2月に最初の会合がボンでもたれ、同年4月のワシントンの会合で設立された。FSFの設立や作業グループの設置は、ヘッジファンドなどの資本市場における新たな動きが途上国や新興国を巻き込むかたちで国際金融システムを不安定化させ、金融危機に対処する統括的国際機関が必要とされるようになったことを物語っている<sup>1)</sup>。

ブレトンウッズ体制下の国際金融ガバナンスは、いくつかの限界があった。第1に、IMF協定は通貨安定及び国際収支問題に焦点を当てており、国際金融安定化の協調行動の枠組みが不十分にしか規定されいなかった。そのため、IMF協定の修正なしには、国際金融安定化に向けた国際協調の枠組みとはなりえない。第2に、IMFは、各種の合意事項の監視機能はあるが、施行権限はもたなかった。IMFメンバー諸国のコミットメントは、第4条と第8条に関わるものであり、IMFのサーベイランス権限をつうじて監視される。しかし、メンバー各国は、コミットメントのレベルと継続的監視の受け入れについて選択権をもっている。すなわち、IMFは、監視の役割をもつが、強制的な問題解決メカニズムをもっていなかった。第3に、こうしたIMFの限界は、米国のヘゲモニーによって補完されてきた。ブレトンウッズ体制下では、国際金融上の諸問題に対する拘束力のある問題解決メカニズムをもっていなかったが、多くの場合、米国の圧力を通じて双務的に問題解決を図る仕組みが存在していた。逆に言えば、IMF協定という条約に裏付けられた公式なチャンネルを通じて当該諸国に圧力をかける一方、米国が非公式な双務的交渉によって国際金融上の問題を解決してきた。

ブレトンウッズ体制下の国際金融ガバナンスは、米国の主導性が後退するにつれて、国際金融システム安定性維持のメカニズムとしての有効性を低下させることになる。米国の主導性の後退と国際金融危機の多発を背景にして、国際協調を行うための国際基準を設定するという形で国際金融ガバナンスの新しい形態が発展してきた。1975年のバーゼル委員会 (Basel Committee on Banking Supervision, BCBS)<sup>2)</sup>の設

立以来、各国当局は、規制基準や行動規範の設定組織・団体とともに国際に合意可能な基準を策定し、そうした国際基準を各国が遵守することによって国際金融システムの安定を図ろうとする国際戦略が現れた。特に、1996年のリヨン・サミットにおいて、金融危機に対して、IMF、世界銀行、そしてBCBSに金融安定化策や金融機関の行動基準を策定させるアプローチが公式に支持されることになった<sup>3)</sup>。その結果、国際金融システムの安定化を目的とした各種の組織や団体が様々な分野で合意可能な最低限の基準を設定することになった。こうした国際金融ガバナンスにおいて、各国は、IMF協定とは異なって非公式なコミットメントという形で国際基準の施行義務を負った。だが、基準の遵守や施行は道徳的説得や格付けなどへの影響を介して達成されるという点で、ソフト・ローに依拠する国際金融ガバナンスにはかならなかった。

ブレトンウッズ体制崩壊後のソフト・ローに依拠する国際金融ガバナンスの金融安定化戦略は、(1)関係諸国の代表者たちによって国際金融の健全性確保や規制について国際的な合意を進展させる、(2)政策ネットワークとして知られる専門家グループによって国際基準や金融機関の行動指針を定式化する、(3)金融安定化のための規制・監督は、主に、直接規制ではなく、各国で合意された最低限の基準や指針を介して民間主体のインセンティブに影響を及ぼす市場アクセス・チャンネル、すなわち市場規律を利用する、(4)基準や指針の各国における施行の促進はIMFや各地域の開発銀行のような多国間国際金融機関によって行う、という4つの特徴をもっていた<sup>4)</sup>。

金融グローバリゼーションが急激に進むなか

で金融危機の勃発は、異なる課題を担う基準設定組織・団体や多国間国際金融機関がそれぞれ違った原則や手法によって基準や指針を策定することが、国際金融システムの安定性確保にとって十分でないことを明らかにした。資産選択活動の活発化によって金融取引、特に証券取引がクロスボーダーで展開されてくるにつれて、国際金融市場の統合や銀行以外の金融機関の台頭、そして新興諸国の経済的地位の高まりといった動きが加速した。こうした新たな傾向に直前して、分野別の基準設定組織・団体や異なった設定手法では、国際的な規模の金融危機に統一的に対処することを難しくしたのである。金融危機に対処するためになされた国際金融ガバナンスの議論から生まれた新しい組織がFSFであった。

1999年2月にG7の保護下に設立されたときFSFは、(1)国際的金融安定性の促進、(2)市場機能の改善、(3)各国当局者間の情報の交換と金融市場の監視及び監督の国際協調強化という3つの目的をもっていた。FSFは、各国当局、IMFやBISのような多国間国際金融機関、BCBSや証券監督者国際機構(International Organization of Securities Commissions, IOSCO)、そして保険監督者国際機構(International Association of Insurance Supervisors, IAIS)のような専門分野の多国間国際金融組織・団体、そして中央銀行の専門家委員会という5つの異なった種類のメンバーから構成されている。すなわち、FSFは、国際金融システムの安定性に関係する諸国や組織を結集し、国際的に統一的な金融安定化政策の形成と、自らがコーディネーターとして合意された各種基準や行動指針、そして規制・監督体制の国際的施行を促進することを目的とした組織で

あった。同時に、FSFの設立は、国際金融システムが金融不安定化に対処する新たなガバナンス形態を模索する段階に入ったことを意味していた。

## 2. 世界金融危機とソフト・ガバナンス体制の限界

LTCMの事実上の破綻から約10年経過した2007年7月ベアスターン傘下のヘッジファンドが突然破綻し、それまで舞台裏で進行していたサブプライムローン問題が顕在化することになった。サブプライムローン問題とはアメリカの信用格付けの低い個人向け住宅融資であるが、その多くは居住者用不動産担保証券(Residential Mortgage-Backed Securities, RMBS)として証券化されている。さらにRMBSの一部はその他の資産担保証券とともに債務担保証券(Collateralized Debt Obligation, CDO)として再組成され、国際的な金融機関やファンドに広く売却されていた。さらにCDOは、利鞘を抜く目的でCPコンジットや投資ビーグル(Structured Investment Vehicle, SIV)などのHLIによって購入されていた。CPコンジットやSIVは、CDO購入資金をABCP市場で主に調達しレバレッジをかける一方、残りをトリプルAの債券、トリプルB以下のメザニン債、最劣後のエクイティに切り分け投資家に販売し調達していた。さらに、こうして発行されたメザニン債からCDOが組成され、多様なリスク・プロファイルをもつ債券が発行されるという複雑な構造が生み出された。この複雑化したストラクチャード・ファイナンスは、ヘッジファンドが最劣後のエクイティ部分を購入したり、保険会社がクレジット・デフォルト・スワップ(Credit Default Swap, CDS)を引き

受けることによって成り立っていた。

投資銀行の自己売買部門やヘッジファンド、そしてSIVなどの短期金融市場で資金を調達して資産運用を行う各種の高レバレッジ資産運用機関は、各種資産市場に対する市場流動性の供給者であるばかりでなく、CDOなどの新たな証券化スキームを支えた。こうしたストラクチャード・ファイナンスの仕組みは、従来の基準では難しかった内外の低格付け向けの融資を可能にした。反面、信用逼迫の局面では、短期金融市場からの調達難から流動性逼迫に直面し、国際金融システムに深刻な影響を与える。

FSFの創設以来、国際金融危機の再発を阻止するため各国当局や多国間国際金融機関、そして国際基準設定組織・団体は、市場規律の徹底を図るための各種基準設定や行動指針作成を進めた。そして、それは、一定の成果をみ、国際金融システムは頑強になったかに思われた。しかし、2007年半ばサブプライムローン問題が勃発し、さらに2008年9月にリーマンブラザーズの破綻を契機に国際金融市場は以前に比べはるかに広範かつ深刻な流動性危機に見舞われることになる<sup>5)</sup>。FSFは、国際金融安定化を図ることを目的とした組織として設立されたにもかかわらず、世界金融危機の再発を阻止できなかった。FSFを管制塔とする国際金融ガバナンスでは国際金融システムの安定化には限界があることを露呈したのである。

第1に、FSFは、各国当局及び多国間国際機関の見解や対策を整理するクリアリング組織にも似た機関でしかなく、規制・監督や国際基準を具体化し施行する最終的な責務は、各国の政府及び金融当局にあった。FSFは多国間協議を促進する各種の方針を策定するが、施行については各国金融当局に委ねられ国際的な統一

した条約によって担保されていない。第2に、市場規律重視のマイクロ・プルーデンス政策の枠組みでは、国際金融システムの短期的な安定化には寄与するが、そのことが逆に規制を回避するための金融イノベーションや新たな金融取引を生み出し、国際金融システムを潜在的に脆弱化させる可能性がある。事実、FSFの勧告が逆に、民間金融機関にオンバランス上のリスク回避のためにHLIを組み込んだストラクチャード・ファイナンスへ向かわせた原因の1つとなった。

金融危機が世界経済に深刻な影響を与えることが明白になった2008年後半、金融安定化のための各種政策や基準設定の方向性の決定は、G20に移行することになった<sup>6)</sup>。2008年11月、世界金融危機に対処するためG20の首脳会議が開催され、当面の金融危機対策としてアクション・プランが策定された<sup>7)</sup>。このアクション・プランは、その後のロンドンG20、ピッツバーグG20でも基本的には維持され、実施プロセスがチェックされることになった。加えて、金融危機への対応をめぐって発表されたレポートのほとんどが指摘しているように<sup>8)</sup>、綻びをみせた国際的政策ネットワークの再編・強化も喫緊の課題となった。G20体制下で既存の国際的政策ネットワークを強化し、各国間の金融規制のギャップを埋めるために、多国間国際金融機関の再編、特にFSFの改組が要請されることになった。ワシントンG20でFSFのメンバー拡張が、そしてロンドンG20でFSFのFSBへの改組が決定された<sup>9)</sup>。

世界金融危機に直面した国際経済がかかえる課題は、大きく2つに分かれる。すなわち、第1に、国際的な金融安定化をどのような国際的枠組みで行うのかという国際金融ガバナンスの

形態の問題であり、第2に、世界金融危機の再発を防止するための金融規制を含めどのような政策体系が必要かという政策思想にかかわる問題である。そして、この2つの問題は、相互に依存的でもある。ガバナンスのあり方が金融安定化策の各国での施行可能性を決めると同時に、金融安定化に向けた政策体系が、あるべき国際金融ガバナンスの形態を規定するからである。

### Ⅲ. FSB 憲章とソフト・ガバナンス体制の強化

#### 1. FSB への改組と FSB 憲章

世界金融危機の勃発は、1997年当時に抱かれ FSF 設立に導いたのと同じ危機感を各国首脳間に強めた<sup>10)</sup>。ワシントン G20は、国際金融機関改革の緊急行動の1つとして G20参加国を含む形で FSF メンバーを拡大することをアクション・プランにおいて明記した。拡大 FSF は、アクション・プラン策定における基準や指針の作成、施行状態の調査、国際協調体制維持の支援が任務として与えられた<sup>11)</sup>。こうした流れを受けて、2008年11月13日、FSF と IMF は、それまで必ずしも明確ではなかった両者の役割分担に関する共同声明を発表した。すなわち、第1に、世界金融システムのサーベイランスは IMF の責務であること、第2に、規制基準及び指針の作成、そして各基準設定組織・団体の調整は主に FSF の仕事であり、IMF はこれらの作業に参加し、FSF のメンバーとして関与すること、第3に、金融部門の政策施行は各国当局の責務であり、各国当局は自国の議会及び政府に説明責任があるとする一方、IMF

が各国当局による政策の施行状態を IMF 協定第4条をつうじて評価すること、そして第4に、IMF と FSF は、早期警報制度 (Early Warning Exercise) について協力することが決められた<sup>12)</sup>。

ロンドン G20に集まった各国首脳は、金融安定化を促進し、任務の拡大にともなう組織基盤を強化するため、FSF を FSB に改組することに合意した<sup>13)</sup>。同時に、アクション・プランにおいて、FSB の任務として、FSF に付与されていた、(1)金融システムの脆弱性評価、(2)金融システムの脆弱性対策の策定と監督、(3)当局間の協調行動と情報交換促進という3つの任務に加え、新たに5つの任務を加えた<sup>14)</sup>。すなわち、(4)規制基準をみとす行動指針についての助言と監視、(5)国際基準設定組織・団体の基準設定作業の調整及び戦略的再評価<sup>15)</sup>、(6)監督者カレッジのガイドライン作成と創設及びクロスボーダー企業の参加支援、(7)金融システム上重要な企業に関するクロスボーダー危機管理についての非常事対策支援、(8)IMF と協力による早期警報制度の展開である。

こうした任務に応えるため FSB は、運営委員会と各種の調査・評価を行うための3つの常設委員会、そして2つの専門家グループからなる内部組織を設立した。FSB による専門評価は、各国評価とテーマ別評価の両方の形態をとる。各国評価は、国際基準や他の規制上のイニシアティブに対する各国の遵守及び問題点の進捗を調査する。テーマ別評価は、FSB の政策勧告、あるいは G20のアクション・プラン各項目の実施状態や、FSB メンバー諸国全体にわたる特別な基準の施行状態を調査することになった。ロンドン G20では同時に、FSB が憲章を作成し、ピッツバーグ G20で承認されるこ

とも決定した<sup>16)</sup>。FSB 憲章は、FSB の目的、任務、メンバー、そしてメンバーの義務及び組織構造を規定することになる。

FSB 憲章は、次の4点を考慮して作成された<sup>17)</sup>。すなわち、(1)1999年2月にG7財務省・中央銀行総裁会議によってFSFに与えられた最初の任務、(2)2009年4月2日のロンドンG20において各国首脳によって付与された拡大された任務、(3)FSFを改組し、強靱な組織的基盤と能力拡張をとまなうFSBの創設へ向けたG20の宣言、(4)規制・監督及びその他政策を強化し、部門や諸国にわたる一貫した施行をつうじて公平な競争条件を育成することによって金融安定化を促進する必要性の認識、である。

憲章は、大きく第1部一般規定、第2部メンバー、第3部組織、第4部最終規定の4部分に分かれ、全体で17条からなっている。

第1部の一般規定は、第1条から第3条が割り当てられている。第1条は、金融安定化理事会の目的を記している。すなわち、金融安定化理事会は、金融部門に対する規制、監督、そして政策の施行を促進させるため、各国当局と国際基準設定組織・団体の作業を国際レベルで調整することを目的に設立された。各国際金融機関と協力して、FSBは、国際金融システムの安定化を図るために金融システムに影響する脆弱性を解決するよう努力する。

第2条は、FSBの任務と課題を記している。第1に、任務の一部としてFSBは、(a)世界金融システムに影響する脆弱性を評価し、その脆弱性を解決するために必要な規制及び監督、それに関連した行動とその結果を適時かつ継続的に確認し検討する、(b)金融安定化に責務のある当局間の協力関係と情報交換を促進する。(c)規制政策に対する市場の展開・含意及び規制基準を満

たす最善行動について監視と助言を与える、(e)適時かつ協力的、そして優先順位を明確にした規制ギャップ克服作業を保証するため、国際基準設定組織・団体の政策形成に共同して参加し戦略的検討を行う、(f)監督者カレッジを設立するためにガイドラインを設定する、(g)特に、システム的に重要な金融機関に関してクロスボーダー危機管理のための緊急計画の策定を支援する、(h)早期警報制度についてIMFと共同して作業にあたる、(i)FSBの活動の延長上かつ憲章の枠組み内でメンバーによって合意されたその他課題を行う。

第2に、FSBは、ブルデンシャル及びシステムミック・リスクや市場信頼性、投資家及び消費者保護、インフラ、会計と監査に関連した各国及び地域の規制構造の変化に照らして、重複を解消しギャップを埋め、それぞれの作業の垣根を明確にするために国際基準設定組織・団体それぞれの与えられた任務の調整を促進かつ支援する。

第3条は諮問について記している。すなわち、FSBの中期・長期の戦略プラン、原則、基準、ガイダンスを発展させるために、FSBはメンバー、その他の民間及びメンバー外を含む利害関係者に広く諮問をする。諮問プロセスは、国際金融システムの安定化を促進する作業に従事している諸国の輪を広げるための地域活動を含む。

第2部は、第4条と第5条からなり、メンバーの構成と責務について規定している。第4条で規定されたFSBメンバーの構成は、(1)金融安定性の維持に責務をもつ各国及び地域の当局、すなわち、財務省、中央銀行、監督・規制当局、(2)多国間国際金融機関、(3)国際基準設定組織・団体、そして(4)規制・監督及び中央銀行

の専門家団体からなっている<sup>18)</sup>。

第5条は、メンバーのコミットメントについて規定している。第1に、メンバー諸国及び地域は、次の点を遵守することになっている。(a)金融安定性の維持、(b)金融部門の開放と透明性の確保、(c)国際的金融基準の実施、(d)特に金融部門評価プログラム (IMF/World Bank Financial Sector Assessment Program, FSAP) レポートを主に用いた定期的なピア・レビューの受け入れ、である。他方、メンバーの基準設定組織・団体は、報告様式や独立性に固執することなしにFSBへ報告する。このFSBへの報告は基準設定プロセスの独立性を損なうべきではないが、広範なアカウンタビリティの枠組みを与えることで基準設定への支持を強化すべきであるとされる。第3にメンバーである国際金融機関は、それぞれの法制上の枠組みと方針に一致するようにFSBに参加する。

第3部は、第6条から第15条からなり、FSBの組織について規定している。第6条で、FSBは総会、運営委員会、議長、事務局から構成されることが規定される。第7条は、総会の責務について、(1)総会がFSBの意志決定機関であること、(2)総会の決定はコンセンサスを通じて行われること、(3)FSBの作業計画や、メンバー及び議長の選任などは総会で決定されることが規定されている。

第8条は、総会に出席する代表と陪席者の資格が規定される。すなわち、中央銀行、金融規制・監督当局ならびに財務省のトップないしそれに準じる高位役職者、基準設定組織・団体や中央銀行専門家団体の議長、そしてIMFなどの国際金融機関及びOECDの高位の代表であることが規定されている。第9条は、総会の招集について細目が規定される。第10条は、総会

への各国及び地域の代表数の割り当てが規定されている。すなわち、総会に参加できる代表者の数は各国の経済規模、金融市場の活動水準、各国の金融安定化の仕組みを反映して決められる。第11条は、常設委員会と必要に応じて設立される作業部会の細目が規定される。現状では、3つの常設委員会と3つの作業部会の創設が決定された。

第12条は、運営委員会の構成と委員の任命が第13条は運営委員会の責務と権限が規定される。そして、第14条では、議長の任命と責務が規定されている。第15条は、事務局の構成について記している。

最後は、16条と17条からなり、憲章の法的効力と施行日が規定されている。特に、16条は、憲章がいかなる法的な権利あるいは義務を生み出すことを意図していないと規定されている。第17条は、憲章の施行が2009年9月25日をもって有効になることが記されている。

## 2. FSB下の国際金融ガバナンス

2009年4月のロンドンG20のコミュニケにおいて、世界金融システムが必要とするより高度な国際基準の確立だけでなく、諸国家間の協調について一貫性と体系性を強化することが誓約された<sup>19)</sup>。こうした誓約に照らして、FSB憲章の特徴は、次の点にある。

第1に、メンバー諸国間における国際基準や行動指針の施行上のギャップを抑制する規定が強化された。改組における最大の問題の1つが、各国の規制の施行上のギャップを抑制することにあったからである<sup>20)</sup>。FSBメンバーは、国際的基準を国内で施行すること、及びFSAPレポートに基づいて定期的な専門家評価とピア・レビューを受け入れることが義務づけられ

た(第5条)。第2に、国際協調体制も一層強化された。クロスボーダー金融危機への国際的対処の枠組みだけでなく、監督者カレッジ及びクロスボーダー危機管理ワーキング・グループが設置された(第2条)。第3に、ガバナンスの範囲を非メンバー諸国・地域を含む世界的なものにする意図が明確にされた。FSBは、懸念がある国及び地域を明確にするための判断基準や、国際基準の適用を行わない諸国に対して基準の適用を促す手段を発展させる専門家グループを基準施行に関する常設委員会の下に設立した。

従来、国際的な規制の標準化が進められたにもかかわらず、国際基準は各国の実情を反映して修正され、国際レベルで設定された規制が各国で統一的に施行されてきたわけではなかった。FSB憲章を作成することによって、従来の枠組みを超える新たな国際協調体制を構築しようとした点にFSBへの改組の意義がある<sup>21)</sup>。しかし、こうした協調体制強化に向けた動きがみられるものの、未だソフト・ガバナンスの枠組みにとどまっている。メンバーのコミットメント規定(第5条)は、相互監視の手段はあるが、あくまでコンセンサスで決定され、法的義務は生じない(第16条)。すなわち、金融規制の各国での施行の違いについて、合意された原則や規則の施行状態を監視するという方法でギャップを埋める手法、すなわち、ソフト・ガバナンスの枠組みで金融規制の国際的な収斂を図ろうとしている。道徳的説得や仲間内の圧力が個々のメンバーに加えられるとはいえ、メンバーは国際基準を遵守するコミットメントにも外部評価に従うことにも制約されない。それだけでなく、FSBは、合意された事項をメンバー諸国に強制する権限も有していない。FSB

のメンバーが拡大され役割も強化されたにもかかわらず、国際金融ガバナンスの枠組みは、ソフト・ローに依拠する規制・監督体制にとどまり、メンバー諸国における規制・監督の施行にギャップが生じる余地が残されている<sup>22)</sup>。

今回の世界基金危機の原因の1つが国際金融ガバナンスがソフト・ローに依拠していることにあるとすれば、それに代替し得るガバナンス形態として各国間の行動を条約を通じて拘束するハード・ローに依拠した国際金融ガバナンスが提起されるのも当然である。今日まで提案されているハード・ロー型の国際金融ガバナンスには2つの形態がある。第1の形態は、国際的な規制基準とその基準を各国で施行することに責務をもつ多国間国際金融機関の設立に向けた条約締結である<sup>23)</sup>。第2のより現実的ともいえる代替案は、国際基準を施行するための条約ベースのメカニズムの創設、すなわちWTOの金融版ともいえる世界金融組織を設立し、世界金融組織に参加することに合意した諸国間で条約を締結するという、既存のソフト・ローに依拠した国際金融ガバナンスを強固な法制的基礎におくという提案である<sup>24)</sup>。

ハード・ロー型の国際金融ガバナンスの提案は、(1)現行ガバナンス体制では不可避な各国当局の規制・監督面の裁量性を低下させる効果がある、(2)各国の規制・監督当局とは違って国内政治圧力から独立した規制・監督を行う可能性をもつ、という2点でソフト・ロー型の国際金融ガバナンスの限界を克服できるメリットをもっている。しかし、ハード・ロー型の国際金融ガバナンスは問題点が多く、現状では実現にいくつかの障害があることも事実である<sup>25)</sup>。

第1に、各国の金融制度や金融構造はまだまだ同一でも統合しているわけでもなく、近い将来

に急速に収斂する可能性も低い。そのため、各国間で政策利害が対立し、拘束力のある統一的な金融規制・監督体制へ移行することを困難にする。すなわち、金融規制・監督の完全な同調化は不可能である。事実、EUにおいても法律の制定によって共通の規制を施行するというアプローチは、1980年代半ばに放棄された。第2に、各国の金融規制・監督のほとんどは、法律制定によって行われているのではなく、公示されたルールを介して規制・監督機関によって施行されている。そのため、ハード・ローに依拠する国際的な規制を各国で強制的に施行するには各国の国内規制・監督体制の全面的な変更を要するという高いハードルがある。第3に、銀行救済の資源は国民国家だけがもっており、銀行救済は各国の納税者の資源に依存する。したがって、銀行救済は、最終的には、何れかの国の政府や規制・監督当局、そして議会の決定に委ねられなければならない。

FSBの設立を介する現状の国際金融ガバナンスが、G20首脳に抱かれた世界金融危機についての認識の深刻さと国際政治力学の現実との妥協の産物であり限界をもっている一方、現状では各国の金融規制を制約するような強力な権限をもった世界規制機関を設立することは不可能に近い。しかし、このことは、超国家の規制・監督機関が理論的に不必要であったり、また現実的にも不可能であるということの意味しない。国際金融システムの安定が世界経済の成長の不可欠な条件であるならば、国際金融ガバナンスをどのような仕組みで行うかという問題は、国際政治力学を超えて、今回の世界金融危機の深刻さについての認識や金融危機を克服するための政策の方向性にも依存しているからである。世界金融危機の深刻さの認識が政策思想

の転換を要請し、ハード・ローに基づく国際金融ガバナンスの設立を押し迫る可能性がないとはいえないからである。どのようなガバナンスの形態が必要なのかという問題は、どのような性格の規制・監督を行う必要があるのかという問題と相互依存的な関係にある<sup>26)</sup>。

## IV. 金融規制・監督体制と国際金融ガバナンス

### 1. 金融改革の方向性

2008年11月、ワシントンに集まったG20首脳は、合意されたアクション・プランにおいて、「健全な規制の強化あるいは規制体制の見直し」として金融規制・監督体制の見直しを最初に行うべき課題として強調した<sup>27)</sup>。金融危機を克服するために作成されたG20のアクション・プランは、財政刺激などの緊急対策から大手金融機関の破綻処理方法、そしてFSFやIMF、そして世界銀行といった多国間国際金融機関改革など広範な分野に及ぶものである。その意味で、アクション・プランから、金融改革の方向性を読み取ることは難しい。FSFは、2007年夏からはじまった米国のサブプライムローン問題が世界的に波及したことを受けて、2008年4月金融制度強化に向けたレポートを出した。その後、2009年4月及び9月にそのアップデートを発表している<sup>28)</sup>。これらのレポートが、G20におけるアクション・プランの金融安定化政策や金融規制・監督政策の骨格をなしている。FSBのレポートから読み取れる金融改革の方向性と背後にある政策思想を検討してみよう。

FSFは、5分野に分けて金融改革の勧告を示している。すなわち、第1に、資本、流動

性、リスク管理のブルーデンス政策（監視）強化、第2に、透明性と資産評価の強化、第3に、格付け機関の役割と利用の変更、第4に、リスクに対する監督当局の対応力の強化、第5に、ストレスに対する金融システムの頑強な体制の構築である<sup>29)</sup>。

#### ①資本、流動性、リスク管理のブルーデンス政策強化

資本、流動性、リスク管理のブルーデンス政策の強化には、次の項目が含まれている。第1に、自己資本比率規制の強化については、(1)バーゼルⅡの自己資本比率規制の枠組みの時宜をえた施行の必要性、(2)バーゼルⅡの銀行自己資本水準に及ぼす影響の評価と、追加的な資本バッファの是非についての検討が含まれている<sup>30)</sup>。第2に、流動性管理については、(1)流動性バッファの導入、(2)監督当局と中央銀行は、クロスボーダーで活動する銀行に対する頑強かつ国際的に一貫した流動性アプローチを促進するための追加的な措置の範囲の検討などが含まれている。第3に、オフバランス・エンティティの項目には、(1)リスク管理と資本計画の目的のためにストレス・テスト導入、オフバランス・エクスポージャーの開示、証券業務関連のリスク管理、レバレッジ取引相手へのエクスポージャー管理、機関投資家の投資行動の監視強化、(2)市場規律を逸脱するインセンティブ抑制のために長期的収益性を考慮した報酬規制が含まれている。第4の項目は、OTCデリバティブの運営インフラ整備の必要性が含まれている<sup>31)</sup>。

ブルーデンス政策面で注目すべきなのは、大手金融機関の損失がストラクチャード・ファイナンス関連の証券化と流動性リスク管理の失敗

にあったという認識<sup>32)</sup>から規制・監督が証券化業務にまで拡大されただけでなく、マクロ・ブルーデンス政策の観点からプロ・シクリカリティ抑制にむけてレバレッジ規制や資本バッファなど流動性管理強化に関する規制案が組み入れられた点である。具体的には、以下の5点に整理できる。

第1に、世界金融危機が明らかにしたように、多くの金融機関、特に銀行が、中核的自己資本比率を維持しながら、オンバランス及びオフバランスでレバレッジを増大したことに対処するため、(1)自己資本比率規制範囲を拡大するとともに商業銀行及びその他金融機関のトレーディング業務に対する自己資本比率を高め、(2)自己資本比率規制の質的側面の向上にむけて中核的自己資本を普通株及び内部留保から構成するように変更している<sup>33)</sup>。

第2に、プロ・シクリカリティの抑制を意図して<sup>34)</sup>、最小限必要資本を超える資本バッファを自己資本比率規制に加えるだけでなく、短期金融市場に資金調達を依存している金融機関の流動性リスク管理の改善点としてレバレッジ比率規制の導入が検討されている<sup>35)</sup>。同時に、自己資本を好況時に厚く積み不況時に取り崩すカウンター・シクリカルな自己資本比率規制などの導入も検討されている<sup>36)</sup>。

第3に、金融規制の範囲について、金融規制の性質が異なる銀行、証券、保険部門の分野に対して規制・監督体制の整理統合と部門を超えた規制・監督の必要を強調している<sup>37)</sup>。具体的には、金融機関統合と金融グループ、ヘッジファンド、モーゲージ商品の引受、リスク移転商品が規制ギャップを埋める対象となった<sup>38)</sup>。

第4に、証券規制については、IOSCOの金融規制強化策として、(1)空売り規制のための提

言、(2)証券化商品、CDSの規制・監督に係る提言<sup>39)</sup>、(3)ヘッジファンドの規制・監督に係る原則を発表した。特に、ヘッジファンド規制についてIOSCOは、2009年6月、(1)強制登録の必要、(2)システミック・リスク評価を目的とした規制と情報提供を含んだ6つの原則を発表した<sup>40)</sup>。異なった国に所在するヘッジファンド投資顧問に対する監督を保証するために関係当局者間で協力メカニズムと情報提供を策定することがFSBに求められた。

第5に、報酬規制については、インセンティブ構造から生じるリスク・テイクの歪み是正を意図した長期的収益性を考慮した報酬制度導入が勧告された<sup>41)</sup>。FSFは、金融機関が報酬制度を設計するにあたり遵守すべき指針である9原則からなる報酬指針を2009年4月に発表し<sup>42)</sup>、これらの原則に準じて各国で報酬規制が施行されることになる。具体的には、(1)取締役会社の報酬制度への積極的な関与、(2)財務及びリスク管理部門の独立性確保などの報酬についてのガバナンス確立、(3)健全なリスク・テイクと整合的な報酬制度の確立(効果的なリスク調整報酬制度)、(4)企業の報酬制度への監督当局の関与・情報開示などを勧告した。

報酬規制は、大手金融機関における報酬慣行が金融危機をもたらした多くの要因の1つであるという認識から生み出された。すなわち、短期の高い企業利益率が、長期的なリスクについて適切な考慮なしに従業員に気前の良いボーナス支払いをもたらし、こうした予期に反するインセンティブが従業員の過剰リスク・テイクを増幅し、金融システムに著しい脅威を与えたと認識されるのである。

## ②透明性と資産評価の強化

世界金融危機において、市場が正常でなく混乱した状況下においては銀行をはじめとする金融機関が保有する資産の公正価格算定が難しくなることが明らかになった。特に、ストラクチャード商品とオフバランス資産の価格評価の不透明性が、それら資産の市場流動性の喪失と価格急落をもたらしたとする認識から、FSBは、国際的な基準設定組織・団体に、資産評価の透明性と価格評価を強化するために、会計、開示、監査ガイダンスを強化すべきであると勧告している。具体的に次の4点が挙げられている。

第1に、開示対象の範囲拡大である。すなわち、投資家を含む開示要件の拡大・強化とオフバランス・エンティティーを含む会計及び開示基準の設定である。これらの点について、IASBは、オフバランス・エンティティーの会計規則と開示基準の両面で早急な改善を図り、これら基準の国際的な統一を早急に勤めるべきだと勧告されている。第2に、資産評価の改善について、IASBが資産評価の方法及び資産評価に関連した不確実性についての開示を改善する基準を強化する一方、金融機関は、厳格な資産評価プロセスを確立し頑強な資産評価開示を行うべきだとされる。第3に、証券化プロセスと証券化市場の透明性の確保である。すなわち、会計及び開示の対象範囲を投資家も含む市場参加者に拡大した<sup>43)</sup>。注目すべきなのは、プロ・シクリカリティー問題の観点から、公正価値会計と関連したマイナスのダイナミズムを抑制するため、会計規則の修正を行うことを要求している点である<sup>44)</sup>。

### ③格付け機関の役割と利用の変更

格付け機関によるストラクチャード商品の格付けが金融危機の形成と勃発をもたらした一因であると捉えられているため、格付け機関の役割と利用の変更においては、第1に格付けプロセスの質の向上、第2に、ストラクチャード商品に対する別枠での格付け、第3に、格付けに用いるデータの質の再評価、第4に、投資家や規制当局による格付け利用の見直しが勧告されている<sup>45)</sup>。

格付け機関の役割と利用の変更において注目点は、当局が規制や監督に際して付与してきた格付けの役割を再検討すべきとする一方、格付け機関に対して、(1)格付けプロセス改善のための内部ガバナンスと慣行の見直し、(2)格付けプロセスの質の改善とストラクチャード商品の格付けにおける利益相反問題の管理を要請していることである。さらに、(3)格付け機関ばかりでなく、機関投資家に対してもストラクチャード商品への投資の必要条件を明確化し、格付け機関に依存することなしに独自のリスク分析を行いデュー・デリジェンスを強化すべきと勧告している<sup>46)</sup>。

### ④リスクに対する監督当局の対応力強化

リスクに対する監督当局の対応力強化においては、(1)監督当局、規制当局、そして中央銀行によるリスク分析やリスク抑制策への積極的関与、(2)各国当局者間の情報の共有と協調の国際的強化、(3)多国間国際機関の政策作業の強化などが勧告されている。

第1に、監督当局、規制当局、そして中央銀行は、個別にあるいは共同してリスクを抑制する行動をとるべきであるとして、金融システム全体のマクロ・リスク抑制行動への積極的関与

が勧告された。規制・監督当局は、初期段階において、リスク・エクスポージャーとリスク管理に対する懸念と行動改善の必要性を公式に企業の重役会や幹部に伝えるべきであるとされる。第2に各国当局者間の情報の共有と協調を強化することが求められた。第3に、国際機関・団体は、政策作成作業のスピードアップ、優先順位の明確化、そして協調関係を強化することが要請された。

### ⑤ストレスに対する頑強な金融システム体制

金融システムのストレスに対処できる頑強な仕組みの構築においては、(1)中央銀行の行動枠組みの柔軟化や預金保険の国際的な取り決め強化、(2)破綻銀行の処理についての各国及びクロスボーダーの取り決め強化、(3)中央銀行間における常設スワップ・ラインの確立などが勧告されている。

第1に、中央銀行の行動については、緊急事態に対処するため、介入の頻度・期間、利用可能手段、取引相手や担保設定の面での柔軟性を要求している。すなわち、異例な事態に対処するためには、担保要件を緩和し、満期の拡張、対象金融機関の拡大などを継続的に行うべきであるとされる。加えて、中央銀行は、流動性逼迫が金融システムの安定性に脅威を及ぼすとき、非伝統的な政策手段を含めて様々な手段をとるべきとされ、外国通貨の流動性問題に対しては常設のスワップ・ラインの確立を勧告している。第2に破綻銀行に対する各国当局の責任分担を明確し各国での法制化を勧告している。第3に、預金保険の国際的な取り決め強化の勧告については、各国当局は、預金保険システムの国際的原則に合意し、合意された国際的原則に応じて各国の預金保険の制度的取り決めが検

討されるべきだとされる<sup>47)</sup>。第4に、預金の受入と貸出の両面、短期金融市場での貸借、そして証券取引が国際的に行われている現状を鑑み、金融危機への対処には一国ベースで行うことはもはや困難になったとして金融危機管理の国際的協調の強化が勧告されている。

ピッツバーグ G20において、各国首脳は、ストラクチャード商品をはじめとする資産価格の変動を回避し金融部門の構造改革を行う決意を表明した<sup>48)</sup>。それを受けて、FSBも、金融改革のため多面的な勧告を行った。こうしたFSBの金融改革の性格は、次のように整理できる。

第1に、金融システムのコア部分の安定性を確保するために、既存のパーゼルIIの枠組みを拡張する形で従来規制対象とされなかったシャドバンキング、すなわち投資銀行やSIV、ヘッジファンドにまで規制範囲を拡大した<sup>49)</sup>。

第2に、ストラクチャード商品の資産評価急落が発端となったという世界金融危機の経緯を踏まえ、商業銀行とならんで投資銀行やモノラインなど証券化プロセス参加者に対して、規制が加えられた。すなわち、銀行や投資銀行のトレーディング勘定、証券化プロセスやオフバランス勘定、そしてOTCデリバティブなどが規制・監督対象に加えられた<sup>50)</sup>。また、OTDモデルの拡大を助長した格付け機関<sup>51)</sup>ばかりでなく、CDOなどの需要側である機関投資家もデュー・デリジェンスに問題があるとして監督対象に加えられた。

第3に、マイクロ・ブルーデンス政策の対象範囲拡大のなかで注目されるのは、金融機関の従業員の報酬に対しても規制を加えたことである。報酬規制の導入は、税金投入に対する国民

の批判をやわらげることを目的としたポピュリスト的な意図があったことを否定できない。しかし、本来、個別企業の裁量に任せられるべき報酬を社会的な観点から規制しようとする点に、金融危機対策としての伝統的マイクロ・ブルーデンス政策の限界と新たな金融規制の方向性が認められる。

第4に、プロ・シクリカル抑制を目指した資本バッファやレバレッジ規制などマクロ・ブルーデンス政策が導入されるとともに、金融市場全体のマクロ・リスク抑制を目指した政策調整の枠組みが制度面においても強化された。すなわち、各国の規制・監督当局や中央銀行のリスク抑制対策への積極的関与だけでなく、事後的破綻処理の国際的調整、預金保険機構の国際的整備・統一化や緊急事態処理方法の統一などが強調されることになった。

今回の世界金融危機に直面してFSBが打ち出した金融改革の方向性は、ブルーデンス政策を中心に据えつつも、従来のマイクロ・ブルーデンス政策からマクロ・ブルーデンス政策重視に政策思想が転換しつつあると特徴づけることができよう。それにともなって、金融安定化政策や規制・監督における施行ギャップを埋めるために各国当局や中央銀行の協調体制強化だけでなく、従来に比べFSBを中心とする多国間国際機関の役割が大きくなっている。こうした新たな動向がみられるにもかかわらず、国際的に合意できる最低限の基準設定を介し金融機関のインセンティブへ影響を与えるというFSFの創設以来の政策思想、すなわち市場規律重視の金融安定化政策が中心をなしている点に変わりはない<sup>52)</sup>。他方、マクロ・ブルーデンス政策強化の試みは、政策思想の抜本的転換の可能性をもつものの、現状では金融危機の広がりを防ぐ

事後的な対症療法的な措置にとどまっている。

## 2. 金融改革と国際金融ガバナンス

FSB レポートで勧告された金融改革について、その具体化が緒に就いたばかりであることもあって、改革が進展を見せている分野とそうではない分野がある。ブルーデンス政策分野における自己資本比率規制やヘッジファンド規制、そして格付け機関規制は一定の進展をみせている<sup>53)</sup>。他方、ブルーデンス政策のなかでも、レバレッジ規制や報酬規制の進展は様々な問題に直面している。また、マクロ・ブルーデンス政策については危機への緊急措置の面では一定の進展をみたが、金融部門の抜本的な構造改革について目立った進展がみられない。特に、金融機関の行動や収益性に直接にかかわる規制・監督の各国における施行について、困難となる傾向にある。こうした金融改革が当初の予想ほど急速な進展をみせていないのは、既存利害関係者の政治的抵抗だけに原因であるのではない。FSB の金融改革の方向性を決める政策思想に深刻なジレンマあるいは矛盾が存在している。

FSB が提示する金融安定化政策は、市場規律を重視した規制策、すなわちマイクロ・ブルーデンス政策を中心的な政策としている。自己資本比率規制など市場規律強化策は、「安全かつ健全な、そして効率的なやり方で業務を行う強力なインセンティブ」<sup>54)</sup>を金融機関、特に銀行に与えることによって、金融システムの安定性を確保すると捉えられてきた。別言すれば、個別企業の行動に直接関与しない規制することを回避するという政策思想にほかならない。しかし、こうしたマイクロ・ブルーデンス政策だけに依拠した金融安定化政策については、近年、そ

の有効性に疑問が投げかけられている<sup>55)</sup>。

第1に、個別企業を破綻に追い込んだリスクと金融危機を惹起するリスクとは異なる場合が多い。すなわち、金融危機は個別の金融機関の破綻から波及するというよりも金融システム全体に共通する要因から生じる場合が多い<sup>56)</sup>。

第2に、事前に評価された個々の金融機関のエクスポージャーは、事後的なエクスポージャーと著しく異なる場合がある。そのため、事前に推計ないし評価された自己資本比率や流動性比率がマクロ・ショックに際して個々の銀行の健全性を維持するとは必ずしもいえない<sup>57)</sup>。すなわち、「規制・監督体制の主要な失敗と銀行とその他金融機関の無謀で無責任のリスクテイク」<sup>58)</sup>が国際金融システムを危機に陥らせた一因であるとしても、こうした欠陥が金融危機の主要な原因であるとはみなされないのである。

第3に、インセンティブに関しても、マイクロ・ブルーデンス政策は、個々の民間主体に適正なインセンティブを与えれば、金融危機など市場の失敗が市場自体によって修正できるという仮定の上に立っている<sup>59)</sup>。しかし、リスク縮小に向けた行動が経済全体の悪化を招く場合があり、個々の民間主体の合理性と経済全体の望ましい結果とは異なる<sup>60)</sup>。

第4に、1990年代からFSFを中心に行われたマイクロ・ブルーデンス政策に依拠した各種規制や行動指針の各国での施行がOTDモデルやストラクチャード・ファイナンスを拡大させ、現在の金融危機を助長したことも否めない<sup>61)</sup>。したがって、金融危機の主な原因をリスクの高い融資や複雑な金融商品で博打を打った大手金融機関の無責任さにあるとし、「ウォール街へのより明確な規制があれば、避けられたかもし

れない災難だった」<sup>62)</sup>と捉えている限り、真の金融安定化政策を構築できそうもない。

FSBの世界金融危機からの回復策は、一方では国際金融市場のオープン化を強調し、銀行貸出と資本市場の復活が世界経済回復の必要条件と主張する<sup>63)</sup>。他方で、金融規制について市場規律を重視した自己資本比率規制などマイクロ・プルーデンス政策を金融安定化の中心的な政策手段している。すなわち、世界経済の再生条件として銀行貸出ばかりではなく資本市場を通じた資金調達への復活を求めると同時に、金融安定化の政策手段としてあくまでも市場規律重視のマイクロ・プルーデンス政策に依拠せざるをえない点に、世界金融危機後の政策思想におけるジレンマがある。プルーデンス政策を厳格化すれば、金融システムの安全度は高まるが、金融活動の萎縮を生み出す可能性がある<sup>64)</sup>。他方、プルーデンス政策だけでは、金融市場、特に国際的な資産選択活動の舞台である資本市場において、金融機関や機関投資家が低利回りのなかで収益拡大を求めて試みる新しい金融手法や金融イノベーションを排除できないからである<sup>65)</sup>。

FSBは、資産価格の変動による金融危機に対してマクロ・プルーデンス政策の観点から各種対策も提起している<sup>66)</sup>。しかし、規制対象を銀行以外に広げたり、対症療法的なマクロ・プルーデンス政策にとどまっていたら、国際金融不安を回避しつつ国際経済を再び成長軌道に乗せるためには十分とはいえない<sup>67)</sup>。加えて、巨額かつ急激な資本移動に直面した場合、事後的なマクロ・プルーデンス政策だけでは金融市場の不安定化を阻止するのは困難である。サブプライム問題や金融危機を引き起こした原因を、投機やバブルとして捉えている限り、対症療法的な対策や危機勃発後の救済策にとどまり、抜

本的な金融安定化政策を構築する必要性が希薄とならざるをえないからである<sup>68)</sup>。必要とされるのは、詐欺や賭博は論外であるとしても、過度ともいえる信用拡張や短期資金調達への依存などのインセンティブが今日の国際金融システムの構造自体に内在しているということを知ることから政策をデザインすることである。

今回の世界金融危機は、次の2つの意味で構造的であった<sup>69)</sup>。第1に、投資銀行やヘッジファンド、SIVなどのHLIへの資金流入は、戦後経済における資産価格形成メカニズムの変容とそれによる機関投資家など投資家の運用困難に基づいていた。第2に、新しい証券化スキームやストラクチャード・ファイナンスは、伝統的サービスの利益率悪化を受けたコア金融機関が積極的に乗り出した分野にほかならなかった。

米国を中心にして内外で活発化したキャピタルゲイン狙いの資産選択運動が、ファンダメンタルズが規定する価格水準を大幅に超えて証券化商品を含む資産価格を形成させる一方、証券市場においては決済手段の回転速度上昇、それに引きずられる形での商業銀行の貸出拡大を介して金融システム全体の信用を著しく膨張させることになった。他方、ファンダメンタルズから大きく乖離した資産価格形成は、株式や債権利回りを低下させただけでなく、短期金融市場からの資金調達への依存度を上昇させることになる。

短期金融市場が発展した現代の金融市場において、互いに競争下にあるだけでなく株式市場から利益率上昇圧力を絶えず受けている資産運用会社や金融機関、そして事業会社にとって競争に勝ち抜くためには、資本コストを低下させる短期金融市場からの資金調達を行わざるをえ

ないからである。こうした条件下では、短期金融市場から資金を調達すること、すなわちレバレッジを高めて資産運用を行うことは合理的でさえある。金融危機の背後には、資産価格形成の変化に対応して収益率を確保しようとする銀行や証券会社、さらに機関投資家の構造的な相互依存関係があった。いわば、短期金融市場－レバレッジ－資産市場ネクサスの形成と崩壊が金融危機を勃発させ国際的に波及させたのである。

資産市場、特に株式市場の価格形成が変化している下では、市場規律の徹底を目指す対策は、機関投資家や金融機関に規制・監督を回避させる様々な金融イノベーションや新たな金融手法、HLIを組成させることにならざるをえない。高レバレッジを用いた資産運用ニーズを生み出す諸力を管理する抜本的対策を講じる時期に来ている。

国際的資産選択運動が生む金融イノベーションや新たな金融手法、HLIを野放しにすれば金融不安を再発する可能性が高い一方、それらの直接規制は、市場流動性を枯渇させ資産価格急落をもたらす懸念がある。しかし、現在の国際金融市場を前提とする限り、金融機関や投資家の資産選択行動をプルーデンス政策だけで抑制することは難しい。世界経済にとって戦略的に重要な金融分野における直接規制の導入を金融安定化政策の一環として位置づける必要がある。資産選択運動にともなう金融イノベーションなどを許容しつつ金融不安定性を抑制するには、どの金融イノベーションや新たな金融手法が重大なシステム・リスクを生むかを事前に評価し規制する直接規制を部分的に導入したガバナンス形態が求められる。もちろん、直接規制の導入に際しては、国際的に統一した施行

を前提にしなければ、規制アービトラージが発生し直接規制を導入した諸国が競争上不利になる。その意味で、国際金融ガバナンスもハード・ローに依拠したガバナンスの導入が部分的とはいえ不可避的な状況になっている。

以上みてきたように、国際金融市場が長期的に果たす役割を肯定的に捉えることができる限り、金融イノベーションや新たな金融手法のなかで取引額が一定の水準以上に達したものを分析・評価し、システム・リスクを生むと判定されたものについては、国際的に監視し規制措置を講じるハード・ローに依拠する金融監視組織を設立する必要がある<sup>70</sup>)。FSBの改組によるのか、あるいは新たに創設するのは別にしても、このような金融監視組織が戦略的に重要な金融取引に対する許諾権をもつことによって、金融イノベーションの進行と金融安定化をある程度両立できる可能性が高まることになる。

## V. むすび

米国を中心にして資産選択運動が活発化し、資本市場の役割が高まってきたという国際金融構造の変化が、国際金融システムの不安定性と金融危機の国際化という2つの現象を生み出した。資本市場取引の活発化は、短期金融市場からの資金調達への依存度を上昇させた。こうした条件下において、ある国の証券価格の急落が、短期金融市場－レバレッジ－資産市場ネクサスを介して他国の投資家や銀行の資産内容を悪化させ、金融危機がクロスボーダーで波及する可能性を高める。こうした資本市場イニシアティブともいえる国際金融危機の再発は、金融資産の運動に関する理論認識だけでなく、政策

面についても抜本的な政策転換が要請される時代に入ったことを意味する。

世界金融危機に直面した国際経済がかかえる課題は、第1に、国際的な金融安定化をどのような国際的枠組みで行うのかという国際金融ガバナンスの形態の問題であり、第2に、世界金融危機の再発を防止するための金融改革をどのように進めるのかという政策思想にかかわる問題である。この相互に依存的でもある2つの問題への解答が、政策決定の場のG7からG20への移行であり、FSFのFSBへの改組であった。

FSFからFSBへの改組の結果、国際金融ガバナンスは、(1)ソフト・ガバナンスの限界を克服しようとして組織面の変更とFSB憲章を策定し、国際的に合意された金融規制の施行に対する各国の拘束力を強化した。(2)政策思想面においても、マクロ・ブルーデンス政策の重要性がしだいに強調されるようになり、金融市場全体にわたる監視・監督の必要性が重視されるようになった。しかし、ピッツバーグにおいてG20主脳は、共通の目的を満たすために如何なる行動をとることに合意したにもかかわらず、国際金融ガバナンスは、いまだソフト・ガバナンスの枠組みにとどまった。

ケインズは、金融市場での資産選択が実物投資決定に大きく作用していると捉え、生産・雇用の低迷を打開する手段として管理通貨制度の導入による金融市場安定と利子率低下を主張した。資産選択行動が重要な役割を演じる経済の不安定性に対して彼が提起した解決策は、管理通貨制度の導入によって金融市場と利子率の安定性を確保した上で実物投資の拡大を図り生産・雇用に確保するというものであった。しかし、今日の状況は、次の点で異なっている。第

1に、各種証券からなる金融資産残高は、銀行が供給する決済残高に対しはるかに巨額化しており、金融市場に対する何らかのショックが起これば、資本市場での資産価格の急落や市場流動性の消失から、金融システム全体の流動性枯渇を導く可能性が飛躍的に高まっている。第2に、今日の金融市場では、高レバレッジを用いて資産運用を行うインセンティブが金融市場内部にあり、短期金融市場とレバレッジ、そして資産運用との関連を促す構造の存在を認知した金融安定化政策が必要である。第3に、資産選択の国際化の程度ははるかに著しく、国際的枠組みでの解決が要請されている。

金融取引の拡大は債権債務関係をグローバルに伸張させ間接的に国際間の社会的分業や協業・分業を拡大する。こうした人類の協働性を高度化する可能性を阻害することなしに金融危機を抑制するには、国際金融システムを管理する新たな枠組みが必要である。ミクロ・ブルーデンス政策や対症療法的なマクロ・ブルーデンス政策を超えて国際金融システムの制度自体を改革する必要がある。金融イノベーションを前進させつつも、そのことから生じる国際金融システムの不安定性を抑制するには、各国主権を拘束して問題解決にあたることができるハード・ガバナンス型、すなわち経済主体への直接規制を含む国際的な管理通貨の枠組みが求められている。

#### 注

- 1) Kern Alexander, Rahul Dhumale, John Eatwell, *Global Governance of Financial Systems: The International Regulation of Systemic Risk*, Oxford University Press, 2006, p.79. 国際金融市場における統合化の進展や銀行以外の金融機関の台頭、G10以外の諸国の重要性の高まりといった動きは、様々な金融分野で異なった課題をもつ国際機関・組織・団体を生み出した (R. Litan and J. Rauch, *American Finance for the*

- 21st Century. U.S. Treasury Department, 1997)。各国際機関・組織・団体の性格や分類、そしてFSFをはじめとする国際金融危機対策のための各国際金融機関の位置付については、W. White, *What Have We Learned from Recent Financial Crises and Policy Responses?*, Working paper, No. 84, Basel Committee on Banking Supervision, 2000を参照。
- 2) 当初はBasel Committee on Bank Regulation and Supervisory Practicesとして設立された。
  - 3) Douglas W. Arner and Michael Taylor, *The Global Financial Crisis and the Financial Stability Board: Hardening the Soft Law of International Financial Regulation?*, AIFL Working Paper, No. 6, June, 2009, p.5.
  - 4) Anne-Marie Slaughter, *A New Global Order*, Princeton University Press, 2004; D. Arner, *Financial Stability, Economic Growth and the Role of Law*, Cambridge University Press, 2007.
  - 5) 特にヨーロッパではMMFと投資家が、トリパーティー・レポ取引などの信用性に懸念を抱き取り付けに走ったため、銀行間市場の崩壊が生じた(FSB, *Senior Supervisors Group Report on Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008*, October 2009, p.7)。
  - 6) G7に代わってG20が政策形成をリードするようになったことは、かつてみられた米国のような覇権国や一部の金持ちクラブ的な少数の主要国に代わって、新しいリンケージが地域間や諸国間に形成されたことを意味する(Terrence J. Checki, "Beyond the Crisis: Reflections on the Challenges", *Federal Reserve Bank of New York Speech*, December 2009)。G20への動きは、新たなグローバル・ガバナンスが必要であることを示している。
  - 7) ワシントンG20で合意されたアクション・プランは、大きく6分野からなる(Washington Summit, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008)。すなわち、(1)透明性と説明責任の強化、(2)健全な規制の強化あるいは規制体制の見直し、(3)ブルーデンス政策、(4)リスク管理、(5)金融市場の統合の促進、(6)国際協調の強化が課題とされた。ロンドンG20において各国首脳は、透明性と説明責任を強化、健全な規制を強化し、市場信頼性を促進し、国際的な協調を補強する行動を始めた(FSB, *Overview of Progress in Implementation - Report by Financial Stability Board to G20 Leaders*, September 2009)。ロンドンG20において、アクション・プランは再整理され、(1)国際協調、(2)ブルーデンス政策、(3)規制範囲、(4)報酬規制、(5)タックハイブと非協力的諸国、(6)会計基準、(7)格付け機関の7分野に整理され、報酬規制問題及び会計基準と格付け機関規制が重要な課題として持ち上がることになる。ピッツバーグG20では、次の18項目に再整理され、これまでの成果が検討されている(FSB, *Progress Report on The Actions of The London and Washington G20 Summits*, September 2009)。すなわち、(1)マクロ経済、(2)貸出回復、(3)貿易金融、(4)国際金融機関改革、(5)一般的国際金融機関貸出、(6)IMFガバナンス、(7)世界銀行ガバナンス、(8)その他の国際金融機関のガバナンスと効率性、(9)金融規制、(10)FSBの設立、(11)国際協調、(12)ブルーデンス規制、(13)規制範囲、(14)規制体制の透明評価、(15)報酬規制、(16)タックスハイブと非協力的諸国・地域、(17)会計基準、(18)格付け機関規制、となった。
  - 8) 世界金融危機への対応をめぐって発表されたレポートのほとんどは、国際的な金融規制基準の設定に責任がある既存の国際的政策ネットワークの強化を勧告している(The Group of Thirty, *Financial Reform: A Framework for Financial Stability*, 2009; Jacques de Larosiere et al, *Report of the High Level Group on Financial Supervision in the EU*, European Commission, 2009; Lord Turner, *The Turner Review: A Regulatory Response to the Financial Crisis*, Financial Services Authority, 2009)。
  - 9) London Summit, *Declaration on Strengthening the Financial System*, 2 April 2009.
  - 10) FSF, "Financial Stability Forum Re-established as Financial Stability Board", *Press Release*, 2 April 2009.
  - 11) Washington Summit, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008.
  - 12) *Joint Letter of the FSF Chairman and the IMF Managing Director to G20 Ministers and Governors*, November 13, 2008.
  - 13) 「我々は、金融安定化を促進するため、任務を追加したうえで金融安定化フォーラムを拡張し、また、制度的基盤と能力を強化することによって金融安定化理事会として再組織されるべであると合意した」(London Summit, *Declaration on strengthening the financial system*, 2 April 2009)。
  - 14) FSB, *FSB Chairman's remarks at the conclusion of the London Summit*, April 2009, pp1-2.
  - 15) 金融システムの健全化についての主要な12の基準の設定作業が進行している。第1に、マクロ経済政策とデータの透明性分野では、(1)通貨及び金融政策における透明性についての慣行規則、(2)財政政策の健全化規則、(3)特殊データの配布基準及び一般データの配布システム、第2に、制度及び市場インフラ分野では、(4)支払い不能と債権者権利、(5)ガバナンス原則、(6)国際会計基準、(7)国際監査基準、(8)システム上重要な決済システムについての基本原則及び証券決済システムに対する勧告、(9)金融アクション・タスクフォースの40の勧告/テロリスト金融に対する特別勧告、第3に、金融規制・監督分野では、(10)効果的な銀行監督についての基本原則、(11)証券規制の目的と原則、(12)保険業の基本原則、である。
  - 16) FSB, *G20 Leaders endorse the Financial Stability Board's Charter*, September 2009.
  - 17) FSB, *Financial Stability Board Charter*, September 2009.
  - 18) 国及び地域のメンバーは、アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、フランス、ドイツ、香

港、インド、インドネシア、イタリア、日本、韓国、メキシコ、オランダ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スペイン、スイス、トルコ、イギリス、アメリカの24ヶ国である。加えて、欧州中央銀行 (European Central Bank) と欧州委員会 (European Commission) がFSBメンバーである。なお、各国のメンバー数は、経済規模や重要度等に応じて1人から3人までの幅がある。

国際金融機関としては、国際決済銀行 (BIS)、国際通貨基金 (IMF)、経済協力開発機構 (OECD)、世界銀行がメンバーである。また、国際基準設定、規制・監督及び中央銀行の組織・団体としては、BCBS、支払・決済システム委員会 (Committee on Payment and Settlement Systems, CPSS)、グローバル金融システム委員会 (Committee on the Global Financial System, CGFS)、国際会計基準審議会 (International Accounting Standards Board, IASB)、保険監督者国際機構 (International Association of Insurance Supervisors, IAIS)、証券監督者国際機構 (International Organization of Securities Commissions, IOSCO) がメンバーとなっている。メンバーの適格性は定期的に総会においてFSBの諸課題に照らして再検討される。

- 19) London Summit, *G20 Heads of Government Final Communiqué*, London, 2 April 2009, para. 14.
- 20) 「規制のアービトラージを防ぐために、IMFとFSBは、次回の財務省・中央銀行総裁会議までに、各国当局に対する金融機関、市場あるいは金融手段がシステム的に重要かどうかを評価するガイドラインを作成することになるだろう」(London Summit, *Declaration on strengthening the financial system*, 2 April 2009)。
- 21) ワシントンG20において、この点は明確に述べられている。「我々は、将来の危機を回避する金融市場と規制体制を強化する改革を施行する。規制による市場の不安定性に対する最初の防衛ライン構築の責務は、まず何よりも各国規制当局にある。しかし、我々の金融市場は、その範囲において世界的である。したがって、規制当局間の強化された国際協力と、必要な場合には国際基準の強化、そしてそれらの国際的に統一的な施行が国際金融システムに対するクロスボーダーかつ地域的及び世界的な悪い方向への展開を防ぐために必要である」(Washington Summit, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008, para. 8)。
- 22) Arner and Taylor, *op.cit.*, p.14. 特に、FSBメンバーが拡張され、新興国も含むようになったため、ソフト・ローの枠組みでは、各国の利害調整がさらに難航する可能性が高い。
- 23) 最も代表的な見解は、イトウエル＝テイラーの提案である (John Eatwell and Lance Taylor, *Global Finance at Risk-The Case for International Regulations*, The New Press, 2000)。イトウエル＝テイラーは、市場規律重視の対策でもなく、またランダムかつ累進的な資本規制でもなく、G10以外の諸国も含めたコンセンサスの上で体系的に資本規制を協議する世界金融機関 (World Financial Agency) なる金融監視組

織をBIS内に設立することを主張した (*ibid.*, p.26)。

- 24) Barry Eichengreen, "Not a New Bretton Woods but a New Bretton Woods process" in Barry Eichengreen and Baldwin, eds., *What G20 leaders must do to stabilise our economy and fix the financial system*, VoxEU.org., 2008.
- 25) Arner and Taylor, *op.cit.*, p.26. ハード・ローに依拠した主要な多国間国際機関・組織としては、IMFとWTOがある。IMFはIMF協定という条約のもとに組織されており、WTOは、各国の合意に基づいて組織されているが紛争処理機関の決定にメンバーが従うことを誓約するハード・ローに依拠する紛争処理委員会をもっている。しかし、IMFとWTOの経験は有益な教訓を提供するが、IMFが金融危機対策として限界をもつと同様に、WTOの紛争処理委員会も事後的な解決策を提示するとどまり、国際金融システムの安定化について現行のソフト・ガバナンスを強化する満足いく基礎を提供していない (*ibid.*, p.18)。
- 26) アルナー＝テイラーは、ハード・ローに基づくFSB改組は非現実的であるとしたうえで、完全に条約ベースへ移行することなしにもFSBの任務をより効果的に行うことは可能であると主張する。すなわち、BIS憲章の修正によって、BISに金融規制分野における明示的な任務を付与すると同時にFSFをその傘下に位置づけ、新たな制度的枠組みを創設することなしに、既存の国際金融ガバナンスを改革できると説く (*ibid.*, p.29, note 76)。しかし、彼らは、国際金融ガバナンスの形態が、現実の国際政治力学だけでなく、求められる政策にも規定される点を看過している。
- 27) Washington Summit, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008.
- 28) FSF, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, April 2008; FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience - Update on Implementation*, April 2009; FSF, *Improving financial regulation - Report by the FSF to G20 Leaders*, September 2009.
- 29) こうした金融規制案の作成においては、2007年末と2008年春に開催されたSSG (Senior Supervisors Group) における調査が基礎をなしている。2008年春の第2次SSGによれば、各国規制・監督担当者や金融機関の経営者の多くは、改善点として、(1)取締役会 (経営会議) 指令と上級幹部監視、(2)リスク選好の明確化、(3)報酬慣行、(4)ITストラクチャー、(5)リスクの集計化と集中の明確化、(6)ストレス・テストの導入、(7)現代的なリスク管理、(8)資産評価慣行と損失認知、(9)OTCデリバティブ市場の運営と市場インフラ、(10)流動性リスク管理、の10点を挙げた (FSF, *Senior Supervisors Group Report on Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008*, October 2009)。
- 30) バーゼルIIは、銀行が直面するリスクに対して最小限の自己資本比率規制 (Pillar 1)、監督当局による銀行行動のレビュー強化 (Pillar 2)、そして市場開示の促進 (Pillar 3) からなっていた。金融イノベーション、ある

- いは証券化の進展を考慮するために、3つの柱それぞれの拡張が要請された (FSF, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, April 2008, p.13)。
- 31) ブルーデンス政策の進展については、FSB, *Progress since the Pittsburgh Summit in Implementing the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability*, November 2009で確認できる。特に、自己資本比率規制においては、以下の点が合意された。すなわち、(1)中核的自己資本の質と一貫性、透明性を高めることを意図した最低限自己資本比率の水準と質の向上、(2)金融機関に最低自己資本を上回る資本バッファーを好調時に積み込み困難な時期に引き出すという自己資本比率規制のカウンター・シクリカル運用、(3)銀行のトレーディング勘定リスクに対する自己資本比率引き上げ、(4)普通株と留保利潤による中核的自己資本構成、(5)資本の構成要素を各国間での比較を容易にするように資本の定義の国際的調整と全般的開示、(6)バーゼルⅡのリスク・ベース自己資本比率規制の補完的手段としてレバレッジ比率導入の6項目である (FSB, *Improving financial regulation - Report by the FSB to G20 Leaders*, September 2009, p.4)。
- 32) FSF, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, April 2008, p.14及びFSB, *Senior Supervisors Group Report on Risk Management Lessons from the Global Banking Crisis of 2008*, October 2009, p.2。
- 33) FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, April 2009, p.15。
- 34) FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, April 2009, p.2。加えて、従来のストレス・テストの不十分さが明らかになったため、BCBSの原則 (*Principles for Sound Stress Testing Practices and Supervision*, January 2009) に従って強化される方向である。
- 35) 流動性リスク管理については、2008年9月に発表した「流動性リスク管理及び監督の健全性原則」(BCBS, *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, September 2008) のリスク管理の健全性アプローチを継続し、流動性リスク規制の水準を引き上げた (FSB, *Overview of Progress in Implementation - Report by Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 September 2009, p.7)。また、BCBSとCGFSがシステム全体の流動性リスクを評価する枠組みを検討している一方、ターナー・レビューでは、コア・ファンディング比率の導入が勧告されている (Turner, *op.cit.*, p.7)。
- 36) FSB, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, April 2009, p.15。
- 37) FSB, *Overview of Progress in Implementation - Report by Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 September 2009, p.13。
- 38) 主に銀行のトレーディング勘定に焦点を当てた3つの自己資本比率規制分野が加えられた。すなわち、(1)再証券化に対する自己資本比率規制、(2) ABCP コンジット向けクレジット・ラインに対する自己資本比率標準化と市場混乱に対するリスク・ウェイト賦課、(3)証券化されないクレジット商品に対する強化されたストレス・テストの実施とインクレメント・リスク・チャージの導入、である (FSB, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, April 2009, p.3)。
- 39) CDS 市場に対する勧告は、カウンターパーティー・リスクや透明性の確保に焦点を当てたものである。具体的には、(1)標準化されたCDSに対するCDS清算機関 (CCP) の設立、(2) CCP クリアリングを促すため標準化されたCDS契約での取引促進、(3) 価格、取引額、市場参加者、電子取引プラットフォーム、データプロバイダー、データウェアハウスなどに関するCDSデータの適切かつ時宜を得た開示促進、(4) CDS市場の情報と規制に関するIOSCOメンバーと他の監督機関との間の情報共有と協調的規制の促進、(5) 運営効率向上に向けた産業イニシアティブへの市場参加者の参加促進、などである (FSB, *Overview of Progress in Implementation - Report by Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 September 2009, p.12)。
- 40) 原則には、グローバルに活動するヘッジファンド・マネージャー及びヘッジファンドに対して効率的かつ有効な監視を行うための協調と情報共有を行うべきだという提言も含まれている。また、IOSCOを中心として、(1) 国内規制体制のモニター、(2) 行動指針の評価、(3) 情報収集強化、(4) システム的に重要なヘッジファンドの位置付け、(5) クロスボーダーで活動する市場参加者の監督及び監視についての規制の協調、などについて政策作成作業が進められている (FSB, *Overview of Progress in Implementation - Report by Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 September 2009, p.10)。
- 41) FSF, *Principles for Sound Compensation Practices*, 2 April 2009, p.1。報酬原則の適用は、重要な金融機関、特に、システム上重要な大手企業を対象にしている。
- 42) FSF, *Principles for Sound Compensation Practices*, 2 April 2009。報酬原則は、大きく、報酬の効果的ガバナンスに関する原則1-3、リスクを考慮した報酬制度に関する原則4-7、効果的な監督に関する原則8-9の3つに分かれている。すなわち、(1) 報酬制度の設計と運営に対する企業の重役会議の責任、(2) 報酬体系の運営の監視・調査、(3) リスク管理担当スタッフの独立性と業務に見合った適切な報酬、(4) リスク調整された報酬制度、(5) 事後的リスクと照応した報酬制度、(6) リスクのタイム・ホリズンを考慮した報酬支払スケジュール、(7) リスク構造と整合的な報酬支払形態、(8) 厳格かつ継続的な報酬制度の監視・監督、(9) 報酬についての明瞭かつ包括的、そして時宜にかなった情報開示、という9原則である。これを受けて、(1) 複数年にわたって保証されたボーナスの廃止、(2) 報酬の大部分の事後払い、(3) 企業のリスク・エクスポージャーに実質的影響を及ぼす幹部社員とその他従業員に対する報酬重視の保証、(4) 企業の報酬に関する方針及び体系の透明化、(5) 健全な自己資本ベースの維持と両立しない可変報酬の制限、(6) 報酬方針を監

督する報酬委員会の独立性保証などを勧告した。多くのメンバー諸国は、報酬規制についてのFSB原則の実施に向けて作業を開始している。また、BCBS、IAISとIOSCOは、それぞれの国際基準に報酬についてのFSB原則を組み込む作業を行っている。

- 43) ピッツバーグG20のアクション・プランにおいて、会計基準設定者は、損失準備、オフバランス・エクスポージャー、資産評価の不確実性に対する会計基準を2009年末までに改善する行動をとるべきとされた。ピッツバーグG20におけるアクション・プランの経過報告における会計基準改訂の進捗状況は次のようなものである。(1)公正価値会計の枠組みで流動性と投資家の保有意図に基づいた金融資産評価の基準改善についての国際会計基準設定団体間の合意、(2)IASBの会計基準及び開示基準の改訂作業の進捗と、米国財務会計基準審議会(US Financial Accounting Standards Board, FASB)による証券化とSPE(special-purpose entity)に対する会計基準の発表、(3)非流動的市場における資産評価について、FASBのスタッフ・ガイダンスを組み入れた公正価値測定の会計基準のIASBの提案、である。
- 44) FSB, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, April 2009, p.9. 国際会計規則もプロ・シクリカティー抑制を図る方向で改訂作業が進んでいる。すなわち、(1)融資先金融機関の金融商品に対する公正価値規則の利用、(2)流動性枯渇時における金融資産カテゴリー間の移転の許容、(3)ヘッジ会計の必要条件の単純化、などが改定点として指摘されている。
- 45) 格付け機関規制については、IOSCOは、「格付け機関の基本行動についての規則(Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies)」を発表している。IOSCOが格付け機関を評価したレポートによれば、調査したCRAの大部分がCRA規則を行動指針に導入する方向で動いている(FSB, *Overview of Progress in Implementation - Report by Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 September 2009, p.20)。また、各国及び地域も、CRAの監視を強化する方向にむけて動いている。米国は、すべての規制・監督体制から、格付けの利用を排除しようとしている。
- 46) この点についてIOSCOは、2009年7月に、ストラクチャード商品へ投資する際の投資マネージャーのデュー・デリジェンスに関するレポートを発表している(IOSCO, *Good Practices in Relation to Investment Managers' Due Diligence When Investing in Structured Finance Instruments, Report of the Technical Committee of IOSCO*, 29 July 2009)。
- 47) 預金保険については、BCBSと国際預金保険機構協会(IADI)が共同で「預金保険システムの基本原則(Core Principles for Effective Deposit Insurance Systems)」を作成した。この原則は、各国の広範な状況、背景、構造に適応可能なものとして作成され、施行にあたっては各国の「自発性」を意図したものである(FSB, *Overview of Progress in Implementation - Report by Financial Stability Board to G20 Leaders*, 25 September 2009, p.4)。
- 48) 「我々は、資産と信用の価格における不安定なブームとバーストを回避し、価格の安定と、適切かつバランスのとれた世界需要を促すことになる価格安定と調和したマクロ経済政策を採用することを誓う。我々は、民間需要の促進と長期的な成長可能性を強化する構造改革に向けて前進することを決定するだろう」(*Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*, 24-25 September 2009, Preamble)。
- 49) ミクロ・ブルーデンス政策とマクロ・ブルーデンス政策の違いは、従来明確でなかった。しかし、アジア通貨危機でみられたように、金融機関の多くにおいて自己資本比率などの財務状態が健全であったにもかかわらず、金融システム全体が混乱に瀕する可能性がある。両者は、金融安定化政策として補完的であるとしても、概念的には区別される必要がある(William A. Ryback, "Macro Prudential Policy: A new name for some old ways of thinking?", *Korea Financial Supervisory Commission/Financial Supervisory Service, International Monetary Fund, Macro Prudential Supervision Conference: Challenges for Financial Supervisors*, 7 November 2006, Seoul, pp.2-3, 6)。ミクロ・ブルーデンス政策とマクロ・ブルーデンス政策の定義については、Claudio Borio, "Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?", *CESifo Economics Studies*, Vol.49, No.2, 2003, pp.183-4を参照。
- 50) ストラクチャード・ファイナンスを支える銀行貸出のOTDモデルも、新たな規制対象として注目された(FSF, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, April 2008, p.9)。
- 51) FSF, *Report on Enhancing Market and Institutional Resilience*, April 2008, p.10。
- 52) 「我々の改革は多面的であるが、その核心は、過剰なリスク・テイク行動を抑制するインセンティブで補完された自己資本基準の強化でなければならない」(*Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*, September 24-25, 2009)。こうしたミクロ・ブルーデンス政策の強調は、SSGレポートによる現状分析を反映している。SSGレポートによれば、非流動的資産に対する価格付け慣行の脆弱性をリスク管理失敗の主要要因と捉えたうえで、(1)受け入れ可能なリスク水準の設定・評価・遵守における失敗、(2)企業の管理目的と対立する報酬制度、(3)不適切かつ分断された技術インフラ、(4)リスク・テイクについての情報伝達における制度的欠陥の4点をリスク管理上の問題点として指摘している。
- 53) ロンドンG20以来、大きな前進がみられた分野は次のとおりである。(1)オフバランスの証券化を生み出したパーゼル自己資本比率規制の欠陥除去、(2)オフバランス活動にインセンティブを生み出す会計制度と各国の規制基準の弱点克服、(3)トレーディング活動から生じるリスクの管理に対する自己資本比率の引き上げ、(4)金融機関の新たな強力なリスク管理基準の発表及び施行、(5)銀行のオンバランス及びオフバランスの両面についてリスク・エクスポージャーの開示の改善、(6)FSBの報酬原則のパーゼル自己資本比率規制への統合、(7)CDSを清

- 算・決済する中央取引所・清算機関の導入、(8)格付け機関に対する強力な監督体制の発展、(9)ヘッジファンドに対する国際的な監督指針の発表、(10)ストラクチャード商品に対する資産マネージャーのデュー・リジジェンスの最良執行、(11)空売りの乱用問題への対処、(12)重要な国際的な金融機関の監督における監督当局間の調整と協調の改善、(14)危機管理についてのクロスボーダー企業に対するFSB原則の施行を意図した企業ごとの非常事態対策の取り組み、(15)世界的に一貫した方法での預金者保護、である(FSB, *Improving financial regulation - Report by the FSB to G20 Leaders*, September 2009, pp. 2-3)。
- 54) FSB, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, April 2009, p. 22.
- 55) R. Bliss, and M. Flannery, "Market Discipline in the Governance of U. S. Bank Holding Companies: Monitoring versus Influence," *European Finance Review*, Vol. 6, No. 3, 2001. ミクロ・ブルーデンス政策の中核をなした自己資本比率規制自体が、プロ・シクリティーを促進すると指摘されるようになった。
- 56) Borio, *op.cit.*, pp. 191-3. ミクロ・ブルーデンス政策だけでは金融安定化が確保されない点は、最後の貸し手機能の適用に現れている。中央銀行の最後の貸し手機能は、健全な担保をもつ銀行だけに提供するわけではない。金融システム安定上必要ならば流動性逼迫に直面するすべての銀行に対して適用されるものである(João A. C. Santos, *Bank Capital Regulation in Contemporary Banking Theory; A Review of The Literature*, BIS Working Papers, No. 90, September 2000, p. 7)。別の観点からの市場規律やインセンティブ重視の国際金融危機対策への批判については、Alexander et al., *op.cit.*, 掲載論文参照。
- 57) 特に、マクロ・リスクの測定は非常に困難である点については、Goodhart, C. and J. Danielsson, "The inter-temporal nature of risk", 23rd SUERF Colloquium on "Technology and finance: challenges for financial markets, business strategies and policy makers", Brussels, October 2001 及び Borio, *op.cit.*, pp. 197-8 を参照。
- 58) Pittsburgh Summit, *Leaders' Statement: The Pittsburgh Summit*, 24-25 September 2009.
- 59) 市場メカニズム自体に問題解決能力がない点については、D'Avolio, G., E. Gildor, and A. Shleifer, "Technology, Information Production, and Market Efficiency," *proceedings of the Jackson Hole Conference*, Federal Reserve Bank of Kansas City, 2001 を参照。
- 60) Borio, *op.cit.*, p. 193.
- 61) 野下保利「何故、HLI 危機の再発を防げなかったのか?—金融安定化フォーラム(FSF) レポートの意義と限界—(下)」日本証券経済研究所「証券経済研究」第63号2008年9月、57ページ。
- 62) Washington Summit, *Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy*, 15 November 2008.
- 63) *Ibid.*, para. 12.
- 64) 予防的なミクロ・ブルーデンス政策が成長機会を抑制する可能性がある点については、Borio, *op.cit.*, p. 187 参照。
- 65) パーゼル I の枠組みでは、リスク管理手法の改善を含む金融イノベーションによって、自己資本規制アービトラージを生み出すインセンティブが生じる(Santos, *op.cit.*, p. 19)。
- 66) Borio, *op.cit.*, p. 198.
- 67) マクロ・ブルーデンス政策の支持者は資産価格や信用供給の変化が金融システムを不安定にする根拠を情報の非対称性やゲーム論的な設定、行動ファイナンスの人間心理に求めている(Claudio Borio, *Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation?*, BIS Working Papers, No 128, February 2003, pp. 8-9)。主体間の行動原理からシステム全体の危機の原因を求めようとするため、銀行システムや証券市場システムの構造、そして両者の関係からの説明が十分でなく、国際的な資産選択行動の役割とその影響を過小評価することになっている。
- 68) 証券市場が拡大した現代の金融構造のメカニズムを分析しないまま、リスク管理失敗やインセンティブ構造の歪みに世界金融危機の原因を求めようとする見解は、プロ・シクリカリティの議論においても見受けられる(FSF, *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System*, Apr 2009, pp. 8-9)。これらの要因が、金融危機の形成と影響を増幅したかもしれないが、現在の金融危機をもたらした本質的な原因ではない。
- 69) 世界金融危機と資産価格形成の変容の関連については、野下、前掲論文、61ページ参照。
- 70) ここで提起した国際金融組織は、WTOの紛争処理機関と異なって事前に問題解決を図る点において、また、イトウエル＝テイラーの世界金融機関(World Financial Agency)と異なって各種の国際金融機関や基準設定組織・団体の統括機関として組織される点で、現在の国際金融システムの金融安定化に適している。  
(国士舘大学政経学部教授)