

ハワード・デイビス, デイビッド・グリーン著 五味廣文監訳, 野村総合研究所訳

『金融監督規制の国際的潮流 変革の道標』

(金融財政事情研究会)

若園智明

I. 本書の特徴

本書は、2008年5月に発刊された“Global Financial Regulation: The Essential Guide” (Polity Press) の翻訳である(翻訳本の刊行は2009年8月, 金融財政事情研究会)。本書は国際的な金融(監督)規制全般を対象としているが、その内容は単なる現状の解説に留まらず、規制や諸規制機関が成立した背景や政治的な駆け引き、更には現状の制度に内在する問題点の指摘にまでおよぶ。正確な翻訳を行うには相当の専門知識を要する分野である。まず、本書を翻訳したNRIヨーロッパに敬意を称したい。

本書を評する前に、2人の著者の経歴を紹介しよう。著者の1人であるハワード・デイビス氏は、イングランド銀行副総裁、英証券投資委員会(SIB)委員長、英金融サービス機構(FSA)初代会長などの経歴を持ち、2003年10月からはロンドン大学の政治経済学院(LSE)の学長を務めている。共著者のデイビッド・グリーン氏も、イングランド銀行勤務の後、FSA発足時に同機構の国際政策部長に就任している。著者達の履歴から明らかなように、単に金融政策や規制に関する知識に留まらず、当

該分野に関する国際的な交渉の当事者としての経験が加味され、本書の分析は説得力のあるものとなっている。しかしながら、あくまでも私見であるが、著者達が自らの意見を示す部分では、現状の英国の金融規制・監督体制を擁護する傾向にあるように見える。金融危機を踏まえて、英国においても現状の規制・監督体制に対する批判が強まっている。本書を読む場合、この点には注意を払うべきであろう。

金融の多様化や複雑化が進む一方で、市場参加者や市場の規制・監督が旧態のままであることの危険性は以前より指摘されていた。例えば、1997年のアジア通貨危機から1998年の米ヘッジファンドLTCM破綻にかけて世界的に金融市場が不安定化した結果、1999年に設立された金融安定化フォーラム(FSF)もクロスボーダーでの規制・監督機関とは成り得なかった。2008年9月のリーマン・ブラザーズ社破綻後に、米ドル資金を中心とした短期金融市場で流動性の枯渇と信用収縮が生じ、まさに未曾有の金融危機と呼ぶ状況に陥って初めて、金融規制を改革する必要性が国際的に認識され、欧米を中心に金融規制改革が検討されている。

本書はその刊行時期から明白であるように、G20金融サミットにおける合意の下で米国や英

国、欧州委員会で実行・検討されている金融規制改革の内容は含まれていない。しかしながら、次節で紹介するように、国際的な規制・監督に関する諸制度に関して著者達が指摘する問題点の多くは、金融危機後の主要な改革ポイントと重なっている点に注意すべきである。現在進められている世界的な規制改革を分析するうえで、本書が提示する金融危機発生以前の状況とその背景を理解することは有用であろう。次節では、評者が判断して特に重要であると思われる章を複数取り上げ、その内容を簡潔に紹介したい。

II. 本書の構成

本書は以下のように、7つの章から構成されている。

第一章 国際金融規制の目的
第二章 最新の国際規制システム：理論と実際
第三章 国際金融機関と金融規制における役割
第四章 EU (欧州連合)：特殊な事例
第五章 各国の規制構造
第六章 規制構造をめぐる議論
第七章 改革の必要性

本書の構造は、①規制の理論的考察（第一章、第六章）、②現状の解説（第二章から第五章）、③問題提起（第七章）の大きく3つのパートに分類することが出来る。更に、規制体制、機関や制度の現状に関しては、①機能別（第二章）、②ボーダレスの機関（第三章）、③

欧州内（第四章）、④国別の構造（第五章）の4つのアプローチを用いて解説されている。金融規制の制度を研究分野とする者にとって、制度等を多面的に解説した第二章から第五章は有用であるが、紙幅の都合もあるため、本節では第一章、第二章、第七章に焦点を当て、その内容を見てみたい。

1. 第一章：国際金融規制の目的

第一章は、①「なぜ金融市場を規制するのか」、②「規制と競争」、③「ベター・レギュレーション」の項目から構成されている。

金融規制が求められる基本的な理由として、金融市場での活動がもたらす外部性に民間ベースで対応することが困難であることが挙げられる。しかしながら、このような基礎的部分を共有していても、規制をどのレベルまで行うべきであるのかという点などに関しては、その見解の国際的な一致は難しい。また、金融市場に何らかの問題が生じると、世論を背景として政治家から規制強化の声が強くなる一方で、その数年後に規制のコストが過大であることが明瞭になるにつれ、規制の見直しが行われるという傾向は過去に見られる。著者達は、規制のコストは結局のところエンド・ユーザーの負担となるため、安全性・健全性とリスクの間のバランスが規制システムにおいて重要であることを指摘している。これはつまり、まず、規制の理論的根拠が明確に理解される必要があることを示す。

第一章は規制の基本的概念の整理に充てられている。最初に「なぜ金融市場を規制するのか」という基本的な問いを提示し、「健全性の基準」（システミック・リスクの管理）と「業務行為」（市場における情報の非対称性と投資

家保護)をコスト面から分析し、規制の根拠として挙げている。「金融の安定性」は、現在でもG20を中心とした国際的な規制改革の最重要命題であり、「金融の安定性」を担当する規制機関の創設が欧米で検討されている。

本書によれば、「金融の安定性」は1994年にイングランド銀行が初めて用いた用語であり、引用された複数のレポート等から、必ずしもその定義が明確になり共有されているわけではない。今や「金融の安定化」は国際的に重要な概念であるとの認識が一致しているものの、著者達の経験から、実際の規制当局による運用では、その概念は「個々の金融機関の破綻等が、金融セクター全体の信用にダメージを与えるか否か」という判断に留まっている。むしろ著者達は、一部の中央銀行で採用されているより幅広い定義は、市場への広範な介入を正当化させる根拠になりかねないとして危惧している。本書全体に共通することであるが、著者達は、例えば過剰な自己資本などに対して否定的であり、市場規律の効果を明確に認めているなど、過度な規制と介入に対しては否定的である。このようなスタンスは、「なぜ金融市場を規制するのか」に続く「規制と競争」と「ベター・レギュレーション」の項目で、より詳細に述べられている。

「規制と競争」では、2つのアプローチによって、規制と競争の間には緊張関係が存在していることを述べている。例えば、金融危機時に世論を背景として導入された規制は、危機が去った後には官僚的かつビジネス行為の効率を落とし、競争力を低下させる。これは米国のSOX法が代表例であるが、規制と競争との間にバランスの問題が生じることを示している。また国際的な市場開放と競争に関しても、規制

が意図的に国内市場を外国勢からの侵入から守る手段として使われているケースもある。著者達によれば、このような規制と競争の間の緊張関係は、政府主導による規制よりも業界の自主規制による対応の重視や、国際的な取り決めに基づくバランスある関係の構築による対応が望ましい。また、金融規制が過大かつ複雑になる傾向に対しては、EUを中心にして「ベター・レギュレーション」と呼ばれる規律概念が広まっていることを挙げている。しかしながら、ベター・レギュレーションは、規制の効率性を満たしていなかったり、規制の目的自体が不明瞭であったりする規制の導入を阻むことを目的とするものの、実際の運用には困難がともなう。わが国の金融庁でもベター・レギュレーションは標榜されているが、公開されたステートメント等を読む限りにおいて、その概念は必ずしも明確にはなっていないようである。

2. 第六章：規制構造をめぐる議論

第六章は、①「単一規制機関の事例」、②「二頭体制」、③「中央銀行と金融規制」、④「最善の規制構造の選択」、⑤「規制構造が問題なのか?」、⑥「規則(ルール)と原則(プリンシプル)」、⑦「自主規制」から構成されている。ここでは、最適な規制構造に関する記述に焦点を当ててみたい。

私見であるが、金融規制を担当する組織の構造として、単一規制機関(Single Regulator、米国ではGreater Regulatorとも呼称)と二頭体制(Twin Peaks)のどちらがより適切であるかという議論は、特に米国において活発であるように見受けられる。第六章によれば、単一規制機関の最大のメリットは、規模および範囲の経済性の実現可能性であり、これは基本的な

効率性の高さを意味する。対して、二頭体制を支持する考えでは、規制の領域を健全性 (Prudential) 規制と業務行為 (Conduct of Business) 規制にわけ、①それぞれの目的 (金融システム保護と消費者保護) が異なることから単一規制機関では潜在的に利益相反が生じる可能性があること、②2つの領域における規制のスタイルおよびテクニックが異なることが挙げられている。つまりは、単一規制機関で生じるこれらのコストが、単一であることによる効率性を上回るとの判断が、二頭体制を支持する背景であると言えよう。

いくつかの議論を参照しながらも、著者達の考えは、2つの規制目的は長期的には繋がっていることから単一規制機関を支持しているようである。しかしながら、短期的に利益相反が生じる可能性は否定しておらず、その対処への必要性について触れる程度に留まっており、規制機関内での対処方法に関しては明示されていない。

例えば、米国の第111回連邦議会において、金融規制改革に関する法案が現在検討されているが、下院を通過した法案に含まれるFRB等の権限強化に対して、上院の議員から強い懸念が表名されている。この理由は、独立性を法的に保障されたFRBなどの機関が巨大な権力を持つ事に対する政治的な懸念であると言われている。第六章では、単一規制機関の権力が大きくなり過ぎる問題があることを認めているが、著者達は単一規制機関を擁護しつつ、適切な説明責任の実行されることで、この問題への対処は可能であると考えている。しかしながら評者が考えるに、この問題への説明責任による対応はむしろFRB等への政治的な干渉を強める恐れもあるのではないかと。米国で見られるような政

治的な懸念に対しては十分とは言えないように思われる。

はたして「規制構造が問題なのか？」というテーマは興味深い。事実、金融の安定性や経済の効率性に対して、規制構造がどこまで影響を与えるかは不明である。しかしながら、著者達が指摘するように、規制機関のコーポレート・ガバナンスや機関の独立性などの質的な面での議論はより有用かもしれない。第六章では、このような分野に関する複数の分析を紹介し、①規制機関の信頼性 (優秀さ) は、金融仲介機能への信認を高め、リスクプレミアムを低下させる、②規制構造の改革を行った国では、機関の独立性を高める傾向にある、③市場参加者は、ロンドンのような統合的な体制を評価している、という3つの点を提示している。

第六章の最後に、「規則 (ルール) と原則 (プリンシプル)」と「自主規制」では、主にFSAを紹介しながら、プリンシプル・ベースの規制の利点と自主規制機能を高める重要性を説いている。しかしながら、リーマン・ショック以降の金融危機を踏まえてみれば、これらの議論には修正が必要であろう。

3. 第七章：改革の必要性

本章の最後となる第七章は、国際的な金融制度の現状を踏まえて、著者達の問題提起と改革案が提示されている。①「簡素化」、②「正当性」、③「構造」、④「新しい金融センター、変化しつつある金融センターへの対応」、⑤「国際金融機関の役割」、⑥「欧州におけるさらなる改革」、⑦「結論：新たなリーダーシップの必要性」の項目から論じられている。

著者達が最初に挙げた改革の必要性は、規制に関連する組織の簡素化である。FSAやEU

を代表例とし、組織の肥大化の現状を述べている。著者達は、規制の改革は国際的な規制体制の合理化を促進させると予測しているが、残念ながら現状は間逆の方向であると言えよう。例えば、米国財務省が2008年3月に提示した規制改革案（通称「ブループリント」）では、米国内での組織簡素化が含まれていたが、金融危機後の改革論議では、組織簡素化のアイデアは無くなり、むしろ新たな規制組織の創設が複数検討されている。EUにおいても、マクロ・プルーデンスやマイクロ・プルーデンスを担当する新組織が検討されており、更に複雑な体制となる方向にある。

第七章で最も興味深いのは、「正当性」における提言である。主にバーゼル委員会を取り上げ、その加盟国構成が欧州諸国に偏っている（当時は13加盟国のうち、10ヶ国が欧州諸国）点を指摘し、欧州の小国を脱退させるとともに、中国など国際的に活動している銀行の本国の加盟を提言している。つまりは、バーゼル委員会の加盟国を国際金融の観点から整理するとともにバランス矯正の必要性を示している。さらに、バーゼル委員会の説明責任の在り方も合わせて改革が要する点として挙げている。金融危機後に7ヶ国が新たなバーゼル委員会加盟国に加わり（2009年3月）、加盟国は現在総計20ヶ国（中国も加盟している）にまで膨らんでいる。現状を評価すれば、中国などが新たに加盟することで委員会の影響範囲は拡大したものの、バランスの調整が行われたとは言いがたく、組織の効率性向上に関してはむしろ疑問符が付く。また、バーゼル委員会の説明責任とその方法に関しても、特段に改善は見られない。2009年12月に、バーゼルⅡ規制の改革の方向性が委員会から示されたが、その改革案に対する

理論的な説明には明らかに欠けた部分も見受けられる。上述の「簡素化」と「構造」に関する記述と合わせて、著者達が重要視する規制体制や組織、システム自体の現代化と効率化に関する問題は、対象範囲の拡大を除いて、むしろ深刻になっているのではないか。

最後に、「結論：新たなリーダーシップの必要性」に触れて、本書の構成に関する節を終わりたい。規制監督当局が活動する枠組みは、銀行や証券会社などの分類が明確であった時代に考案されたものであるため、それぞれが金融サービス業として融合した現代においては、明らかに時代遅れの構造となっている。制度や作業の進め方は同様に時代遅れにも係わらず、組織の保守性から、これらに固執する傾向がある。著者達はこのような現状に対して、G7（現在はG20）が金融規制に関する関係閣僚会議を発足させ、この会議体が金融安定化フォーラム（FSF）（現在は金融安定化理事会、FSB）や国際金融機関、規制グループなどの監督、および、金融システムのレビューを担当する体制を残された構造変革として提言している。この考えは、貿易不均衡や財政問題などから独立して、国際的観点から金融に専門化された会議体の設立とリーダーシップの発揮の必要性と言いつけることができるのではないか。このような機能は、金融危機後に設立されたFSBが負うべきであろう。

Ⅲ. 金融危機を経て

なぜ、今回の金融危機は発生したのであろうか。その道程は、2006年末ごろに露呈した米国のサブプライム・ローンに関連する問題に端を発する。翌年の6月から9月にかけて、米ベ

ア・スターンズ社や仏 BNP パリバ銀行傘下のヘッジファンドがサブプライム関連で大きな損失を公表し、同問題は銀行や投資銀行等にとって、財務上かなり深刻な対応が必要であることが認識された。2008年初めには、米国内のモノライン業者の信用不安から、ファニーメイとフレディマックの実質的な破綻状態の露呈へと繋がりが、同年9月15日のリーマン・ブラザーズ社の連邦倒産法第11章(持株会社)(証券会社は第7章)適用申請前後から、まさしく世界的な金融危機の状態へと変貌した。

本書が指摘するように、金融の規制・監督機関は銀行・証券会社・保険会社など、過去の業態に合わせて設計されており、さらには、大手金融サービス業のボーダレスな展開に対して、FSF や IOSCO (本書第三章で詳細な解説が行われている) などの国際機関は脆弱であった。市場型システミック・リスクと呼称される新たな金融ネットワークを介した危機の伝播を想定していない規制・監督システムは、必要な情報の収集と分析の能力にも欠けており、単なる米国内の金融市場の不安定化が世界的な金融危機へと広がる過程では無力であった。

金融危機が実体経済に深刻な打撃を与えたことにより、危機への処方は政治的にも喫緊の課題となった。また、欧米を中心に交わされてい

る議論は単にシステム改革に留まらず、世論に対する政治的な駆け引きの道具としても扱われているように見える。それ故に、「真に必要とされる改革が何であったのか」、という基本命題が非常に解りにくくなっているのではないのか。本書は、本来必要であった改革が何であったのかを簡潔に提示する良書である。ただし、あくまで私見であるが、英国に関する記述には評価の偏りが見られる、この点には多少の注意が必要であろう。金融危機を踏まえて著者達の再評価を望みたい。

最後に、評者から誤解を恐れず。金融危機を経て、“ウォール・ストリート”を餓鬼道や修羅道がごとく例え、大手金融機関の経営者や従業員が倫理感を全く持たないアニマルの集まりであるかのような扱いをする論調もある。わが国においても、政治家のみならず金融分野の研究者においてさえ、あまりに短慮かつ無分別な発言をする輩を見かけることは実に嘆かわしい。ポリティカル・エコノミーの範疇において、資本主義や資本市場・金融システムに関する論理的な再考が必要であろう。本書の評論を執筆しながら、これは評者に対する課題でもあると痛感した。

(当研究所主任研究員)