

金融危機とその再発防止策の一考察

戸 井 佳 奈 子

An Assessment of Recurring Financial Crisis

Kanako Toi

は じ め に

米国のサブプライム問題に端を発した世界的な金融危機の影響は、投資家のみならず、投資とは全く無縁の人々にも及ぶものであった。それは、失業やシステミックな金融危機を抑えるための資金の供与という形で及んだ。日本においても、今回の金融危機、経済危機の余波を受けて、投資とは全く関係のない多くの人々が職を失った。また、例年以上に多くの新卒の高校生や大学生の就職先が決まらないという状況も生じた。これらは、まさに経済という負の外部性である。しかし、投資が行われることによって、企業は資金を獲得し、それによりプロジェクトの遂行、さらには成長や雇用を拡大することも可能になることを考えれば、投資そのものを否定することはできない。その意味においては、金融危機・経済危機によって影響を受けた多くの人々も、自らが投資を行うか否かにかかわらず、投資による恩恵を間接的には受けていることになる。そうであれば、金融が有する機能を十全に発揮させながら、投資が有する負の側面をできる限り抑えていくことが求められる。

金融危機から約3年。この間、欧米諸国をはじめとする主要国において、危機を引き起こした原因が議論され、再発防止策が打ち出されてきた。2009年9月には、主要20カ国地域首脳会議において、銀行に課している自己資本比率規制の強化などについての金融規制改革が合意された。また、金融危機の震源地であったアメリカにおいては、1930年代の大恐慌以来の抜本的改革とされる金融規制改革法が2010年7月に成立した。欧州においても、欧州委員会において、2009年9月に「欧州システミック・リスク理事会」、「欧州金融監督システム」の創設に関する法案が採択されたほか、2010年7月には、欧州議会において、銀行員の特別賞与を大幅に規制する特別賞与規制法案が可決された。

では、これらの対策は、どのような方向性のもとに打ち出されているのであろうか。また、これらの対策により、金融の機能を十全に発揮させながら、金融危機の再発を防ぎ、直接的に投資とは無縁の人々が、金融危機の影響を受けることを抑えることができるのであろうか。本稿では、金融危機が生じた理由、及び、金融危機再発防止策を詳しく見ることで、その答えを探ってみよう。

本稿の構成は、以下の通りである。まずⅠでは、金融危機の発生とその拡大の経緯を概観するとともに金融危機が実体経済に及ぼした影響を見る。Ⅱでは、世界的な金融危機・経済危機が起きた理由を整理する。そのうえでⅢでは、今回の金融危機への対応策を見る。Ⅳでは、Ⅲでみた

金融危機対応策について論じるとともに、本稿の簡単なまとめを行う。

I. 金融危機の発生・拡大とその影響

本章では、まず金融危機がどのように発生し拡大したのかの経緯を振り返ったうえで、今回の金融危機が実体経済に与えた影響をみる。なお、金融危機の発生とその拡大については、既に多くの検証がなされていることから、以下では、その経緯は簡単に振り返る。

1. 金融危機の発生

今回の金融危機の発端となったサブプライムローンとは、信用力の低い個人向け融資であり、1990年代から存在していたものであるが、住宅市場の上昇や様々な元利返済のパターンを有するローンの提供、及び、以下で述べる証券化などを背景に、2000年代に入り増加した。中でも今回問題となったのは、変動金利型のサブプライムローンである。そして、こうした商品には、当初の返済額が低く抑えられ、一定期間が過ぎると返済額が増える仕組みも組み込まれていた。

しかもこうした住宅ローンは、住宅価格が上がると、住宅所有者の保有資産の価値も上がり、その保有資産の価値の増加分を担保に、借り換えが可能になっていた。実際、連邦住宅公社監督局（OFHEO）の住宅価格指数は、2000年初から6年強で1.6倍も上昇していたため、サブプライムローンが信用力の低い個人向け融資であるにもかかわらず、その延滞率は数年にわたって低く抑えられていた。2000年～2003年までの変動金利型サブプライムローンの延滞率は、15%前後であり、2004年～2005年には10%程度まで下がった。また、2000年以降から2003年半ばまで景気対策として金利の引下げが幾度となく行われ、金利が低く維持されていたことも延滞率低下に影響していた。

しかし、2000年頃より上昇を続けていた米国における住宅価格が2006年をピークに下落に転じたのに伴い、サブプライムローンの延滞率が上昇し始めた。2006年の第三四半期には、変動金利型サブプライムローンの延滞率は、14.4%に上昇し、さらに2007年末には20.0%にまで上昇した。

なお、こうした住宅バブルの背景には、世界的な経常収支の不均衡があったことは言うまでもない。

2. 金融危機の拡大

米国の一部で発生した住宅融資の焦げ付きは、瞬く間に世界的な金融危機に拡大した。その理由は、既によく知られているように、サブプライムローンが、ローンを組んだ金融機関によって保有されていたのではなく、証券化というスキームによって転売されていたことにあった。ローンはプールされ、住宅ローン担保証券（RMBS）として証券化され売却されていた。また、それはさらにリスクごとに細分化されて他の債権と一緒にプールされ債務担保証券（CDO）にも組成されていた。そして、それらの証券にはモノライン保険による保証や高い格付けがつけられ、国内外の投資銀行、商業銀行、ヘッジファンドなどの投資家に売られていた。大手金融機関が簿外取引の器として作ったストラクチャー・インベストメント・ビーグル（SIV）も、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）を発行することによって市場から調達した資金でCDOを購入していた。他方、この頃、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）取引も活発に行われていた。CDSは、社債などでデフォルトが発生した時にその元本の支払いを肩代わりするもので、信用リスク

の管理手段となるものであった。投資家からすれば、ハイリスクを証券化した商品であっても、保証や CDS があれば、元本割れやデフォルトなどのリスクはないことになる。投資家は、米国最大手の保険会社 AIG などから CDS プロテクションを購入した。こうして、サブプライムローンの信用リスクは、証券化のスキームにさまざまな工夫が講じられることにより、世界中に分散されていったのである。

2007年6月、サブプライム RMBS などに投資していたベアー・スターンズ傘下の2つのヘッジファンドが流動性危機に陥った。これを契機に、証券化商品の価格に疑問がもたれるとともに、S&P やムーディーズも証券化商品の格付けを引き下げた。こうした中、2007年8月にはフランスの BNP パリバの傘下の投資ファンドが資金流出凍結の措置をとった。

2007年10月以降は、高い格付けで販売されていたサブプライム RMBS の格付け見直しも行われた。これにより、高い格付けで高いリターンを享受できる商品に惹かれて投資していた投資家も、投資の見直しを余儀なくされた。また、こうした動きに伴い、マネーマーケットでは、SIC などの ABCP へ資金供給していた投資家がロールオーバーを拒否するようになった。

2007年秋以降、カウンターパーティ・リスクも顕在化するなど、市場の動揺は一段と激しくなった。2007年9月には、英国のノーザンロック銀行が急速な資金繰りの悪化から流動性危機に陥り、2008年2月に一時的な国有化が発表された。この間、モノライン保険会社の経営困難も報じられた。そして、2008年3月には、JP モルガン・チェースが、ベアー・スターンズを買収し、9月には、投資銀行の大手であったリーマン・ブラザーズが経営破綻した。CDO のプロテクションのみならず多くの CDS を売っていた AIG も、FRB から850億ドルの緊急支援を受け、事実上公的管理下に置かれた。メリルリンチも米銀大手のバンク・オブ・アメリカに買収されたほか、ゴールドマンサックスとモルガン・スタンレーは、銀行持ち株会社へと移行した。

投資銀行の大手であったリーマン・ブラザーズの経営破綻は、市場の予想に反するものであった。このため、それを契機に市場における不安は高まり、インターバンク市場は機能しなくなり、企業の CP 市場での資金調達も困難になった。株式市場もアメリカのみならず、主要国の株価は軒並み下落した。こうして、金融危機は实体经济へと波及していくことになった。

3. 金融危機が实体经济に及ぼした影響

次に、金融危機が世界的な経済危機の段階にまで広がった2008年秋以降から2009年における实体经济の動きをみることで、金融危機が实体经济にどれだけの影響を与えたのかを見る。

まずは、図表1-1によって、実質 GDP の成長率を見てみよう。図表1-1によれば、2009年の先進国における実質 GDP の成長率は、軒並みマイナスの成長率となっている。金融危機の震源地である米国では-2.4%、サブプライムローン問題が飛び火した欧州においては、ユーロ諸国で-4.1%、英国では-4.9%となっている。日本は-5.2%であり、先進国においては最も大きなマイナスを記録している。もちろんマイナスの要因が全て金融危機の影響によるものとは言えないが、日本経済の構造が、外需に依存した構造となっていることからしても、日本経済が米国や欧州の金融危機による景気後退の影響を大きく受けたことは間違いない。平塚・伊藤（2009）によれば、1996年から2006年におけるアジア諸国・地域の輸出構造と世界景気の影響との関係において、日本はフィリピンに続いて世界景気の影響を受けやすい輸出構造であることを示している。

また、国際金融市場の信用収縮によって、資金流入の縮小・資金流出の増大した国々における実質 GDP の成長率も低下した。中東欧諸国では、2008年は3.0%であったが、2009年には-3.7%

図表 1-1 実質 GDP の成長率

	2008	2009
先進諸国		
米国	0.4	-2.4
ユーロ地域	0.6	-4.1
ドイツ	1.2	-5.0
フランス	0.3	-2.2
イタリア	-1.0	-5.0
スペイン	0.9	-3.6
日本	-1.2	-5.2
英国	0.5	-4.9
カナダ	0.4	-2.6
新興諸国		
中東欧	3.0	-3.7
ロシア	5.6	-7.9
中国	9.6	8.7
インド	7.3	5.7
アセアン-5	4.7	1.7
ブラジル	5.1	-0.2
メキシコ	1.3	-6.5

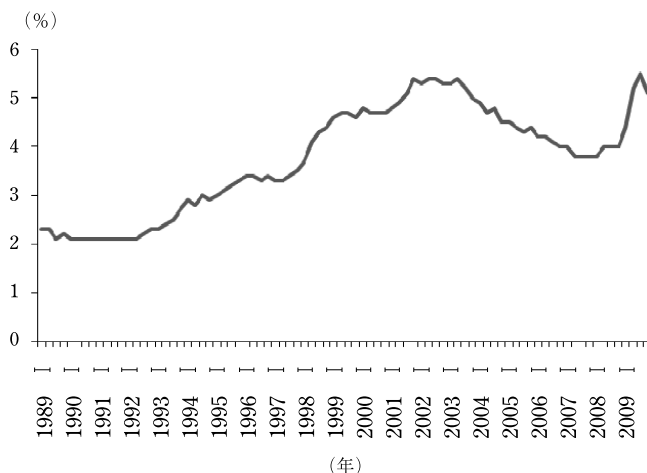
資料：IMF「World Economic Outlook April 2010」

注：アセアン-5 は、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ、ベトナム。

へと低下している。

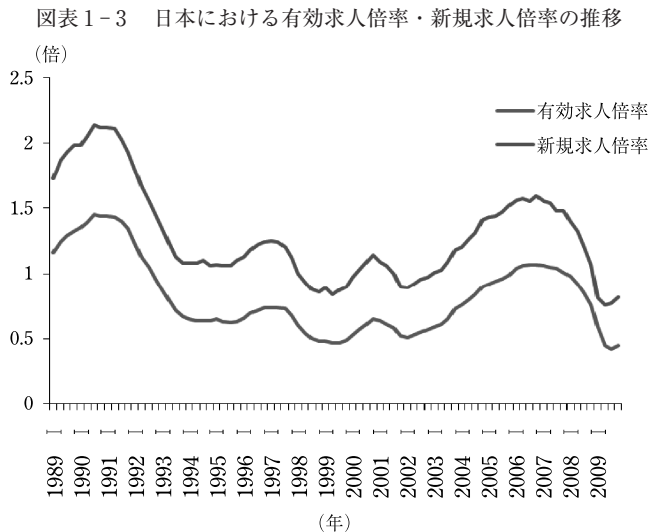
他方、実質 GDP の成長率がマイナスになったことに伴い、失業率や新規求人倍率も低下した。例えば、図表 1-2 において実質 GDP の成長率が 2009 年に先進国の中で最も大きなマイナスを記録した日本における完全失業率（季節調整値）をみると、2009 年の 7 月～9 月期には 5.5% であり、2002 年 4～6 月期、7～9 月期および 2003 年 4～6 月期における四半期値の過去最高の 5.4%

図表 1-2 日本における完全失業率の推移



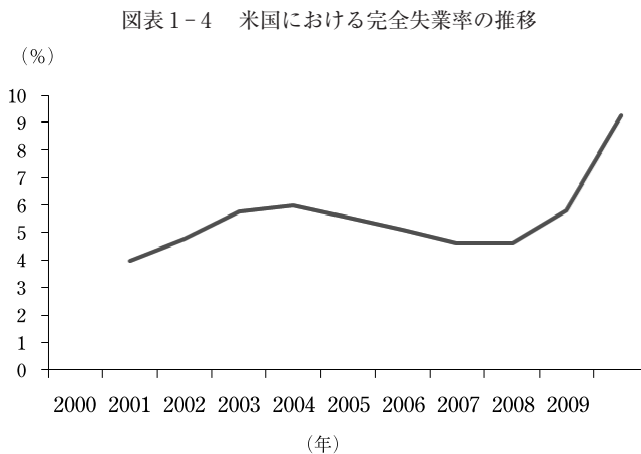
資料：総務省統計局「労働調査」より作成

を上回った。また、有効求人倍率（季節調整値）は、図表1-3に示すように、2009年の7～9期には0.42倍と過去最低を記録し、新規求人倍率（季節調整値）についても2009年4～6月期に0.76倍と過去最低であった。日本経済新聞（2010年3月13日）によれば、2010年3月卒業の大学生の就職内定率（2010年2月1日において）は80%となり、2000年の就職氷河期を下回ったとされる。1996年の調査開始以来最悪の数値となったようである。



資料：厚生労働省「職業安定業務統計」より作成

こうした状況はもちろん危機の震源地であるアメリカにおいても生じている。米国における完全失業率は、2007年には4.61%であったが、2008年には5.82%，2009年には9.28%と急激に上昇した（図表1-4）。



資料：米国労働省「Bureau of Labor Statistics Data」より作成

このように、サブプライムローン問題とは関係のない人も、金融危機の影響を受けて、職を失ったり、大学を卒業しても就職できない状況に追い込まれたのである。また、金融機関の救済や経済安定化対策に注ぎ込まれた巨額の資金も、税金であり、そうした意味においては、サブプライム問題とは無関係の国民も金融システムや経済の安定化のために資金供給をしたことになる。この他にも、様々な形で金融危機の影響は、金融危機とは全く関係のない人々にまで及んだ。

Ⅱ. 世界的な金融危機・経済危機の原因

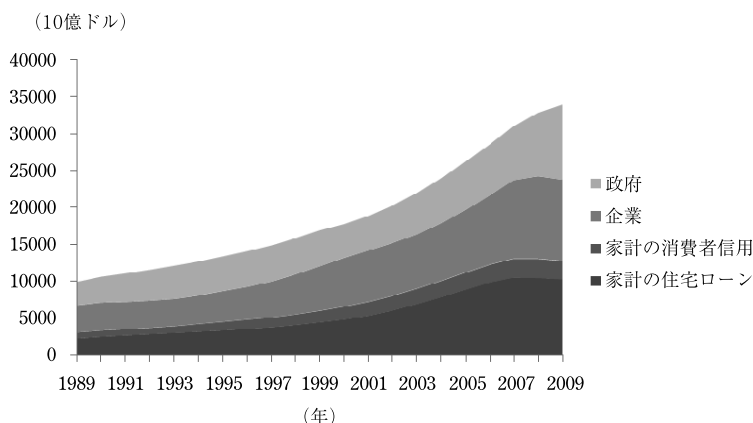
主要国の政府や金融当局は、これまでいくつかの金融危機を経験し、その経験をもとに、金融危機が実体経済に波及しないよう、金融危機管理体制を整えてきたはずである。ではなぜ、金融危機は実体経済にまで波及したのか。また、そもそもなぜ、こうした過剰なリスクが積み上げられたのか。本章では、その理由について整理する。

1. 金融危機が実体経済へ波及した理由

金融危機が世界経済にまで波及した理由の第一は、危機の震源地である米国経済の調整過程において、信用収縮や貿易取引の縮小が生じたことがあげられる（平塚・伊藤 [2009]）。図表 2-1 は、米国の非金融部門の負債残高の推移である。2000年以降、家計の住宅モーゲージが上昇していることがわかる。また、これにより非金融部門に占める家計の負債の割合も増加し、2006年には42.6%にまで及んだ。しかし、住宅バブルの崩壊とそれに続く金融危機は、家計部門の調整を余儀なくし、消費は急激に落ち込んだ。これにより、それまで米国に多くの財を輸出していたアジアを始めとする多くの国々の経済は大きな打撃を受けた。特に、住宅バブルに支えられた米国の過剰消費が、世界経済を需要面から引っ張っていただけに、その影響は大きいものとなった。しかも、サブプライムローン問題は、欧州にも飛び火し、欧州の経済も大きな打撃を受けていた。

第二に、国際金融市場の信用収縮があげられる（太田 [2009]、平塚・伊藤 [2009]）。金融危機以前の国際金融市場は、新興国に資金を供給し、世界経済を牽引していた。新興国には直接投資資金やヘッジファンドなどの証券投資資金が流入し、高い経済成長がもたらされていた。しか

図表 2-1 米国の非金融部門の負債残高の推移



資料：FRB の「Flow of Funds」より作成

し、2008年のリーマン・ショックを契機に、国際金融市場では不確実性と不安感が高まり、金融機関や投資家がリスク資産からの資金を引き揚げた。これにより、新興国への資金流入は縮小する一方で、資金流出は拡大し、通貨・株価は下落した。大幅な経常収支赤字を抱え、それを海外の金融機関からの借入などに依存していたアイスランド、ウクライナやハンガリーなどの中東欧諸国などは、国際収支危機のリスクが高まり、国際通貨基金（IMF）の緊急融資を要請せざるをえなくなった。

第三は、上記の国際金融市場の信用収縮とも関連するが、米国金融当局が、経営危機に陥ったリーマン・ブラザーズを、市場の予想に反して破綻させるなどの金融危機下における米国金融当局の対応の仕方があげられる（武藤 [2009]）。また、議会の対応にも問題があった。米国下院は、2008年9月29日、金融危機を抑えるために政府が提出した金融安定化法案を否決した。これによりダウ平均は過去最大の777ドル下落した。同法案は修正のうえ、10月3日に可決、成立したが、議会の危機の深刻さに対する認識や危機対応能力に疑問を呈する対応であった。こうした米国金融当局や議会の対応は、危機をより深刻なものとしたと言える。

以上、金融危機が実体経済へ波及した理由について見てきたが、その背景には、信用収縮の問題、システムに重大な影響を及ぼす金融機関の破綻処理や公的資金の投入という問題があると言えよう。

2. 過剰なリスクが積み上げられた理由

では、そもそもなぜ過剰なリスクが積み上げられたのであろうか。以下では、金融市場の混乱を招いた原因のもととなる制度的な欠陥などについてまとめたFSF（Financial Stability Forum：金融安定化フォーラム）やIOSCO（International Organization of Securities Commissions：証券監督者国際機構）などの報告書（FSF [2008]、大橋 [2008]）をもとに、過剰なリスクが積み上げられた理由を、審査基準の低下、リスクマネジメントの欠陥、インセンティブの歪み、という点から整理する。

過剰なリスクが積み上げられた理由の第一は、審査基準の低下である。審査基準が緩和された背景には、緩やかなマクロ経済、低い金利、住宅価格の上昇、激しい競争などがあったとされる。サブプライムローンとは、従来の住宅ローンとは異なり、銀行や貯蓄金融機関が直接貸し付けるのではなく、州認可のモーゲージ会社や銀行などの小会社などがローンの申し込みを受けてそれを貯蓄機関などに持ち込む仕組みとなっていたが、長短金利差の縮小などにより競争が激しくなる中で、モーゲージブローカーやオリジネーターは、収益を確保するために引受け基準を緩和していった。また、引受け基準が緩和されたことによって、住宅ローンを利用して住宅を購入する人々が増え、それが住宅価格を煽ることに繋がっていった。もちろん、その中には、返済能力を十分に持たない人々が多く含まれていたのである。

また、政府もそれを見過ごした。IOSCO 報告書では、「規制を受けている預託機関の傘下に入っていないモーゲージ会社に対する政府の緩やかな規制が、サブプライム市場における不健全な引き受け営業の増加に寄与する結果になった」と述べている。また、李（2010）は、「信用バブル発生の構造的な要因は、アメリカやイギリスなど世界の金融センターとなっている国々で、金融イノベーションの進展に規制が十分に追いついていなかった点にもある」としている。

第二は、リスクマネジメントの欠陥である。金融機関や投資家の双方において、適切なリスクマネジメントが行われていなかった点にある。

金融機関では、証券化商品のリスクが顕現化した場合の損失を測るためのツールが適切なものになっていなかった。これは、金融機関のリスクマネジメントシステムが新金融商品の複雑さについていけなかったからである。

また、投資家もリスクを評価するにあたり、過度に格付けに依存していた。格付けは債務者や債券の信用度を評価するものであって、債券に付随する流動性リスク、市場リスクなどのレベルを評価するものではない。にもかかわらず、多くの投資家は、格付機関の信用格付けに過度に依拠したのである（大橋 [2008]）。

第三は、BIS 規制や報酬制度によるインセンティブの歪みである。BIS 規制は、銀行に資産を証券化することを奨励するものとなった。本来ならば、貸出が増加すれば、自己資本を増加させなければならない。そこで銀行は、それらの債券を証券化し、さらに、その証券化した商品を、トレーディング勘定取引とすることで、自己資本比率規制下においても、少ない自己資本ですむことを可能にしたのである。トレーディング勘定は、もともと流動性が高い金融商品を短期で売買するための勘定であり、保有する金融商品については信用リスクがほとんどかからないことになっていた。金融機関は、この盲点を利用して、サブプライムローンを買付けとする証券化商品や LBO 融資などをトレーディング勘定で売買した。また CDS もトレーディング勘定で取引された。このため、リスクに見合った自己資本が十分に積み上げられなかったのである。

リスクテイクと報酬との関係においては、利益連動型の報酬制度が問題であるとされた。特に、長期的な期間でリスクを考えることなくリスクをとることを奨励する報酬体系になっていたことが問題であったとされた。

Ⅲ. 世界的な金融危機の再発防止策

前章では、金融危機が実体経済へと波及した理由、及び、過剰なリスクが積み上げられた理由についてみてきた。本章では、今後、世界的な金融危機の発生や拡大を防ぐために、どのような防止策が採られようとしているのかについてみる。なお、ここでは、信用収縮に対する対応策については取り上げない。

1. G20 首脳会合などによる対応策

2008年11月、ワシントンで開催された G20 による金融サミットでは、金融危機の再発防止のための行動計画が、透明性と説明責任の強化、健全な規制の拡大、金融市場の公正性の促進、国際協力の強化、国際金融機関（IFIs）の改革の5つのテーマのもとに、盛り込まれた。当面の行動計画としては、会計基準の改善やディスクロージャの強化、格付け機関の監視、資本規制の強化、銀行によるリスク管理の強化、クロス・ボーダーの危機に対処するための体制強化などが打ち出された（武田 [2009]）。

2009年4月、ロンドンで開催された G20 サミットにおいては、金融安定化フォーラム（FSF）を引き継ぐ金融安定化理事会（FSB）を設立したほか、ヘッジ・ファンドなどを含むシステム上重要な金融機関・商品・市場への規制・監督、自己資本規制の強化、格付け機関の登録制と規制・監督の導入などについて合意された¹。

¹ 外務省 HP.

また、2009年9月にピッツバーグで開催された G20 サミットでは、健全性監督の強化と監督範囲の拡大、質の高い資本の構築と景気循環増幅効果の抑制、報酬慣行の改革などについて合意がなされた²。

2010年の6月のトロントで開催された G20 サミットでは、過去のサミットでの金融規制改革のコミットメント達成に向けて協働することが確認された。また、金融危機に費やしたコストを金融セクターが公平かつ実質的な貢献をするとの原則に合意した。なお、当サミットでは複数の首脳から、金融機関に対する課金もしくは税を国際的に導入する意見もあった³。

その他のグローバルな動きとしては、金融安定理事会（FSB）が、金融システムにおける景気循環増幅効果への対応や、健全な報酬慣行に関する原則などを報告している。上記に述べたピッツバーグでの G20 サミットでの報酬慣行の改革は、FSB（金融安定理事会）の「健全な報酬に関する FSF 原則」の勧告を前端的に支持するものであった。また、バーゼル銀行監督委員会では、バーゼルⅡの枠組みの強化などが打ち出されている。2010年9月には、2013年から適用する国際的に活動する大手銀行に対する新たな自己資本規制案が発表された。それには、普通株と内部留保で構成する狭義の中核的自己資本の比率を2019年1月までに実質7%とすることなどが盛り込まれた（日本経済新聞2010.9.14）。

それではこうしたグローバルな動きの中で、欧米諸国において、実際どのような規制や制度が導入されているのかを見てみよう。

2. 米国の対応策

米国では、2009年10月、米政府と FRB が、報酬制限の枠組みを発表した。公的資金を投入し、再建中の金融機関・企業に対して、現金報酬を平均9割削減することとし、公的資金に頼らない金融機関については、FRB が検査で監督することとした（日経新聞2009.12.12）。

2010年7月、1930年代の大恐慌以来の抜本的改革とされる金融規制改革法が成立した。その内容は、監督体制の強化、高リスク投資の制限、取引の透明化、自己資本の強化など、金融危機の再発防止に主眼を置いたものとなった⁴。監督体制の強化については、金融システムの安定を脅かすリスクのある金融機関や金融市場を監視するために、資産500億ドル以上の資産をもつ銀行持ち株会社や証券や保険会社などの銀行以外の大規模金融機関を、FRB が一元的に監視することとしたほか、金融システムの安定を脅かすリスクを監視し対処するために、財務長官を議長とする金融安定監視評議会（FSOC）も設置した。また、ヘッジファンドについては、SEC への登録と業務内容の開示を義務づけた。さらに、FRB 内に消費者金融保護局を設け、金融機関や信用組合なども監視することにした。この設置については、当初は、独立性の高い消費者保護機関として、消費者金融保護庁（CFPA）を設置する予定であったが、この案は後退し、FRB の下部組織で対応することになった⁵。このほか、格付け会社の監督も行われることになった。

高リスク投資の制限については、銀行や金融持ち株会社による、自己勘定での取引を制限した。いわゆるボルガー・ルールである。この高リスク取引については、当初は高リスク取引禁止であっ

² 外務省 HP.

³ 外務省 HP.

⁴ 内容については、<http://www.financialstability.gov/roadtostability/regulatoryreform.html>
日経新聞2010.6.26などを参考にしている。

⁵ MSN 産経ニュース：<http://sankei.jp.msn.com/economy/finance/100316/fnc1003160921005-c.htm>

たが、上院の審議過程において、自己勘定を制限する一方で、ファンドへの投資は中核的自己資本の3%までは認めることになった。また、銀行は、通貨や金利など自らのリスク回避のためのデリバティブ取引については認めたものの、それ以外の取引については、銀行本体による取引を禁止した。このほか、デリバティブ取引については、相対のデリバティブの取引は取引所や清算機関を通じて売買することとして、取引の透明化が図られた。

自己資本の強化についても、一定規模以上の金融機関は、優先出資証券を中核的自己資本から外し、資本の質を高めることが義務づけられた。

なお、破綻した金融機関を政府が清算する際の財源にするために、一定規模以上の資産を有する大手行やヘッジファンドに税金を課す銀行課税の条項は、上下院で法案を一本化する作業の中で撤廃された。その財源は、不良資産救済プログラムを予定より早く終了することで、その財源を確保することになったとされる（日経ビジネス2010.7.12.）。

3. 欧州連合の対応策

欧州委員会は、2008年10月に、銀行が単一の借り手に対して融資できる額に制限を設けるとともに、1カ国以上で事業展開している銀行グループの監督を強化するために、銀行の資本要件に関するEU規則に見直しを提案した。また、翌11月には、信用格付け機関の規制に関する提案を採択した。

2009年1月、欧州委員会は、EUの金融市場の監督枠組みを強化する一連の決定を採択した⁶。また、同年5月には、将来的な銀行の破綻が納税者の負担や金融システムの不安定化につながらないようにするために、銀行への特別課税で基金を集め、EUに銀行清算基金のネットワークを設置することを提案した⁷。

2009年9月には、欧州の金融部門の監督を大幅に強化する包括的法案を採択した。法案では、欧州金融市場を監視し、リスクの早期警戒に当たる「欧州システミック・リスク理事会（FSRB：European System of Financial Supervisors）」及び、各国の監督当局と新たに設置される銀行、証券、保険・企業年金の部門別の監督機関からなる「欧州金融監督システム（ESFS：European System of Financial Supervisors）」の創設が提案されている⁸。10月には、効率的で安全かつ健全なデリバティブ市場を確保するための政策行動を定めた政策文書を採択した。

こうした中で、欧州議会は、2010年7月、「銀行員の特別賞与規制案」を可決した（2011年1月から発効）。同法案では、銀行が現金で支払う特別賞与はボーナス総額のうち30%に制限された。ボーナスの40～60%は、業績に応じて支給額が調整され、繰り延べるように定められた⁹。また、銀行のトレーディング活動や複雑な証券化から生じるリスクをカバーするために自己資本を強化するとして銀行の資本要件についても承認された。

⁶ <http://www.deljpn.ec.europa.eu/modykes/media/news/2009/090126-2.html>

⁷ http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm

⁸ http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm,

http://ec.europa.eu/economy_finance/thematic_article15861_en.htm

⁹ http://www.europarl.europa.eu/news/public/focus_page/008-76988-176-06-26-901-20100625FCS76850-25-06-2010-2010/default_p001c011_en.htm

4. 英国の対応策

2009年3月「ターナー・レビュー：グローバル銀行危機への規制上の対応」が打ち出された。レビューでは、自己資本の質・量の強化、システミックなリスクにかかわるヘッジファンドなどの未だ規制されていない金融機関に対する規制、格付け会社への規制、監督体制のあり方や過度なリスクをとることを奨励しない報酬制度のあり方を検討すべきとした¹⁰。

また、同月には、財務省から「金融市場の改革」のプロポーザルも発表された。それには、金融安定委員会（CFS：Council for Financial Stability）の設置などによる規制当局の機能強化、金融システム上重要な機関にかかわる破綻処理の整備、システミック・リスクの管理として十分な資本と流動性の確保、証券化市場と店頭デリバティブ市場の標準化と透明性の改善などが示された（井上〔2009〕）。

2009年11月、イギリスのブラウン首相は、G20 財務相・中央銀行総裁会議において、国境を越えて展開する金融機関の破綻に備え、金融取引課税などによる仕組みの検討を提唱した（日本経済新聞2009.11.8）。銀行取引課税については、英国は、その後、金融機関に課税する銀行税を2011年に導入することを表明した。

2009年12月には、2009年だけの臨時措置として、銀行員に2万5000ポンドを越すボーナスを支払う場合、超過分の50%を銀行から税として徴収することにした（日本経済新聞2009.12.12）。

IV. 世界的な金融危機の発生・拡大防止策の方向性とその評価

前章では、世界的な金融危機の発生・拡大防止策に向けた国際的な動きや欧米諸国の動きについてみた。本章では、それらの動きについて論じる。

1. 世界的な金融危機の再発・拡大防止策の方向性

今回の金融危機は、過剰なリスクが積み上げられ、それがシステミックなリスクへと繋がっていったという反省の下に、その対応策としては、監督・規制体系の強化が打ち出されている。しかしその方向性は、米国と欧州では異なる。

過剰なリスクが積み上げられたことに対して、米国では、銀行や金融持ち株会社に対する高リスク投資の制限などが加えられる方向にあるのに対し、英国や欧州連合では、市場ルールを強化する方向にある。高リスク投資への問題は、翁（日本経済新聞2010.3.25）が言うように、システムに重大な影響を及ぼす金融機関の破綻処理との問題と大きくかわる。

銀行や金融持ち株会社が高リスク投資の制限を行えば、確かに安全性は確保される。ナローバンクの考えも、この考えに近い。しかし、高リスク投資への制限は、その一方で収益源が縮小することによって経営を圧迫する可能性もある。ましてや一国だけでこのルールを導入すれば、競争力低下は免れない。

他方、銀行や金融持ち株会社が高リスク投資の制限をせず、監視の強化や自己資本の強化という点に重点を置くという考え方もある。G20 の首脳会議において、システムに重大な影響を及ぼす金融機関については、監視の必要性が合意されたのは、こうした考え方に立つ。また、欧米では、こうした問題に対応するために、米国では金融安定監視評議会、欧州では欧州システミック・

¹⁰ http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf

リスク理事会、欧州金融監督システムが設置された。

しかし、システムに重大な影響を及ぼす規模の金融機関の存在を認めるならば、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイル（大きすぎてつぶせない）の問題が生じてくる。そうなれば、公的資金の投入は避けられず、税金を投入することに対する国民の怒りをかうことになる。今回のケースのように、金融危機の原因の一つが高額な報酬を得るために利益追求に走ったことにあるとするならば、そのつけを国民が支払うことを、どう考えるかが問題である。また、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイルの原則が定着することにより、金融機関においては大規模化すれば、経営危機になっても救済されるというモラルハザードも生じてくる。

これに対し、英国や欧州連合の一部の国では銀行税の導入という形で応じている。米国においても銀行税の導入には前向きの姿勢を示していたが、上下院で金融規制改革法を一本化する作業において撤廃された。また、長期的な期間でリスクを考えずリスクを取ることを奨励していた利益連動型の報酬制度についても、米国では、監督を強化する方向にとどまったのに対し、欧州連合は、現金で支払う特別賞与を制限し、残りの部分は業績が悪化した場合に、それを当てられるような仕組みとした銀行員の特別賞与規制などを導入することによって、インセンティブ報酬によって過度なリスクを取ることをしないよう、また、リスクがあとになって顕現化した場合の取り逃を許さない形とした。

すなわち、米国においては、結果的に、銀行や金融持ち株会社については、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイルの原則が用いられる状況を作らせないように、高リスク投資の制限を行う方向性が打ち出されたのに対し、英国や欧州連合においては、透明性の確保や格付け会社への規制強化、自己資本の強化を行うとともに、システミックな危機に備えて、その際に必要なコストを金融機関に自ら負担させるなど、市場ルールを強化するという方向性が打ち出されていると言えよう。

2. 世界的な金融危機の再発防止策の評価

金融機関にリスクを取らせないようにするのか、あるいは、金融業務にリスクはとらせても監視や市場ルールを強化することによって、金融危機の発生を抑えていくのか、いずれにせよ、米国や欧州においては、規制強化が色濃く打ち出された。しかし果たして、これで危機の再発が抑えられるであろうか。短期的には抑えられても、また規制の抜け道を探し、過度なリスクテイクを行っていくのではないだろうか。また、この規制下において金融の機能が十全に発揮されるかどうかも疑問である。

今回の金融危機の根本にあるのは、儲けるためには手段を選ばないという姿勢、つまり金融機関に携わる人々のモラルの低下である。報酬制度を変えてもモラルの低さが変わるとは思えない。そういう意味において、今回の金融危機再発防止策は、その根源的な問題にまでは踏み込んでいないように思われる。金融業務に対する人々のモラルを高めることができれば、金融の機能を十全に発揮させながら、こうした問題に端を発する金融危機の再発を防ぐことができるのではないだろうか。では、どうすれば金融業務に携わる人々の仕事に対する意識・姿勢を変えていくことができるのか。これは残された課題である。

参 考 文 献

- 1) 井上 武 [2009], 『英国財務省による金融改革提言』野村資本市場クォーターリー 2009 Autumn, 野村資本市場研究所, pp1-9.
- 2) 大橋喜晃 [2008], 『IOSCO 専門委員会最終報告書「サブプライム危機に関する報告書」』
http://www.jsri.or.jp/web/topics/pdf/0809_01.pdf
- 3) 太田康夫 [2009], 『金融消滅』日本経済新聞出版社.
- 4) 武田真彦 [2009], 『世界金融危機後の国際政策協調のあり方』Business & Economic Review 2009年 3月号, 日本総合, pp2-15.
- 5) 平塚宏和・伊藤信悟 [2009], 「世界金融危機のアジア経済への影響波及の構図」『みずほ総研論集 2009年 Ⅲ号』みずほ総合研究所, pp1-46.
- 6) 武藤敏郎 [2009], 『米国発金融再編の衝撃』日本経済新聞出版社.
- 7) 李 [2010], 『国際的な金融規制改革の行方』Business & Economic Review 2010年 2月号, 日本総合研究所, pp2-24.
- 8) Financial Stability Forum [2008], “Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”, 7 April 2008
[http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804\[1\].pdf](http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_0804[1].pdf)
- 9) http://ec.europa.eu/economy_finance/thematic_article15861_en.htm
- 10) http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm
- 11) http://ec.europa.eu/internal_market/finances/committees/index_en.htm
- 12) <http://sankei.jp.msn.com/economy/finance/100316/fnc1003160921005-c.htm>
- 13) <http://www.deljpn.ec.europa.eu/modykes/media/news/2009/090126-2.html>
- 14) http://www.europarl.europa.eu/news/public/focus_page/008-76988-176-06-26-901-20100625FCS76850-25-06-2010-2010/default_p001c011_en.htm
- 15) http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/turner_review.pdf
- 16) <http://www.financialstability.gov/roadtostability/regulatoryreform.html>

[2010. 10. 4 受理]