

# 次の危機に備えた金融システムの構築

## 現下の対症療法的対策の問題点を踏まえた提案

| N | I | R | A |

NATIONAL  
INSTITUTE FOR  
RESEARCH  
ADVANCEMENT

<b>1. はじめに</b>	1
<b>2. 金融危機の問題の根幹にあるもの</b>	4
今次金融危機の問題の根幹	4
邦銀・わが国金融システムの問題	5
<b>3. 政策当局の危機への対策・提言の概要と その問題点</b>	6
今次金融危機後の欧米における当局対応の特徴点	6
当局からの提言に潜む問題点	10
<b>4. 提言の枠組み</b>	11
対策の目的	11
対策の区別	11
対策の軸足	12
<b>5. 金融危機を予防する体制の不備と その対策に関する提言</b>	12
5.1 金融機関のガバナンスやインセンティブ体系を規定する 枠組みに関する提言	12
5.2 金融危機予防に焦点を当てたマクロ・ブレードンス体制に 関する提言	30
5.3 個別金融機関のリスク管理の問題とその対策に関する提言	37
5.4 金融システムの安定という視点からみた会計上の枠組みに 関する提言	46
<b>6. 金融危機を乗り越える体制の欠如と その対策に関する提言</b>	54
6.1 金融危機時の官民の役割分担に関する提言① ーソルベンシー問題への対応	54
6.2 金融危機時の官民の役割分担に関する提言② ー流動性問題への対応	62
<b>参考文献</b>	70
<b>別添資料（研究会委員への事前アンケート結果）</b>	73
<b>研究体制</b>	76



## 次の危機に備えた金融システムの構築

### 一現下の対症療法的対策の問題点を踏まえた提案

#### 1. はじめに

2007年初頭までは、一国の特殊な問題だと考えられてきた米国のサブプライム問題が、瞬く間にグローバル金融危機に発展してから、早2年が過ぎた。2007年夏のパリバ・ショックや英国ノーザン・ロック銀行の破綻に始まり、2008年における米大手投資銀行の破綻、さらに欧米の主要銀行や米国最大手保険会社の経営悪化にまで及んだこの危機は、主要国中央銀行による必死の流動性供給や、政府当局による大手金融機関等への公的資本注入による救済等により、漸くここにきて小康状態を保つようになってきた。

図表 1 今次金融危機に関わる主な出来事

時期	事柄
2007年7月	IKB 産業銀行経営危機 (ドイツ)
2007年8月	・ BNP パリバ ABS 関連ファンドの資産凍結 (フランス) ・ ザクセン州立銀行経営危機 (ドイツ) ・ 主要国の中央銀行共同による流動性供給
2007年9月	ノーザン・ロック銀行経営危機 (イギリス)
2008年3月	ベア・スターンズ経営破綻、同年5月に JP モルガン・チェースが救済買収 (アメリカ)
2008年8月	ロスキルド銀行経営危機 (デンマーク)
2008年9月	・ リーマン・ブラザーズ経営破綻 (アメリカ) ・ AIG に対する政府の緊急救済支援 (アメリカ) ・ 日米欧の主要中央銀行による米ドル短期金融市場における協調対応 ・ ファニーメイ、フレディマックを政府管理下に (アメリカ) ・ ロイズ TSB による HBOS 買収 (イギリス) ・ ワシントン・ミューチュアル経営破綻 (アメリカ) ・ ブラッドフォード・アンド・ビングレー国有化 (イギリス) ・ ベルギー、オランダ、およびルクセンブルク政府によるフォルティス事実上国有化 (ベルギー、オランダ) ・ デクシアに対するフランス、ベルギー、およびルクセンブルク政府による緊急救済支援 (フランス、ベルギー)

2008年10月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・最大 7000 億ドルの住宅ローン関連不良資産の買い取りを可能とする金融安定化法案が成立（アメリカ）</li> <li>・欧米の主要中央銀行が 0.5%協調利下げ</li> <li>・金融機関に対する最大 2500 億ドルの公的資金注入を発表（アメリカ）</li> </ul>
2008年11月	第 1 回 G20 金融・世界経済サミット開催（アメリカ・ワシントン） —金融システムの国際的な監督強化で一致
2009年1月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バンク・オブ・アメリカによるメリル・リンチ救済買収（アメリカ）</li> <li>・ウェルズ・ファーゴによるワコビア買収（アメリカ）</li> </ul>
2009年2月	米金融当局による大手金融機関 19 社に対するストレス・テストの実施
2009年3月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・バーゼル銀行監督委員会の参加メンバー拡充</li> <li>・FRB が最大 3000 億ドルの長期国債買入れを表明（アメリカ）</li> </ul>
2009年4月	<ul style="list-style-type: none"> <li>・第 2 回 G20 金融・世界経済サミット開催（イギリス・ロンドン）</li> <li>—IMF などに総額 1 兆 1000 億ドルの資金拠出で合意</li> <li>・金融安定化フォーラムが金融安定化理事会へ改組</li> </ul>
2009年6月	GM 連邦破産法適用申請（アメリカ）
2009年9月	第 3 回 G20 金融・世界経済サミット開催（アメリカ・ピッツバーグ）

この間、金融危機の震源地から離れていた日本やアジアの金融システムも、マクロ経済への前代未聞のレベルでの波及という二次ショックによって、大きな揺さぶりを受けている。実際、わが国の実質 GDP（季節調節済み）は、2008 年第 4 四半期に $-12.8\%$ （前期比、年率換算）を記録した後、2009 年第 1 四半期には更に $-12.4\%$ （同上）を記録した。これは、これまで記録した戦後最悪の成長率（四半期別にみれば、1998 年第 1 四半期に $-7.2\%$ （同上）、2001 年第 3 四半期に $-4.6\%$ （同上）を記録している）を大きく下回るものであり、2008 年 4 月時点での経済見通しが対前年度比 $+1.5\%$ （2008 年度）、 $+1.7\%$ （2009 年度）（日本銀行政策委員見通しの中央値、日本銀行、2008a）であったことを考えれば、正に「前代未聞」のショックであったといえる。

米国における、ノンバンクによる主に低所得者を対象とした安易な貸出の行き過ぎが、なぜこれほどまでの危機に発展したのであろうか。

「長期に亘る金融緩和や将来経済への過度なユーフォリアを背景に、ファンダメンタルズの視点からは長期的に持続不可能なキャッシュ・フロー等を前提に成立する金融資産価格の形成や上昇」を金融バブルとするならば、今回最初に破裂した米国の住宅価格バブルも、この一例に過ぎない。こうした事象自体は、過去、日本を含む世界各国において繰り返し生じ

ており、なんら驚くものではない。

しかし、今次危機は、破綻したユーフォリアが、近年世界経済を牽引してきた米英等の堅調なマクロ経済を支えてきたという点で、過去のバブルとは大きく異なる。そのユーフォリアとは、「金融に係るリスクは計測可能、変成可能、取引可能であり、皆が好みに応じて少しずつリスクを取ることで、結果的に従来に比べ非常に大きな金融リスクを社会が吸収すること（＝投資）が可能になった」というものである。

今回は世界中の投資家が、過小評価されたリスクを市場を通じて広く薄く、しかし全体で見れば、従来に比べ非常に巨額を取った結果、この過小評価を修正しようとする動きも、瞬く間に世界中に広がることとなった。またユーフォリア（バブルの当時は誰もがこれを経済の構造変化や技術革新だとポジティブに捉えていたのだが）が余りに深く世界の経済成長のメカニズムに組み込まれてしまったために、その崩壊に伴う余波も途轍もなく大きくなってしまった。その影響は単に米国のサブプライム・ローンに支えられた住宅市場に止まらず、このローンを裏づけとした証券化商品、さらにはサブプライム・ローンとは必ずしも関係のない証券化商品や証券化による資金調達を前提としたビジネス・モデル、そして金融産業の高成長に支えられた堅調な米欧マクロ経済を前提とした世界構造そのもの（この中には日本を含むアジア諸国の米国向け輸出への依存構造も含まれる）にまで及んだのである。

それでは、米欧金融機関がそのビジネス・モデルの根幹とした「リスクの可視化」という考えには、一体どのような欠陥があったのか。あるいは、こうした問題が顕現化した後に、これが瞬く間に世界に広がりグローバルな金融危機と化してしまった背景に、政策対応上の問題がなかったのか。今次金融危機を引き起こしたと考えられる問題に対しては、すでに国際機関や各国当局から様々な対策や提言が出されているが、こうした対応策は本当に適切なのか。

本研究会では、金融機関のリスク管理実務や経営問題に詳しい有識者が集まり、こうした論点に関し意見を出し合い、今後再び同じような金融危機を繰り返さないためにという視点から、最終的に幾つかの提言を取りまとめた（研究体制については、P.76 参照のこと）。以下では、研究会における議論の結果おおむねコンセンサスが得られた、「金融危機の要因」、「最近当局等から出された対策・提言の問題点」、そして最後にこうした問題を踏まえた上での「政策提言」を示す。

## 2. 金融危機の問題の根幹にあるもの

金融危機の要因に関する研究会の見方は、別添資料（P.73、研究会委員への事前アンケート結果）に示すとおりである。欧米金融機関に生じた大きな損失額の背景に関する本研究会の総論的結論は、個別金融機関の判断や経営に寄因するイデオシンクラティックな要因（個別金融機関独自の要因）よりも、業界全体に共通するシステムティックな要因（個別金融機関経営が置かれた外部環境＜制度・慣行・バブル等＞からの影響）が、より大きな影響を与えたというものである。

このような見方は、これまで公表されてきた、国際機関・当局の報告書内で示された考えとは、やや趣を異にする。すなわち、これら報告書では、個別金融機関におけるリスク管理やガバナンス上の問題が議論の出発点だからだ。個別金融機関の運営をマクロ的に規定する制度や政策運営の問題は、重要であることは認められつつも、あくまでも前者に対して従的なものとして扱われた。これに対し、本研究会の議論では、個別金融機関の運営の問題だけでなく、個別金融機関の運営を規定する制度や政策運営の問題もより重要な課題として認識された。

研究会の考えは、今次金融危機における、個別金融機関の経営責任やリスク管理上の問題点の存在を決して否定するものではない。しかし、仮に個別金融機関が、与えられた環境下でいかにリスク管理の高度化に励んだとしても、それだけでは今次金融危機を防ぐことはできなかったらうというものである。すなわち、個別金融機関の経営に影響を与えるような制度やインセンティブ・メカニズムがしっかりと構築されていなければ、個別金融機関の自助努力だけに頼っても限界があるという認識である。個別金融機関のガバナンスやリスク管理の問題は、金融危機で顕現化した巨大損失の直接的原因であるだけに、これを特定化することは比較的容易であり、問題点の直裁的是正は、金融機関を取り巻く主要ステークホルダーの納得も得やすい。しかしこれだけでは、問題の本質的な解決にはならず、同時に問題点の直裁的是正は、これを迂回すること、つまり規制逃れも容易だという意味で、将来、新たな危機を生じさせることにも繋がり得るのである。

### （今次金融危機の問題の根幹）

研究会が最も重要だと考えたのは、金融機関のガバナンスを巡る環境・制度に係る問題である。例えば、今次金融危機の震源地であった国々の金融機関経営を巡るガバナンス体制には、日本を含めた他の諸国と比べて大きな特徴があり、これらの特徴の幾つかが、他の要因とも相俟って、結果的に過度なリスク・テイクを促したのではないかということである。ま

た、当局の視点から金融システムの安定を維持する体制面でも、大きな問題があった。一つは金融危機を当局の介入により事前に回避する体制であり、もう一つは仮に金融危機が生じた場合に、迅速・機動的に対処する体制である。最後に、個別金融機関においても、特に今次金融危機のような強いストレスを意識したリスク管理面では大きな課題があり、その是正が急務であるというのが研究会の問題意識である。

本研究会では、以上の問題の根幹を、マクロおよびミクロを含めた体制面での不備という視点から眺めた場合、主に以下のような切り口を用いることで、2つの問題に集約することが出来ると考えた。

- ① 金融危機を予防する体制の不備——具体的には、(i) 金融機関のガバナンスやインセンティブ体系を規定する枠組みに係る問題、(ii) 金融危機予防に焦点を当てた機動的マクロ・プルーデンス政策の不備、(iii) 個別金融機関におけるリスク管理の問題、(iv) 会計制度の問題。
- ② 金融危機を乗り切る体制の欠如——具体的には、(i) 金融危機下でのソルベンシー問題（＝支払い能力の問題）への対応に関する官民役割分担の不明確さ、(ii) 金融危機下での流動性問題への対応に関する官民役割分担の不明確さ。

### （邦銀・わが国金融システムの問題）

以上は、主に今次金融危機の震源地に属する金融機関に焦点を当てたものだが、果たして邦銀、あるいは日本の金融システムはどのようなのであろうか。邦銀の損失は、絶対額的にはそれなりに大きいものの、欧米の銀行と比べてみると、そのインパクトは格段に小さい。例えば、「金融システムレポート」（日本銀行、2009a）によれば、2007年7月から2008年末の累計損失額は、主要米銀合計で約7,000億ドル、主要欧銀合計で約3,000億ドルに対し、主要邦銀合計は200億ドル弱に止まっている。また資本対比でも、ベースは上記とは異なるが、米銀大手10行の2006年末時点の資本勘定残高が4,235億ドルであるのに対し、2006年度末のわが国主要行のTier1資本残高は約20兆円（ドル換算＜1ドル＝95円＞でみれば約2,100億ドル）であることを考えると、米銀の損失が2006年末時点のコア資本をすでに上回っている可能性が高い一方で、邦銀の損失はまだ一割程度に止まっている。

本研究会の認識としては、今次金融危機に限ってみれば、その邦銀への影響は、欧米における金融危機の余波、換言すれば外生的側面が強いというものである。また金融機関のガバナンスを巡る外部環境や、金融システムの安定を維持する上での体制面でも、バブル崩壊後の銀行システム危機の経験を踏まえて、欧米に比べて日本の問題は大きくないと認識が強かった。



しかし、邦銀の問題は、むしろ低収益、オーババンキング状況、活発さに欠く金融イノベーションといったビジネス・モデルにあるとの意見が多かった。また、実は邦銀が抱えるこの問題は、将来、規制強化後の欧米金融機関も直面し得る問題であるとの議論もあった。本研究会では、主に、同じような危機の再来を回避するという視点から、金融システムのあるべき姿を議論しており、こうしたビジネス・モデルに係る問題自体は議論の範疇を超えるものである。但し、わが国の金融システムの今後を考える上では、安定した金融システムと両立し得る、国民経済への高い貢献が期待できる金融システムとは何かについても、今後議論する必要があると考える。

その一方で、リスク管理面では、邦銀も欧米諸国の金融機関と同様の多くの課題を抱えているというのが、研究会の共通認識である。特に、邦銀独自の社会経済環境から生じた課題である政策株に係るリスク管理は、今次金融危機で改めて注視される格好となった。この点、政策株に係るリスクの管理に関しては、単にリスクとしての認識が金融機関に不足していたという、内生的要因を重視する声と、ビジネス・モデルと直結するリスクであり、会計的視点でみた場合のリスクの過大評価という制度上の問題が大きいという、外生的要因を重視する二つの声が聞かれた。

危機に対する当局の対応については、わが国の場合、過去の危機の経験を踏まえ、金融危機に対するバック・ストップ（＝危機の深刻化に対する歯止め措置）の概念がある程度確立しており、金融危機を比較的スムーズに乗り切る体制がすでに出来ていたといえる。しかし、課題としては、①バック・ストップの程度の適切性（これが過度だと、モラル・ハザードの発生や金融イノベーションの阻害等が生じる）、②新たな危機にフォワード・ルッキング（＝先見的）に対処する体制の欠如、③政策株リスクへの対処が不十分、等が挙げられる。

### 3. 政策当局の危機への対策・提言の概要とその問題点

#### （今次金融危機後の欧米における当局対応の特徴点）

今次金融危機に対し、各国監督当局が集まる国際機関や欧米当局等が出してきた提言や対策の特徴を纏めると次のようになる。これらは大きく、(a) 金融機関に対する規制の強化、(b) 当局の金融システム安定化に係る手段の強化、(c) 個別金融機関におけるガバナンスの強化、および (d) 個別金融機関におけるリスク管理手法の強化に分類することが出来る。

#### (a) 金融機関に対する規制強化

① 所要自己資本の大幅引き上げ

・ 個別金融取引に関しては、証券化取引に対するバーゼル II 上の所要自己資本が大幅に引き上げられた (BCBS、2009c)。また、トレーディング勘定取引についても、例えば、英国金融サービス機構 (UKFSA) が公表したターナー・レビュー (FSA、2009a)、さらにはこれを基本的に踏襲した、BCBS によるバーゼル II に係る市場リスクの改訂 (BCBS、2009c) により、その一般市場リスク部分に関し、従来の VaR ×マルチプライアーから、(VaR+ストレス VaR) ×マルチプライアーに引き上げることが示された。

・ 上記に加え、システミックに重要な金融機関に対し追加的な資本バッファを求める動き、あるいはバーゼル II のプロシクリカルな影響を除くことを目的に固定的な資本バッファを追加的に求める動きも出ている。

② 所要コア Tier 1 資本の引き上げ

・ 所要自己資本全体の引き上げの動きに加え、その中でも特に資本としての性格が強いコア Tier1 資本部分の所要額を増やそうという動きも出ている。例えば、UKFSA のターナー・レビュー、あるいは米国の大手行に対し行われたストレス・テスト (SCAP) では、コア Tier1 (米英で構成要素は若干異なる) が 4%以上あることが求められている。また BCBS も、所要自己資本に占めるコア Tier1 重視の姿勢、さらにこうした線に沿った、近い将来におけるバーゼル II の改訂を表明している (BCBS、2009b)。

③ 規制の単純化

・ バーゼル II のリスク・センシティブ・アプローチが、必ずしも特定の取引のリスクを正確に捉えていなかったために却ってこうした高リスク取引を助長したとの一部当局の認識から、規制単純化 (具体的には、レバレッジ・レシオの規制として導入) の必要性が主張されており、こうした主張は、UKFSA (ターナー・レビュー)、BCBS (バーゼル II 枠組みの強化、BCBS、2009b)、金融安定化フォーラム<sup>1</sup> (FSF、プロシクリカリティに関するレポート、FSF、2009b)、米国財務省 (金融規制改革案、U.S Department of Treasury、2009b) によっても支持された。

④ プリシンプル・ベース監督からの決別、ピラーII のピラーI 化

・ UKFSA (ターナー・レビュー) は、従来の Light touch regulation からの決別を明確に宣言したほか、BCBS (バーゼル II 枠組みの強化、ストレステスト・サウ

---

<sup>1</sup> なお、金融安定化フォーラム (FSF) は、2009 年 4 月より金融安定化理事会 (FSB) に改組されている。本報告書内では、レポート等が公表された時点での公表主体名に基づき、FSF あるいは FSB と表記することとする。

ンド・プラクティス・ペーパー<BCBS、2009a>等)も従来第二の柱下で金融機関の自主的対応を任せてきたリスク管理に関し、より個別具体的な内容を示すペーパーを出している。

## (b) 当局の金融システム安定化に係る手段の強化

### ⑤ 金融機関の円滑な破綻処理を可能とする体制の構築

・ 今次金融危機において、クロスボーダーで活発に活動を行ってきた一部金融機関の破綻が大きな混乱をもたらしたことを受けて、FSF(クロスボーダー危機管理原則ペーパー、FSF、2009c)、EU(ド・ラロジエール・レポート、European Commission、2009)、UKFSA(ターナー・レビュー)は、こうしたケースにおける関係国の連携を容易とするような破綻処理の枠組みを示している。また米国財務省(金融規制改革案)は、国内における大手金融機関の円滑な破綻処理を可能とする枠組みの構築を提案している。

### ⑥ 規制のプロシクリカリティ(=景気サイクル等、マクロ経済が従うサイクルを増幅する効果)対策

・ FSF(プロシクリカリティに関するレポート)、EU(ド・ラロジエール・レポート)、UKFSA(ターナー・レビュー)は、バーゼルII、あるいは公正価値会計等をもたらすプロシクリカリティ効果に関し、これを緩和する方策を考える必要性を強調している。

### ⑦ マクロ・プルーデンス体制の構築

・ EU(ド・ラロジエール・レポート)、UKFSA(ターナー・レビュー)、米国財務省(金融規制改革案)は、中央銀行、あるいは中央銀行と監督当局が共同で、マクロ的視点から金融システムの安定性を監視し、問題があればこれに警告する、あるいは是正措置を取る枠組み構築の必要性を強調している。

## (c) 個別金融機関におけるガバナンスの強化

### ⑧ ガバナンスの強化

・ 多くのレポートが、個別金融機関におけるガバナンス強化の必要性を訴えているが、特に英国財務省(ウォーカー・レビュー、HM-Treasury、2009)は、ガバナンス強化のための具体的な方策を詳述している。

⑨ 報酬プラクティスの規制

- ・ FSF（報酬プラクティス原則ペーパー、FSF、2009d）、UKFSA（ターナー・レビュー）、EU（コミッション提案、Commission of the European Communities、2009）、米国財務省（金融規制改革案）等が、現状の金融機関経営者等に対する報酬体系が過度のリスク・テイクを促した可能性を懸念すると同時に、これの是正の必要を訴えている。

(d) 個別金融機関におけるリスク管理手法の強化

⑩ ストレス・テスト手法の強化

- ・ 多くのレポートが、VaR を始めとした統計的リスク管理手段の限界を補完する手段として、ストレス・テストの効果的な活用の重要性を強調しているが、中でも UKFSA（ストレス・テストに係るガイドライン、FSA、2008b）、および前者の内容を基本的に踏襲した BCBS（ストレス・テストに関するサウンド・プラクティス・ペーパー）は、より踏み込む形で、具体的なサウンド・プラクティスを記述している。
- ・ また、米国において大手金融機関に対し一斉に実施されたストレス・テスト（SCAP）は、当局が示す共通マクロ・シナリオに基づき各金融機関が自己資本充実度を評価するという、新しいスタイル（これまで IMF の FSAP<加盟国の金融システムの安定性に関し、IMF が定期的に評価するプログラム>で実施されてきたマクロ・ストレス・テストに近いもの）のストレス・テストを示した。

⑪ 流動性リスク管理手法の強化

- ・ 多くのレポートが、今次金融危機でハイライトされた分野として、特に資金調達流動性リスクと、市場流動性リスクの双方を同時に注目した上での流動性リスク管理の重要性を強調しているが、この分野でも、UKFSA（流動性リスク管理に係るガイドライン、FSA、2008a）、および BCBS（流動性リスク管理に係るサウンド・プラクティス・ペーパー、BCBS、2008c）は、より具体的なサウンド・プラクティスを記述している。

⑫ その他

- ・ 危機発生の直後から、例えばシニア監督者グループ（SSG）、FSF 等が、個別金融機関のリスク管理上の問題点を指摘した多くのレポートを出しており、上記のストレス・テストの活用（VaR の問題点の認識）や流動性リスク管理以外にも、企業全体を見渡したリスク管理の強化（サイロの打破）、リスク集中の認識、レピュテーション・リスク管理の重要性等が強調されている。

## (当局からの提言に潜む問題点)

以上の様々な提言・対応のうち、特に個別金融機関のリスク管理上の問題点を扱ったものは、非常に示唆に富む内容の指摘が多く、研究会としても、こうしたイニシアティブを強く支持するものである。一方、プルーデンス体制全体の制度設計に係わるようなものや、存在する問題に対するアプローチ手法に関しては、全般的傾向として、以下のような問題があるのではないかと考えた。

- ① これまで出された提言の多くは、危機の主因として、イデオシンクラティック（個別金融機関のリスク管理）要因と、システムティック（制度・慣行全体の問題）要因を明確に区別していないか、あるいは、暗黙のうちに前者が主因であることを仮定して議論を展開している。これは、誤った問題認識に基づく議論であり、結果的に以下のような弊害を生み出している。
- ② 多くの提言は、従来から指摘されてきた個別金融機関のリスク管理の弱点（イデオシンクラティックな問題）を繰り返すばかりで、なぜ従来こうした弱点を是正しようという動きが金融機関の側から起きてこなかったのかというインセンティブ体系の問題（システムティックな問題）を分析し、これを是正しようという動きがまだみられない。
- ③ 当局は、リスク管理の弱点の矯正の実効的手段として、もっぱら「規制の強化」に頼ろうとしているが、インセンティブ体系を変えない中での規制の強化は、結果的に新たな規制逃れや、当局の目を逃れたリスク・テイクの拡大を促す可能性が大きい。
- ④ さらに、規制の強化を急ぐ余り、中にはロジックを欠く要件もあり、バーゼルⅡ第二の柱の下で目指してきた規制と実際に活用されるリスク管理の収斂に向けた動きが阻害されてしまい、これまでそうした方向を標榜していた当局に対する信頼の喪失にも繋がる。
- ⑤ 危機の予防策と（起きた後の）対処策の区別が十分なされていない。また現状の対策は金融機関に対する「懲罰的色合い」の濃いものも多く、このため、平時のマクロ経済運営に過度な負担をかける可能性が大きい。
- ⑥ 一部地域の金融機関でなぜ大きな損失が生じたのか、その原因をよく究明することなく、「懲罰的要素」も織り込みながら、金融機関に対し一律に所要自己資本の大幅増加を求めることは、今次金融危機の震源地に属さない多くの国の金融・経済活動に悪影響を及ぼすと同時に、むしろ規制逃れを促すインセンティブを与えてしまう。

## 4. 提言の枠組み

### (対策の目的)

研究会では、上記で示したような当局からの提言に潜む問題点を踏まえ、以下に「今後構築すべき対策」を具体的に示す。その際に念頭においた対策の「目的」とは次のようなものである。すなわち、それは「長期的視野に立った上で、今次金融危機の再来を防ぐと同時に、仮にこうした危機が生じた場合でも、これに対し適切に対処できるような新しい金融システムを構築する」というものである。

この場合の「長期的視野」とは、マクロ経済に及ぼす影響も考えながら、長期的に持続可能な政策を目指すという意味である。短期的視点のみで決められた政策は結局長続きせず、結果的に新たな危機を招来してしまう可能性が高い。

また、目的内に示した「金融システム」とは、広く、当局による金融機関監督やプルーデンス政策の枠組みとその実行、および個別金融機関における経営に係るガバナンスやリスク管理を含むものである。

なお、ここで示す対策の多くは、今次金融危機で金融システム上の大きな問題が明らかになった後に、グローバルに適用されることを念頭に考えたものであるが、一部に関しては、わが国の特殊な状況を踏まえた、わが国にのみ適用すべきものとなっている。

### (対策の区別)

研究会では、対策を示すにあたり、特に次の三つの要素を強く区別する必要があると考えた。それは、①短期的視野に立った対症療法的対策（当面の危機乗り切り対策）、②長期的視野に立ったマクロ的対策（金融危機の芽を事前に摘む対策、生じてしまった金融危機を速やかに收拾する対策等）、および③②と整合的なミクロ的対策（個別規制）、である。

今次危機のように、そのスケールが非常に大きく、一步その対応を間違えれば、世界経済がスパイラル的に破局に向かう可能性が大きい場合には、当然ながら、①短期的視野に立った対症療法的対策（当面の危機乗り切り対策）が重要となる。しかし、こうした対策は、そのタイム・ホライズンの違いから、時に長期的視野に立った対策と対立することも多い。また、目的の項でも述べたとおり、今次金融危機が国民の生活に大きな打撃を与えたという意味で、一部の国では、その「犯人」の特定化とこれへの懲罰的対処、さらには自国のみが不

利にならないよう配慮した「犯人」の範囲の国境を超えた拡大が志向されている。しかし、こうした対策には、多くの意味で弊害も多い。研究会では、①短期的視野に立った対症療法的対策に関しては、主に、現状出されている対策の問題点を指摘する形で、研究会の考えを示すこととする。

その上で、研究会では主に、②長期的視野に立ったマクロ的対策、および③②と統合的なミクロ的対策（個別規制）に焦点を当てた対策を提示する。②長期的視野に立ったマクロ的対策に関しては、金融危機の芽を事前に摘む対策と、生じてしまった金融危機を速やかに收拾する対策を、それぞれ区別して考えることが重要だと考えた。また、時間の制約から、ミクロ的対策に関しては必ずしも十分な議論がなされたわけではないが、それでも、マクロ的対策を実行するに当たり必要となるミクロ的対策も、出来るだけ提示するように努めた。

### （対策の軸足）

研究会が対策を示すに当たって、特に意識した軸足は次のとおりである。

- ・ 金融危機の背後にあるシステムティックな要因の是正（イデオシンクラティック要因のみに焦点を当て、真の問題に目を瞑るような当局対応の回避）
- ・ アドホックな規制強化ではなく、金融機関に自らのリスク管理を当局の期待に近づける誘因を与えるようなシステムの構築（規制強化が新たな規制逃れを生み出す悪循環の排除）
- ・ 各国の金融機関が置かれた状況の違いを考慮（一律規制による歪みの排除）
- ・ 懲罰的要素の必要性の考慮（一律規制による歪みの排除）
- ・ 金融危機の（起きる前の）予防策と（起きた後の）乗り切り策の違いの考慮（政策の持続性の確保、過度な規制が経済を圧迫するリスクの排除）

## 5. 金融危機を予防する体制の不備とその対策に関する提言

### 5.1 金融機関のガバナンスやインセンティブ体系を規定する枠組みに関する提言

#### (1) 従来

これまでの、欧米とわが国における金融機関のガバナンスを巡る環境をみると、主に以下のような一般的な特徴を見出すことが出来る。

図表 2 金融機関のガバナンスを巡る環境の違い

	米英型資本主義	欧州型資本主義	日本型資本主義
文化的背景（思想）	<ul style="list-style-type: none"> <li>・カルビニズム</li> <li>・プロテスタンティズム</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ギリシャ哲学</li> <li>・ローマの文化</li> <li>・カトリシズム</li> <li>・ルター主義</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・論語（儒教）</li> <li>・仏教</li> </ul>
背景となる経済学的考え方	<ul style="list-style-type: none"> <li>・レッセフェール（自由放任主義）</li> <li>・国富論・道徳感情論（アダム・スミス）</li> <li>・マネタリズム（ミルトン・フリードマン）</li> <li>・ワシントン・コンセンサス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・資本論（カール・マルクス）</li> <li>・経済と社会（マックス・ウェーバー）</li> <li>・自由貨幣学説（シルビオ・ゲゼル）</li> <li>・成長の限界（ローマ・クラブ）</li> <li>・レギュレーション理論</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・経世済民。士農工商</li> <li>・社中・組合・結社</li> <li>・道徳経済合一説（渋沢栄一）</li> <li>・フランスの株式制度</li> </ul>
法体系	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ゲルマン法</li> <li>・米英法（コモン・ロー）</li> <li>・法の支配</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ローマ法</li> <li>・大陸法（シビル・ロー）</li> <li>・法治主義</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大陸法</li> <li>・民法－フランス法系</li> <li>・商法－ドイツ法系</li> </ul>
重視されるステークホルダー	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株主</li> <li>・経営者</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・共同体</li> <li>・従業員・顧客・仕入先</li> <li>・下請会社・地域・国家</li> <li>・株主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・従業員</li> <li>・顧客</li> <li>・メインバンク（大口債権者、兼大株主）</li> </ul>
資本戦略のタイムホライゾン	<ul style="list-style-type: none"> <li>・短期的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・長期的</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・長期的</li> </ul>
雇用体系	<ul style="list-style-type: none"> <li>・実力主義</li> <li>・成功報酬</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・長期雇用</li> <li>・職種給</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・終身雇用</li> <li>・年功序列</li> </ul>
経営者の監視	<ul style="list-style-type: none"> <li>・株主</li> <li>・取締役</li> <li>・監査委員会</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・監査役</li> <li>・組合</li> <li>・株主</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・メインバンク</li> <li>・従業員</li> <li>・組合</li> </ul>
該当する国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・アメリカ、イギリス、オランダ、スイス</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ドイツ、フランス、イタリア、スペイン</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・日本、アジア諸国</li> </ul>
金融機関経営への牽制における重点	<ul style="list-style-type: none"> <li>外部者による統制プロセスの重視とこれへのチャレンジ</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>共同体重視を前提とした内部者・外部者による統制メカニズム</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>内部者による自己統制メカニズムの重視とこれへのチャレンジ</li> </ul>

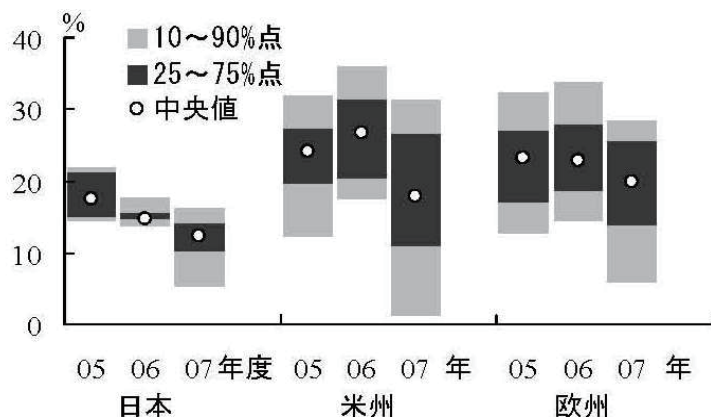


特に、主要ステークホルダー（株主、監督当局、及び従業員）と金融機関経営の関係に焦点を当てた場合、欧米と日本では次のような違いが指摘できる。

### （欧米型システム）

- ① 欧米では、CEO は「株主の代表」であり、組織の生え抜きのケースは少ない。したがって、一般に既存の組織や従業員との関係に縛られない広範な経営上の選択肢が与えられる。但し、こうした人事は、既存従業員から CEO に対する長期的視点からの組織防衛上の牽制を難しくする。
- ② 一方、対株主との関係では、例えば、取締役と CEO・執行役員の分離といった、株主による経営に対する監視・牽制の構図が重視され、これが構築されている。また報酬体系も、株主の意向が反映されるような体系となっているケースが多い。
- ③ このように、欧米では株主に対し経営者の暴走が生じにくくなっている一方で、株主以外のステークホルダーの利益が経営に反映される余地が限定される。
- ④ 欧米行の場合、株主から、比較的短いタイム・ホライズンに基づくハイリスク・ハイリターン経営を求められる傾向が強い（図表 3）。これは一つに、多様な株主が主に市場における取引関係を通じて所有に係わるため、株主間のコンセンサス形成が難しく、所有関係等を巡る不確実性も高いためだと考えられる。

図表 3 日米欧主要金融機関の ROE



注1) ROE=税引前当期利益/純資産

注2) 個別行毎に計算された値を小さい順に並べ替え、10%点、25%点、50%点(中央値)、75%点、90%点を計算。

資料) Bureau van Dijk, "Bankscope."

(出所)日本銀行(2008b)、P.74、図表4-1を転載

- ⑤ しかしながら、上記の株主の意向は、他の重要なステークホルダーである監督当局の、長期のタイム・ホライズンに基づく安定的経営を重視する意向とは、通常大き

く異なるものだといえる。

—— 例えば、Fahlenbrach and Stulz (2009)によれば、今次金融危機における一部金融機関の過度のリスク・テイクや過大な損失も、これらは株主の意向に反した結果生じたわけではなく、むしろ株主の意向に忠実に従った結果生じたとの結論を導いている。

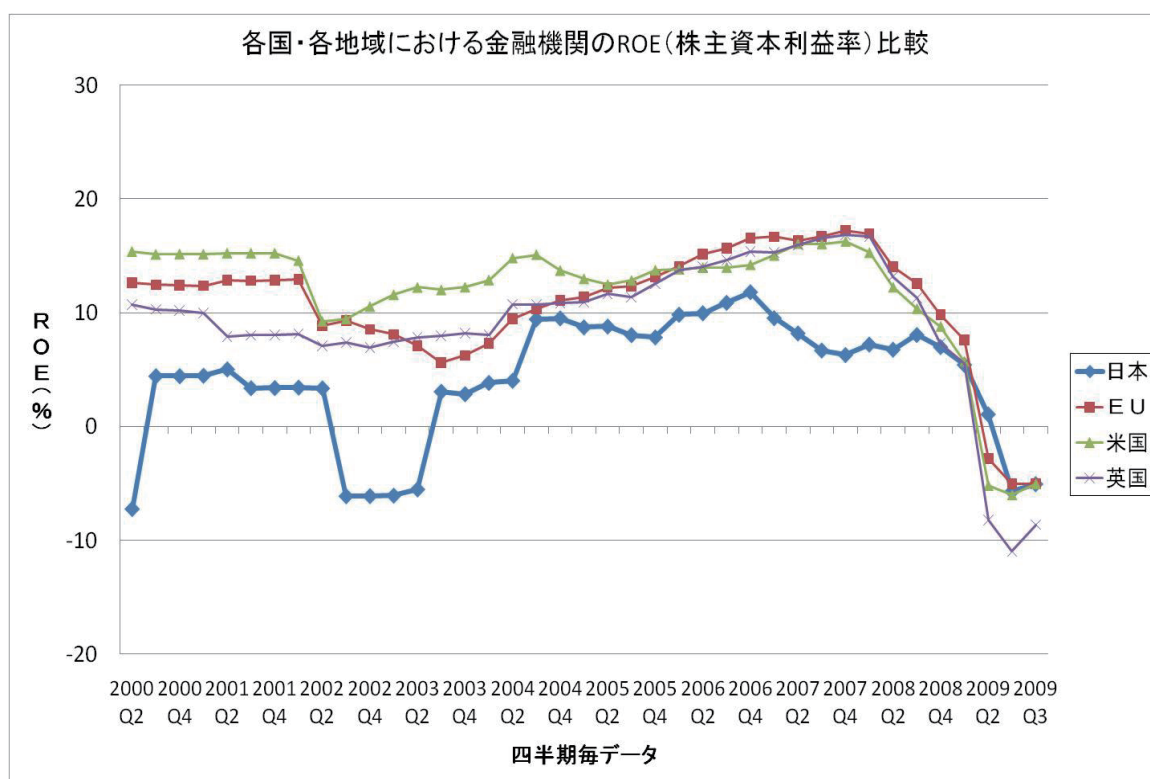
- ⑥ なお、監督当局による金融機関のガバナンスに対するチェックは、外部者（株主）による経営者に対する牽制の構図（例えば、取締役会の機能、社外取締役の役割等）の確認を重視すると同時に、内部者による自己統制のプロセスを予め明確化し、あるべき姿を定めた上でこれへの適合をチェックするのが一般的だといえる（UKFSA のモットーである”comply or explain”がこうしたプロセスをよく表している）。

## （日本型システム）

- ① 日本では、組織のトップは株主の代表というよりは、通常「組織の代表」であり、組織の生え抜きがトップになるケースが多い。したがって、既存の組織・従業員からの牽制は強く働く（従業員を犠牲にしたリストラはラスト・リゾート的に位置づけられる）。日本の場合、依然長期の雇用慣行や年功序列が重視される傾向が強く、結果として既存の組織・従業員は、長いタイム・ホライズンに基づく組織防衛（ローリターン・ローリスクをベースとした安定した経営）を強く求める傾向がある。また、経営者等の報酬体系も、経営実績との連動（金銭的インセンティブ）は弱く、むしろ長いタイム・ホライズンに基づく経営を促す非金銭的インセンティブ（名声・評判、社会的地位等）が強い。
- ② 対株主との関係では、少数の安定株主が存在する限りにおいて、収益改善圧力は欧米対比高くないほか、タイム・ホライズンも長いといえる。結果的に日本の場合は、リスク・キャピタルの担い手が限定されているだけに、視点が長期となりやすいほか、株主以外の様々なステークホルダーの視点も取り込まれる傾向にある。なお、近年株式所有のグローバル化が進む中で、株主の銀行経営に対する圧力は強まる傾向にはある（図表 4）。
- ③ 上記は、安定性や様々なステークホルダーの利益の調和というプラス面と、経営の誤りが長く是正されないまま放置される、或いは一部ステークホルダー間での安易なもたれ合いが生じるといったマイナス面がある（CEO 等個人の暴走による過度なリスクといった問題の可能性は小さい一方で、組織全体のコンセンサスが形成される場合には、組織全体が暴走する危険性もある）。
- ④ また日本的経営は、欧米に比べ安定性を重視する一方で、経営のダイナミズム（利益率、イノベーション・成長志向等）に欠けるという問題を有する（例えば、銀行

業に対する投資家のコンセプトも、日本では、規制や金融危機の影響もあり公益産業に似た業種、一方欧米の一部主要行は、投資銀行等も取り込むことで、近年、ITに似た成長産業といった捉え方がなされてきた可能性がある)。

図表 4 各国・各地域における金融機関の ROE 比較



(注) 各国・各地域の市場において、時価総額の 75-80%程度をカバーする銘柄が抽出され、その銘柄のうち金融機関（商業銀行の他、投資銀行、保険、ノンバンク等を含む）における加重平均値データを取得。  
(原データ) トムソン・ロイター・データストリーム

- ⑤ なお、監督当局との関係では、従業員と株主の利益のバランスを重視した、より長いタイム・ホライズンに基づく経営の方が、少なくとも大きなストレスを想定した経営が金融機関に求められる中であっては、監督当局の意向に近いといえる。但し、日本の銀行システム危機時のように、組織そのものが完全に機能不全に陥った場合（破綻、或いは抜本的なリストラしか選択肢が残されていない場合）には、経営と監督当局が決定的に対立する場面も考えられる。そういう意味では、危機の予防という意味では、日本的システムが優れる一方、一旦発生してしまった危機への迅速な対処という視点では欧米型システムが優れているともいえる。
- ⑥ 監督当局による金融機関のガバナンスに対するチェックは、外部者（株主）による経営者に対する牽制の構図も確認するが、重点はどちらかという、内部者による

自己統制“メカニズム”の確認（具体的には PDCA サイクル<Plan、Do、Check、Act、詳細は後述>、特に CA の確認）にあるといえる。これは上記に記した日本の特徴（ステークホルダーとしての<株主対比でみた>従業員による統制の重要性）を反映したものである。また PDCA 的フィードバック・プロセスの重視も、単に金融業に限らず、（例えば、トヨタの「改善」に代表されるように）日本企業一般の特徴だともいえる。そういう意味では、欧米がフィードフォワード・プロセス（誤りが殆ど生じないシステムが構築されていることを前提に、同システムが所期の目的に従って機能しているかを確認するもの）なのに対し、日本はフィードバック・プロセス（システムそのものに誤りが生じ得ることを前提に、誤りが発生すれば、適宜システムを修正する考え）の色彩が強い。

## (2) 昨今の議論・対応

金融機関経営を巡るガバナンスの問題に関して、例えば英国財務省は、本年 7 月に公表したウォーカー・レビュー（HM-Treasury、2009）で、図表 5 に示すような点を是正することの重要性を強調している。

そして、過度なリスク・テイクを促す報酬体系や、金融機関役員に対する報酬制限の議論に関しては、例えば、G20 金融・世界経済サミットや金融安定化フォーラム（FSF）等も提言を出しているほか、米国では法制化に向けた動きがみられる。また、一部欧米金融機関では既に、報酬体系の見直しが始まっている。

これらの議論・対応はいずれも、基本的には“短期的な視点に立つ、経営層に対する業績連動型報酬の「連動度合い」及び「水準」を抑制する”との方向性に基づくものだ。以下では、これらの内容を簡単に紹介する。

### (G20 サミット、金融安定化フォーラム<FSF>等の提言)

2008 年 7 月に、金融機関の国際的な業界団体である国際金融協会（IIF）により、報酬体系の適切な設計のための 7 つの指針が公表された（IIF、2008）。そこでは、“報酬体系（とりわけインセンティブ部分）は、株主利益や長期間に渡るリスク・資本コスト勘案後の企業収益に沿うべきものである”とする一方で、報酬体系は企業を差別化する重要な要素であることから、“提言ではなく指針に留める”旨が主張されている。これに続き、2008 年 11 月に開催された第 1 回 G20 金融・世界経済サミット（ワシントン・サミット）で策定された行動計画では、2009 年 3 月 31 日までの当面措置として、“金融機関の報酬体系が過度に短期的な利

益追求またはリスク・テイクに報いるものとならないよう、自助努力または規制措置を通じて、必要な措置がとられる必要がある”旨が定められた。

この動きを受け、金融安定化フォーラム（FSF）は2009年4月に開催された第2回G20金融・世界経済サミット（ロンドン・サミット）において、「健全な報酬慣行に関する原則」（FSF、2009d）を提案した（図表6）。同原則は、①報酬についての実効的なガバナンス、②報酬と健全なリスク・テイクとの整合性確保、③実効的な当局監督と関係者（ステークホルダー）の関与、の3点を大項目とした9原則から構成されている。そして、同サミットの首脳声明として、“賃金と報酬に関するFSFの厳格な新原則を支持し、実施するとともに、全ての企業の持続的な報酬体系及び全ての企業の社会的責任を支持する”旨が公表された。これにより、報酬規制強化にかかるその後のグローバルな方向性が定められたといえる。

図表5 ウォーカー・レビューにおける主な内容

ガバナンスに関して
<ul style="list-style-type: none"> <li>・リスクを取る過程や報酬を決定する過程において、取締役でない業務執行役員（ノンエグゼクティブディレクター）の役割を増やすことで、銀行をはじめとした大規模な金融機関の取締役会の機能を変えるべき。</li> <li>・今次金融危機において、自社が抱えているリスクの種類や規模に関する取締役の認識が不十分であったことを踏まえ、取締役会は、（リスク管理の問題を議論する役員クラスの場合である）リスク委員会に対し自社が抱えているリスクを精査するための強い権限を与えるべき。</li> <li>・リスク管理の責任者であり、企業全体のリスクを取る過程を監督するべき Chief Risk Officer（CRO）は、取締役会に出席すべき。</li> <li>・持続可能な業績を上げるための高い規律を取締役が保つことができなかったことを踏まえ、取締役会の議長は1年ごとに再選出すべき。</li> <li>・取締役でない業務執行役員（ノンエグゼクティブディレクター）がこれまで以上に取締役会の業務に時間を費やすべき。</li> <li>・機関投資家は、株主としての責務を積極的に果たすべき。</li> </ul>
報酬に関して
<p>既存のボーナスの枠組みは、短期の業績に報いる形となっており、これが過度なリスク・テイクを助長したとの認識に基づき、高額報酬を得た取締役に同報酬に関する一層の情報を公開させることや、企業全体の報酬額を精査するために、報酬委員会に強い権限を与えることにも言及。</p>

（出所）HM-Treasury（2009）に基づき作成

図表 6 金融安定化フォーラム（FSF）による「健全な報酬慣行に関する原則」

報酬についての実効的なガバナンス
原則 1. 金融機関の取締役会は、報酬制度の仕組み及び運用を主体的に監督しなければならない。 原則 2. 金融機関の取締役会は、報酬制度が意図された通りに機能していることを確保すべく、報酬制度を監視・点検しなければならない。 原則 3. 財務・リスク管理に携わる職員については、①独立するとともに適切な権限を与えられなければならない、また、②その監督する業務分野から独立した形で、かつ、社内におけるその重要な役割に見合うよう報酬が支払われなければならない。
健全なリスク・テイクとの整合性確保
原則 4. 報酬は、あらゆるタイプのリスクに応じて調整されなければならない。 原則 5. 報酬額は、リスクに対する業績と整合的でなければならない。 原則 6. 報酬支払スケジュールは、リスクの発生する時間軸に応じたものでなければならない。 原則 7. 現金、株式及びその他形態の報酬の組み合わせは、リスクと整合的でなければならない。
実効的な監督と関係者の関与
原則 8. 報酬慣行に対する監督上の検証は、厳格かつ継続的でなければならない、問題に対しては迅速に監督上の措置で対処しなければならない。 原則 9. 全ての関係者による建設的な関与を図るために、金融機関は自社の報酬慣行について、明確で包括的かつ適時の情報開示をしなければならない。

（出所）FSF（2009d）に基づき作成

### （米国における報酬規制動向①〈公的資金注入企業に対して〉）

米国では、2006年に、ストックオプション（自社株購入権）の不正会計処理問題が多発したことに伴い、今次金融危機発生以前から役員の高額報酬に対する批判が強まっていた。当時の規制強化策として、主に①役員報酬に対する株主議決の義務化、②巨額報酬に対する課税強化、といった対応が検討されたが、当時はいずれも立法には至らなかった。今次金融危機は、金融危機の原因究明と再発防止という観点から、再び役員報酬規制の議論を強め、その結果、2008年緊急経済安定化法（the Emergency Economic Stabilization Act of 2008）に基づく公的資金枠7,000億ドルを活用する不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）の適用企業に対して、役員報酬規制を導入する旨が決定された。

米国財務省は、2009年6月に米国再生・再投資法（the American Recovery and Reinvest Act of 2009）の規定を施行する形でTARP適用企業に対する役員報酬の最終規制を公表した。その主な内容は、①過剰なリスク・テイクを促すインセンティブ報酬の廃止、②ゴールデン・パラシュート（高額退職金）の禁止、③賞与等の禁止（例外規定あり）、④例外的支援対象企業7社に対する特別報酬監督官の設置による監視強化、⑤報酬委員会による全従業員の報酬

に関するリスク分析と説明義務、⑥役員報酬に対する株主議決の義務化、等となっている（なお、2009年2月に公表されたガイドラインでは”50万ドルの報酬上限“が記載されたが、主に、①公的支援が必要な企業が敢えて敬遠する可能性があること、②優秀な人材の流出による当該企業の競争力が低下することから、その後撤回されている）。

ガイドナー財務長官は上記で示した最終規制公表時の声明で、過剰な役員報酬が今次金融危機の一因であるとし、短期的な業績重視が過度なリスクに対する牽制機能を凌駕した、と指摘した。また、今回の報酬規制強化は、政府が企業の役員報酬決定方法を定めることを意図しているのではなく、あくまで報酬とリスク管理の整合性を確保することが目的であると説明している。

### （米国における報酬規制動向②〈一般上場企業に対して〉）

このほか、米国では、一般上場企業に対する報酬規制についても議論がなされている。米国財務省は、2009年6月に金融規制改革案（U.S Department of Treasury, 2009b）を発表し、金融機関の健全性強化策の一環として、①連邦金融監督当局は、長期的な株主価値と整合的であり、かつ健全性を脅かすインセンティブ付与を防ぐための報酬慣行に対する基準を提示すべき、②全ての企業に対して、上級役員報酬に対する株主議決を義務化する立法措置及び報酬委員会の経営からの独立性向上に関する条件付与を支持する、との2点を指摘した。さらに、国際的な規制強化策として、前述の金融安定化フォーラム（FSF）による「健全な報酬慣行に関する原則」を、2009年末までにバーゼル銀行監督委員会のリスク管理ガイダンスに取り込むよう勧告している。これは、米国のみが規制を強化すれば、人材流出に伴い国際的競争力が低下することを憂慮したものだと考えられる。

金融規制改革案を受けて、立法化に向けた動きも進められている。財務省は2009年7月16日、全ての企業に対して、①役員報酬に対する株主議決の義務化、②報酬委員会の経営からの独立性確保の義務化、の2項目を盛り込んだ2009年投資家保護法（Investor Protection Act of 2009）を議会に提出した。さらに下院金融サービス委員会のフランク委員長は、2009年企業・金融機関報酬公正法（Corporate and Financial Institution Compensation Fairness Act of 2009）を提出した。同法案は、前述の2009年投資家保護法の項目に加え、連邦金融監督当局による資産10億円超の金融機関におけるインセンティブ報酬契約に対する規制強化権限を盛り込んだ内容となっている。同法案は、2009年7月31日に下院本会議を通過し、本年秋以降に上院審議が行われる見通しである。

## (その他地域<主に英国>及び一部欧米金融機関の動向)

2009年7月、英国財務省は、前述のウォーカー・レビュー（HM-Treasury、2009）に基づき、英国の銀行業界に関するレビューを実施し、厳しい報酬体系を採用できない金融機関は大きな困難に直面するであろうと勧告した。同レポートは、英国銀行業界に対して報酬体系やガバナンス改善のための提言を行っている。報酬体系に関しては、①報酬委員会の権限強化（経営からの独立性確保、全社の報酬調査権限付与、等）、②長期業績に基づく賞与の支払い（最大5年間）、等の必要性を指摘している。但し、ウォーカー氏は本レポート関連事項の立法化には否定的である。また、欧州委員会は、EU各国の規制当局者に対して、過度のリスク・テイクを促すような報酬体系を採る銀行に対して、罰金を科す、あるいは自己資本比率を高めるよう求める権限を与える旨の法律の草案を既に提出済みである。

こうした当局の動きに呼応する形で、一部欧米金融機関では既に報酬体系の見直しが始まっている。主に、①長期的な株主利益や業績との整合性確保（賞与査定期間の長期化、等）、②上級役員に対する固定報酬の導入など、短期的業績に基づく報酬連動性の是正を志向するものが多い。しかしながら、全ての金融機関で同一の報酬体系が適用されている訳ではなく、“報酬体系見直し有無に伴う歪み”による人材流出・競争の不平等性が問題として指摘されている。

### (3) あるべき対応策—提言

2. でも示したとおり、今次金融危機の要因に関し、研究会が考える最も重要なものが、金融機関の経営を巡るガバナンスを規定する環境である。またこれは、単に個別金融機関の自助努力のみによって是正されるわけではなく、マクロのシステムによって是正する必要があるというのが、研究会の考えである。すなわち、今次金融危機の背後に、一部金融機関の（監督当局が期待するリスク・アピタイトと比較して）過大なリスク・テイクがあったことは紛れもない事実であるが、一方で、こうしたリスク・テイクは異なるステークホルダー（株主）の視点からみれば決して過大ではなく、株主からの圧力が常に強く働くガバナンス構造が維持されている限り、個別金融機関の自助努力のみでは、こうした問題を是正することが難しいというのが研究会の認識である。

#### (欧米銀と邦銀の違い——巨額損失を招いた問題の根源)

この点興味深いのは、今次金融危機下における、わが国金融機関の状況である。既述のとおり、国際的に活動する大手金融機関の中で、邦銀のみが突出して、今次金融危機下におけ



る損失額が小さいことがわかる。勿論、邦銀でも、絶対額的には相当規模の損失を記録しており、そのダメージは決して小さいわけではないが、マクロ経済の落ち込みに伴う損失という波及効果まで考慮しても、金融システム危機が生じるような事態には至っていない。これは明らかに、欧米の主要行とは異なる現象である。なぜこのような違いが生じたのか。その理由は、ビジネス・モデルが、欧米銀と邦銀では大きく異なる点である。

図表 7 で示すとおり、投資銀行ビジネスやリテールの比重が高い欧米銀に対し、邦銀は依然ホールセールの比重が圧倒的に高くなっている。今回大きな損失が生じた部門が、投資銀行部門やリテール部門であることを考えれば、こうした部門構成の違いが損失額の違いとなって現われても不思議ではない。欧米銀でも、投資銀行ビジネスやリテールの比率が以前から高かったわけではなく、こうしたビジネス比率の高まりは 90 年代以降にみられた現象である。この背景には、リスク対比のリターンでは、従来のホールセール・ビジネスと比べて、投資銀行ビジネスやリテールの方が高いことが挙げられる。

図表 7 各国の金融機関における部門毎の収益割合

Business Line Gross Income as a Percent of Consolidated Gross Income (Results Reported as Medians)	All Participants	Australia	Europe	Japan	North America	Brazil / India
Corporate Finance	2.1%	1.1%	3.0%	0.9%	4.2%	0.5%
Trading & Sales	7.7%	11.1%	11.4%	3.2%	4.8%	8.8%
Retail Banking	44.2%	51.3%	42.3%	20.3%	49.5%	38.4%
Commercial Banking	24.6%	17.2%	24.9%	54.0%	17.5%	21.0%
Payment & Settlement	2.1%	4.9%	0.7%	4.9%	1.1%	3.4%
Agency Services	1.1%	.	0.7%	2.5%	2.2%	1.3%
Asset Management	4.0%	.	3.4%	0.6%	4.0%	6.7%
Retail Brokerage	2.8%	na	2.3%	3.0%	4.7%	0.2%

Note 1. Cases where there are results from fewer than four banks are denoted by "." in the tables.

(出所) BCBS (2009d)、Summary Table I を転載

それでは、なぜ邦銀も、欧米銀と同じような流れに追随しなかったのか。一つには、邦銀の場合、90 年代の銀行危機の結果として、新規事業を展開するまでの資本力の準備がまだ整っていなかったという側面がある。また、欧米の場合、当局がむしろ金融機関のこうした新しいビジネス・モデルを経済成長の源泉として後押しした側面もある。もともとこれらと同時に、研究会では、新しいビジネスに係る「見えないリスク」に対する慎重な姿勢が、結果としてこうしたビジネスを大々的に展開することに対し二の足を踏ませた点が指摘された。すなわち、金融機関がテイクするリスクに関しては、可視、あるいは確率的な計測が可能な

リスクのほかに、確率的な計測が不可能なリスク（「ナイトの不確実性」と言われるもので、ここでは「見えないリスク」）が存在する。リスク計測の際のモデル・リスクもこの範疇に入るが、それ以外にも事前にリスク要因としてそもそも明示的に捉えられていないものもある。研究会では、欧米銀の場合、可視可能なリスクの管理は強く、この点での管理水準は邦銀を上回るものの、一方で可視不可能なリスクは一般に軽視される傾向にあったのではないかとの意見が出た。これに対し邦銀は、90年代の銀行危機の経験、さらには後述する監督当局の影響もあって、「見えないリスク」に対する潜在的警戒感が強く、リスク計測モデルの前提条件への違和感（例えば、近年の安定したパラメータに基づく信用リスク量<信頼水準：99%>は、わが国における銀行危機時に実際に経験した損失額を大幅に下回ることが多い）、或いはリスクの本源的所在が不明確な中では敢えてそうした商品・取引には手を出さないという風潮が強かった。

また、欧米の監督当局と比べ、日本の監督当局の金融機関の管理態勢整備に関する考え方にも特徴があった。その一つは、PDCA（Plan, Do, Check, Act）サイクル（フィードバック・プロセス）の重視である。日本流の特徴として、内部統制プロセスにおけるPDCAサイクルの重要性については、経済産業省によるリスク管理・内部統制に関する研究会が2003年に取り纏めた研究報告書（リスク管理・内部統制に関する研究会、2003）においても言及されている（図表8、図表9）。欧米当局の場合、既述のとおり、外部者（株主）による経営者に対する牽制の構図の確認を重視すると同時に、内部者による自己統制のプロセスを予め明確化し、あるべき姿を定めた上でこれへの適合をチェックするのが一般的だ。但し、前者は株主のリスク・アピタイトが監督当局のそれと大きく乖離している場合には意味をなさないし、後者も、予め明示された自己統制プロセスのチェックに止まっている限り、実際に同プロセス自体に問題が生じた際の対応の確認（同プロセスのワーカビリティの確認）には限界がある。さらに、内部統制でも、フロントの現場を、独立性を持った第三者（リスク管理部署）が牽制する「対立の構図」を重視するが、このプロセスでは、フロント内部における自己規律は重視されない。

上記で示したプロセスは、金融機関毎の状況を把握した対応が求められるという意味で、監督当局にとっては、非常に多くの時間と労力、さらには経営管理に対するより高い水準の知識・経験が求められる。さらに金融機関側の視点に立てば、フロント部署でさえ常に自己抑制しつつ取引を行うこととなり、「非常に商売がやりにくい」状態となってしまう。その一方で、「見えないリスク」を金融機関自らが探り出し、これへの対策を打ち出すプロセスの確立を強く求める点で、金融機関の見えないリスクへの対応を一層強く後押しするものだと考えられる。また監督当局自体が、欧米対比で見て、見えないリスクに対し慎重に臨んできた痕跡もある。

例えば、バーゼル II におけるファンドの取り扱いでも、日本は内部格付手法、及び標準的手法ともに、ルックスルー（ファンド内の個別の資産毎にリスクアセットを算出し、これを合計する扱い）を原則とし、ルックスルーが可能でない場合にのみ、ファンドの運用基準をベースとした算出方法等を適用することが許されている。これに対し欧州は、標準的手法では、外部格付に応じたリスク・ウェイト、或いはルックスルー、内部格付手法では、ルックスルー或いは株式の簡易手法を適用することが可能となっており、一番厳密なルックスルーが可能な場合でも、これを選択しないオプションが残されている等、日本対比でやや甘い扱いとなっている。米国も欧州ほどではないにしても、ルックスルーを最優先するというヒエラルキー構造が日本ほど明確ではない。仮に、欧米においても、日本同様に金融機関に対し徹底的なルックスルーを求めていけば、例えば SIV（Structured Investment Vehicle）等が会計基準上の結合の対象から外れたとしても、金融機関はリスクそのものを認識しなければならないので、そのリスク・テイクに際しても、もう少し慎重な対応が期待できたのかもしれない。

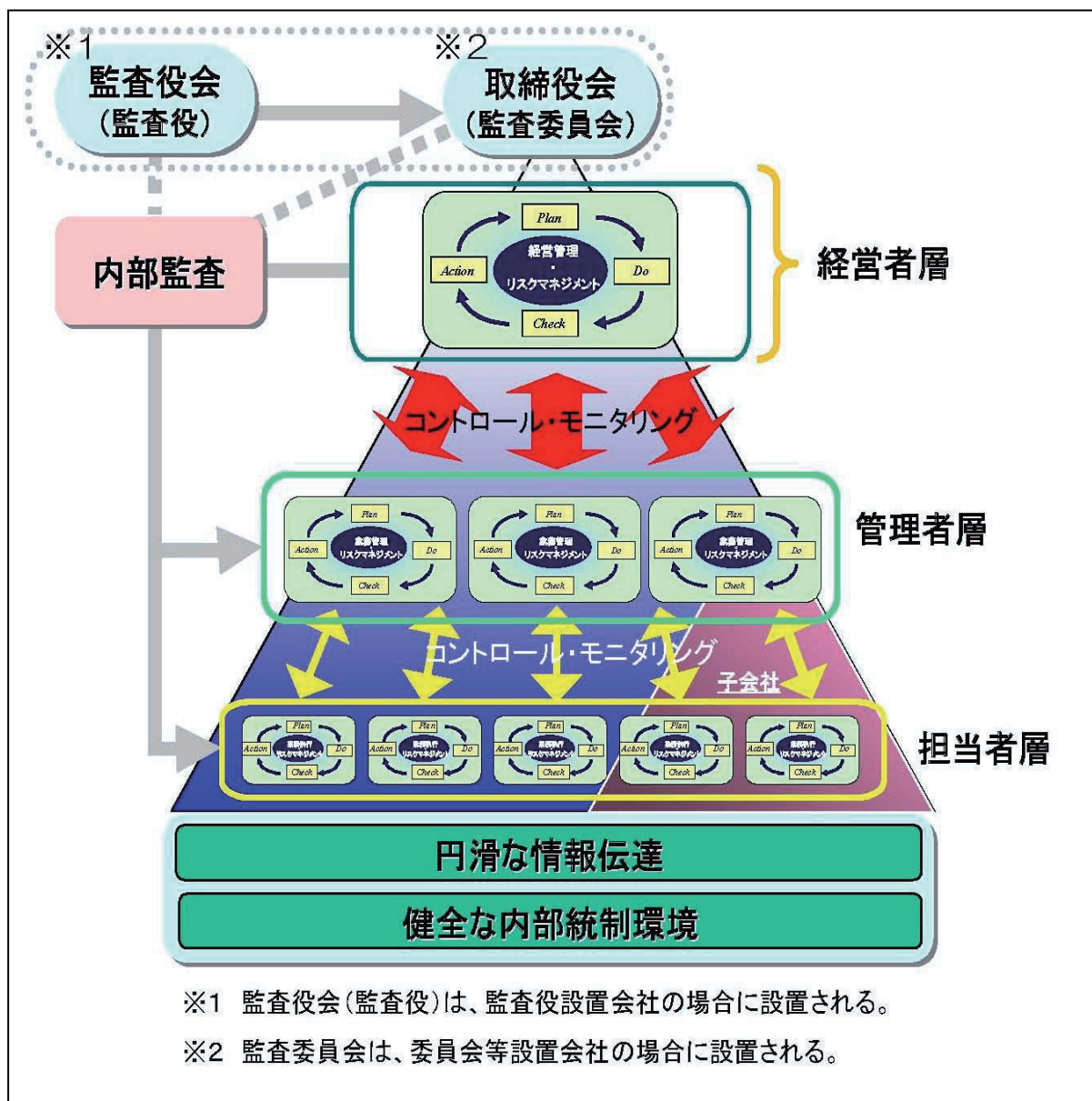
このような欧米銀と邦銀の、ガバナンス環境を巡る大きな違いは、実は最近バーゼル銀行監督委員会から公表されたオペレーショナル・リスクに関する損失データ収集プロジェクトの結果（“Results from the 2008 Loss Data Collection Exercise for Operational Risk”、BCBS、2009d）にも如実に示されている。例えば、主要行のオペリスク損失額（資本をベースにスケールリング）を見ると（図表 10）、邦銀は欧米銀のそれに比べ桁以上小さい結果になっている。上記は基本的にはオペレーショナル・リスク損失に限ったデータであり、その限界には十分留意する必要があるが、明らかに個別ビジネス判断のプロセス管理に関する考え方に大きな違いがあることを物語っている。

図表 8 リスク管理・内部統制に関する研究会による報告書概要

報告書の目的
企業を取り巻くリスクに対応し、企業価値を維持・向上する観点からはリスク・マネジメントと内部統制は多くの共通する部分を有しており、両者を一体として捉え、機能することが必要となっている。このような背景から、企業が自らの価値を維持・増大するためのリスク・マネジメントと内部統制に関する指針を提供することを目的としている。
報告書における主な考え方
内部統制の構成は、企業全体で共有され、企業構成員が業務執行する際には「健全な内部統制環境」および「円滑な情報伝達」が基盤となる。このような内部統制の基盤の中で、経営管理プロセスおよび事業活動に組み込まれた形で、経営者層、管理者層、担当者層の各階層で個別に PDCA サイクルを実施し、かつ各階層でコントロールとモニタリングを行う。その上で、このような統制機能全般を独立して監査するための監視機能（内部監査）を構築することが必要となる。

（出所） リスク管理・内部統制に関する研究会(2003)に基づき作成

図表9 リスク・マネジメントと一体になって機能する内部統制の全体図



(出所) リスク管理・内部統制に関する研究会(2003)、P.24、図表3を転載

図表 10 BCBS によるオペレーショナル・リスクに関する損失データ収集結果

Table ILD11 Annualised Loss Amount Normalised per €Billion of Assets, Tier 1 Capital, Gross Income and Operational Risk Capital (Results Reported as Medians)							
		Annualised Sum of Losses ≥ €20,000					
		All	Australia	Europe	Japan	North America	Brazil / India
Consolidated Assets	All	155,555	170,747	129,811	13,750	387,437	394,482
	AMA	196,655	230,369	186,528	25,242	504,497	
	Non-AMA	116,838	94,121	108,300	8,820	224,287	394,482
Consolidated Tier 1 Capital	All	2,932,878	3,882,245	3,375,191	291,174	5,498,439	5,422,736
	AMA	5,640,662	5,760,028	6,376,932	551,558	12,128,746	
	Non-AMA	1,968,878	2,016,744	1,968,878	141,086	4,704,457	5,422,736
Consolidated Gross Income	All	4,860,322	5,550,147	5,125,736	726,431	8,076,643	7,711,110
	AMA	7,584,901	7,291,251	8,139,055	1,584,286	12,235,052	
	Non-AMA	4,162,786	3,211,629	3,527,860	486,563	7,024,900	7,711,110
Reported Regulatory Operational Risk Capital	All	43,268,410	29,093,167	56,283,482	5,708,683	67,153,605	177,956,321
	AMA	63,408,911	84,100,786	84,049,051	18,896,063	73,898,537	
	Non-AMA	29,093,167	21,440,604	39,381,024	3,245,737	54,602,027	177,956,321

Note 1. All participants in Brazil / India are non-AMA.  
Note 2. All losses in the stable dataset.

(出所) BCBS (2009d)、Table ILD11 を転載

### (具体的対応策)

研究会は、上記に示したような、今次金融危機の背後にある（特に欧米の）金融機関のガバナンスを巡る環境の問題点を解決するためには、①金融機関経営に際して、監督当局のリスク許容度への期待が金融機関の意思決定に反映されるガバナンス体制を構築する、②こうした金融機関のガバナンス体制を適格に評価できるように監督者・検査官の質と数を充実させる、③より長いタイム・ホライズンに基づくリスク・テイクを促す報酬メカニズムを構築する、④ユーザーのニーズへの対応状況を分析する機関を設置する、等が必要だと考えた。具体的には、次のとおり。

なお、上記は監督当局のリスク許容度への期待が明確化されて初めて意味を持つが、この点に関しては、提言 13 で詳述する。

**提言 1. (後述する提言 13 で明確化される) 監督当局のリスク許容度への期待が、金融機関の意思決定に反映されるようなガバナンス体制を構築すべき**

**提言 1.1. 金融機関におけるリスク管理に係る PDCA の実践評価に重点を置いた監督を強**

## 化すべき

株主と監督当局のリスク・アピタイトが大きく乖離する中では、株主による経営者監視の強化のみでは、今次金融危機のようなストレス事象への対応という意味では十分ではない。したがって、株主による経営者への監督を重視するのみではなく、監督当局が直接的に、経営者のリスク・テイク行動に影響を及ぼすことが重要だと考える。

すなわち、監督当局は、金融機関監督に際し、金融機関におけるフィードバック手法（PDCA）を改めて重視する考えを取り込む必要がある。具体的には、監督当局が個別金融機関を監督する中で、PDCA（特に CA 部分）のプロセスが確立されているか否かを、責任者へのインタビュー等も含めながら確認することが重要である。既述のとおり、フィードバック手法に基づくリスク管理は、常に自らが十分把握していないリスクの存在を前提とした管理手法であり、例えて言うならば、「石橋を叩きながら渡る」手法だといえる。こうした考えは、監督当局の期待に合致しているほか、今次金融危機で顕現化した統計的なリスク計測手法（例えば VaR）に係る様々な問題にも対応するものである。

### 提言 1.2. 監督当局は、CRO、CEO のパフォーマンス評価に影響を与えるべき

金融機関の CRO、CEO のパフォーマンス評価に際し、監督当局の評価を一定程度反映させると同時に、CEO の評価に CRO の組織内の位置づけ（例えば、CRO の判断の独立性や、施策の実効性を担保するものとなっているか）や処遇を含むことで、組織内における CRO の位置づけも改善されることが期待される。

### 提言 2. 金融機関のガバナンス体制を適格に評価できる当局検査員の質と数の充実を図るべきであり、さらに監督当局の監督技法が絶えず改善されるよう、外部からの牽制を可能とする仕組みを導入すべき

提言 1 を実現するためには、既述のとおり、銀行検査に係わる当局スタッフの数・質の大幅な向上が欠かせない。金融機関が PDCA を適切に実行しているか否かを検査を通じて確認するためには、検査スタッフも当該金融機関業務に深く精通している必要がある。今次金融危機がこれだけ深刻化した背景には、金融機関のリスク管理の不十分性以上に、これを敢えて問い質し、是正してこなかった一部国における監督当局の検査スタッフの数・質の不十分性があるだろう。

一部の国では、金融機関がテイクしているリスクが、必ずしも当局検査スタッフによって十分理解されていない、さらには金融機関側からの十分な説明を受けていないにも関わらず、

こうしたリスクのテイクを問題視してこなかった事象が多かったとみられる。こうした問題を解決するためには、銀行業務の経験が長い、或いは検査業務を一定期間（少なくとも5年間程度）従事した経験のある検査スタッフを一定数揃えることが不可欠である。他方、複雑な金融工学を用いた商品等の検査を行なうために優秀な人材を一定数確保するためには当然それなりのコストを要するが、この部分は、対象業務における被検査金融機関に対し直接賦課することも考えられよう。

また監督当局による検査の質が決定的に重要である一方、これを外部の目から検証することがなかなか難しいことを考えれば、国際機関を介しながら、定期的に主要国の監督当局同士が相互に評価し合う体制を作ることも一案ではないかと考える。特に金融危機等で大きな問題が生じた国の監督当局と、同当局が属さない地域の監督当局が、問題から得た教訓や監督体制の改善状況に関し活発に意見交換を行うことが、金融機関監督に係るガバナンスを確立し、切磋琢磨しながら絶えずその質を改善していく上で重要である。

### **提言 3. 金融機関による過度のリスク・テイクを抑制するような報酬規制を導入するとともに、同要素を自己資本比率規制の中にも明示的に取り込むべき**

経営陣に対する報酬に関しては、より長いタイム・ホライズンに基づくリスク・テイクを促すという視点が必要である。そのため、足許の会計上の収益に強く左右されない（足許の実績が出来るだけ後年の長い期間に亘って、報酬として徐々に還元されるような）仕組みを導入すべきだと考える。なお、この点で重要なのは、一部の金融機関のみでこうした仕組みを導入しても、他の機関が抜け駆けできる限りにおいて、その効果は限定的だということである。したがって、こうした制度の導入は、規制・ルールによって全世界の金融業界全体に組み込まれなければならない。

また報酬水準に関しても、報酬のオプション性を仮定する限り、金融機関の過度のリスク・テイクを制限するためには、規制により一定の歯止めをかける必要がある。すなわち、稼得収益と報酬とを連動させる場合、マイナスの収益（つまり損失）に対してマイナスの報酬を与える枠組みは成り立ち得ないため、その意味で報酬にはオプション性（リスクを取るにつれ、報酬のボラティリティは増大するが、上方にのみ増大し、下方に伸びるわけではない）があり、結果的にはハイリスク・ハイリターンへの行動をとるインセンティブを与える。

報酬水準制限のメルクマールとしては、例えば、収益が長期的に安定している産業（一つの例として公益産業）における報酬水準（業界平均）を参考にするという方法があり得る。これは換言すれば、金融業のダイナミズムを制約にする形で、経営の長いタイム・ホライズンを確保することを意味する。少なくとも監督下にある金融業のダイナミズムと、今次金融

危機で発生したようなストレスを引き起こさないような経営とは、基本的にトレード・オフの関係にあるであろう。金融危機の再発を防ぐことを前提として、金融業のダイナミズムを制約する必要があると考えられる。

なお、こうした報酬水準は、例えば他産業に対する比率の絶対値をもって規制するのではなく、自己資本比率規制の所要自己資本を決める要素（或いは許容業務範囲を決める要素）として取り込む方が望ましい。絶対額に対する規制自体は、金融業を取り巻く環境が大きく変化する中で早期に陳腐化する可能性が高く、現実的とはいえない。一方、自己資本比率規制等に取り込む場合は、例えば、役員報酬の高さを示すインディケータに応じて、当局が金融機関に求める自己資本のバッファ水準（最低所要自己資本に加えて、主に第二の柱の下で積むことが求められる自己資本）も可変化することが考えられる。

#### **提言 4. ユーザーのニーズへの金融機関の対応状況を分析する機能を担う組織を明確化すべき**

なお、提言 3 で示したように、金融業の過剰なダイナミズム（収益向上を主なインセンティブとしたユーザー・ニーズへの対応）をある程度制約する場合でも、企業や個人のニーズに十分応えられないような経営が金融機関によってなされるようでは困る。そのため、例えば、ユーザーのニーズや満足度等を数値化して常に示すような機能を、既存の何れかの機関が担うことが考えられる。すなわち、ユーザーのニーズや満足度の透明性が増すことで、金融機関がユーザーという最も重要なステークホルダーの一つに対し、どの程度の貢献が出来ているのか、或いはユーザーのニーズと金融機関のサービス供給能力の間にどの程度のギャップが存在するのか、さらには同ギャップの縮小が果たして可能なのかを検証することが容易となる。

具体的には、業務タイプやユーザー・タイプ毎に、金融業に求めるサービスと現実のサービス間のギャップの確認、及び個別金融機関毎のベンチマーク分析を行った上で、ギャップに関する個別金融機関間のバラつきとその背景、等を定期的に示すことが考えられる。

なお、本調査の目的から、金融業のダイナミズムを抑える規制を導入している当局が実施主体となるべきだが、充足すべき国民ニーズを慎重に判定する必要があるため、有識者の意見を反映させるため、審議会等による実施も検討すべきだと考える。



## 5.2 金融危機予防に焦点を当てたマクロ・プルーデンス体制に関する提言

### (1) 従来

仮にマクロ・プルーデンス政策を、個別金融機関に対する監督や、金融機関に対する資本・流動性規制等を用いて、金融システム全体の安定性維持を図る政策だと捉えた場合、こうした政策は、どちらかというミクロ的視点（個別金融機関のソルベンシーの問題が結果的にマクロでみた金融システムの不安定化に繋がるという視点）では銀行監督当局が、マクロ的視点（マクロ経済や金融市場の状況が、金融システム不安を導く＜或いは、その兆候を反映する＞との視点）では中央銀行が主に担ってきたと考えられる。

もつとも、両視点に基づくマクロ・プルーデンス政策が体系的になされてきたわけではないというのが、研究会の考えである。例えば、何れの主要国の監督当局をみても、上記のミクロ的視点に関し、個別金融機関の問題がマクロの問題にどのように跳ね返るのか、或いはマクロの問題が個別金融機関へどのような波及効果を招くのか等に関し、十分分析され、その結果が政策に反映されていたとは言いがたい。同様に、中央銀行が主に有するマクロの視点についても、（情報に対するアクセス制限等もあって）個別金融機関のソルベンシーの情報や金融機関行動のパターンが十分分析されないまま、マクロの計数のみを用いて、どちらかという「金融政策の補助」的位置づけの分析が行われることが多かった。さらに、銀行監督当局と中央銀行間のこの分野における協力体制も、多くの国において、必ずしも十分ではなかったことが指摘されている（例えば、House of Commons Treasury Committee (2008), “The run on the Rock” volume 1 参照）。また一部の中央銀行は、銀行監督当局を兼ねているものの、この場合でも、金融政策部署と、プルーデンス政策部署の連携は、今次金融危機の結果をみる限り、必ずしも十分ではなかった可能性が考えられる。

マクロ・プルーデンス政策の難しいところは、その目的や政策手段、政策実行主体等に関し、必ずしも厳密な意味での国民的なコンセンサスが形成されていない点だといえる。これが個別金融機関に対する監督や、金融政策と比べ、大きく異なる点である。政策目的に関しては、「金融システムの安定性維持」という点では一致しても、例えば、この金融システムに含まれるのは銀行のみなのか、或いはノンバンク等も広く含まれるのかで、その政策的意味合いは大きく異なる。また「金融システムの安定性維持」に関しても、「安定性」を代表する客観的な指標がない中では、その具体的な定義は難しい。特に、景気と同じように、金融システムの安定性の度合いが一定のサイクルに従うと考えた場合、それがどのようなサイクルかによって、金融システムの安定性維持の定義は大きく異なり得る。それが景気サイクルと同じということであれば、比較的頻繁に「金融システムの安定性が脅かされる事態」が発生することとなり、一方でより深刻な問題を想定するのならば、対処すべき危機は、正に「前

の危機を忘れた頃」にやって来る程度かもしれない。

また、(マイクロ・プルーデンス政策の対象である) 個別金融機関の経営の安定性と、(マクロ・プルーデンス政策の対象である) 金融システム全体の安定性を切り分けて考えることも重要だといえる。この点例えば、金融システム参加者の行動の多様性を維持することが金融システムの安定に繋がると考えれば、マイクロ・レベルで一律規制を掛けることが、却ってシステム全体の不安定を増す可能性がある点には留意する必要がある。

政策手段に関しても、現状「マクロ・プルーデンス政策手段」として明確なものがあるわけではない。強いて言えば、銀行監督当局が有する個別金融機関に対する監督や自己資本比率規制、そして中央銀行が有する金融政策等を用いながら、適宜対処するということになる。なお、金融機関運営を巡るサイクルの局面に応じた対応という意味では、金融政策は通常サイクルの緩和に寄与するものと考えられる。しかし、既述のとおり、金融政策が対象とするサイクルとマクロ・プルーデンス政策が対象とするサイクルが異なることも考えられる。今次金融危機の要因に関しても、景気サイクルの平準化に重点を置きすぎたために、却って金融システムの安定に係るサイクルの振幅を大きくしてしまったとの議論も聞かれるところである。なお、多くの中央銀行は最近、金融政策遂行とは異なる視点から、金融システムの安定性の評価に主眼を置いた分析レポート(通常 FSR<Financial Stability Review>と呼ばれるもの)を定期的に対外公表しており、こうした市場・民間経済とのコミュニケーションを通じた問題意識の喚起も、一つのマクロ・プルーデンス手段として位置づけることが出来る。

以上の中央銀行が有する政策手段に対し、時々の情勢に応じた監督上の措置や検査上の対応は、(マクロというよりマイクロに焦点を当てた上で) 金融機関における問題発生に対し事後的に厳しく対処する傾向が強く、どちらかというバックワード・ルッキング(つまりプロシクリカル)となる。同様に、自己資本比率規制等も、リスクアセットの評価がどうしてもバックワード・ルッキングとなり、この点でプロシクリカルな側面を有している。したがって、個別金融機関の経営に焦点を当てた手段は、金融システムの安定性が直面するサイクルを平準化させるという意味でみた場合、マクロ・プルーデンス政策手段とはなり得ていないかもしれない。なお、今次金融危機のように、マクロ経済へのネガティブな影響を懸念して、危機に際して政策の適用を緩和する(例えば、銀行等の自己資本比率規制の一部弾力化)ことも、サイクルの平準化という視点からは、一つのマクロ・プルーデンス政策だと考えられる。

最後に政策担当主体であるが、銀行監督当局、あるいは中央銀行が考えられる。もっとも、銀行監督当局の場合であれば、金融危機の予防に焦点を当てた政策と金融危機の克服に焦点

を当てた政策を同一主体が担うことに伴うコンフリクト（例えば、大きな金融システム上の問題が発生した場合でも、同問題への早期対処に財政上の大きなコストが伴う場合は、どうしても同問題への対処の先送りを志向しがちになる）にどう対処するかという問題がある。同時に、金融危機への対応は財政上の措置を伴うため、その判断は否応無く政治的プロセスに晒される一方で、金融危機を予防する政策に関しては、本来、金融政策と同様に、時々の政治・政府からは独立した判断が求められるため、この二つを一つの主体が実行できるのかという問題も生じる。また中央銀行の場合であれば、金融政策とマクロ・プルーデンス政策間のコンフリクトにどう対処するかが問題となる。

## (2) 昨今の議論・対応

以下では、金融危機を未然に予防するための手当として期待される、①プロシクリカリティの緩和、及び②マクロ・プルーデンス監視体制（金融システム全体の健全性監視体制）の強化、の2点に関し、その主な議論・対応を紹介する。

### （プロシクリカリティの緩和）

今次金融危機では、世界的金融不安の広がりが実体経済を下押しするなかで、先進各国でプロシクリカリティへの関心が強まっていった。その結果、2008年11月に開催された第1回G20金融・世界経済サミット（ワシントン・サミット）では、各国監督当局及び国際機関に対して、プロシクリカリティ緩和のための提言を行うべきである、と言及がなされている。具体的には、景気サイクルに対応した可変型自己資本比率規制（好況期に最低所要自己資本比率を超えた自己資本バッファの積み立てを金融機関に求める一方、不況期には取り崩しを可能にするというもの）の導入や、監督当局によるストレス・テストに基づく自己資本バッファの十分性検証の枠組み等が、FSBやBCBSの場で議論されている。

また、プロシクリカリティの緩和という観点から、“ダイナミック・プロビジョニング（Dynamic Provisioning）”と呼ばれる会計上の引当制度の採用も検討の遡上に上っている。既にスペインで採用されているもので、好況期に一般貸倒引当金を余分に積む一方、不況期には余剰引当金を取り崩す仕組みを指す。具体的には、統計的に算出される期待損失（Expected Loss）が実際の貸倒引当金を上回る場合（好況期）にはその差額を引当計上し、期待損失が実際の貸倒引当金を下回る場合（不況期）には、その取り崩しを認めるものだ。但し、期待損失ベースでの引当が会計制度と不整合である点が実務上の問題点として指摘されている。

以上の議論等を踏まえ、2009 年末までにバーゼル銀行監督委員会により、プロシクリカリティ緩和のための具体的提言が公表される予定である。

### (マクロ・プルーデンス監視体制の強化)

以下では、金融システム全体を監視する、マクロ・プルーデンス体制の強化に関し、2009 年 2 月 25 日に公表された、欧州委員会からの委嘱に伴うド・ラロジエール氏（元フランス中央銀行総裁）を委員長とする欧州金融界トップリーダーによる金融規制改革案ド・ラロジエール・レポート（European Commission、2009）の提言を簡単に紹介する。

(ド・ラロジエール・レポートの主な提言内容)

- 欧州全体に対するマクロ・プルーデンス監視組織として、「欧州システミック・リスク・カOUNシルーThe European Systemic Risk Council(ESRC)」を創設する。
- ESRC は、欧州中央銀行（ECB）の総裁を長とし、構成員は欧州中央銀行（EUB）の役員、欧州銀行監督機構（EBA）、欧州保険監督機構（EIA）及び欧州証券監督機構（ESA）の各委員長と、欧州委員会の委員会代表とする。
- ESRC は、金融安定性に関する全ての情報（すなわち、マクロ経済の状態および全ての金融セクターにおけるマクロ・プルーデンスに関連する出来事）を収集し、分析する。
- ESRC は、マクロ・プルーデンス警戒業務を優先し、警告を発すべきである。警告発令後は強制的にフォローアップを行い、必要に応じて法的権限を持った関連当局が行動すべきである。
- もしもリスクが重大なもので EU の金融部門或いは経済全体に影響を与える可能性がある場合は、ESRC は EU 経済金融委員会（EFC）委員長に通報する。EFC は欧州委員会との共同作業によってリスクに効果的に対応できる戦略を実行する。
- もしもリスクがグローバルな通貨・金融システムの機能障害に繋がると認められる場合は、国際通貨基金（IMF）、金融安定化フォーラム（FSF）、国際決済銀行（BIS）に通報する。
- ESRC は、もしもリスク警告に対する一国の監督当局の対応が不十分であると判断した場合は、当該監督当局と協議した後、当該監督当局に対して更なる行動を取る目的で EFC 委員長に通報する。

### (3) あるべき対応策——提言

今次金融危機の背景にある要因として、研究会が、ガバナンスを巡る環境の次に重要だと

考えたのが、金融バブルの発生を許したマクロ経済政策運営である。こうした金融バブルがマクロ的事象として発生する中で、いくら個別金融機関にリスク管理の重要性を訴えたとしても、個別企業の努力のみでバブルの発生やその崩壊を防ぐことは難しい。

その一方で、既述の通り、金融システムの安定性に係る信用サイクルの平準化を目的とするマクロ・プルーデンス政策のスコープや担い手が明確化されない中では、徒に個別当局の責任を追求することも無意味である。重要な点は、今次危機を契機に、金融バブルの発生を防ぐために、「誰が何を担うのか」を明確化することである。

### (具体的対応策)

**提言 5. 規制当局と中央銀行は、実効性のあるマクロ・プルーデンス政策を実行するために、両者間の協調・対話を今後一層強化すべき**

**提言 5.1 10～20年に一度程度の頻度で発生する大規模金融危機を念頭に置きつつ、これを事前に回避することを明示的にマクロ・プルーデンス政策の目的とすべき**

**提言 5.2 政策手段としては、金融機関が想定すべきマクロ・ストレス・シナリオを、それぞれの信用サイクルの局面ごとに定め、これに基づく所要自己資本を金融機関に対し求めるべき**

研究会が考えた、マクロ・プルーデンス政策に関する目的・スコープ、政策手段、政策実行主体の具体的な内容は次のとおりである。

### 目的

金融システムの安定性を脅かすような金融バブルの発生を事前に緩和する（金融バブルが従うと考えられるサイクルを平準化する）ことで、金融システム危機の発生を回避することを目的とする。なお、ここでは金融バブルを、長期に亘る金融緩和や将来経済への過度なユーフォリアを背景に、ファンダメンタルズの視点からは長期的に持続不可能なキャッシュ・フロー等を前提に成立している金融資産価格だと定義する。

ここで想定している金融システム危機とは、具体的には、金融システム全体が、自己資本不足、流動性枯渇等で正常に機能し難くなる状況で、典型的には大手金融機関（システム的に重要なノンバンクを含む）の一部が破綻の危機に瀕すると同時に、こうした事象が他の金融機関の経営、ひいてはマクロ経済全体の資金仲介活動に影響を及ぼす状況を指す。頻度

としては、過去の大きな危機の記憶が風化する 10～20 年に一度程度発生する金融システム危機を想定するのが適当だと思われる。

## スコープ

金融危機の兆候をモニタリングし政策を適用する対象は、単に銀行に止まるのではなく、証券会社や保険会社、さらにはファンド等のノンバンクを含む、広義金融機関とすべきである。基本的には、金融システムの安定に大きな影響を及ぼすと考えられる重要な機関（俗に TBTF<=Too Big To Fail>と考えられる先）がその対象となる。

## 政策手段

本来的には、金融バブルの兆候を示す指標を明示的に定めた上で、同指標の動きに対応する形で、金融機関のリスク・テイク行動に影響を及ぼす政策を実行する必要がある。金融バブルの兆候を示す指標に関しては、現在多くの候補が議論されており、今の段階でこれを絞り込む必要はないが、例えば過去の国際通貨基金 (IMF) の Global Financial Stability Review (GFSR)、イングランド銀行 (BOE) の Financial Stability Review (FSR) 等をもみても、今次金融危機に至るまでの信用市場の状況（要はリスクに対する市場の過小評価）が異常であったことは、今次金融危機の前からよく認識されており、少なくとも異常を感知するインディケータ自体が見当たらないわけではない。選択肢が少ないという意味でより難しいのは、どちらかという、こうした異常を感じた時点で、これを是正する政策手段の方である。

金融機関のリスク・テイク行動に影響を与える政策手段の一例としては、現在国際的にも広く議論されている、可変的自己資本比率政策が挙げられる。これは、信用サイクルの局面に応じて所要自己資本の水準を変える考え方で、例えばバブルが急速に拡大しているような局面では、より高い所要自己資本を金融機関に求めるものだ。研究会も基本的には、こうした政策が必要であることには同意する一方、技術的な細部（例えば、目標変数に基づいて、どのような微調整を行うべきなのか）を今の段階で決めることには、目的変数と操作変数に係る情報がまだ蓄積されない中で意見が一致しない点多かった。もともと、後述するように、常に大きなストレス事象が生じ得ることを前提に、これに対応した過大な自己資本を金融機関に求めることも、マクロ経済に大きな弊害をもたらす。また、危機が訪れる度にアドホックな形で規制を緩和することも、規制の体系そのものに弊害をもたらし得る。したがって、現時点では、以下のような幅を持った緩やかな政策対応を行うべきではないかと考えた。

- ・ 所要自己資本は、現状のバーゼル II 上の最低所要自己資本（リスクアセットの 8%）を下限とする。その上で、信用サイクルの局面に応じて、追加的バッファを、当局

はバーゼルⅡの第二の柱の中で金融機関に対し求めることとする。

- 追加的バッファの規模は、当局が示すマクロ・ストレス・シナリオの帰結（後述参照）に対応するものとする。例えば当局が、足許のリスク計測が、過去の過度に緩みすぎた信用リスク評価環境の影響を引き摺っており、結果的にリスクが過小評価されていると判断した場合は、こうした過小評価を修正するようなマクロ・ストレス・シナリオを導入し、これに基づき追加的バッファを求める。
- 上記追加的バッファは、飽くまでも各金融機関が達成すべき努力目標として位置づける。また金融機関による機動的な対応が可能となるよう、コア Tier 1 が最低水準を維持している限り、調達自己資本の内容は問わないこととする。
- 政策の適用対象は、システム的に重要な金融機関とする。
- なお、金融危機が深刻化した際の政策緩和措置としては、所要自己資本の下限（自己資本比率 8%）に伴う制約を考慮した上で、全ての金融機関の資本調達に対し一定程度の政府保証を無条件で付すこととする。

## 政策実行主体

研究会では、様々なコンフリクトの可能性を考慮すれば、単独の機関がマクロ・プルーデンス政策の実行を担うのではなく、規制当局と中央銀行が共同で、金融システムの安定度をマクロ的視点からモニタリングすると同時に、同安定を脅かす事態に対しては予防的に行動することが出来るよう、両者間の協調・対話を今後一層強化すべきとの結論に達した。また、これら当局のマクロ・プルーデンス政策に係る判断は、利益相反を防ぐ目的から、金融機関の破綻処理、金融政策運営、さらに政治的影響からは独立に行われるべきであり、これらを強く意識した運営が行われるべきだと考える。

金融システムの安定を脅かす事態を事前に察知するためには、これらの当局は、金融機関経営やリスク管理に通じると同時に、マクロ経済のメカニズムも理解したスタッフにより支えられた、強力なマクロ・プルーデンス調査能力を有すべきであろう。また想定すべき金融危機のイメージを明確化し、マクロ・プルーデンス政策の遂行プロセスを透明化するために、可変型所要自己資本の一つのベンチマークとなるマクロ・ストレス・シナリオに関して広く、金融機関と議論すると同時に、その結果は、対外公表できるものであることが望ましいと考える。

## 5.3 個別金融機関のリスク管理の問題とその対策に関する提言

### (1) 従来

従来、個別金融機関のリスク管理において、典型的に用いられてきた手法を簡単にまとめると次のようになる（なお、流動性リスク管理に関しては、6.2を参照）。

- ・ リスクのスコープ：市場リスク、信用リスク、オペレーショナル・リスク、（邦銀であれば）政策株に係るリスク、流動性リスク、戦略リスク、コンプライアンス・リスク等。
- ・ リスク計測手法：リスク要因に係るデータが入手可能な場合は VaR、データが入手不可能な場合、あるいは VaR の限界を補完する手段としてはストレス・テスト、または CSA 等を通じたスコアリング等。なお、リスク計測に際しては、例えば VaR の場合であれば、予め各組織が望ましいと考える信頼水準（或いはリスク・アピタイト）を設定する必要がある。
- ・ リスク管理手法：ストレス・テストを通じた管理、あるいは上記手法で計測されたリスク量の一定限度額（基本的にはリスク・アピタイトから導き出されるもので、通常は「経済資本」の配賦を通じて決定される）内への制御、CSA やその他の定性的手法による管理。
- ・ リスク計測結果の活用：合算されたリスク量と保有自己資本を比較することによる自己資本充実度の確認、リスク・リターン指標の導出により資本効率性の確認及び同結果に基づく新たな経済資本配賦の決定。

上記のリスク管理の特徴点を幾つか挙げると次のとおり。

- ・ （損失の原因というよりは）取引業務や取扱い部署等をベースに損失に係るリスクは分類される傾向にあり、さらにその管理もリスク・カテゴリー毎に分かれる傾向が強い。
- ・ リスク量計量化の歴史は、市場、信用、オペの順に古く、その順番に、計量化されたリスクに対するリスク管理の依存する度合いは高い（逆の順番で、定性的手法＜CSA、スコアカード、或いはエキスパート・ジャッジメントに基づく管理等＞への依存度が高い）。
- ・ リスク計量化に際しての信頼水準（リスク・アピタイト）は、内生的（経営の自主的判断）というよりは、外生的（規制、当局の意向、横並び意識、現在の自己資本水準等）に決められる傾向がある。
- ・ リスク計量化で大きな役割を果たす VaR は、使用されたデータの観測期間で生じた不確実性のみが考慮されるため、一般に短期的視点からの不確実性管理に長ける一方、



データの観測期間を超えるような長期的視点からの不確実性管理には向かない。但し、後者が明示的に意識されていないケースも多い。

- ・ ストレス・テストは、経済資本制度および自己資本充実度評価の手段としての活用は限定的である。前述の VaR の限界を補完する手段として、観測期間に含まれていない過去の大きな変動を用いるヒストリカル・シナリオや、正規分布の仮定を超えるパラメータの大幅な変動をシナリオとするストレス・テストは、業界で一般的に実施されている。しかしながら、保守的で蓋然性のあるフォワード・ルッキングなシナリオを策定し、リスクの特定、評価、コントロールの手段として明示的に用いられているケースはまれである。
- ・ 企業全体のリスクを表現するに際しては、個別カテゴリー毎に計測したリスクを単純に合算（或いは部分的に相関を考慮して合算）する傾向にある。また、リスク間の関係は、トップダウン的（リスク・シナリオに基づく、様々なリスク要因への波及の特定化）というよりはボトムアップ的（予め決められたリスク要因間の相関の推計）手法で決められる傾向がある。
- ・ 計測されたリスク量（経済資本）が示す資本の効率性がどの程度経営に活用されるかは、同計測の精度や、他の要因の重要性に係る判断等から強い影響を受ける傾向があり、その程度は金融機関間でも大きく異なる。

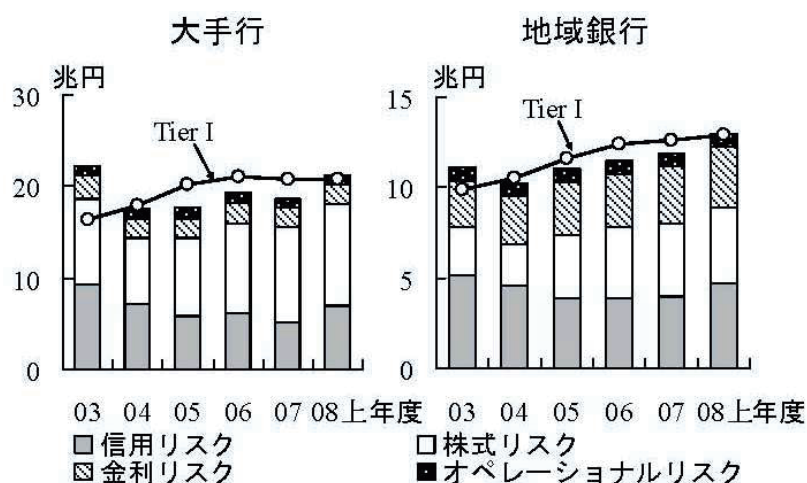
なお、政策株の保有は、（ドイツ等の）一部の例外を除きわが国金融機関特有のものであるが、この政策株に係るリスク管理に関しては、次のような特徴を指摘できる。

- ・ 政策株のリスクも、通常は他のリスクの計測手法と同じもの（VaR）が用いられている。なお、保有期間については、以前は比較的短期を設定するケースも多かったが、最近では、長期保有と政策株の保有方針を反映させる形で、長期に設定するケースが多い。
- ・ 経済資本運営上、政策株に係るリスクの比重は、特に大手行の場合非常に大きく、保有残高が大きく減少した最近時でも、全体のリスクの半分以上を占める（図表 11）。
- ・ なお、バーゼル II 規制上は、グランドファザリングにより、公表時点から 10 年間は、公表時点以前に取得したものについて、標準的手法を用いて所要自己資本を算出する扱い（リスク・ウェイト 100%）が認められている。なお、新規取得分や公表時点から 10 年以上が経過すれば保有株式全てについて、①PD、LGD（=90%）を用い IRB のリスク・ウェイト関数に基づき算出、②簡便手法により算出、上場株式：リスク・ウェイト 300%、非上場株式：リスク・ウェイト 400%、③VaR（信頼水準：99%、保有期間：3 ヶ月）、のいずれかを選択することになるが、金融機関の保有する太宗の部分で、経済資本上のリスクに比べれば小さいものとなる。
- ・ わが国における銀行危機時に、政策株リスクの大きさが金融機関によく認識されたこ

ともあり、当時と比べれば、例えば大手行の政策株残高は、半分程度にまで減少した（図表 12）。もっとも、近年では、株価が堅調であったことも影響して、政策株保有残高は横ばいの状態が続いていた。

- ・ 長期的な顧客取引の構築という政策株保有の目的と、資産の価格変動リスクの大きさのギャップに対し、どのような姿勢で臨むべきなのかは、特に資本の十分性の確保を重視した経済資本運営を開始して以来、常にリスク管理関係者の悩みの種となってきた。因みに、政策株に対するヘッジは、会計上のヘッジ要件が難しい、ヘッジ・コストが高い等の理由により、広範には活用されていない。
- ・ なお、マクロ的な視点に立つ場合、政策株保有を通じて、わが国の場合今でも金融機関が最大のリスク・キャピタル供給の担い手となっており、仮に金融機関による政策株保有を難しくした場合、代わりにいかなる主体がこうしたキャピタルを供給するのかという問題も生じる。

図表 11 邦銀における各種リスク量と Tier1 資本について

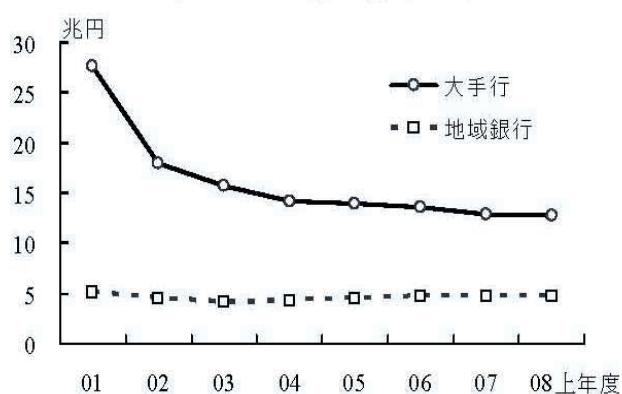


注) 日本銀行試算値。金利リスクの算出方法は、後掲図表 3-13 に同じ。株式リスク（株価変動リスク量）は、リスクファクター：TOPIX 総合、信頼水準：99%、保有期間：1 年として算出。信用リスクは、バーゼル II のリスクウエイト関数の考え方を踏まえて算定した最大損失額（EL+UL）から、期待損失額（EL）を差引いて算出（信頼水準 99%）。その際、デフォルトの定義は要管理先以下とした（貸出条件緩和債権の要件見直しは考慮していない）。オペレーショナルリスクは、バーゼル II 基礎的指標手法の考え方にに基づき、業務粗利益の 15%とした。

(出所)日本銀行（2009a）、P.30、図表 3-1 を転載

(注) 上記の金利リスクは、各年限の市場金利が 100 ベーシスポイント分パラレルに上昇することを想定してリスク量を算出したもの（日本銀行、2009a、P.37、図表 3-13）

図表 12 邦銀における株式保有残高について



注) 取得価額。

(出所) 日本銀行 (2009a)、P.16、図表 1-31 を転載

## (2) 昨今の議論・対応

金融危機後に、監督当局が集まる国際機関や、各国監督当局が公表してきたレポート（例えば、SSG レポート<SSG、2008>、FSF レポート<FSF、2008>、BCBS<流動性リスク管理、ストレス・テスト、バーゼル II の枠組み強化に係るレポート、BCBS、2008c、2009a、2009b>）、UKFSA（ストレス・テストや流動性リスク管理に係るガイドライン、ターナー・レビュー、FSA、2008a、2008b、2009a）、リスク集中に関する JF レポート(JF、2008)、流動性リスク管理に関する日銀レポート（日本銀行、2009b）は、主に以下のようなリスク管理を問題視した上で、その改善を求めている。

- ・ 経営陣のリスク管理への不十分な関与
- ・ 企業全体を見渡したトップダウン的リスク管理の欠如（縦割り型リスク管理の弊害）
- ・ VaR の限界に係る認識の欠如と不十分な対応策
- ・ 上記に係る補完を含めた、ストレス・テストの不十分な活用
- ・ 不十分な流動性リスク管理
- ・ 外部格付機関が付与した格付の安易な活用
- ・ リスク集中、レピュテーション・リスク、モデル・リスク等の不確実性に係わる不十分な認識

以下では、研究会において特に議論が集中したストレス・テストに関し、BCBS の「健全なストレス・テスト実務及びその監督のための諸原則」(“Principles for sound stress testing practice and supervision”, BCBS、2009a) が示した、個別金融機関に適用されるサウンド・

プラクティスの原則（日本銀行仮訳）を抜粋する。

図表 13 「健全なストレス・テスト実務及びその監督のための諸原則」

1. ストレス・テストは、銀行全体のガバナンス及びリスク管理文化の不可欠な一部を構成すべきである。ストレス・テストは、ストレス・テスト分析の結果が、取締役会及び上級管理職の戦略的な業務上の意思決定を含む、適切な経営レベルの意思決定に影響を与えるよう、行動に直結するようなものであるべきである。取締役会及び上級管理職のストレス・テスト・プログラムへの関与は、その効果的な実施のために不可欠である。
2. 銀行は、以下を満たすストレス・テスト・プログラムを実施すべきである。
  - － リスクの特定及び統制を促すものであること
  - － 他のリスク管理手法を補完するリスクの見通しを提供するものであること
  - － 資本及び流動性の管理を向上するものであること
  - － 銀行内外のコミュニケーションを強化するものであること
3. ストレス・テスト・プログラムは、組織内の各部門の見解を勘案すべきであり、また様々な視点及びテスト手法を含むべきである。
4. 銀行は、ストレス・テスト・プログラムを管理する明文化された方針及び手続を有するべきである。プログラムの実施は、適切に文書化されるべきである。
5. 銀行は、適切な細かい水準での様々なストレス・テストの実施及びその変更可能性に対応するため、十分な柔軟性を持った、適切で頑健なインフラを有するべきである。
6. 銀行は、定期的にストレス・テストの枠組みを維持、更新すべきである。ストレス・テスト・プログラムの有効性及びその主な構成要素の頑健性は、定期的に独立性をもって評価されるべきである。
7. ストレス・テストは、銀行横断的なレベルを含む、様々なリスク及び事業分野をカバーすべきである。銀行は、銀行全体のリスクの全体像を得るため、様々なストレス・テストの取組みを、意味のある形で、効果的に統合できるようにすべきである。
8. ストレス・テスト・プログラムは、フォワード・ルッキングなシナリオを含む様々なシナリオを含むべきであり、また、システム全体の相互作用やフィードバック効果を勘案することを目指すべきである。
9. ストレス・テストは、損失の規模や評判の喪失を通じて、最も大きな損害が出るであろうイベントを含む、様々な厳しさのものを取上げるべきである。ストレス・テスト・プログラムはまた、どのようなシナリオが銀行の存続可能性を脅かすか（リバーズ・ストレス・テスト）を特定し、それにより隠されたリスク及び様々なリスク間の相互作用を明らかにすべきである。
10. ストレス・テスト・プログラムの一部として、銀行は、資金調達市場及び資産市場に対する圧力の同時発生、ならびにエクスポージャーの価値評価に係る市場流動性低下の影響を勘案することを目指すべきである。
11. リスク削減手法の有効性は、組織的に検証されるべきである。

12. ストレス・テスト・プログラムは、明示的に、証券化エクスポージャーのような複雑且つテイラードな商品を対象に含めるべきである。証券化資産のストレス・テストでは、その裏付資産、システムティックな市場要素（マーケット・ファクター）に直面する程度、関連する契約事項及び契約に埋め込まれたトリガー条項、特に発行構造における劣後水準に関係している場合にはレバレッジの程度を勘案すべきである。
13. ストレス・テスト・プログラムは、パイプライン・リスク及びウェアハウジング・リスクをカバーすべきである。銀行は、証券化できる可能性にかかわらず、これらのエクスポージャーをストレス・テストの中を含めるべきである。
14. 銀行は、風評（レピュテーション）リスクの影響の捕捉に向け、ストレス・テスト手法を強化すべきである。銀行は、オフバランス導管体（SIV）やその他の関連する事業体に起因するリスクを、ストレス・テスト・プログラムに反映すべきである。
15. 銀行は、高いレバレッジのかかったカウンターパーティについて、その特定の資産分類又は市場変動に対する脆弱性の考慮、及びリスク削減手法に対する潜在的な誤方向（ウロング・ウェイ）リスクの評価において、ストレス・テスト手法を強化すべきである。

(出所)BCBS（2009a）の抜粋

また、研究会において、ストレス・テストと並び議論が集中した政策株に係るリスクの管理に関しては、金融審議会の作業部会において、景気後退時に保有株価が下がり、銀行の財務内容が悪化すると、貸出絞込みを通じて実体経済へも悪影響が及ぶことを理由に、「株式持合いについて、早急に禁止や保有制限をすべきとの意見が相次いだ」ことが報道されている（日本経済新聞 2009年6月11日）。なお、株価が大幅に下落した2008年には、政府（銀行等保有株式取得機構）、及び日本銀行による銀行保有株式の買取が開始された。

### (3) あるべき対応策——提言

今次金融危機で明らかになった、個別金融機関におけるリスク管理上の問題点を今後改善していくことは、新たな金融危機を防ぐ決定的な解にはならなくても、これを防ぐためのガバナンス環境やマクロ・プルーデンスを巡る当局の強いイニシアティブを強力に支えるものとなる。そうした意味で、既述のとおり、既に国際的な機関や内外当局が、リスク管理の改善に係る多くの報告書をまとめており、これらの提言は概ね適切な内容のリスク管理改善を提言していると考えられる。

以上の数ある問題の中で、研究会では特に、ストレス・テストのあり方と、日本的な問題である政策株のリスク管理のあり方に関し、集中的に議論を行った。

## (あるべきストレス・テストの姿)

**提言 6.** 個別金融機関におけるストレス・テストに関しては、シナリオ作成プロセスにおける経営の深い関与や、経営目線に近い自己資本の充実度の検証を重視すべき。また、リスク・シナリオの本源的要因に基づくアプローチやフォワード・ルッキング性を重視すると同時に、その伝播構造に関し多角的視点から明示的に捉えることが望ましい。マクロ・シナリオについては当局との理解の共有を進め、蓋然性の高い大きなストレス・シナリオに対しては、これに耐え得る資本を確保すべき

VaR の限界を補完するストレス・テストのあるべき姿としては、①ヒストリカル・データに引き摺られないフォワード・ルッキングなストレス・シナリオ、②特定のストレス水準を想定してからストレス・イベントを検討するリバース・ストレス・テスト、③複数年のタイム・ホライズンに跨るリスクの伝播構造の把握、④ストレス・テスト結果のリスク管理への活用、等が重要であるとの意見が多かった。但し一方で、実施に際する課題として、①ストレス・テストを行うにしてもシナリオの蓋然性をどのように判断するのか、②対象となるリスク・ドライバーをどのように選ぶべきなのか(分かりやすいものを選ぶだけで十分なのか)、③(例えばマクロ経済モデル以上の)実際の伝播構造の把握は可能なのか、等があることも確認された。

現時点における現実的な解として、各金融機関におけるストレス・テストの実行に際しては、以下の点を重視すべきとの声が多かった。

- ・ ストレス・シナリオ作成の過程では、経営陣は深く関与すべき。
- ・ ストレス・シナリオのストレス程度は、規制上の要件に加え、経営の目線に近い、経営の安定性や自己資本の充実度が脅かされるものとすべき。具体的には、利益の大幅減少(例えば、業務純利益が半減)や、損失・評価損の結果、自己資本が、安定した経営に求められる水準(例えば最低所要自己資本比率をある程度上回る水準)を下回るケースが考えられる。
- ・ 上記ストレス程度に該当するシナリオを作成するに際し、同シナリオの蓋然性に関しては、相当可能性が小さい(例えば、今後5年間から10年間の一経済変動サイクルにおいて「あり得ないとは言えない」程度)ものまで含めるべき(リバース・ストレス・テストの考え方)。その上で、その蓋然性の大きさに応じて、現実的な対応を示すべき。
- ・ ストレス・テストにおけるリスク・シナリオ作成に際しては、既存のリスク・カテゴリーに基づき、リスクのトリガーを考えるのではなく、例えばオペリスク管理における損失事象分類に用いられているような、本源的原因(root cause)のカテゴリーに

に基づき、そのトリガーを考慮することが望ましい（なお、全てのリスクをカバーするためには、当然ながら、オペリスク管理における損失事象分類のみでは十分ではない）。これにより、リスク・シナリオのトリガーに関し、適切なグラニュラリティを確保すると同時に、ストレス・シナリオの網羅性の確認も容易となる。

- 本源的原因である損失事象に基づき、様々な要因が、各金融機関が有する財務構造やリスク構造等にもたらす影響を分析し、こうした分析結果を踏まえて、損失や評価損等、自己資本の充実に直接影響を与える一次的リスク要因（金利、株価、為替、不動産価格、債務者の格付に影響を与える債務者財務指標、各種金融市場価格等）を特定化すべき。
- リスク・シナリオの作成に際しては、足許の経済・金融環境に着目した上で、以下に示す伝播構造から得られるフォワード・ルッキング性を重視すべき。
- リスクが顕現化した後の、一次的リスク要因への伝播メカニズムを出来るだけ多角的視点から明示的に捉えることが望ましい。例えば、わが国マクロ・地域経済（個人消費、設備投資、公共投資、輸出等）や様々な金融市場・資産価格（株・不動産等）への影響、海外経済や海外金融市場への影響、国内外間の資金フローへの影響等をマトリックス化した上で、一次的影響からのフィードバックも含め、伝播のメカニズムを一つ一つ確認すると同時に、確認の可否やその精度も記録することが重要である。これらにより伝播メカニズムの網羅性の確認も容易となる。
- 上記伝播メカニズムは、原因発生から少なくとも2年程度の期間に亘るダイナミズムを、例えば半期毎に捉えることが望ましい。
- 上記に示したストレス・テストを行うに当たり、インプット情報は正確で多い方が当然望ましいが、機動性や柔軟性とのトレード・オフも十分考慮すべき。長期的には、多くの正確な情報を機動的に用いることが出来る情報システムを構築することが望ましいが、こうした条件が揃う前の段階では、機動性や柔軟性をより重視した運営を行うべき。
- シナリオの蓋然性や客観性を検証する一つの手段としては、内外当局が想定しているマクロ・ストレス・シナリオを用いたベンチマーキングがある（なお、既述のとおり当局も、こうした民間金融機関によるベンチマーキングの可能性を強く意識したマクロ・ストレス・シナリオを作成すべき）。また、単にシナリオを参照するだけでなく、例えば当局と、シナリオ選定の方法論（ストレスの由来に関する着眼点や、波及メカニズム等）を共有することも重要である。なお、銀行間でストレス・シナリオが単一に収斂されすぎると、想定外のストレス事象に対するシステミックな脆弱性を強めることにもなるため、当局が金融機関に対し共通シナリオの想定を強制することは避けるべき。
- 金融機関は、蓋然性が相応に高いストレス・シナリオに最低限耐え得る自己資本を維持すべき。

## (政策株リスク管理のあり方)

政策株に関しては、少なくとも現行の会計制度が残る限りにおいては、これを所与とした上でのリスク管理のあり方を改めて考える必要がある。この点、政策株に係るリスクを金融機関がとり続けることは、現状の制度を所与とする限り、金融システムの健全性という視点から困難な点が多いという意見もあった。

他方、政策株保有を通じた邦銀によるリスク・キャピタルの供給や、企業の経営ガバナンス面での安定性の実現を肯定的に捉えるべきとの議論もあった。この場合、株価の変動が有するリスク自体の保有が目的ではないことから、例えば一般市場リスクに対するヘッジ手段を用いることで、政策株のリスクをイベント・リスク（市場に連動する一般市場リスクを除いたリスクで、当該企業の破綻や格付変更等、個別企業要因に由来するリスク）に限定する、或いは完全にニュートラル化する（ヘッジ手段の評価損益との通算で、株価の変化に伴う損益を出なくする）ことが望ましいが、現状はヘッジ手段の不足、ヘッジ会計の要件の厳しさから、機動的なヘッジが難しい状況にある。なお、会計上の問題からヘッジが難しいという問題は、単に政策株に止まらず、今次金融危機ではローンのヘッジ手段である CDS でも顕現化している。

### **提言 7. 金融機関の政策株保有に対しては、金融システムの健全性の観点から、その制限について当局が主導すべき**

永年の産業金融の担い手である銀行と業界の慣行の是正を自然の流れに期待することが難しいことを考えると、個別行の経営判断に任せるのではなく、当局において、金融システムの健全性の観点から、その保有の制限を検討する必要がある。また、その際には、今般の国際的な会計基準制度の見直しの議論も踏まえる必要がある。

### **提言 8. 同時に金融機関に対し政策株リスクのヘッジを容易化するような制度的手当ても行うべき。また政策株を買い取る取得機構においては、金融機関に代わる新たなリスク・キャピタルの担い手育成を念頭においた ETF の設計を考えるべき**

一方、規制上のヘッジ効果勘案（例えば、政策株に対するヘッジやローンに対するヘッジ）の要件を大幅に緩和すると同時に、同じような方針を会計サイドでも採用するように促すべき（なおこの場合、安易な「益出し」が出来ないような規制や、利益相反の防止を担保するような規制を新たに導入することも必要）という点でも、研究会の考えは一致した。また規制強化等により、金融機関に対し政策株の売却を迫る場合でも、同株の取り敢えずの保有主体を確保することが、金融システムの安定化に資するとの意見が多かった。この場合、例え



ば株式取得機構では、予めETFの組成（ひいては、同ETFの販売を通じたリスク・キャピタル供給の担い手の多様化）等が予定されており、このような出口を明確に定めた上で、金融機関に対し売却を促すことが望ましいという点で意見が一致した。

## 5.4 金融システムの安定という視点からみた会計上の枠組みに関する提言

### (1) 従来

ここでは主に、公正価値会計とオフバランス基準に焦点を当てて議論する。

国際財務報告基準（IFRS）では、公正価値を「取引の知識がある自発的な当事者の中で、独立第三者間取引条件により、資産が交換される価額」（IAS39号）と定義し、基本的には、（活発な取引がなされている）市場の価格に基づく評価が求められる。また日本でも、「時価とは公正な評価額をいい、市場において形成されている取引価格、気配または指標その他の相場（以下「市場価格」という。）」に基づく価額をいう。市場価格がない場合には合理的に算定された価額を公正な評価額とする」（企業会計基準第10号）と定義されており、IFRSの定義とほぼ同様のものとなっている。

公正価値の適用対象は、銀行の場合、トレーディング勘定取引に加え、バンキング勘定取引であっても、市場価格の入手が可能なものに関しては、その他有価証券という括りの中で、公正価値評価が求められることとなる。なお、この際の評価損益は、P/Lには反映されず、純資産の部に直接反映されるようになる。

なお、米国では、様々な取引に適用される公正価値の定義を定めたSFAS第157号で、公正価値を「測定日現在において市場参加者間の秩序ある取引により資産を売却して受け取り、又は負債を移転するために支払うであろう金額」としている。すなわち、例えば、資産取得の際に支払う「入口価格」ではなく、資産売却の際に受け取る「出口価格」が基本となっている。また、その公正価値には、公正価値を求めるためのインプットの信頼性の程度に応じて、レベル1、2、3という3つの異なる区分が存在する（さらに、レベル1、2、3の順番で、レベルの上のものを優先的に採用すべしという、「ヒエラルキー構造」も存在する）。

レベル1とは、特定の資産・負債が活発に売買されている市場での公表価格を指す。これが入手できる場合は、これを優先的に用いなければならない。レベル2とは、特定の資産・負債に関し、①市場で活発に売買されている類似商品の公表価格、②売買が活発ではない市場での特定の資産・負債の公表価格、③特定の資産・負債の価格形成に影響を及ぼす要因の情報

に基づく価格、④相関関係等を用いて、観察可能な市場データから推定された価格、の何れかが観察できる場合は、これを用いた価格を指す。最後にレベル3とは、上記情報の入手が一切不可能な場合に、その他の最善の情報を用いて推計された価格となる。これは主に、モデルで推計された価格を指すと思われる。

一方、オフバランス化基準であるが、今次金融危機でも、特にSIVを用いた証券化によって、不動産貸出等の資産がオフバランス化していたにも係わらず、結果的にレピュテーション上の理由等でオリジネーター本体に戻り、これが大きな損失に繋がったことが問題となった。この点、オフバランス化基準に係る米国の問題点としては、一般に、実質支配力基準の欠如（あるいは「主たる受益者」概念が不十分であったこと）、Rule approachの弊害（規制逃れの容易化）、エンロン事件の教訓が十分生かされていない、等が指摘されている。なお、日本に関しては、実質支配力基準が導入されていながら、証券化ビークルのオフバランス基準については、米国同様の問題を抱えていることが指摘されている（財務諸表等規則第8条7項の要件を満たす特別目的会社は子会社でないと推定される条項があり、わが国の資産流動化ビークルは事実上この条項の存在により連結範囲外となっている）。

## （2）昨今の議論・対応

こうした制度の下で、2007年以降2008年の夏まで現実に生じたことは、多くの金融機関が市場取引の枯渇とともに、評価手法をレベル1からレベル2、あるいはレベル3にシフトする一方、監査法人が、市場取引の枯渇の定義やレベル3の評価手法等に関し大きな警告を発したことであった。すなわち、2007年10月には、米国の会計事務所の業界団体であるCAQ（Center for Audit Quality）が、流動性の低い市場における公正価値の測定に関するホワイト・ペーパー（CAQ、2007）を公表したほか、GPPC（Global Public Policy Committee、国際的な会計事務所の業界団体）も12月にはほぼ同じ内容のペーパー（GPPC、2007）を出した。これらペーパーは、何らかの市場価格、あるいは参照できる市場情報がある場合は、これを異常値として安易に無視するのではなく、そこから取り出せる、流動性リスクプレミアムといった市場情報を出来るだけ反映させて価格評価を行うことを要求するものであった。このような監査法人側の強い姿勢を受け、金融機関側でも、再度、レベル1、2、3区分の見直しを行うこととなる。

一方、こうした流れは、2008年の秋以降逆転する。まず、米国で成立した金融安定化法に、時価会計の見直しが織り込まれた。具体的には、米証券取引委員会（SEC）に、SFAS157号の適用を停止する権限が属することを明確にしたのである。またSECは「公正価値の解釈の明確化」と題した文書を9月30日に発表した（SEC、2008）。その中では、活発な取引に基づ

かない取引価格は、公正価値に当たらないとして、企業の判断を加えた理論価格による評価も認めることを明確化した。なお、わが国ではまだ明確な形で公正価値のヒエラルキーが導入されているわけではないが、実際の運用上は、米欧の動きの沿った判断がなされているものと考えられる。

また欧州の銀行に対するインパクトが大きい国際会計基準審議会 (IASB) も、10月13日に、先にSECから出されたものと同様の趣旨のペーパー (IASB、2008) を公表している。同時に、一旦トレーディング勘定に分類した商品を、時価評価が必要ではない勘定 (具体的にはバンキング勘定の貸出、満期保有債券) へ分類変更することを柔軟に認める姿勢を打ち出した。最後に、わが国でも、12月5日に企業会計基準委員会 (ASBJ) が、債券に関し、限定的ながら保有目的区分の変更を認める旨を記した文書 (実務対応報告第26号「債券の保有目的区分の変更に関する当面の扱い」) を出している。

なお、IASBでは、国際会計基準のコンバージェンスを進める視点からも、現在多くの改訂案を検討しているが、そのうち、金融商品区分に関する改訂案の概要は次のとおりである。

(現行の区分)	(新たな区分の案)		
	<資産の評価>	<損益認識>	<資本への組入れ>
トレーディング	公正価値	当期純利益	剰余金
売却可能 (AFS) 証券 (株式)	公正価値	当期純利益	剰余金
		その他包括利益(OCI)	累積OCI
売却可能 (AFS) 証券 (債券)	公正価値	当期純利益	剰余金
	償却原価	—	—
満期保有 (HTM) 貸付金及び債権 (L&R)	償却原価	—	—

また、IASBと米国財務会計基準審議会 (FASB) は共同で、今次金融危機や同危機がもたらす監督規制上の変化が会計基準設定に与えるインパクトを調査することを目的に、外部有識者で構成されるFCAG (Financial Crisis Advisory Group) を設けたが、同グループは、2009年7月に最終報告書を公表している (FCAG、2009)。その主な概要は次のとおりである (図表14)。

図表 14 FCAG による最終報告書の概要

効果的な財務報告に関して
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 財務報告は、不偏性があり、透明性が高く、また重要な企業業績とビジネスの状況に関する情報を提供することに努めることで、金融システムにおいて、必要不可欠な役割を果たすことができ、そのためには、質の高い会計基準が必要である。</li> <li>・ 財務報告の透明性と健全性に対する投資家をはじめとしたあらゆる利用者の信頼は、グローバルな金融安定と健全な経済成長に必要な不可欠である。</li> <li>・ 財務報告に影響を及ぼすような規制基準と会計基準との相違点は公表されるべきである。</li> </ul>
財務報告の限界に関して
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 投資家をはじめとしたあらゆる利用者は、財務報告が、企業業績の一時点の状態を表したもので、マクロ経済的展開について完全な洞察を与える訳ではないことを認識すべきである。</li> <li>・ 財務報告が、データの生成方法や価格決定手法などに依存していることを理解するべき。</li> </ul>
会計基準の収斂に関して
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 金融市場はグローバルな市場であるため、あらゆる企業が整合的、不偏的、かつ透明性の高い情報を提供できるような財務報告基準に、国境を超える形で収斂することが求められている。</li> </ul>
会計基準設定主体の独立性と説明責任について
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 効果的な基準を作り上げるためには、会計基準設定主体が、様々な圧力から、独立性を保つことができなければならない。</li> <li>・ その一方で、会計基準設定主体は、正しいプロセスに則った、説明責任を果たさなければならない。</li> </ul>

(出所) FCAG (2009) に基づき作成

次に、プロシクリカリティという視点からみた公正価値会計と引当制度の問題であるが、以下では、金融安定化フォーラム (FSF) 及び国際通貨基金 (IMF) の議論を紹介する。

### (金融安定化フォーラム<FSF>による議論)

FSF は、2009 年 4 月に公表したプロシクリカリティに関するレポート (FSF、2009b) の中で、会計制度のプロシクリカリティを和らげるためのいくつかの具体的提言を行っている。例えば、公正価値会計に関するある提言では、会計基準設定主体や金融機関の健全性を監督する当局に対して、公正価値の基となるデータやモデルに乏しい場合、公正価値で評価される金融商品に対する公正価値引当金 (valuation reserve) を保有すること、あるいは、公正

価値を調整すること、といった会計制度変更についての検討を求めている。これは、活発に取引がなされていない金融商品に対して公正価値会計を適用することで、当該金融商品の価値に著しい不確実性を生むことを避けるためである。

別の提言では、銀行以外の信用供与を行う金融機関が保有する金融商品について、公正価値会計の利用が可能かどうかを慎重に検討するために、会計モデルの質の向上に関する検討も求めている。この提言の背景には、過去に公正価値会計の適用範囲を広げたことが、価格の変化に過度に反応する市場取引を促進したとの認識がある。またこうした取り組みは、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）と協力して行われるべきであるとも主張している。

一方、貸倒損失の引当処理制度に関する提言では、米国財務会計基準審議会（FASB）や国際会計基準審議会（IASB）といった会計基準設定主体がこの問題で果たす役割の大きさを指摘している。また、バーゼル銀行監督委員会にも、プロシクリカリティ緩和の観点から、貸倒損失の引当処理制度も勘案の上、バーゼル II 規制（最低所要自己資本比率規制）の再検討を求めている。

### （国際通貨基金<IMF>による議論）

IMF もまた、本年 4 月に公表された **Global Financial Stability Review**（IMF、2009）の中で、現行の会計制度とプロシクリカリティとの関係に言及している。そこでは、会計基準設定主体と健全性を監督する当局が、急激な信用拡大の期間（主に好況期）において通常時と比較してより高額な貸倒損失の引当を可能にすることや、トレーディング勘定の資産価値が定まらない場合の価値決定方法について再検討することなど、プロシクリカリティ緩和に資するよう会計制度を改善するために共同で取り組むことを求められている。

最後に、公正価値のプロシクリカリティを抑える策として、現在出されている主な提案がまとめると、次のようになる。

- ① モデル価格（level 3）の適用範囲の拡大
- ② **Valuation reserve**（モデル評価の不確実性に対応する評価上のストレスに対する引当）の導入
- ③ 保有目的区分の変更の許容
- ④ 公正価値の全面適用（負債まで適用を拡大すれば、ネットのインパクトは小さくなる）
- ⑤ 経済サイクル（景気サイクル、あるいはより長期の資産サイクル）対応型の引当（具体的なダイナミック・プロビジョニングや、**incurred loss model** に替わる **expected loss model**

の採用) やマクロ・プルーデンス政策の採用

#### ⑥ ストレス・テストの実施と資本バッファの引き上げ

一方、オフバランス化基準であるが、これについては、オフバランス金融によく用いられてきた適格特別目的会社 (QSPE) の廃止等を盛り込んだ案が出されている (但し、実施は当初予定に比べ、1年先送り<2010年1月1日>)。また、米国の場合、実質支配力基準はIASBとのコンバージェンスの中で実現することも想定される。

### (3) あるべき対応策——提言

#### (問題点)

公正価値会計に関し、今次金融危機で指摘されている問題点としては、既述のとおり、大きく、①プロシクリカリティが存在することと、②理論価格を使用出来ると判断する状況に関する曖昧な定義・基準・実務慣行が公正価値評価を巡る不確実性を増すこと、の二つがある。

公正価値は本来、多様な市場参加者が有する多様な主観価値の最大公約数的な客観性を有していると考えられる。これ自体は、特に投資家の視点に立った場合、それぞれの時点における最新のキャッシュ・フロー情報の取り込みや、イディオシンクラティックな要因に基づく歪んだ価格評価 (例えば会計操作等) を排除する上では有効だと考えられる。一方、こうした考えは、同一時点における客観性 (同一時点における市場参加者の最大公約数的な評価) を求めるものであっても、時系列的視点からは必ずしも客観的ではない (異時点に跨る市場参加者の最大公約数的な評価ではない) ともいえる。したがって、市場参加者の多くが、何らかの理由により、時系列的にみた場合の最もあり得そうな価格評価 (歴史的に平均回帰が観測される場合の平均値的イメージ) から (サイクルを増幅するような方向に) 乖離する場合は、結果的にプロシクリカル的な作用を及ぼすと考えられる。市場におけるその時々々の評価が、ヒストリカルなトレンドから大きく乖離する要因としては、例えば、①ユーフォリア、②流動性の状況、③不確実性の増大、④風評等が考えられる。

また公正価値会計上の評価には、将来キャッシュ・フローの先取りの利益認識があり、これが結果的に安易なキャッシュ・フロー管理や収益の過大評価 (ひいてはサイクルの振幅の拡大) を招いたとの批判もある。

これに対し、取得原価で評価する場合は、仮に取得原価が、公正価値よりも、時系列的に

みた場合の最もあり得そうな価格評価に近いのであれば、これを用いた方がプロシクリカリティの問題は抑制される。しかし一方で、最新のキャッシュ・フロー情報を取り込むことが出来ない等の理由により、少なくとも同一時点におけるイデオシンクラティックな要素を投資家が評価することが困難となる。

このように、公正価値会計自体は、仮に自らがサイクルを引き起こすことはなくても、サイクルを増幅することは避けられないというのが研究会の考えである。もっとも、会計的視点に立てば、イデオシンクラティックな意味での客観性の確保（例えば不正会計の防止、企業財務に係る透明性の確保等）が、サイクリカル、或いはヒストリカルな意味での客観性の確保よりも重視されること自体に問題があるとは考えていない。

なお、IASBによれば、公正価値による評価が他のものよりも優れている理由として①将来キャッシュ・フローが大きく変動し得る商品については、取得原価による評価は資産の将来キャッシュ・フロー予測に役に立たず、公正価値評価のみが役立つ、②将来キャッシュ・フローがほぼ固定されている金融商品については、取得原価による評価も将来キャッシュ・フローの評価に役立つものの、公正価値評価でも同様に将来キャッシュ・フローに関する情報を提供すること、2つの測定方法があることから発生する境界問題（boundary issue）や減損会計の適用の問題（公正価値評価なら減損、という概念は回避可能）ということを指摘している。

#### （具体的対応策）

**提言 9. 会計基準設定主体は、理論価格が使用出来ると判断する状況に関する定義に関し、事態の変化に応じて機敏に考えを示すべきであり、この点、日本の会計基準設定主体にも主体的な動きが期待される**

研究会では、まずは会計サイドが取り組むこととして、理論価格が使用出来ると判断する状況に関する定義の曖昧さがもたらす不確実性を減じるような措置を取ることが必要であるという点で意見が一致した。具体的には「不活発な市場」（inactive market）の定義や、理論価格算出に際し最低限取り込むことが求められる要素等を予め明確化する、あるいは事態の変化に応じて機敏に会計サイドとしてのコンセンサスを示す（特に日本の場合、単に海外の動きに従うのみではなく、日本として主体的に動く）ことが出来る体制を構築することが重要であると考えた。

**提言 10. 公正価値会計がもたらすプロシクリカリティに対しては、会計制度とは異なる手段でその影響を中和すべきである。例えば、収益をアップフロント（＝一括先取り）で認識する一部商品については規制上の扱いとして資本控除も検討すべき**

研究会では、プロシクリカリティの問題に対しては、基本的には会計制度とは異なる手段により、その影響を中和すべきであるとの考えで一致した。具体的には、5.2 で示したような、信用サイクルに対応した可変型マクロ・プルーデンス政策で、これを実行することが考えられる。但し、一部商品に関しては、収益をアップフロントで認識する会計上の扱いに関し、その最終的評価の不確実性に鑑み、例えば規制上は資本控除とすることも検討すべきとの議論もあった。

#### **提言 11. 金融危機発生時には、当局が、公正価値会計の適用の停止、あるいはレベル1・2の適用停止を発動できる体制を整備しておくべき**

実際の危機発生時には、当局が（例えば、銀行監督当局と中央銀行が、その対話の中で合意をみた際には）、会計制度に直接介入し、公正価値会計の適用の停止、あるいはレベル1・2の適用停止を発動できる体制を整備しておくことが重要だと、研究会では考えた。これは、米国において、SEC がこうした権限を持つのと同じような仕組みである。信用サイクルの局面や、システミックな問題発生時における公正価値適用の是非に関する判断は、どちらかというといディオシンクラティックな問題の是正に主眼があり同時に機動的なルールの変更が難しい会計制度設定主体に任しておくのではなく、こうしたサイクリカルあるいはシステミックな問題の是正に主眼を置く組織が扱った方が良いというのが、研究会の考えだ。

もちろん、こうした措置は、時に市場の不安を一層煽ることで、金融システムをさらに不安定化させることも考えられる。したがって当局は、こうした可能性を常に念頭に置きながら、慎重に上記の判断を下す必要がある。またこうした制度を備えるためには、適用の停止に至る危機認定の条件を予め明確化しておく必要がある。同時に、こうした適用の停止は飽くまでも例外的な措置であり、市場が正常化し次第、速やかに元の制度に戻すことも強調しておく必要がある。

#### **提言 12. オフバランス基準に関しては、会計主体によるオフバランス基準の改定を単に待つのではなく、金融機関監督当局として、全ての金融機関に対し厳格なルックスルーを求めるべき**

オフバランス基準については、バーゼル II を採用している金融機関に限れば、会計基準がどうあれ、金融機関に対する規制として、証券化商品の裏付け資産に係るルックスルーが求められる限りにおいて、大きな問題が生じ得ないことが明らかになった。こうした教訓をベースとするならば、日本以外の海外においても、会計主体によるオフバランス基準の改定を単に待つのではなく、当局として、全ての金融機関に対し厳格なルックスルーを求める姿勢が重要だと考える。



もつとも、バーゼルⅡを採用しない、例えばノンバンクに対しては、上記のルックスルーが求められないことを考えれば、会計基準上のオフバランス基準改訂の検討も引き続き重要である。この点、わが国の規定は、既述のとおり、米国に比しても、緩い可能性があることが指摘されている。今回日本では、偶々大きな問題にはならなかったが、今次危機を教訓に、日本でも早急に、特に証券化に係る会計上のオフバランス基準を再検討することが望ましいと考える。

## 6. 金融危機を乗り切る体制の欠如とその対策に関する提言

### 6.1 金融危機時の官民の役割分担に関する提言①—ソルベンシー問題への対応

#### (1) 従来

金融危機の発生に際し、一体どの程度の危機状況で、当局がどのような対応に出るかに関する理解が、金融機関や市場の間でどのように浸透しているかは、実際に危機が発生した際における不確実性の抑制に対し重要である。今次金融危機では、一部当局における、予想外な大手金融機関に対する破綻許容等に代表される救済基準の曖昧さが、市場の混乱を一層助長する形となった。実際、金融機関側のモラル・ハザード発生を防ぐ目的から、監督当局側では長く、救済の基準を意図的に曖昧にする「コンストラクティブ・アンビグイティ」という方針が採られてきたが、こうした考えは個別金融機関の問題（イディオシンクラティックな要因に基づく問題）への対処としては相応しくても、システムティックな要因に係る問題が発生する中では却って、システム全体の不安・不確実性を高め、結果的に金融危機の一層を深刻化させたと考えられる。

この点は、過去におけるわが国の銀行危機のケースにも当てはまる（例えば、Nakaso (2001) も、わが国における銀行危機の経験を踏まえ、金融危機が既に顕現化した状況では、コンストラクティブ・アンビグイティという考えが役に立たないことを指摘している）。但し、その後いくつかの大手金融機関破綻のケースを経て、当局がどのようなケースで、どういった金融機関に対し、どういった形で救済を行うのか、といった当局によるバック・ストップに係る相場観（対象金融機関や救済の範囲）が市場で自然に形成され、これが近年の市場における不要な不安を抑える上で一定の効果を果たしたと考える

以下は、これまでのわが国当局による大手金融機関の実質破綻への対処を纏めたものである（図表 15）。

図表 15 わが国当局による主な大手金融機関の実質破綻への対処

金融機関	北海道拓殖銀行	日本長期信用銀行	日本債券信用銀行	りそな銀行	足利銀行
時期	1997年11月	1998年10月	1998年12月	2003年6月	2003年12月
実質破綻への対処方法	破綻 (北洋銀行・中央信託銀行へ営業譲渡後に清算)	国有化 (一時国有化後00年3月にニューLTCB パートナーズへ株式譲渡)	国有化 (一時国有化後、00年9月にソフトバンク等へ株式譲渡)	救済 (国・地域の信用秩序維持のための資本増強)	国有化 (一時国有化後、08年7月に足利ホールディングスが全株取得)
預金・負債規模	7兆1,422億円 (預金残高) (97年3月末)	17兆8,512億円 (預金・債券残高) (98年3月末)	7兆4,817億円 (預金・債券残高) (98年3月末)	22兆3,541億円 (預金残高) (03年3月末)	4兆9,417億円 (預金残高) (03年3月末)
公的資金注入額	3兆3,726億円 (金銭贈与・資産買取)	4兆0,337億円 (金銭贈与・資産買取)	3兆5,255億円 (金銭贈与・資産買取)	1兆9,000億円 (普通株式、優先株式の引受)	2,583億円 (金銭贈与・資産買取)
根拠法	預金保険法	金融再生法 (特別公的管理銀行へ)	金融再生法 (特別公的管理銀行へ)	預金保険法 (第102条1号措置)	預金保険法 (第102条3号措置—特別危機管理銀行へ)
経営者責任	有 (預金保険機構により、旧経営陣を背任、特別背任で告発)	有 (法律上、預金保険機構による旧経営陣の職務上の義務違反に基づく民事上責任履行のための措置が義務化)	有 (法律上、預金保険機構による、旧経営陣の職務上の義務違反に基づく民事上責任履行のための措置が義務化)	有 (旧経営陣の退職金カット・返納等) ※経営健全化計画の承認事項	有 (法律上、預金保険機構による、旧経営陣の職務上の義務違反に基づく民事上責任履行のための措置が義務化)
株主責任	有 (株式は整理ポストへ移行)	有 (法律上、破綻時純資産に基づき算定された保有株式対価を預金保険機構に請求)	有 (法律上、破綻時純資産に基づき算定された保有株式対価を預金保険機構に請求)	有 (減資対応)	有 (法律上、保有株式は無効となる)

(出所) 金融庁 HP、預金保険機構 HP、その他公表資料に基づき作成

今次金融危機では、多くの欧米主要金融機関に対しても、資本不足を理由に公的資本が注

入されたが、大手金融機関の“実質破綻”のケースにおいて、経営者や株主の責任は厳しく問う一方で、公的資本を用いながら、法的な破綻に陥ることなくスムーズに営業が継続されたケースは見られなかった。これまでのケースをみる限りでは、①ストレス・テストにおいて、比較的弱いと言われているストレス負荷で止めることで、自己資本不足の程度を緩和（実質破綻を回避）し、これを公的資本注入で補完するケース（したがって、経営責任は十分追及できない可能性）、及び②破綻を許容する（リーマン・ブラザーズ）か、他行による救済合併（ワコビア、ワシントン・ミュージアル、メリル・リンチ）に依存するケース、の何れかだといえる。要は両者の中間（実質破綻を認め、これにより責任者や株主責任は強く問う一方で、リスクの伝播を広げてしまう法的破綻は公的資本注入等で回避する手法）が存在しない形になっているといえよう。

## (2) 昨今の議論・対応

最近の欧米当局の動きをみる限り、救済自体が依然タブー視される風潮が強いように思われる。すなわち、欧米での議論の方向性は、システムティックな要因に基づくストレス発生時にあって、こうしたイベントを公的当局のサポートを得ながらどのように切り抜けていくかというものではない。むしろ、金融機関が TBTF である要素（システムティックに重要な金融機関であり、金融システム全体の保護のためには破綻を許容出来ない）を今後いかに減らしていくか、換言すれば、危機の場合でも全ての金融の破綻を許容できるようにすることに焦点が当たっている。

こうした考えを実現するための方策として、次の二つが議論されている。一つは、システムティックな要素まで勘案した上でより多くの所要自己資本を求める、さらに同じ資本でも、コア Tier1 の比率を高める（資本の充実度を、gone concern ベース＜金融機関が破綻した際に、保険対象の預金を上回る純資産が残るように資本額を準備させる＞ではなく、going concern ベース＜流動性危機等に直面しても、ある程度安定的した経営が存続できるような資本額を準備させる＞で評価する）ことが挙げられる。また、もう一つは、個別金融機関のシステムティックな重要性の度合いを減らすために、サイズを抑制する、ビジネス内容をシンプルにする、さらには金融機関に対し自らの破綻時の処理方法を想定させる（living will）等というものである。

このように、欧米当局の動きをみると、基本的には、マクロ的問題（システムティックな問題）であっても、あくまでも個別金融機関に対し、自助努力による解決を求める姿勢が当局には強い。一方でモラル・ハザードの発生を防ぐため、コンストラクティブ・アンビグイティの考え方は維持している。また、現状の規制の枠組みが、金融機関間のリスク・プロ

ファイルの違いを見過ごしてしまった反省から、一番大きなリスクが顕現化した先をベンチマークにする形で、規制は一律に強化される方向（小さなリスクしかテイクしていない先にも一律に規制強化・所要自己資本増が適用）にある。さらに、こうした規制強化・所要自己資本の引き上げは、既述のとおり、監督当局の期待に沿ったリスク管理を行ってこなかったという理由から、多分に懲罰的な色彩が濃くなっているようにも思われる。

### (3) あるべき対応策——提言

#### (問題点)

これまでみてきたような、現状の欧米の対応策には、以下のような問題が存在すると考えられる。

一つは、今次金融危機の背景を、大多数の金融機関に同時に影響を及ぼすという意味でのシステムティック要因と、イディオシンクラティック要因とに明確に区別せず、全ての対応を個別金融機関に求めている点である。本来、個別金融機関に課すべき対応は、イディオシンクラティック要因に根差すストレスの部分であり、システムティック要因（景気循環要因等一部の例外を除き）まで含めるべきではない。研究会では、本報告書の冒頭でも述べたとおり、今次危機は、イディオシンクラティック要因というより、システム全体に影響を及ぼすシステムティック要因に根差す部分の方が大きく、これは主に個別金融機関の失敗というよりは、当局による政策の失敗からもたらされていると考える。

したがって、この部分に対してまで、個別金融機関に追加的所要自己資本を求めることは過剰負担であり、マクロ経済に過度の負担を掛けると同時に、責任の所在（当局）と責任を実際取る主体（金融機関）にギャップが生じるという意味で、誘因整合的なシステムでもないといえる（当局のモラル・ハザードをもたらす可能性がある）。また、今次金融危機において、金融機関を監督するシステム自体に大きな問題が生じていない国から見れば、同問題が生じた国と同じような状況を想定して、金融機関に対し自己資本の積み増しを求めることはナンセンスだとも言える。

金融機関の監督には、当然ながら、しっかりとした方針と同時に、これを支える優秀で金融機関のリスク管理に関し長い経験を有する人材が、十分な数存在することが重要である。5.1で指摘したとおり、研究会では、そもそもこうした基本的な条件が、一部の国では十分満たされていなかったのではないかと疑問が出された。さらには、好調な経済環境が長く続く中で、各国の政治的な環境が、厳しい規制や監督の導入を許さなかったのではないかと

意見も出た。そうであるならば、今次金融危機を受けて、まず最初に実行すべきなのは、今次金融危機の震源地である国々における、金融機関監督体制の大幅な強化であり、さらに金融機関監督体制の質の恒常的な向上が可能な体制を構築することである。

二つ目の問題は、金融機関の救済の基準において、引き続きコンストラクティブ・アンビグニティの方針を維持している点である。もちろん、当局側から、金融危機に際しての、自らの財政負担の可能性を積極的に金融機関に示すことは、現実問題として不可能に近いであろう。もっとも、現状の議論は、個別金融機関のシステミックな重要性を強調してより高い所要自己資本を求める考え（gone concernではなく、going concernを前提とした資本運営）が、結局、TBTFの存在を認める（つまりTBTFは救済する）ものである一方、個別金融機関のシステミックな重要性を減じる方策（この場合は、方針として今後TBTFの存在を認めないことに近くなる）も存在し、政策的としてどちらの方向を志向しているのかが分かりにくい。

研究会では、個別金融機関のシステミックな重要性の程度の減じることはある程度可能であり、また必要でもあると考えるが、これによりTBTFをゼロにすることは現実的ではないとの意見が多数であった。したがって、基本的には、TBTFの存在を認めつつ、これに対しどのように臨むのが依然問題の本質となる。この場合重要なのは、危機時においてTBTFに対し徒に破綻の可能性を匂わすことは、モラル・ハザードの抑制というプラスの側面よりも、市場における不確実性の一層の拡大というマイナスの側面の方が遥かに大きいという点だ。したがって、当局がTBTF（すなわち、システミックな重要性を持つと判断した金融機関）に対しては、それに相応する高い所要自己資本を求めた上で、実際の経営困難時には、これの法的破綻を回避しつつスムーズに乗り切る現実的な体制を構築しておくことが重要である。

三つ目の問題は、所要自己資本の水準の問題である。システミックなリスクを抱えるTBTF先に対し、その他の金融機関よりも、より高い所要自己資本を求めるという考えは正しい。もっとも問題なのは、それが現状の最低所要自己資本である、例えば8%を大きく上回る水準なのか否かという点である。研究会における議論では、一つのバッファーとして8%程度を求めることには異論は出なかったものの、それ以上の自己資本を求めることに対しては、次のような理由から異論が出された。

一つは、既述のとおり、所要自己資本引き上げに含まれる懲罰的な要素である。今次金融危機で、大きな損失を出していない先に対してまで、一律に懲罰を課す理由はないという議論だ。また、今次金融危機において当局が果たした役割も考えなければならない。これは既述の通り、仮にある地域の当局の監督の失敗が、今次金融危機の大きな要因であるならば、

少なくとも金融危機の震源地以外の国ではこうした追加的所要自己資本を求める理由が乏しいといえるからだ。何れにしても、所要自己資本の水準は、監督当局の監督の精度に依存するのであり、これを明示的に考慮しないで、全世界に一律に適用することは大きな問題だと考える。

また、計測するリスク量が必ずしもストレス時の損失を適切に把握していない可能性が残る限り、最低所要自己資本をやや上回る、ある程度のバッファを用意する必要があるとしても、そこから先は、追加的自己資本がどの程度あるかよりは、むしろ、状況に応じて機動的に対応することで損失の拡大を防ぐ能力を備えているか否かがより重要だというのが研究会の考えである。そうした意味では、自己資本の量の重要性のみに焦点を当てるのではなく、危機の兆候が見えた際に素早く金融機関が修正行動を取ることが出来るのかを“監督当局が評価できる”ことの方が重要だと考える。逆に極端に高い自己資本を金融機関に対し求めることは、監督当局の監視の目が行き届かない分野で、従来以上のリスクを金融機関がテイクすることを促すことにもなりかねない。

#### (具体的対応策)

上記のような問題に対し、研究会としては、以下のような策で対応すべきではないかと考える。

#### **提言 13. 当局は金融機関に対し、一体どの程度の大きさのストレスを想定した上で、自己資本を準備すべきなのかを明確化すると同時に、金融機関のストレス・テストの適切性を評価する能力を高めるべき**

当局は、金融機関に対し、一体どの程度の大きさのストレスを想定した上で、自己資本を準備すべきなのかを明確化する必要がある。この提言には、大きく二つの意味合いがある。一つは、システムティックな要因に係るリスクに対する当局の姿勢を明確化するという点である。一体当局としては、どの程度までのシステムティック要因であれば、金融機関が自前で吸収すべきだと考えるのか。通常の見気変動の影響は当然として、それは数十年に一度のバブル崩壊までを想定したものなのか、或いはより大きな金融バブルの発生までも視野に置いたものなのか。

こうした当局の「期待」が明確化されない限り、金融危機に対する対応の責任は結局曖昧なまま、全て金融機関に押し付けられてしまうことが懸念される。イデオシンクラティックな要因に係るリスクに対しては、全面的に個別金融機関に対しその責任を問うにしても、システムティックな要因に係るリスクに関し過度に個別金融機関に対し責任を求めることは、

却ってマクロ経済に対し過大な負荷を掛ける事態を招いてしまう。実効性のある対応の主役が当局である以上、ある程度のシステマティックな要因の責任は当局が負うべきとも言える。そういう意味で「パーフェクト・ストーム」（あらゆる悪条件が重なるようなストレス事象）下のストレスに関しては、当局と民間金融機関との間で一定の役割分担が必要だと考える。

また、当局が金融機関に対し、想定すべきストレスの程度を明確に示すことは、官民の役割分担という視点から非常に重要である。もちろん当局としては、自らが要求したストレス水準を超える事態が実際に発生した場合でも、金融機関に責任がないとは言えない。ただ、当局自らの想定を超えたストレス事象が発生した際に、これに個別金融機関が十分な対応を取れなかったとしても、これをあからさまに非難することは、期待すべきストレス水準が明確化されていない事態に比べて、より難しくなるのではないか。

### **提言 13.1. 可変型マクロ・プルーデンス政策を担う当局が設定するストレス・シナリオをベースに、金融機関のストレスに対する準備状況を評価すべき**

金融機関が想定すべきストレス水準については、5.2 で記した可変型マクロ・プルーデンス政策で想定するストレス水準とリンクさせることが望ましい。これにより、信用リスクに対する市場評価が過度な過小評価に傾くような局面でも、当局がこれに対し警戒的な姿勢を、ストレス・シナリオを通じて示せば、これが自動的に、金融機関が備えるべき自己資本となる。

### **提言 13.2. 当局の提案に基づき金融危機が認定され、認定後は金融システムを救済する様々な非常時対策の実行が可能となるような仕組みを構築すべき（バック・ストップ概念の明確化）**

金融危機が深刻化する際には、当局としてはプロシクリカリティの問題は認識していても、なかなかそうした局面で、想定すべきストレスの程度を緩めることは難しいであろう。その場合は、わが国の銀行危機時において、金融危機対応会議における内閣総理大臣による「金融危機」の認定が、当局による様々な金融システム安定化措置を可能としたように、（例えば、銀行監督当局と中央銀行が定期的対話の中で合意した際には）当局の提案に基づき、政府（金融危機の破綻処理の責任を持つ財務省や預金保険機構を含む）が「金融危機」宣言を出すことで、金融システムの一律救済に関する特例を発動できるような仕組みを用意しておくことも有用だと考える。これにより、当局が事前に想定したストレス水準を大きく上回る場合には、金融システムの安定性を守るための一時的な措置が行使され、これにより官民の役割分担が成立するのである。これは同時に、既述の金融システムの安定を守るために最低限必要なバック・ストップの概念やスコープの明確化にも繋がる。

なお、緊急事態宣言下における、例えば救済の姿であるが、これについては既述のとおり、破綻法制に抵触しない形で、いかに TBTF の経営形態を政府管理下の新体制に移行させ、その過程では、一定の責任を経営陣や株主等に負ってもらうかが重要である。TBTF に対してより高い所要自己資本を求める一方で、経営困難の事態に直面すれば、一定のルールに基づき、システミック・リスクを顕現化させない、つまり法的破綻に至らない形で、新しい体制にスムーズに移行させるというのが上記の考え方である。

**提言 13.3. ストレス・シナリオに基づく各金融機関のストレスへの対応能力の評価を重視することで、自己資本充実度検証における VaR への過剰依存や、リスク特性を無視した規制の一律適用を回避すべきであり、またそのためには、監督当局の監督・検査官の質の一層の向上を図るべき**

金融機関に対し、想定すべきストレスの程度に関する当局の期待を明確化させることの意味合いは、先に述べたような当局の姿勢を明確にすることに加え、VaR、あるいはレバレッジ・レシオといった、必ずしもストレスに対する耐性をどの程度適切に表現しているか分からない手段からの決別である。少なくとも自己資本の十分性を計るという視点からみた VaR の問題点は、今次金融危機で十分理解されたにも係わらず、引き続きこの VaR 的考えに基づいて、所要自己資本の額を決めようとする事自体に限界があると研究会では考えた。さらに言えば、従来バーゼル II が推進してきたリスク・センシティブなリスク管理の考え方に完全に逆行するレバレッジ・レシオの考え方は、金融機関のリスク評価に劣る監督当局の存在を前提とする対策としては有効であっても、通常の国、特に今次危機で震源地以外に位置している国では到底受け入れがたい議論である。

金融機関、さらに当局にとって、個別金融機関のストレス耐性を評価する際に本当に重要な要素は、①各行が直面しているストレス事象に対する考え方であり、②さらにこれに対し各金融機関がどのように臨もうと考えているかであり、最後に、③これをしっかりと見抜き、評価することの出来る金融監督当局である。研究会としては、それぞれの要素を客観的に評価した上で自己資本の充実性を判断することこそが意味のある金融安定化策であり、単に高い所要自己資本を求めることだけでこれは達成できないばかりか、却って多くの弊害を招いてしまうと考えた。特に③に関しては、5.1 で指摘したような監督当局の監督体制に対する相互のレビュー体制を確立することが重要だと考えた。

**提言 13.4. 非常時の救済対象に、中小地域金融機関や、システミックに重要な証券・保険会社等を含めるか否かを検討する同時に、救済対象機関に対しては、より一層厳しいリスク管理や所要自己資本を求めるべき**



従来救済の対象にはならなかった証券・保険会社等に関し、今後どのように整理していくかを改めて議論する必要があると考えられる。わが国のケースでは、従来、証券会社や保険会社が救済の対象に入ることは無かったが、今後こうした機関のシステミックな意味での重要性が高まると同時に、非常時の事態に対しても事前に十分備えておくことが必要である。またこの場合、システミックに重要であるとの認定と引き換えに、より一層厳しいリスク管理や所要自己資本を求めるべきかといった議論も出てこよう。

さらに、TBTF 先として中小金融機関をどのように考えるのかという問題もある。中小金融機関については、①救済の対象とする一方で、これに応じて所要自己資本の積み増し、より一層のリスク管理強化も求める、②救済の対象としない（したがって、所要自己資本の積み増しやより一層のリスク管理強化も求めない）を明確化する必要がある。

## 6.2 金融危機時の官民の役割分担に関する提言②—流動性問題への対応

### (1) 従来

今次金融危機によって注目を浴びたリスク管理上の最大の問題として、流動性リスク管理を挙げる声は多い。これは、単に個別金融機関のリスク管理という視点のみではなく、当局による監督という視点からみても然りである。

通常金融機関の流動性管理に一次的に対峙するのは、短期金融市場で資金需給の調整に当たる中央銀行である。この中央銀行が、どのように個別金融機関の流動性リスク管理に関与するかは、例えば「金融機関の流動性リスク管理に関する日本銀行の取り組み」（日本銀行、2009b）に詳しい。同レポートをみると、基本的には、各金融機関の流動性ポジションに係る情報入手の頻度と量、さらには中央銀行の調節担当者与各金融機関の資金繰り担当者間のコミュニケーションや信頼関係の深さに多くを依存していることがよく分かる。またこれと同時に、いざというときに備えた資金供給手段のメニューの多様性も重要な要素だといえる。

こうした基本的な構図は、主要国間で同じある一方、実際の運営は大きく異なっている。個別金融機関に対する中央銀行調節担当者のヒアリングの頻度や情報量、毎日のコミュニケーションを通じた信頼関係の醸成、さらには資金供給手段のメニューやその使い勝手について、日本銀行はその何れについても、少なくとも流動性危機に対応するという視点に立てば、他の主要中銀に比べ優れている（但し、これらは平時においては、日本銀行による個別金融機関の資金繰りに対する過剰介入、さらには同介入に伴うモラル・ハザードの発生といった、

むしろ問題点に注目が集まっていた点には、留意する必要がある)。

例えば、適格担保の種類も、早くから証券化商品等のリスク性資産を受け入れるなど、欧米に比べると広がった(図表 16)。また、オープン・マーケット・オペレーション(金融市場の資金需給調節のために、日々、金融機関と金融資産の売買を行う手法もの)とスタンディング・ファシリティ(金融機関からの申込みに応じて、予め定めた金利での短期の貸出等を通じて資金を供給する手法)の担保が共通化されている点も、米英にはない大きな特徴であろう。

図表 16 主要国中央銀行の適格担保一覧比較(2008年7月時点)

	FRB		ECB		BOE		日本銀行	
	オペ	貸出	オペ	貸出	オペ	貸出	オペ	貸出
国債	○	○	○		○	○	○	
エーゾ・エンソ債	○	○	○		—	—	○	
地方債	—	○	○		—	—	○	
社債・CP	—	○	○		—	—	○	
ABS・MBS ・ABCP	—	○	○		—	—	○	
ローン	—	○	○		—	—	○	
外債	—	○	—		○	○	—	
2007年8月以降の追加措置	<ul style="list-style-type: none"> <li>証券化商品を中心に、担保範囲を明確化(2007年8月23日)</li> <li>TAFで、窓口貸出に利用可能な資産を適格担保として受入れ(12月12日)</li> <li>TSLFで、一部の証券化商品を適格担保として受入れ(2008年3月20日、5月2日)</li> </ul>		—		<ul style="list-style-type: none"> <li>臨時の入札型ターム物貸出(3か月物)で、一部の証券化商品などを適格担保として受入れ(2007年9月19日)</li> <li>定例の3か月物資金供給オペで、一部の証券化商品などを適格担保として受入れ(12月12日)</li> </ul>		—	

(注) 列挙した項目は主要な商品のみ。

(出所) 日本銀行金融市場局(2008)、図表21を転載

またわが国では、欧米でみられたような、いわゆるスティグマ問題（中央銀行から貸出を受けたことをもって、流動性に問題があると市場からみられることを懸念して、金融機関が中央銀行貸出の利用をためらう問題）も顕現化しなかった。これは、わが国の場合、スタンディング・ファシリティの貸出レートは基準金利を **25bp** 上回っているにすぎず、欧米に比べペナルティ的要素が小さいことが影響している。最後に、審査機能を持つことにより、個別金融機関のソルベンシー情報も有している点でも、こうした機能を持たない中央銀行と比べても優位だといえる。

上記の点で、日本銀行と比べ特に対照的なのは、欧州中央銀行（ECB）だといえる。ECB 自体には、基本的に個別金融機関のソルベンシー情報、さらには個別行の資金繰り情報自体は集まらない仕組みとなっている。その仕組みから、ECB では、流動性危機に瀕した先が一部の個別行に限られる場合でも、特にスタンディング・ファシリティにおいてスティグマ問題が存在する中では、同先の流動性不足情報に基づき、同先に対する直接的な貸出で対応することができない。代わりに、市場全体でどの程度の資金の「偏在」が生じそうかという漠たる情報に基づき、オープン・マーケット・オペレーションで対応することになる。後者が、特に流動性危機という局面において、精度が低く、非効率な手法であることは、容易に想像がつく。さらに言えば、オープン・マーケット・オペレーションという金融政策の主要手段を用いることに伴い、金融政策とのコンフリクトも生じやすくなる。

一方、“**Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges**” (BCBS、2008a)で指摘されているように、金融機関の流動性リスク管理を律するスキームに関しても、各国間で大きな違いがある。大きくは、明示的な流動性規制で律する国と、金融機関の内部管理の確認に重きを置く国に分かれるわけだが、少なくとも日本の経験に照らす限り、仮に明示的な流動性規制が存在しない場合でも、中央銀行が日々緻密に個別行の流動性ポジションを把握し、問題が生じた先には適切な対応が迅速に指摘される体制にあり、さらに仮に問題が深刻化した際でもこれに対応できる手段を中央銀行が備えている限り、大きな問題は生じないといえる。

なお、こうした日本の状況は、多分に邦銀の資金調達手法や、わが国における銀行危機の経験が影響していることも事実である。前者については、わが国の場合、資金の大半を預金という安定的な手段で調達しており、逃げ足の速い市場調達に依存するケースは非常に限定的である。また後者については、過去の危機の経験から、個別金融機関においても、ある程度コストには目を瞑ってでも、自主的に保守的な流動性ポジションを積む傾向があり（先の日本銀行レポート参照）、これらが、既に述べたような、流動性規制に頼らない体制を可能しているともいえる。

なお、こうした中でも、本源的な資金供給先が海外に存在する外資系金融機関や、中央銀行と直接の取引関係がないシステムに重要な金融機関に関しては、海外の中央銀行同様、日本銀行であっても、そのリスクを事前に察知し十分な対応を施す上で問題に直面する可能性はあるといえる。

## (2) 昨今の議論・対応

以下では、昨今の流動性リスク規制強化の議論・対応として、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)、並びに、各国当局の中では一番迅速な対応を取っている英国金融サービス機構(UKFSA)による提言内容を紹介する。

### (バーゼル銀行監督委員会<BCBS>による主な提言内容)

バーゼル銀行監督委員会(BCBS)は、今次金融危機において明らかになった、流動性リスク・マネジメントの問題点を改善するためのレポート(BCBS、2008b)を公表した。そこでは、銀行と監督当局双方に対して、以下のようなことが求められている。

まず銀行に対しては、幅広いストレス事象に耐えられるよう、頑健な流動性リスク・マネジメントの枠組みの構築を求めている。例えば、潜在的な流動性の変化を把握するために、あるいは、現在抱えている流動性リスクに十分耐えうる状態にあることを保証するために、定期的にストレス・テストを実施することを要求している。また、急激な流動性の低下といった緊急時に、資金を調達するための計画(コンティンジェンシー・プラン)を準備しておくこと、さらには、市場参加者が、銀行の流動性リスク・マネジメントの枠組みの健全性や銀行が抱えている流動性リスクについて、十分な情報に基づいて判断ができるよう、これらについて定期的に開示することも求めている。

一方監督当局に対しては、銀行の流動性リスク・マネジメントの枠組みが十分なものであるか、また、銀行が抱えている流動性リスクが適切なものであるかを定期的に審査することを求めている。また、他の重要なステークホルダー(特に危機時の中央銀行)と効果的に協調することの重要性を強調している。

### (英国金融サービス機構<UKFSA>による主な提言内容)

英国金融サービス機構(UKFSA)も、流動性リスク・マネジメントに関する改善策をまとめたFSA(2008a)を公表している。

UKFSA の提案する新しい流動性規制の中心的な役割を果たすのは、Adequate Liquidity と Self Sufficiency という 2つの原理である。Adequate Liquidity とは、当局の規制下にある全ての企業は、十分な流動性を持っていなければならないという原理である。一方 Self Sufficiency とは、流動性の問題に関して、グループ他社へ依存してはならないという原理である。

FSA (2008a) ではまた、流動性リスク・マネジメントのための新しい定量的評価の枠組み (Individual Liquidity Adequacy Standards) が提案されている。この枠組みでは、対象となる金融機関は、流動性リソース (liquidity resources) の種類や質といった自己の流動性に関する評価 (Individual Liquidity Adequacy Assessment) を行い、監督当局は、当該金融機関によってなされた流動性に関する評価の審査 (Supervisory Liquidity Review Process) を行う。また監督当局は、この枠組みの一環として、当該金融機関に対して、それらに備わる流動性バッファの量や種類に関するガイダンス (Individual Liquidity Guidance) を発行する。

こうした新しい定量的評価の枠組みに合わせる形で、金融機関による監督当局への流動性に関する報告の新しい枠組みも提案している。報告を求められるデータの量は増え、報告を求められる回数も頻繁になっている。このように、各金融機関の流動性に関する様々なデータが集まることで、監督当局が市場全体の流動性の状況を把握することも可能となる。

### (3) あるべき対応策——提言

#### (具体的対策)

**提言 14. 流動性リスクに関しては、仮にグローバルに共通なルールを導入するのであれば、各国毎の中央銀行による個別金融機関の流動性ストレス状況の把握や対処能力の違いをこれに反映させるべき**

金融システム全体の流動性にかかる安定性を維持するためには、個別金融機関におけるストレスを意識した流動性管理と同時に、当局においても同様に、常にストレスを意識した対応体制を構築することが重要である。金融機関に対し一定の流動性資産を確保させる流動性規制は、保守的な流動性管理に関する目線が金融機関間で揃っていない中ではそれなりに有効な手段となり得るが、本来的により重要なのは、最後の貸し手である中央銀行が、個別行の十分な流動性状況を機動的に把握すると同時に、これに迅速に対処する体制の構築である。

こうした点で、研究会としては、仮に異なる国に一律に適用されるグローバルな規制が流動性管理の分野に導入されるのであれば、以下の点の違いを明示的に反映するような規制にすべきだと考えた。

- ・ 中央銀行による個別行の流動性ポジション情報の収集能力（頻度、情報量等）
- ・ 中央銀行による流動性モニタリングの範囲（銀行のみか、その他システムに重要な金融機関を含むか、外資系金融機関についてはどうか）
- ・ 中央銀行による個別行に対する流動性ポジションに係る指導の実効性
- ・ 中央銀行による個別行の流動性不足に対応する手段（資金供給手段や適格担保の範囲等）の有効性
- ・ 中央銀行による個別行のソルベンシー情報へのアクセス程度

基本的にこれらの水準が低ければ低いほど、各金融機関のルーズな流動性リスク管理が見逃される可能性が高くなると同時に、（いざという時になっても）中央銀行に流動性を頼れない可能性も高くなることとなる。したがって、これらのポイントをスコア化した上で、同水準が低いと評価される流動性レジームほど、明示的な、さらに言えば、より厳しい流動性規制の導入を促すような仕組みをグローバルに設けるべきだと考えた。また仮に、こうした要素を反映した規制が難しいのであれば、一律の規制をグローバルに適用すべきではないと考える。

#### **提言 15. 特定金融商品の市場での取引が活発化し、金融システムの安定に大きな影響を及ぼす事態に至った場合は、中央銀行が、同取引に係る取引約定書の標準化や中央清算機関設立等の面でイニシアティブを取るべき**

特定金融商品の取引（今次金融危機で言えば CDS 取引）が、金融システムの安定にとって無視できない規模にまで拡大する中で、同取引に係る流動性の安定を保つためには、中央銀行がイニシアティブをとる形で、①金融システムの安定性に大きな影響を与えるようになってきた金融商品取引の特定、②同取引に係る取引約定書の標準化面での主導、③同取引に係る中央清算機関設立の主導（取引に集中化に伴う効率性や情報収集の容易さ等を考慮すれば、設立機関は多くても 1 カ国 1 機関程度に絞らねば）、を行うべきだと考えた。これは、例えば、CDS 取引についても、今次金融危機が生じる以前から、一部にこうした施策の実現を求める声が上がっていたにも関わらず、これらを主導する主体が不在な中で、実現できなかった現実を踏まえたものである。これは基本的には、市場の崩壊、流動性の消失、システムック・リスクの顕現化という外部性を内部化するに最も適した主体は、中央銀行であるとの考えに基づく。もちろん、清算機関設立の場合でも、例えば同機関が過剰なリスクを抱える仕組みとなっていれば、特定先の破綻に伴う問題の深刻化は避けられないため、同機関の設

立に際しては、適切で明確な損失分担メカニズムが構築されているかを中央銀行は確認する必要がある。

#### **提言 16. 流動性リスクの状況を自己資本比率規制のリスク要素として明示的に取り込むべき**

流動性リスク顕現化は、流動性バッファーにより防ぐ必要があり、他のリスク顕現化に対し自己資本で備える自己資本比率規制の外にあるべきではあるが、他方で、市場におけるカウンターパーティ・リスクの評価において、自己資本の質が強く意識された結果、ABCP等により短期調達に依存した金融機関が破綻し、預金を主体とした調達を行なっている金融機関で流動性危機に伴う破綻が生じなかったこと、さらにこれが資本規制（自己資本の質、バッファー）の議論にも影響を与えていることを踏まえれば、自己資本の質を流動性規制に反映させる（自己資本の質が低い先には、預金を主体とした安定的な調達の比重を高めるよう求める）と同時に、流動性リスクの状況を自己資本比率規制のリスク要素として明示的に取り込む（ABCP等市場調達の比重が高い先は、より高いコアTier1比率を求める）べきとの意見も出された。勿論、流動性リスクが顕現化した段階でのコア資本の調達は現実的ではないので、直接的に自己資本比率算出へ組み入れるのではなく、あくまでも良好な状態で積む「自己資本のバッファー」を測る上でのリスク要素として反映すべきである。

#### **提言 17. 個別金融機関においては、流動性リスク要素を細かく把握した上で、フォワード・ルッキングに様々なストレスを想定する中で、備えるべき流動性バッファーの水準を決めるべき**

最後に、個別金融機関においても、流動性リスク管理を高度化する余地はまだまだ大きいと考える。流動性リスクの顕現化は、基本的には、資金調達のタイプ毎にみた不安定性要因の特定化から始まる。例えば、市場調達であれば、（預金保険の保証対象外であることから）当該金融機関の経営に対する市場評価や流動性不足を示唆する事象の発生等がそれであり、そのセンシティブティは非常に高いといえる。コア Tier 1 の高低の議論もこの範疇に入ると考えられる。一方で、預金による調達であれば、それは預金者（特に預金保険の保証上限を超える預金を有する預金者）に当該金融機関の経営不安を感じさせるような風評や情報の流布であり、一般にそのセンシティブティは、前者に比べれば低い一方、その予測は非常に難しいといえる。基本的には、こうした流動性リスク要素を細かくみた上で、（限られたデータに基づき VaR 等の手法により）そのリスク量を計量化するというよりは、むしろフォワード・ルッキングに様々なストレスを想定する中で、備えるべき流動性バッファーの水準を決めることが重要だと考える。

なお、先日（9月24～25日）開催されたG20ピッツバーグ・サミットの首脳声明に、金融機関の自己資本規制の強化や高額報酬慣行への制限についての方向性が盛り込まれた。今後、これらの実施、及び実現化に向けた検討が行われることとなるが、本報告書で示した提言の内容が議論を更に深めることを期待する。

以 上



## (参考文献)

- 企業会計基準委員会 (2008) , 実務対応報告第 26 号, 2008 年 12 月.
- 日本銀行 (2008a) , 経済・物価情勢の展望 (2008 年 4 月) , 2008 年 4 月.
- 日本銀行 (2008b) , 金融システムレポート, 2008 年 9 月.
- 日本銀行 (2009a) , 金融システムレポート, 2009 年 3 月.
- 日本銀行 (2009b) , “金融機関の流動性リスク管理に関する日本銀行の取り組み,” 2009 年 6 月.
- 日本銀行金融市場局 (2008) , サブプライム問題に端を発した短期金融市場の動揺と中央銀行の対応,” 2008 年 7 月.
- みずほ総合研究所 (2009a) , “<G20 における国際金融システム改革論①> 国際金融システム改革案の概要とプロシクリカリティ,” 2009 年 2 月.
- みずほ総合研究所 (2009b) , “米国における役員報酬規制強化～政府による金融支援対象企業から全上場企業に適用拡大へ～,” 2009 年 6 月.
- 三菱東京 UFJ 銀行 (2009) , “Obama 政権下で加速する米国の企業役員報酬への監視強化の動き,” 2009 年 6 月.
- リスク管理・内部統制に関する研究会 (2003) , “リスク新時代の内部統制 リスクマネジメントと一体となって機能する内部統制の指針,” 経済産業省, 2003 年 6 月.
- Bank of England (2009) , *Financial Stability Review*, June, 2009.
- Basel Committee on Banking Supervision (2008a) , “Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges,” February, 2008.
- Basel Committee on Banking Supervision (2008b) , “Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision,” June, 2008.
- Basel Committee on Banking Supervision (2008c) , “Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision,” September, 2008.
- Basel Committee on Banking Supervision (2009a) , “Principles for sound stress testing practices and supervision,” May, 2009.
- (バーゼル銀行監督委員会 (2009 年) , “健全なストレス・テスト実務及びその監督のための諸原則,” 2009 年 5 月, 日本銀行仮訳)
- Basel Committee on Banking Supervision (2009b) , “Enhancements to the Basel II framework,” July, 2009.
- Basel Committee on Banking Supervision (2009c) , “Revisions to the Basel II market risk framework,” July, 2009.
- Basel Committee on Banking Supervision (2009d) , “Results from the 2008 Loss Data Collection Exercise for Operational Risk,” July, 2009.

Basel Committee on Banking Supervision (2009e) ,“Basel II capital framework enhancements announced by the Basel Committee,” July,2009.

Center for Audit Quality (2007) ,“Measurements of Fair Value in Illiquid (or Less Liquid) Markets,” October,2007.

Commission of the European Communities (2009) ,“Commission Recommendation on remuneration policies in the financial services sector,” April,2009.

European Commission (2009) ,*The High-level Group on Financial Supervision in the EU*, February,2009.

Fahlenbrach and Stulz (2009) ,“Bank CEO Incentives and the Credit Crisis,” Fisher College of Business Working Paper Series, July,2009.

Financial Crisis Advisory Group (2009) ,“Report of the Financial Crisis Advisory Group,” July,2009.

Financial Services Authority ( 2008a ) ,“Strengthening Liquidity Standards,” December,2008.

Financial Services Authority (2008b) ,“Stress and Scenario testing,” December,2008.

Financial Services Authority (2009a) ,*The Turner Review*, March,2009.

Financial Services Authority (2009b) ,“Strengthening Liquidity Standards 2: Liquidity Reporting, ”April,2009.

Financial Services Authority (2009c) ,“Strengthening Liquidity Standards 3: Liquidity Transitional Measures, ”June,2009.

Financial Stability Forum (2008) ,“Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience,”April,2008.

Financial Stability Forum (2009a) ,“Report of the FSF Working Group on Provisioning,” March,2009.

Financial Stability Forum (2009b) ,“Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System,” April,2009.

Financial Stability Forum (2009c) ,“FSF Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management,” April,2009.

Financial Stability Forum (2009d) ,“FSF Principles for Sound Compensation Practices,” April,2009.

Global Public Policy Committee (2007) ,“Determining Fair Value of Financial Instruments under IFRS in Current Market Conditions,”December,2007.

G20 (2008) ,“Declaration Summit on Financial Markets and The World Economy,” November,2008.

G20 (2009) ,“Declaration on Strengthening the Financial System – London,”April,2009.

HM-treasury (2009) , *A review of corporate governance in UK banks and other financial industry entities*,July,2009.

House of Commons Treasury Committee (2008) ,*The run on the Rock*, Vol.1. January, 2008.

Institute of International Finance (2008) ,“Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations,” July,2008.

International Accounting Standards Board (2008) ,“IASB amendments permit reclassification of financial instruments,” October,2008.

International Monetary Fund (2009) ,*Global Financial Stability Report: Responding to the Financial Crisis and Measuring Systemic Risk*, April,2009.

Joint Forum (2008) , “Cross-sectoral review of group-wide identification and management of risk concentration,” April,2008.

Nakaso (2001) ,“The financial crisis in Japan during the 1990s: how the Bank of Japan responded and the lessons learnt,” BIS Papers No 6, Bank for International Settlements , October,2001.

Security Exchange Committee (2008) ,“SEC Office of the Chief Accountant and FASB Staff Clarifications on Fair Value Accounting,” September,2008.

Senior Supervisors Group(2008),“Observation on Risk Management Practices during the Recent Market Turbulence,” March,2008.

U.S. Department of Treasury (2009a) ,“Treasury Announces New Restrictions On Executive Compensation,” February,2009.

U.S. Department of Treasury (2009b) ,*Financial Regulatory Reform*, June,2009.

U.S. Department of Treasury (2009c) ,“Interim Final Rule on TARP Standards for Compensation and Corporate Governance,” June,2009.

U.S. Department of Treasury (2009d) “Statement by Treasury Secretary Tim Geithner on Compensation,” June,2009.

U.S. Department of Treasury (2009e) ,“FACT SHEET: Administration Regulatory Reform Agenda Moves Forward: New Independence for Compensation Committees,” July,2009.

U.S. Department of Treasury (2009f) ,“FACT SHEET: Administration Regulatory Reform Agenda Moves Forward: Say-On-Pay,” July,2009.

以 上

## 別添資料（研究会委員への事前アンケート結果）

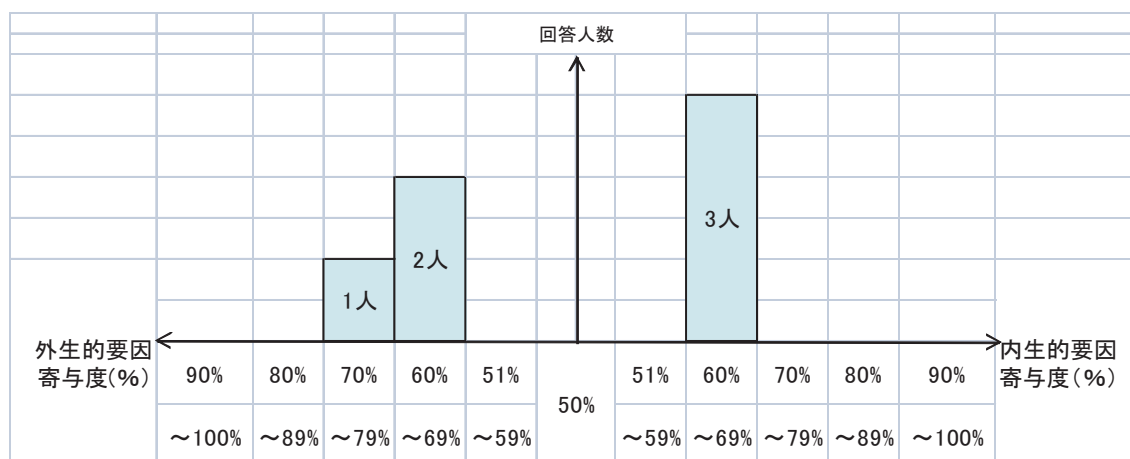
本研究会の実施に先立ち、研究会委員（6名）に対して、今次金融危機で発生した金融機関損失の背景について、欧米金融機関並びに日本の金融機関を対象とした事前アンケートを実施した。ここでは、今次金融危機の要因に関する事前アンケート結果を簡単に紹介する。

（以下、主なアンケート回答結果）

- 個別金融機関にとって、内生的要因寄与度と外生的要因寄与度のどちらが大きかったのか？（回答分布 / ヒストグラム）

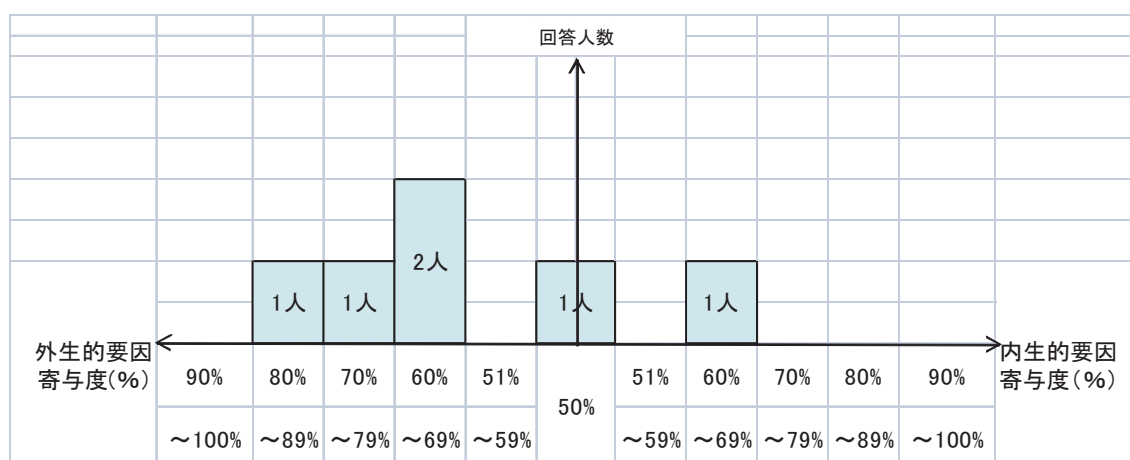
### ① 欧米金融機関

以下の通り、意見が分かれる結果となった。



### ② 日本の金融機関

以下の通り、概ね外生的要因寄与度の方が大きかった、という回答結果になった。



## ● 欧米金融機関に対する主な回答結果

- 内生的要因寄与度の方が大きかったと判断する理由
  - ✓ 過度なリスク・テイクを助長したガバナンス体系は経営の問題であった。
  - ✓ 今次金融危機以前から議論となっていた証券化商品エクスポージャーの拡大は経営の問題であった。
  - ✓ 規制緩和、グローバル資本主義台頭等の流れより、規制当局の打つ手は限定的であった。
- 外生的要因寄与度の方が大きかったと判断する理由
  - ✓ 個別金融機関の判断による大きな景気サイクル（資産バブル等）への対応は困難であった。
  - ✓ 市場参加者の群衆行動（金融機関の市場依存度の高さ）
  - ✓ 個別金融機関のリスク管理で対応できる範囲には限界があった。

なお、個別金融機関にとって、内生的要因か外生的要因かに関しては、主に視点の置き方の違いから参加者の意見は分かれた。これは、上記の問題を是正することが、個別金融機関でも「物理的には」可能であり、そうした視点に立てば、「内生的」（物理的にみても、是正は不可能であった部分もあるが）問題だといえる一方、そうした是正を促すインセンティブが存在しない中では、実質的にそうした是正措置を実施することは不可能に近かったと考えれば「外生的」問題だと捉えられるためである。いずれにしても、ガバナンスの問題に関し、個別金融機関の努力のみではその克服は難しいという点では、研究会の意見は一致した。

## ● 日本の金融機関に対する主な回答結果

- 内生的要因寄与度の方が大きかったと判断する理由
  - ✓ 過去に経験していた政策保有株式による損失発生は経営の問題であった。
- 外生的要因寄与度の方が大きかったと判断する理由
  - ✓ 海外依存度の高い日本経済の構造的問題が主因であった（与信コスト増大の背景）。
  - ✓ 欧米金融機関と比べて、比較的収益ドライブは小さかった。

以上の事前アンケート回答結果を総括すれば、個別金融機関にとって、内生的要因寄与度もしくは外生的要因寄与度のいずれが大きかったかに関しては、主に参加者の視点の置き方の違いから意見は分かれるものの、個別金融機関による判断や経営に起因する要因（イデオシクラティック要因）よりも、業界全体に共通する要因（システムティック要因）の寄与度が大きかったと言える。

次に以下では、欧米金融機関と日本の金融機関との損失背景の比較という観点より、主な事前アンケート回答結果を紹介する。

(以下、主なアンケート回答結果)

- 日本独自の主な損失背景
  - ✓ 政策株式の保有（政策株式保有を利用したビジネス・モデル）
  - ✓ 外需依存性の高い日本経済の構造的問題（与信コスト増大の背景）
- 欧米・日本に共通した主な損失背景
  - ✓ 緩やかな金融監督規制
    - －自己資本比率規制上のリスク・ウェイトの甘さ
    - －バブル（景気サイクル）に対応した監督対応の欠如
  - ✓ リスク管理手法の形骸化
    - －リスク・ストレス事象の認識不足
    - －内部牽制機能の不備
- 欧米独自の主な損失背景
  - ✓ 過度なリスク・テイクを助長したガバナンス体系
    - －過度な報酬体系
    - －ROE 偏重経営
  - ✓ 市場の群衆行動（金融機関の市場依存度の高さ）

以上の事前アンケート回答結果を総括すれば、日本の金融機関独自の主な損失背景としては、やはり“政策株式の保有”が挙げられる。一方で、欧米金融機関独自の主な損失要因としては、“過度なリスク・テイクを助長したガバナンス体系”が挙げられる。

以 上

## NIRA 危機後の金融システムに関する研究会

### 研究体制

#### 研究会委員

大山 剛	あらた監査法人 リスク・コントロール・ソリューション部 ディレクター / NIRA 客員研究員 (座長)
大槻 奈那	UBS 証券会社 株式調査部・クレジット部 シニアアナリスト
大橋 英敏	モルガンスタンレー証券株式会社 債券調査本部長
久米 晋輔	住友信託銀行株式会社 業務監査部 副部長
栗原 俊典	金融庁 検査局総務課 バーゼルⅡ検査指導室 調整官 / 広島大学客員教授
菅井 洋生	株式会社三井住友銀行 リスク統括部 副部長

※本報告書の内容は、研究会委員の個々の意見を反映したものであり、各々が属する組織の意見を反映したものではない。

#### NIRA

神田 玲子	研究調査部長
中込 公也	研究調査部 リサーチフェロー
稲見 裕介	研究調査部 ジュニアリサーチフェロー

## NIRA とは

総合研究開発機構(NIRA)は、2007年11月に政府認可法人から民間財団法人に組織変更を行いました。認可法人NIRAの目的を継承するとともに、学者や研究者、専門家のネットワークを活かして、公正・中立な民間の立場から公益性の高い活動を行います。そして、国民の視点からより自由な立場で政策提言とタイムリーな情報発信を行うことにより、政策論議を一層活性化し、政策形成過程に貢献していくことを目指しています。

研究分野としては、国内の経済社会政策、国際関係、地域に関する3つのテーマを中心として、日本が抱える課題をとりあげます。



---

次の危機に備えた金融システムの構築  
現下の対症療法的対策の問題点を踏まえた提案

---

発行 2009年10月  
財団法人 総合研究開発機構  
〒150-6034 東京都渋谷区恵比寿 4-20-3  
恵比寿ガーデンプレイスタワー34階  
電話 03(5448)1735  
ホームページ <http://www.nira.or.jp/>

ISBN978-4-7955-8539-3 C3030