

日本金融学会・2008年春季大会における佐藤金融庁長官の講演  
(平成20年5月17日 於：成城大学)  
『金融規制の質的向上』  
(ベター・レギュレーションへの取組みとサブプライムローン問題)

はじめに

<第1部 ベター・レギュレーションへの取組み>

I. なぜ今ベター・レギュレーションなのか

1. 金融行政の目的と評価基準
2. 我が国金融セクターの局面シフト
3. 我が国金融・資本市場の競争力強化

II. ベター・レギュレーションの骨子

1. 4つの柱
2. 当面の5つの取組み

III. 最近の取組み事例

1. プリンシプルについての合意形成
2. プリンシプルを重視したルール解釈
3. サブプライムローン問題への対応
4. 5つの取組みの進捗

IV. 当面の評価と今後の課題

1. アンケート調査の結果概要
2. 当面の評価と今後の課題

<第2部 サブプライムローン問題>

1. サブプライムローン問題の構図
2. サブプライムローン問題の広がり
3. 我が国の状況
4. 改善に向けた政策対応

質疑応答

## はじめに

ご紹介を賜りました佐藤でございます。本日はこの金融学会の春季大会でお話をさせていただく機会を頂戴いたしまして誠にありがとうございます。大変光栄なことでございます。

金融庁にとりましても、学会の皆様との意見交換、あるいは学者・研究者の皆様への情報発信ということも、行政上極めて重要なことだと思っております。そういう意味からも本日のこの機会は私どもにとって大変ありがたい機会でございます。こういう機会を設定していただきました関係者の皆様に厚く御礼を申し上げます。

本日のお話ですが、大きく2つの部分に分かれます。第1部がベター・レギュレーションへの取組みです。そして、本来これだけということも考えられたわけですが、目の前で大火事が燃え盛っているときにその前を何もせずに通り返るのもいかがかということで、後半（第2部）で時間がありましたら、サブプライムローン問題についてもお話をさせていただきたいと思っております。

目次をご覧くださいますと、まずベター・レギュレーションの方ですが、4部構成になっています。

最初に、なぜ今ベター・レギュレーションという取組みをしているかというお話、そして次に、私どもの考えているベター・レギュレーションの内容・骨子について触れさせていただきます。

その後、第Ⅲパートとして、最近の取組み事例ということで、先般公表いたしましたプリンシプルについての合意形成など、より具体的な様々な取組みを紹介させていただきたいと思っております。

そして最後、第Ⅳパートで、これは最近実施し、近々公表したいと思っておりますが、ベター・レギュレーションの進捗度合いについてアンケート調査を行いましたので、これをご紹介させていただきたいと思っております。

その後、時間がありましたらサブプライムローン問題に入っていきたいと思っております。

## <第1部 ベター・レギュレーションへの取組み>

### I. なぜ今ベター・レギュレーションなのか

#### 1. 金融行政の目的と評価基準

それでは、まず、なぜ今ベター・レギュレーションなのかというテーマです。そのお話の前に、これは確認のようなことですが、資料1ページにあるように、私ども金融庁が担っております金融行政には3つの大きな行政目的があります。1つ目は金融システムの安定、2つ目に金融サービスの利用者の保護、そして3つ目に公正・透明な金融・資本市場の確立です。

これは時代が変遷してもおそらく変わらない目標でありまして、また主要諸外国でも共有されている目的です。

例えば昨年だったと思いますが、米国FRB（連邦準備制度理事会）のバーナンキ議長も、次のような発言をしているところです。すなわち、「我々は、政策責任者として、金融イノベーションの速度がどれほど加速されようとも、本質的に変わる事のない金融行政上の目的を3つ定めている。それは、①金融システムの安定、②投資家保護、③市場のインテグリティであり、世界の主要な金融規制当局の間で広く共有され、かつ簡単には変わらないものと認識している」<sup>(注)</sup>。

そして、さらに同じページに、この3つの行政目的を果たしていく上で、金融行政・金融規制の点数を付けるというか、評価をする際の着眼点としてどういったものがあるかということも6つほど並べてあります。これはやや個人的見解でして、これまで私自身が意識してきたことを書き出した程度のもので、確立されたものではないという、その程度のものとしてお受け止め下さい。

1つ目は実効性ということです。これは、いくら形だけ規制の枠組みができている、その最終的な目的に沿った成果が上がらなくてはいけないわけで、所期の成果を効果的に出しているかどうかということです。例えば、銀行に対する健全性規制というフレームワークだけが立派でも、現実にはそれが全く守

---

(注) 2007年5月15日 アトランタ連銀金融市場コンファレンスにおけるバーナンキFRB議長のスピーチより引用。

(参照) <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20070515a.htm>

られておらず、当該国の金融セクターが健全性を保持できず、不安定であるといったような場合には、およそ実効性がないということになろうかと思えます。

2つ目は効率性ということで、これはできるだけコストパフォーマンスの良い仕事をしようということです。私ども、もともと非常に限られた行政資源で仕事をしておりますので、当然のことながら効率性がある程度高くなければ仕事が前に進まないということでもあります。一方で、これは、規制を受ける金融機関あるいはマーケットの側にとっての規制対応のための負担・コストが過大にならないように気を付けなければいけない、ということでもあろうかと思えます。

3つ目の先見性ですが、金融の世界は動きが非常に速い。金融技術の発展もありますし、市場が日々動いている。またさらに国際的な広がりを持っているということで、やはり先を見通す力がなければ効果的な行政にはならないということかと思えます。

4つ目の透明性、これは、もともと行政というのは国民経済、国民のための行政ですので、どういう仕事をどういう目的でどういう手法でやっているかということが世の中に見えるということは、大変重要なことかと思えます。これは規制を受ける側にとっても重要なことです。

5つ目が一貫性ということで、言わば行政対応の整合性です。行政目的が一貫しているか、行政手法が整合的であるかどうか、あるいは異なる業者の間で公正・公平な対応をしているかどうか、さらには異なる時点の間で整合性が図られているかといったことがあります。実は、多様な要素があり、相互の行政目的の間のトレードオフもあるため、話はそう単純ではないのですが、だからこそこういう一貫性ということを留意していかなければならない、ということかと思えます。

最後、6つ目が時代適合性ということでして、先ほど申しましたように3つの大きな行政目的が変わらないとしても、その時代その時代の国民のニーズ、経済の側からのニーズ、あるいは金融システムの状態の変化に対応した優先順位ということがありますので、そういった時代適合性ということも常に意識しなければならぬということかと思えます。

これが前置きであり、それでは、なぜ今ベター・レギュレーションなのかということですが、大きく2つあります。1つは、我が国の金融セクターを巡る

局面が変化してきているということですので、その局面変化に効果的に対応するという趣旨です。もう1つは、我が国の金融・資本市場の活性化・国際競争力の強化という優先課題をしっかりと進めていくという観点です。

## 2. 我が国金融セクターの局面シフト

1つ目の我が国金融セクターの局面シフトに関しましては、お手元の資料の2番ですが、これは先ほど申し上げた3つの大きな行政目的に沿って、過去10年ぐらいにどんなことが起き、どういう行政対応が行われてきたかということについて、ざっとイメージを整理したものです。

金融システムの安定という目的に関して言えば、ちょうど10年前ぐらいの1997、98年というのは、日本は深刻な不良債権問題と金融システム不安に直面しており、主要な大手金融機関が破綻するといったことがありました。辛うじてそのシステム不安を乗り越えた後も、相当長い間、不良債権問題に悩まされ続けましたが、2000年代後半ぐらいから、大分、金融セクターの健全性というものが改善してきました。金融システム不安のときに注入した公的資金の返済が加速し、しかも注入した我々、納税者から見ると、お釣りが付いて返ってきているという状況になってきています。

この間の行政対応としては、様々な健全性規制のための枠組みの整備が行われました。あるいは公的資金の注入を行うといったオペレーションを行いました。さらには健全性の回復ということも睨みつつ、市場規律を働かせる、自己責任原則を強化するという一方で、預金全額保護の廃止といったこと、また、よりフォワード・ルッキングな話としては、バーゼルⅡを世界に先駆けて導入したといったようなことがありました。

今の状況というのは、言ってみれば、ミニマム・スタンダード（最低限の標準）がクリアできた状況ということかと思えます。

したがって、これから大事なことは、この分野について言えば、個々の金融機関がリスク管理をしっかりと質の高いものとして定着させ、さらに高度化させるということでしょう。また、将来直面するであろう新しいタイプのリスクへの対応力を付けるといったことかと思えます。こういった課題を考えてみますと、そこで重要なのは、当局が「あれをしろ」「これをするな」ということよりは、各金融機関が自らの状況に応じて自助努力をする、創意工夫をこらすということであろうかと思えます。言わばこういう局面に入ってきているという

ことです。

2つ目の利用者保護・利用者利便の向上という世界でも、10年間を振り返りますと色々な出来事がありました。この出来事の背景で、同時に、例えば金融商品の販売チャネルの多様化といった、規制緩和と申しまししょうか、構造改革も同時並行で進んでいたということです。生損保の不払いの問題、あるいは銀行による優越的地位の濫用といった問題も起きましたが、それぞれ制度面の整備、そして個別の行政対応の積み重ねを経て、ここに来てそれなりに、利用者保護の態勢というのが各金融機関で整ってきていると思います。

したがってこの分野でも、やはりこれからは各金融機関の自助努力が極めて重要であるということかと思えます。

3つ目の市場の関係ですけれども、この世界では1997、98年にいわゆる「フリー・フェア・グローバル」と名付けられた日本版ビッグバン（金融システム改革）がスタートし、規制緩和が進行してきています。比較的近いところでは、様々な非違事例、市場のルールに違反するような出来事がいくつかありました。あるいは証券会社の誤発注であるとか、取引所のシステムがストップしてしまうといった問題がありました。こういった問題に対しても、制度面の対応、あるいは個別の行政対応というのを行ってきています。

したがってこの世界でも、証券会社、金融商品取引業者の自助努力が極めて重要な局面になってきています。

ミニマム・スタンダードのクリアで満足するのではなくて、ベスト・プラクティスの追求を促し、各金融機関の自己責任と自助努力を尊重する枠組みということを、私どもとしては意識しています。

### 3. 我が国金融・資本市場の競争力強化

もう一つの大きな理由については、ご案内の通り、我が国の金融・資本市場は、世界の中で必ずしも名誉ある地位を占めていないというのが共通認識であろうかと思えます。今現在、まさに、金融・資本市場の競争力強化というのが福田内閣の下でも極めて優先順位の高い課題として位置付けられているということです。そうした中で、金融規制の質というものが、その規制の適用されるマーケットの競争力を左右する重要な要素であるということ、私どもとしては意識しています。

そうした中、昨年の12月ですが、「金融・資本市場競争力強化プラン」というものを金融庁で策定させていただきました。この名前がいかにも平板で、もう少し気の利いた名前がないのかという気もいたしますけれども、名前はともかく中身は非常に濃いものでして、相当包括的な内容になっているということです。

4つの柱からできておりまして、1つ目は金融・資本市場に着目し、活力を持ち、信頼度の高いマーケットになることを狙った柱。そして2つ目が、そのマーケットの中で業務を行う金融機関にとってのビジネス環境、活力と競争を促すビジネス環境というものを目指す施策。そして3つ目に、規制そのものの質の向上ということで、このベター・レギュレーションも4つの柱のうちの一つに位置付けられているということです。さらに周辺環境についても私どもとしては重要なものであると思っております、金融関係の専門人材の育成といったことがテーマになっています。

## Ⅱ. ベター・レギュレーションの骨子

### 1. 4つの柱

次に、ベター・レギュレーションの具体的な中身に入らせていただきたいと思えます。

4つの柱を私どもとしては掲げております。第1に、ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ。第2に、優先課題の早期認識と効果的対応。英語で言いますとリスク・フォーカス、フォワード・ルッキングなアプローチということで、イギリスのUKFSA（金融サービス機構）などではこういった表現を使っているかと思えます。3つ目の柱が金融機関の自助努力を尊重する、あるいは金融機関にインセンティブを付与する、こういう枠組みを重視しようというものです。そして4つ目に、行政対応の透明性・予測可能性の向上ということです。

#### (1) ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せ

第1の柱、ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組合せということですが、ご案内の通り、ルール・ベースの監督というのは、ある程度詳細なルールや規則を制定し、それらを個別事例に適用していくという

アプローチです。これに対し、プリンシプル・ベースの監督というのは、金融機関が尊重すべき主要な行動規範や行動原則をプリンシプルとして共有した上で、各金融機関がより良い経営に向け自主的な取組みを行う、あるいはそれを促すというところに重点を置いているアプローチです。

私どもは、この2つのアプローチは二者択一といった関係ではなくて、むしろ相互補完的な関係にあるのではないかと思っていますところです。例えば、ルール・ベースの監督がなじむのは、不特定多数の市場参加者に共通のルールを適用するような場合。他方、プリンシプル・ベースの監督がなじむのは、金融機関の経営管理態勢の整備を促すといった場合です。

また、同一の事案にルール・ベースの観点とプリンシプル・ベースの観点、両方から光を当てていくことが効果的なケースも多数あります。行政対応の中でルールを適用するにあたって、プリンシプルの観点から光を当てて実質的な公平、実質的な効果を確保するということです。例えば、形式的には法令違反に該当しているようなケースであっても、内容が軽微であるとか、あまり悪質性が大きくないといった場合には、プリンシプル・ベースの観点から過大な行政対応を避けるという判断をしているところです。他方で、明示的に明確な法令違反ということになっていない場合であっても、全体として見たときに極めて悪質で利用者の被害が大きといった場合には、財務の健全性や業務の適切性といった法令の規制に基づきますが、プリンシプル・ベースの判断で行政対応を行うケースもあるわけです。

## (2) 優先課題の早期認識と効果的対応

2つ目の柱が優先課題の早期認識と効果的対応です。米国や英国では先ほど申しましたように、リスク・フォーカスないしフォワード・ルッキングなアプローチと呼んでおります。深刻な問題が潜んでいる分野、あるいは将来大きなリスクが顕在化する可能性がある分野を、先を見越してできるだけ早く認識し、そのような重要課題への対応のために行政資源を効果的に投入していくという狙いです。

早め早めのアプローチをとることによって、リスクへの対応に対して、当局としての利用可能な選択肢もより広いものになっていくということを意識しております。もともと行政資源は極めて限られておりますので、行政目的に照らして、優先順位の低い枝葉末節には固執しないという意味合いもあろうかと思えます。

### (3) 金融機関の自助努力の尊重と金融機関へのインセンティブの重視

3つ目の柱が金融機関の自助努力尊重と金融機関へのインセンティブの重視ということです。これは、個々の金融機関が結果として公共の利益、行政目的に合致した取組みを行った場合、それが営利企業としての個々の金融機関にもメリットを及ぼすような枠組み、あるいは、そのような因果関係を金融機関に意識させる枠組みと言ってもよろしいかと思えます。

その例として、一つは金融検査評価制度。これは検査結果をA・B・C・Dの4段階で、各項目ごとに評価を付けるという取組みですが、こういった取組みというのは、今申し上げたようなインセンティブ構造を内包していると考えております。

もう一つの例としてバーゼルⅡというものを掲げております。バーゼルⅡはご案内の通り、銀行の抱えるリスクをより正確に計測するというのが一つの柱でして、より正確なリスク計測を行うと、結果的にその分、所要自己資本が相対的に節約できるということでしょうし、それ（正確なリスク計測）が経営の安定にも繋がります。所要の自己資本をきちんと積んでいるということを確認しながら経営ができるという意味で、経営の安定に資するということでありましょうし、また、レギュラトリー・キャピタル（規制資本）とエコノミック・キャピタル（経済資本）との間の接続といったことも意識されているのがこのバーゼルⅡです。

バーゼルⅡにはさらに、第2の柱、第3の柱というものがああり、第2の柱は金融機関自身の自助努力というものを重視し、それを当局がモニターするという枠組み、第3の柱は情報開示ということです。こういった枠組み、第2の柱、第3の柱も、このバーゼルⅡのインセンティブ・コンパティブル（動機整合的）な性格の特徴ではないかと思えます。

### (4) 行政対応の透明性・予測可能性の向上

4つ目の柱が行政対応の透明性・予測可能性の向上です。従来から私どもとしては検査・監督の枠組みの中で、透明性・予測可能性の向上のために、検査マニュアルや行政処分についての考え方を公表しています。その他、行政処分の事例集の公表であるとか、ノーアクションレター制度の充実であるとか、あるいはQ & Aを通じたルール解釈・適用に係る具体的事例の蓄積といったことも行っております。

また、金融機関の経営に関する計数の集計・公表といったことも、我が国金融セクター全体のマクロ的な状況がどうであるかということをお示しするという意味で、非常に意味のあることであろうかと思えます。

後ほどご紹介したいと思えますけれども、サブプライム関連商品に対する我が国金融機関のエクスポージャーというものを統一的な基準によってヒアリング、モニタリングしまして、金融庁で集計し、合計ベースで公表しました。これは行政の透明性ということに限らず、我が国全体のマーケットの状況、我が国の金融システムの状況について、貴重な情報発信になったのではないかと自負しているところです。

あるいはさらに、パブリックコメントの手続きであるとか、様々な対話を通じた行政対応についての理解度の向上への努力といったことがあります。

## 2. 当面の5つの取組み

以上、この4つの柱を意識しつつ、具体的にどんな点に力を入れて取組みを進めていこうかと並べてみたのが、この「ベター・レギュレーションの当面の5つの取組み」というものです。金融機関等との対話の充実、情報発信の強化、海外当局との連携強化、調査機能の強化による市場動向の的確な把握、そして職員の資質向上ということです。

## Ⅲ. 最近の取組み事例

以上申し上げましたような内容を意識しつつ、このベター・レギュレーションの取組みを進めているわけですが、第Ⅲパートに入りまして、最近の取組み事例ということで、2、3紹介させていただきたいと思えます。

### 1. プリンシプルについての合意形成

まず、1つ目の柱のベースとなるプリンシプルについての合意形成を行ったということですが、これは、プリンシプルの性格付けですが、当局の側が一方的に作ってこれを金融機関に示すといった上意下達になじむものというよりは、むしろ規制をする側とされる側との間で価値観を共有して、共通の価値観に基づいて金融市場全体の発展のために、規制する側とされる側ですから当然一定

の緊張関係はありますが、そういう中で一緒に取り組んでいこうという性格のもので、とにかく、両方で、本音ベースで、「これが大事だ」と思ってシェアすることが重要だと思えます。

こういった観点でプリンシプルをまとめるのに相当時間がかかりましたが、昨年12月以降、業態横断的な意見交換会を何度か開き、議論をしてまいりました。その結果として、本年の4月、主要な14のプリンシプルを金融サービス提供者、金融業界との間で共有するに至り、公表させていただきました。

14項目の具体的な中身ですけれども、まず1番と2番がプリンシプルの中で最も根本的な原則を示したものと言えようかと思えます。

「1. 創意工夫をこらした自主的な取り組みにより、利用者利便の向上や社会において期待されている役割を果たす」。

そして「2. 市場に参加するにあたっては、市場全体の機能を向上させ、透明性・公正性を確保するよう行動する」。

次の3番から7番が、利用者保護に関連する原則です。その重要性やそれぞれ尊重すべき内容にかんがみて5つの項目に分けてお示ししています。

「3. 利用者の合理的な期待に応えるよう必要な注意を払い、誠実かつ職業的な注意深さをもって業務を行う」。

「4. 利用者の経済合理的な判断を可能とする情報やアドバイスをタイムリーに、かつ明確・公平に提供するよう注意を払う」。

「5. 利用者等からの相談や問合せに対し真摯に対応し、必要な情報の提供、アドバイス等を行うとともに金融知識の普及に努める」。

ここはちょっと婉曲な表現になっていますが、個人的にはもっと、「顧客から苦情があったらその苦情対応・苦情処理をしっかりとやる」というふうにはっきり書いた方が良いのではないかという気もします。そういったものも含んでいるプリンシプルです。

そして「6. 自身・グループと利用者の間、また、利用者とその他の利用者の間等の利益相反による弊害を防止する」ということです。

現在国会で審議中の金融商品取引法の改正案では、このファイアーウォール規制についての見直しを盛り込んでおります。役員の兼職規制、これは法律事項、それから顧客に係る非公開情報の共有制限、これは政令以下ですが、こういった現在ある機械的・画一的なファイアーウォール規制を撤廃し、その代わりに、各金融機関が利益相反を防止するための管理態勢を構築し、自己規律の下で実効性を確保していくものです。言わばプリンシプルの考え方に沿った簡素化、金融イノベーションを阻害しない仕組みを作っていくという、ちょうど

その時にあたっております、この6番目の原則は極めて重要かと思えます。

金融仲介業者と利用者との利益相反の例としては、これは極めて古典的なものですが、例えば、銀行融資について、融資先の企業の増資を同じグループの証券会社が引き受けるなどして、増資を実施し、それを財源として融資を返済させるといったケース。これは投資家と金融機関の間の利益相反の典型であろうかと思えます。

また、利用者との利益相反としては、例えば、同一のM&A事案の売り手と買い手双方に対して同一グループの例えば別のエンティティ、銀行と証券といったものがそれぞれ融資を行うとかアドバイスをを行うとかといったような関係に立っている場合が考えられます。

7番目のプリンシプルは、「7. 利用者の資産について、その責任に応じて適切な管理を行う」です。これは法令等の定めによってその責務は異なってまいりますけれども、証券会社等であれば、例えば顧客資産の分別管理の義務、また信託会社・信託銀行等であれば受託者責任といったものが意識されてくるものです。

次のグループは8番と11番と12番であり、金融機関の業務執行体制に関するものです。

8番は経営管理全般にまたがるガバナンスで、コンプライアンスといった要素も含まれます。

11番と12番は財務の健全性に関するもの、そしてさらに続きまして、9番は情報開示ということです。11番と12番を書き分けているのは、12番の方は、金融機関にとって結果としての財務の健全性というのも極めて重要ですが、それだけではなく、常時そのような健全性を維持できるようなプロセス、リスク管理態勢というものが重要であるということを強く意識しているものです。

9番は、ディスクロージャーに関するものですが、情報開示、ディスクロージャーを通じた個々の金融機関の規律付け、いわゆる市場規律を意識したものです。また、金融機関がタイムリーで正確な情報開示を行うことでマーケット全体としての透明性が高まり、市場の機能も向上するということを期待しています。

10番と13番は、外部要因に対する耐久力を述べているものです。

10番は、「反社会的勢力との関係を遮断するなど金融犯罪等に利用されない態勢を構築する」ということです。金融システムのネットワークは広く国民の日常生活に直結しております。これが金融犯罪に用いられないようにするのは、公共的性格の強い金融機関にとって重要な責務であろうかと思えます。これまで、例えば振り込め詐欺への対応であるとか、偽造キャッシュカード問

題への対策であるとか、あるいは本人確認等の枠組みといったものが導入され、実施されています。

13番は、市場で果たしている公共的な役割に依じて、大規模災害その他不測の事態における対応策を確立するというものです。大規模災害があったときに早期に被害等の復旧を図ることが重要ですので、例えば、コンティンジェンシープランの策定であるとか、ビジネス・コンティニューイティ・プラン（BCP）の策定といったことも重要でしょうし、コンピューターシステムの複線化、バックアップ態勢といったこともこの中に含まれようかと思えます。

最後、14番は、当局と規制を受ける金融機関等との関係です。「14. 当局の合理的な要請に対し誠実かつ正確な情報を提供する。また、当局との双方向の対話を含め意思疎通の円滑を図る」。

プリンシプル・ベースの監督というのは、実は英国で先行して行われております。我が金融庁の場合はルール・ベースとプリンシプル・ベースの最適な組合せということで位置付けていますので、プリンシプル・ベースを中軸に置いているUKFSAのプリンシプルとちょっと性格が違いますが、共有されるべきプリンシプルの中身は相当程度共通している部分があります。お手元の資料の10番と11番を見比べていただきますと分かりますけれども、例えばこの中で、英国にはない日本独自のものとしては、1番、5番、9番、10番といったものが挙げられるかと思えます。その他の部分は何らかの形で括り方に差があったり、あるいはある部分がより詳しく書いてあったりという差がありますが、相当程度共通しています。

このプリンシプルの共有によって私どもが何を期待しているかと申しますと、まず、金融サービスの利用者にとっては、予め金融サービス提供者に期待できる行動や金融サービスに求められる品質を理解していただけます。安心して金融サービスを購入できるような環境が整うのではないかとということです。

また、規制を受ける金融機関等にとっては、例えば成文化されたルールがない場合やルールの解釈が分かれる場合であっても、自らがとるべき行動について基本的な考え方が明確化されます。また、環境の変化に応じて機動的に、自主的なサービスの改善や新サービスの開発・提供などに取り組む際の指針になります。さらにはプリンシプルは、各金融機関に期待される改善努力の方向感を示すということです。言わばベスト・プラクティスの拠り所となるものでもあります。さらにルールを解釈する際の指針・ベースにもなり得るものもあると思えます。

さらに、私ども行政にとっては、プリンシプルに示された基本的な考え方に

準拠することで、実態に即した実質の公平を確保した行政対応が、より行いや  
すくなるということがあろうかと思えます。また既存のルールの見直しにあた  
っても、プリンシプルの考え方に沿った簡素化や明確化、あるいは金融サービ  
スのイノベーションや、金融サービスにおける自由な競争を妨げないような市  
場環境を整備していく際の拠り所にもなり得るといふことかと思えます。

なお、プリンシプルの充足度が低く、実現への改善努力が十分とは言えない  
といったような場合であっても、私どもとしては法令上の根拠なしに行政処分、  
不利益処分を行うことはないということを明らかにしております。また、行政  
処分を判断する際に、金融機関がプリンシプルに沿った自助努力をしっかりと行  
っているという場合には、軽減事由として考慮するということも明示している  
ところです。

## 2. プリンシプルを重視したルール解釈

最近の取組み事例の2つ目として、プリンシプルを重視したルール解釈とい  
うのがあります。

昨年の秋に施行された金融商品取引法では、リスク性商品の販売についての  
顧客への説明責任、それから、上場企業の財務報告に関する内部統制、いわゆ  
る日本版SOX法、この制度が導入されたわけです。この制度の導入に対して、  
一部誤解に基づく過剰な対応、過度に縮こまったとでも申しましょうか、そ  
ういう対応をしているケースが散見され、そのことが金融サービスの利用者に対  
しても大きな不便をかけるといったことがありました。こういった状況に対応  
して、言わばプリンシプルに、すなわち、本来のルールの背景にある本来の目  
的が何なのかということにさかのぼって、より柔軟に対応して下さいというメ  
ッセージを込めまして、「説明責任」と「内部統制報告」に関する問題について、  
それぞれ「こういうことは誤解ですよ」「こういう趣旨ですよ」といったものを  
公表させていただきました。一部の金融機関の中で、言わば当局に対するアリ  
バイ作りのために行動しているといったケースがあったわけです。

## 3. サブプライムローン問題への対応

最近の取組み事例の3つ目としては、サブプライムローン問題への対応があ  
ります。先ほど申し上げた4つの柱のうち、「優先課題の早期認識と効果的対応」  
が求められる政策課題です。このベター・レギュレーションの中身を検討して

いた段階では、サブプライムローン問題がここまで深刻な大きな広がりを持つものにはなっていませんでしたが、結果として非常に早い段階でこのベター・レギュレーションが試されると申しましょうか、サブプライム問題がその試金石になったということです。

また、海外当局との連携強化、市場動向の的確な把握、そして情報発信の強化といった、さっき申し上げた5つの具体的な取組みにも密接に関わる対応をする必要がありました。サブプライムローンの問題は後ほどまた触れさせていただきますと思います。

#### 4. 5つの取組みの進捗

5つの取組みの進捗ですが、それぞれの項目について、相当密度の濃い対応を様々進めてきています。本日のお話に付随した資料は、お手元にハードコピーでお配りしている以外のパワーポイントの資料を含め、後日、金融庁のウェブサイトで公表させていただきたいと思っておりますので、それなども参考としてご覧いただければと思います。

### IV. 当面の評価と今後の課題

#### 1. アンケート調査の結果概要

次にこのベター・レギュレーションの第IVパート、最後の部分ですが、当面の評価と今後の課題です。これは、やりっぱなしではいけないので、進捗状況を自らチェックしつつ、進めていく必要があるということかと思っております。

先般、匿名形式でアンケート調査を実施させていただきました。今回のアンケートの特徴は、法人単位ではなくて、一つの組織に属する異なるクラス、つまり社長・頭取クラスと平取締役のクラス、そして課長クラス、それぞれの方々から回答をいただいたというところが特徴かと思っております。延べ1,500人を対象にお願いしまして、回答率は全体で約7割ということでした。この結果は、近日中に金融庁から公表させていただきたいと思っておりますが、かいつまんで主だった点だけご紹介させていただきたいと思っております。

透明性・予測可能性についてのアンケート結果ですが、合計で8割近くから「改善した」あるいは「やや改善した」という回答をしていただいております。

対話の強化につきましては、これも金融庁本庁では6割、財務局では7割が「改善した」または「やや改善した」という回答になっております。国内の金融機関に比べて外資系金融機関の評価がやや高くなっている、あるいはクラス別に見ると上の方のクラスの方が評価が高くなっているといった特徴が見られました。

情報発信につきましては、これも金融庁本庁の情報発信全般について8割近くから「改善した」あるいは「やや改善した」という回答をいただいております。

こういったことも、私どもにとっては励ましになる結果でして、「引き続きこの方向で努力をしていけ」というメッセージというふうに受け止めております。

今後の課題として、やはり強く意識しますのは、一つは、金融庁あるいは財務局も含めた金融行政当局の職員一人一人への意識の浸透ということです。また、先ほどもちょっとありましたように、実務者レベル、より下の方のレベルでの対話を充実させていくこと、また、情報発信の機会の拡充についても色々なご注文をいただいております、外部での講演やヒアリングの機会の活用といったことや、ウェブサイトの検索機能の改善といったことも、具体的なご注文をいただいております、引き続き努力を続けていくということかと思っております。

## 2. 当面の評価と今後の課題

ベター・レギュレーションは、一口で規制の質的向上というふうに申しましたが、これが実際に定着して効果を発揮するまでには、相当な時間を要するというものであろうかと思っております、時間がかかるということを実感する必要があります。その間、当局としては、職員一人一人の意識改革に継続的に取り組む必要があると思っております。

### <第2部 サブプライムローン問題>

残りの10分程度で、サブプライムローンのお話をさせていただければと思います。時間の関係で少し端折りますが、実は、個人的には10年前を思い出します。10年前も、先ほどちょっと申し上げましたように、健全性規制の枠組みであるとか、規制緩和、フリー・フェア・グローバルの金融システム改革とか、そういった中期的な改革に取り組んでいる真っ最中であつたわけです。その全

く同じ時期に、深刻な金融システム不安が進行していて、それに同時に対応する必要がありました。

今、私どもとしては、我が国の金融・資本市場の競争力強化という優先課題、あるいはそれと併せて今ご説明させていただいたベター・レギュレーションへの取組みという、言わば中期的な課題に取り組んでいるわけですが、まさに今ちょうどその時に、このサブプライムローン問題というのが深く、広く顕在化したということであろうかと思えます。中期的で前向きな枠組みの改革に取り組むときというのは、大体足元でも深刻な問題が進行しているという宿命にあるのかな、といったようなことを感じている次第です。

## 1. サブプライムローン問題の構図

14 番の図をご覧くださいますと、私どもが理解しておりますサブプライムローン問題の構図を端的にお示ししております。

今回の問題の非常に大きな枠組みというのは、証券化という金融技術が一般化し、それを活用することによって、いわゆる originate-to-distribute ビジネスモデル（証券化によるリスク移転を前提とした融資モデル）が一般化し、そのことが問題を深刻化させたということですが、この証券化のプロセスにおいて、各フェーズでそれぞれ問題があったのだらうということが、かなりコンセンサスになりつつあります。

借り手に関して言えば、自らの収入の状況等を顧みずに、住宅価格の上昇を見込んで安易な借入れをしました。

また、そのような借入れを積極的に促した貸し手の側のセールストークであるとか、あるいはその貸し手も、貸し出した後、オリジナル・アセット（原資産）である住宅ローンをすぐに転売するということが予定されておりますので、100%リスクを移転できるということを前提に貸出しを行う場合には当然審査も甘くなるということは考えられるわけです。また、併せて、住宅価格が上昇するということを前提にしておりますので、借換えは容易にできる、また返済も容易であるといったことでした。

貸し手はさらに原資産のリスクについて、例えば証券化商品の組成者に対して十分な情報提供を行っていたのかどうかといった点が問題になっています。

証券化商品の組成者に関して言えば、原資産のリスクに関する情報収集・情報分析を的確に行っていたのかどうか。証券化商品の組成において、証券化商

品の一定部分を保有することさえしないような形で組成する、つまりリスクを100%移転できるという前提ですので、その点を前提としたモラルハザードが生じていなかったのか。また、組成の際に適切にリスク評価を行い、それを適切に情報伝達していたのかどうか。

この証券化商品の場合には、格付会社から格付を取得して販売しやすくするということが行われていましたが、格付の信頼性というものもクローズアップされており、格付会社のビジネスそのものに利益相反があったのではないかと。これは格付を付与するというビジネスに加え、例えば証券化するときこういう優先劣後構造、こういうエクイティレシオであればAAAを付与できるといったような、証券化商品のデザインをするところでも相談に乗っているということがありますので、そういった点での利益相反がなかったかどうか。あるいは格付をする際のモデルの妥当性について十分な検証が行われていたのか。そのモデルに投入するデータというのは、直近の極めて景気の良いときのデータだけしか入れていなかったのではないかと。長い期間にわたるデータを入れていたのか。あるいは、リスクシナリオに基づくようなテストをしていたのかどうかといった問題もあります。格付に必要な十分な情報を証券化商品の組成者から適切に入手・聴取していたかといった問題もあります。

次に、証券化商品の販売者が、投資家に販売する際に適切な説明を行っていたのかどうかといった点、情報の提供が十分であったかどうか。

投資家サイドにおいても、原資産の内容を把握せずに格付に過度に依存した投資が安易に行われていたのではないかとといった点があります。また、ヘッジファンドを含めて、高いイールドを求めるあまり、リスク認識が不十分なままでレバレッジを過度にきかせた取引を行っていたのではないかと指摘されています。最終投資家の中に預金取扱金融機関が含まれているというのも一般的ですが、金融機関につきましては、証券化商品の保有に関して、適切なディスクロージャーを行っていたか、適切なリスク管理、価格評価を行っていたかといったことが問題になります。

ちょっと下のところに書いてありますが、このサブプライムローン問題を一段と深刻化させている大きな要因として、大手の金融機関がスポンサーあるいは実質的なリーダーとなって、金融機関にとっては簿外の、オフバランスのエンティティを作って、そこでサブプライム関連の証券化商品を保有し、そのファイナンスを、短期の、典型的にはABCP（資産担保コマーシャル・ペーパー）の発行によって行うという仕組みが一般化したということがあります。こ

これは、証券化商品の方は長期の商品ですので、証券化のビジネスで儲けるだけでなく、もう一回儲ける意図で、言わば意図的なマチュリティ・ミスマッチを作って、それを簿外で運営していたということです。しかもそこに大手の金融機関が流動性補完のコミットメントをしていました。

こんな構図になっており、複雑に相互に絡んで、なかなか単純な解決策は考えにくいというのが今の状況だと思います。

次のページ、15 番をご覧くださいますと、今申し上げたような話で、サブプライムローン問題を形成した主要な要因というものを思いつくままに書き出してみると、こういったことが挙げられるかなということです。これは金融庁の公式見解というよりは私の個人的な頭の整理という程度のもので、是非ご批判を賜りたいと思います。

一番上に書いてありますのは、先ほどの話の前提として、金融機関・金融市場におけるリスク認識の弛緩というものが一般化したということが言えようかと思います。その背景には、おそらく 2000 年の IT バブルの崩壊を乗り越えた後、相当程度、金融市場も実体経済も安定的な成長を続けてきたということで、そのことがこういったリスク認識の弛緩をもたらしたということが言えようかと思います。

米国の住宅ローン市場の問題は先ほど申し上げた通りです。証券化という金融技術の普及・一般化、それをベースにした originate-to-distribute モデルにおけるモラルハザードと申しましょうか、デュープロセスの欠如といった問題、そして格付の信頼度。

先ほど触れなかった話としては、モノライン金融保証会社というものが大きく関与しています。もともとは単純な、地方自治体が発行した地方債等の保証をやっていたわけですが、これはリスクもある程度把握可能ですし、多数の保証をすることによって分散効果が働くということであったかと思います。他方、証券化商品、特にサブプライム関連の証券化商品について大規模な、非常に広い範囲で、金融保証をしていたモノライン保険会社が、当然といえば当然ですが、経営悪化に直面しました。経営悪化に直面し、モノライン保険会社の格付が下がると、自動的に、そのモノライン会社が保証している証券の格付も下がり、値段も大きく下がる、こういうことが起きているわけです。

そして構成資産、原資産の追跡可能性の欠落。これは、証券化商品が複雑化

する、あるいは多段階で証券化される、1次証券化だけではなくて2次証券化、3次証券化といったことも行われているということがあります。その次の話は、先ほど申し上げたオフバランスでのABCプログラムあるいはSIV（ストラクチャード・インベストメント・ビークル）といったスキームの一般化、そしてそこへの流動性補完といったことです。

## 2. サブプライムローン問題の広がり

これらによってどんなことが現象として起きているのかというのが次の16番になります。証券化にせよ originate-to-distribute モデルにせよ、リスクを分散するというのが一つのキー・コンセプトですが、その作用として、リスクの所在が不確実になりました。どこの主体がどれくらいの規模のリスクを担っているのかということがマーケット全体で見えなくなってきてしまいました。そのことがあって、金融機関同士の間でもカウンターパーティリスクが非常に高まってきたということです。

また、originate-to-distribute モデルで一旦金融機関の外に出したと思いつた信用リスクが、資産のオンバランス化で、また金融機関に戻ってきたということがあります。

SIVとかABCコンデュイットについて大手金融機関がスポンサーになる、あるいは流動性補完をコミットしていましたので、そのコミットメントを実行する、あるいはレピュテーションとの関係で、ABCの購入者である投資家を損させるわけにはいかないの、連結をする、自分のところに抱え込むといったことを余儀なくされたということです。再びオンバランス化されることで、分散したリスクがまた戻ってきたということです。

2つ目が、マーケットのプライシング機能の低下です。証券化商品の取引が成立しない、流動性の欠落した状況で、マーケット全体の価格発見機能が喪失してしまっている、価格が分からないので、取引がなお成立しなくなるという悪循環もあろうかと思えます。先ほどのリスク所在の不透明化も相俟ってのカウンターパーティ・リスクの高まり。こういったことを背景として、欧米の短期金融市場が逼迫していったということです。特にインターバンク市場でターム物の供給者が不在という状況が続いているかと思えます。

もう一つは、質への逃避という現象が非常に大規模に起きています。世界の投資資金が国境を越え、異なるマーケットにまたがって移動する。結果として、株式市場、債券市場、為替市場、コモディティ市場等々が、非常にボラティリ

ティの高い動きを示しています。

その次の17番は、サブプライムローン問題の推移を、フェーズを分けて復習したものですので、後ほどご覧いただければと思います。

18番は、マーケットの動きですが、短期金融市場は、信用不安から逼迫しています。各国中銀の流動性対策や投資銀行救済措置が功を奏しているわけですが、緊張は依然高い水準です。また、影響は、サブプライム関連証券化商品の市場から、サブプライムローン以外の住宅ローン、あるいは住宅ローン以外の、CMBSすなわち商業用不動産の証券化商品、そしてまたクレジット市場、LBO（レバレッジド・バイ・アウト）等にも波及しているということです。債券市場、株式市場、コモディティ市場は、先ほど申し上げた通りです。

この後、19番で欧米の大手金融機関の損失の規模と、それに対応した増資の状況を整理した紙があります。欧米の金融機関は一社で3兆円、4兆円というオーダーの損失を被っておりまして、当然のことながら自己資本不足を意識して、速やかな増資に取り組んでいるという状況であろうかと思えます。問題の深刻さは極めて深いので、そう簡単に全体が正常化するとは見込めないわけですが、こういった大手金融機関が自助努力で自己資本不足を補っていくという動きが一般化しておりますので、世界の金融システムそのものが大混乱に陥るといったリスクは低下してきているという認識になっていると思えます。他方で先ほど申しましたように、全体の様々な市場における緊張というのがまだまだ残っているということです。

21番には、サブプライムローン問題の原因ということで、金融安定化フォーラム（FSF）という、国際的な、主要国の当局の集まりがあるわけですが、このFSFが4月のG7に報告した報告書で、先ほど来説明しているような話をやはり整理したものがありますので、お付けいたしました。

### 3. 我が国の状況

最後に22番をご覧いただきますと、既に金融庁で公表しておりますが、我が国の金融機関がこのサブプライムローン問題で受けている影響の度合いです。欧米の大手金融機関が一社で3兆円、4兆円といった損失を出しているのに比べますと、エクスポージャーも相対的に限定されていますし、損失額も予想可能な範囲内になっています。この3月期の決算がかなり影響を受けていまして、

下振れ要因になっているのは事実ですが、我が国金融セクター全体として見て、その保有自己資本であるとか、あるいは期間利益の規模に照らして考えると、我が国の金融システムそのものが、直接、このサブプライムローン問題によって深刻な打撃を受けるというような状況にはないと認識しているところです。

#### 4. 改善に向けた政策対応

サブプライムローン問題についての金融庁の対応は、23 番ですが、早め早めに状況を認識し、金融機関へのモニタリングを通じて、要注意である銀行を早めに認識・抽出し、その要注意金融機関に対しては早め早めの対応を促すといったことをやってくるわけです。市場をモニターするための体制の強化といったことも行っています。また、先ほど申し上げました F S F のような国際的な議論の場にも積極的に参加をして、情報交換や議論への貢献といったことに努めているということです。

以上でございます。どうもありがとうございました。

#### 質疑応答

(質問) ベター・レギュレーションについてです。私は、寡聞にして今日初めて耳にして非常に新鮮に伺ったのですが、4つの柱があると言われました。ポイントはプリンシプル・ベースの監督を重視されるということだと思います。そこで、金融サービス業に対するプリンシプルが14ありますけれども、プリンシプルですからこういう表現になるのだと思いますが、「適切な管理」「適切な経営管理態勢」「適切な情報開示」「適切なリスク管理」とあります。

金融機関も多種多様ですので、中には「これなら適切だろう」と思っても、金融庁としては「適切」でない、という混乱というものは生じませんか。

(回答) 生じる可能性は十分にあると思います。ただ大事なことは、それぞれの金融機関の業務内容であるとか、事業の規模であるとか、抱えているリスクの性格であるとか、そういったものに応じて、その必要性に見合ったリスク管理を行っていただく、あるいは顧客との対応についてもそういった注意を払っていただくということがポイントです。

私ども金融当局が、プリンシプルがあるからと言って、全ての様々な業態、様々な規模、様々な性格を持った金融機関に、プリンシプルの一言一句を機械的・画一的に適用するということをしては絶対にいけないのだらうと思います。

そういう意味で先ほども申しましたけれども、当局サイドの担当官一人一人の研鑽と申しましょか、意識改革というものも非常に重要でしょうし、実態に即した柔軟な対応をしていくという心構えが非常に重要になっていくというふうに思っております。

(質問) 行政の目的のうちの「利用者保護」、これは大変難しい問題だと私は思います。利用者保護を徹底しようとするすと、あまり自由にさせるわけにはいきません。市場そのものが成り立たないという可能性もあります。その一つの表れが金融商品取引法などに出ているのではないかという感じがいたします。利用者保護という問題は政治の問題だらうと私は思います。政治としてはこれを徹底すべきだということは絶えず行政に言われると思うのですが、自由主義経済という大原則があるということは、やはり重要な点だと思います。そうでないと取引が麻痺してしまうという現実に行ってしまうのではないかという感じがいたしますがいかがでしょうか。

なお、サブプライムローン問題につきましては、これだけ長期にわたって資金が猛烈に余っておりますと、金融機関の対応としてはどうしてもそういうことになるという面があると私は思っております。それをレギュレーションの面で最後のところで規制しようとしても非常に難しいという面がありまして、実はその異常なまでの資金過剰というのはもっと大きな立場で別途考えるべきではないか、そうしないと、こういったことが生ずるという恐れがあると思っておりますけれども、その点、どのようにお考えでしょうか。

(回答) 1点目は、物事の本質にさかのぼったご質問をいただきまして、大変ありがとうございます。私どもが掲げております利用者保護というのは、典型的には、金融サービスの利用者が合理的な投資判断、経済行為に入っていく際の判断を形成できるように情報を提供した上で、当然、最終的には個々の投資家の自己責任といったものがベースにあるということです。したがって、利用者保護は極めて重要だと思っておりますし、それは政治だけの問題ではなくて、私ども行政にとっても極めて重要な行政目標であります。

他方で、過保護をするという意味では全くありません。過剰な規制をすることで金融サービスの提供者が活力を失ったりすることなく、利用者ニーズに沿った多様なサービスを柔軟に提供できるということが極めて重要であり、自由主義経済の下で、市場参加者の自己責任ということは大前提です。

したがって、これは、そういう全体のバランスの上で成り立っているということです。

先ほどご紹介いたしました金融商品取引法の過剰な解釈に基づく現象が起きたということ。詳しく説明しませんが、これはリスク性の商品を投資家に販売する際の情報提供、事前の説明態勢を強化するという枠組みです。極端な話、業者の中には、当局へのアリバイ作りをすることに極めて熱心になっているだけの人たちがいると申し上げました。

例えば適合性の原則に関しては、投資判断を十分合理的にできるような知識・経験・財産があるのかどうか見て、それに全く見合わないような、過大なリスクを負わせるような金融商品の販売は見合わせたり、十分に条件が満たされる形になるように、丁寧にやっていく必要があります。例えばこの点を過大に解釈して、「70歳以上の投資家には家族の同伴がなければ一切金融商品を売ってはいけない」と、こんなルールを勝手に金融機関の中で作って運用し始めたようなところがあったこともありました。

こういった誤解を解くために、「金融商品取引法の疑問に答えます」というものを今年2月にお出しして、ルールが何のためにあるか、プリンシプルにさかのぼって考えて下さい、というメッセージとしてお出ししたということです。

それから、サブプライムの方は、確かにご指摘いただきましたように、2000年のITバブルを乗り越えた後、相当程度安定的な成長が実体経済の面でも金融市場の面でも続きましたので、そこでリスクに対する意識が弛緩したという、言わばマクロ的な捉え方ができるわけです。こういう中で、世界に余剰資金が大量にあるので、バブルになるのはしょうがないのだという側面というか、バブルを形成しやすい要素になっていたということは、ご指摘のとおりだろうと思います。

ただ他方で、その余剰資金を前提として、それをさらに、言わば資金量を大きくするような、レバレッジをかけるという投資行動が極めて一般化したわけです。つまり、リスク性の商品に投資するに際して、エクイティを出した人のリターンを高めるために、もともと提供されたリスク性の資金だけを投資するのではなくて、それと同額、2倍、3倍の大きな額のデット性の資金を調達し、債務を負って投資規模を拡大して、

その合計した金額を全てリスク性の商品に投資するというようなことで、ますます資金が、言わば信用創造と申しましょうか、どんどん大きくなっていくという面があったわけです。

それからまた、資金余剰があっても、先ほど来申し上げているように、それぞれの証券化、セキュリタイゼーションのフェーズにおいて、それぞれの取引当事者がデュープロセスを踏んでいれば、ここまで問題が大きく広がる、あるいは深刻なものになるということにはならなかったのではないかという議論も成り立ち得るのだらうと思います。

したがって、先ほどご説明は省略しましたが、金融安定化フォーラムの報告の中には、今後こういった問題が再発しないようにするにはどうしたら良いかという提言を多数盛り込んでいるわけですが、その中でも、それぞれの金融機関のリスク管理の評価、投資家におけるデューデリジェンスの履行、ディスクロージャーの強化、格付機関の業務の改善といったようなことが様々盛り込まれておりまして、資金余剰が大きいから解決の道がないというふうには考えていないということです。