

## 金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告

～今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築～

平成21年12月9日

## 【報告の概要】

今次の米国発の金融危機は、各国の金融・資本市場と世界経済に大きな影響を及ぼした。そうした中で、我が国の金融システムそのものは欧米諸国に比べると相対的には安定しているが、実体経済、株価、企業金融、国債レポ市場等、いくつかの分野において、金融危機は深刻な影響を及ぼし、一部では今なお影響が続いている。

1990年代のいわゆるバブル経済の崩壊以降、我が国は銀行部門、市場部門双方の発展を期する複線的な金融システム構築を指向し、今日に至っている。しかしながら、依然として銀行部門の比重の大きいことが、今次の金融危機の初期の影響を軽減した一方で、その後の影響が各国に比して相対的に大きなものとなった一つの背景となっている。

こうした状況を踏まえ、我が国においては、株価変動やその他の市場の急変等に対する銀行部門の耐性を高めるとともに、銀行部門の金融仲介機能の更なる充実と市場部門の金融仲介機能の強化を図るという課題が、改めて明らかにされた。

具体的には、まず、担保による信用保全に依存してきたとされる銀行部門の金融仲介機能の改革が急務であり、銀行が企業の価値創造を支援するバリューアップ型の業務を指向することが期待される。銀行部門の社会的責任という視点が改めてクローズアップされ、銀行部門による金融仲介機能の意義も再認識されている。

同時に、依然としてウエイトの低い市場部門による金融仲介機能を強化し、バランスのとれた金融システムを構築する必要がある。換言すれば、1990年代から続いている複線的金融システム構築の取組みを継続することであり、これは国民の資産形成に貢献することも企図したものである。

国内外の相対的な認識や対応の差異はあるにせよ、各国は市場発の金融危機の要因となりうる不均衡の蓄積予防と危機伝播の抑制に関する方策を講じることに協調して取り組んでいる。

今後もそうした取組みを進める必要があるが、同時に、新たに生じる金融危機の潜在的リスクに対してもこれまでの経験と知見を活かすことが求められる。この関連で、例えば、排出量取引に関しても、経済活動への影響を踏まえつつ、取引の適正性や透明性などが確保されるよう、国際的な取引ルール、会計基準、監視体制等の構築について、我が国として積極的に貢献していくことが重要である。

また、主要国による銀行部門の健全性向上に向けた新たな取組みが、か

えって実体経済や金融仲介機能に悪影響を及ぼさないようにすることも重要な課題である。特に、世界経済に占める比重の大きい、我が国を含めたG20主要国の経済に対して、過度な影響をもたらすことは、世界経済全体にとって望ましいことではなく、段階的、現実的な対応が求められる。

さらに、個別金融機関の健全性に着目する金融監督に加え、金融機関や金融市場の相互連関等に着目した規制・監督の充実を図ることも重要である。

以上を踏まえ、今後の金融システムの構築に際しては、適合性 (Suitability)、持続可能性 (Sustainability)、安定性 (Stability) の「3つの S」の視点が重要である。

加えて、我が国においては、今次の金融危機の実体経済への波及が、主要国の中でも相対的に深刻なものとなっていることにかんがみ、実体経済への波及経路を制御する政策的工夫に腐心している。

もっとも、こうした取組みの結果として、財政的、金融的不均衡が我が国経済に更なる不健全な影響をもたらさないように、政府及び中央銀行は細心の注意を払わなくてはならない。各国とも巨額の財政赤字と非伝統的金融政策という現実直面し、従来の経済理論や経済政策では対応しきれない政策フロンティアへの創造的挑戦が求められている。とりわけ、我が国ではその傾向が強く、政策フロンティアへのパイオニア的対応が期待される。

# 金融審議会金融分科会基本問題懇談会 委員名簿

座長	田中 直毅	国際公共政策研究センター理事長
	池尾 和人	慶應義塾大学経済学部教授
	岩原 紳作	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	翁 百合	(株)日本総合研究所理事
	神田 秀樹	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	黒沼 悦郎	早稲田大学大学院法務研究科教授
	島崎 憲明	住友商事(株)特別顧問
	淵田 康之	(株)野村資本市場研究所執行役
	山下 友信	東京大学大学院法学政治学研究科教授
	吉野 直行	慶應義塾大学経済学部教授
オブザーバー	中曾 宏	日本銀行理事

(敬称略・五十音順)

## I. はじめに

今次の世界的な金融危機は、米国のサブプライム・ローン問題に端を發したものであるが、その影響は各国の金融・資本市場に広範に及ぶとともに、世界経済に大きな影響をもたらした。

金融危機の影響は我が国にも波及したものの、我が国の金融システムそのものは、欧米に比べれば相対的には安定しているが、株価が欧米におけるよりも大幅に変動したほか、貸出市場の逼迫、国債レポ市場の混乱など数多くの問題が見られた。

当懇談会では、本年7月より8回にわたり審議を行い、今次の金融危機を踏まえて、今後の我が国金融システムのあり方について検討を行った。<sup>注</sup>本報告書は、当懇談会における検討結果をとりまとめたものである。今後、関係者においては、より高い仲介機能と強靱性を有する金融システムが構築されていくよう、取組みを期待したい。

## II. 我が国金融システム改革の変遷

戦後復興・高度成長期においては、厳格な銀証分離、長短分離などの専門性・分業制がとられるとともに、金利規制等の諸規制が設けられた。その下で、経済各分野の旺盛な資金需要に対して、金融機関が限られた資金を安定的に供給してきたことが我が国の経済発展に寄与したと指摘されている。

1970年代から80年代の石油危機前後の時期を境に、我が国経済は高度成長期から安定成長期に移行した。経済・金融の国際化や技術革新の進展も背景に、金利の自由化や金融商品の多様化、金融・資本市場の整備・拡充等、各般の金融制度改革が順次実施され、金利機能等を通じて効率的に資金が配分されるよう金融システムの変革が進められた。

1980年代から90年代、変革の取組みや規制・監督の枠組みの整備の途上で、いわゆるバブル経済が生成し崩壊した。銀行部門にリスクが集中するシステムであったこともあり、金融システムは大きな打撃を受けることとなり、実体経済にも深刻な影響を及ぼした。

この経験を踏まえ、その後、我が国では、以下のような取組みが行われた。

---

<sup>注</sup> 基本問題懇談会では、ゲストスピーカーとして齊藤誠一橋大学大学院経済学研究科教授から報告をいただき、審議の参考とさせていただいた。

- ① 1998年に成立した金融システム改革法においては、人口の高齢化を控え、投資者への多様な投資商品の供給や企業等の資金調達手段の多様化等を目的として、各種商品の提供の枠組みの整備、仲介者サービスの質の向上、利用しやすい市場の整備、信頼できる公正・透明な取引の枠組み・ルールの整備等を内容とする金融市場の改革が行われた。

こうした中、同年には、「新しい金融の流れに関する懇談会」において、銀行等に偏った金融仲介を多様化し、様々な金融商品が幅広く厚みを持って提供されるよう環境整備を図ること等が提言された。

さらに2002年の「金融システムと行政の将来ビジョン」では、銀行中心の預金・貸出による資金仲介に加え、市場において、成長性は有するものの相対的にリスクが高い事業等への資金供給を適切に行い、幅広くリスクを分配していくこと(市場型金融)にも軸足を置いた複線的な金融システムの構築が指向された。

- ② その後、こうした考え方に立って、金融・資本市場インフラの整備、市場の公正性・透明性の確保、利用者保護の徹底・利用者利便の向上に向けた制度面での改革が連年にわたって実施された。2004年の「金融改革プログラム」を受けて、2006年には、金融商品取引法の制定により、包括的・横断的な利用者保護法制が整備された。また、2007年には「市場強化プラン」(「金融・資本市場競争力強化プラン」)が策定され、順次実施されてきた。

- ③ また、金融システムの安定化を図るため、1998年に金融再生法及び金融機能早期健全化法が制定された。2000年の預金保険法の改正(金融危機に対応するための措置の恒久的な導入等)や保険業法の改正(保険契約者保護機構の借入れ等に係る政府保証の恒久化等)、金融システム改革法による投資者保護基金制度の創設などによりセーフティネットが整備された。1997年には日本銀行法が改正され、中央銀行の役割の明確化等が図られた。

このような取組みにもかかわらず、我が国の金融システムの現状を見ると、銀行部門を通じた資金の流れが引き続き大きな比重を占めており、銀行部門にリスクが集中している状況に大きな変化はみられない。

すなわち、①個人の金融資産に占める預金の割合が約5割(1998年度52%、2008年度53%)を占める一方、②企業の資金調達のうち銀行部門等からの借入れの割合が3割強(1998年度41%、2008年度36%)に上ることに加

え、③社債・CP(コマーシャル・ペーパー)市場において銀行部門の保有する割合はそれぞれ5割弱(1998年度32%、2008年度48%)・3割強(1998年度47%、2008年度35%)となっている。

### Ⅲ. 今次の世界的な金融危機の特徴と我が国金融システムへの影響

こうした状況の中で、今回、米国のサブプライム・ローン問題を端緒に金融危機が発生し、これが世界の市場に影響を及ぼし、我が国にも伝播することとなった。

今次の金融危機の背景としては、世界的な経済・物価の変動幅の縮小(グレート・モデレーション)、米国等の経常赤字やアジア諸国等の経常黒字の拡大にみられる世界的な経常収支不均衡(グローバル・インバランス)、そして米国における積極的な住宅政策による住宅価格の上昇など、マクロ経済的な要素が挙げられる。

また、危機の発生・伝播について、まず、金融商品・取引を見ると、サブプライム関連融資やその証券化が、組成転売型(Originate-to-Distribute)モデルの下で、甘いリスク評価に基づき安易に行われ、サブプライム関連融資の焦付きが増加すると、その関連証券化商品のデフォルトが多発した。証券化商品に係る信用格付けの突然の格下げもあり、証券化商品全般の信認が急速に低下し、その取引の縮小と混乱が生じた。

CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)等の店頭デリバティブ取引についても、リスク評価が必ずしも適正に行われていない中で、権利行使事由が多発したが、決済・清算等に係る市場インフラの整備が不十分であったこと等もあって、カウンターパーティ・リスク(取引相手に係るリスク)が深刻化し、取引の縮小が見られた。

次に、金融機関を見ると、その資金調達のかな部分を市場に依存し、過度なレバレッジにより業務を拡大していた欧米の銀行及び非銀行部門の金融機関の中には、健全性(ソルベンシー)あるいは流動性上の問題を抱えるものが生じた。その背景としては、甘いリスク管理の下で過大な短期収益の追求が行われたこと等が指摘できる。

さらに、市場を見ると、次のようなメカニズムで金融・資本市場を通じて金融危機が拡大し、世界的に伝播した。

- ・ 上記の金融商品・取引や金融機関をめぐる状況等を背景に、ヘッジファンドに対する解約等の増大もあって、金融資産の大量売りが生じたことなどにより、資産価格の低下を招き、これが更に短期間のうちに金融資産の投売りを呼ぶという事態へと発展した。

- 資産価格等のボラティリティの上昇に伴って、リスク管理上計測されているリスク量が増加し、これにより一斉の売却行動が生じた。
- 他方、金融資産の買い手が不在の中、市場における流動性が急激に枯渇することになった。
- 疑心暗鬼やカウンターパーティ・リスクの高まりにより、金融システム全体への信頼性が低下した。
- グローバル化された金融・資本市場を通じて、危機は国境を越えて広範に伝播するとともに、金融部門だけでなく、個人投資家や企業等の資金調達者などにも広く影響を及ぼすことになった。

一方、今次の世界的な金融危機の影響は我が国にも波及したものの、我が国の金融システムそのものは、欧米に比べれば相対的に安定している。その背景としては、次のような点が挙げられる。

- バーゼルⅡの早期導入や金融機関のリスク管理の徹底などに成果がみられたこと
- 我が国においては市場型金融が欧米ほどには進んでいなかったこと
- 我が国銀行部門において、資金調達に占める預金の割合が高く、調達基盤が安定しており、円資金については流動性の危機が生じなかったこと
- 信用保証協会による緊急保証枠の拡充、日本政策金融公庫の危機対応業務の拡充などにより、中小企業を含めた企業金融の円滑化の促進が図られたこと
- 日本銀行において、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援等のための、積極的な資金供給などが講じられたこと

しかし同時に、我が国では、今次の金融危機において以下のような問題が見られ、我が国固有の脆弱性を露呈することとなった。

- 株式市場においては、投資家の厚みが乏しく、海外ヘッジファンドの売り等により株価が欧米以上に下落した。
- 株価の下落を通じて、株式を依然として大量保有する銀行の自己資本が低下し、これにより貸出余力に懸念が生じた。
- 国債レポ市場においては、市場インフラの整備が十分でなかったという事情もあり、流動性の低下や、フェイルの急増による混乱が見られた。
- 社債・CP市場も機能不全に陥ったが、銀行による投資に相当な部分を依存し、投資者の厚みにかけていたことがその程度をより深刻なものとした。社債・CPを発行できなくなった大企業等は貸出市場で資金調達

を行ったが、このことは、その他の企業向けを含めた貸出市場全体を逼迫させる一因となった。

- ・ 国際的に活動している金融機関に係る外貨調達市場においては、外国金融機関の外貨供給機能が著しく下がったこと等により我が国金融機関の外貨調達力が低下した。

#### IV. 今後の我が国金融システム及び金融業の課題

##### (1) 金融システムの課題

(複線的な金融システムについての考え方)

上記Ⅱ. で述べたように、我が国においては、複線的な金融システム<sup>注</sup>の構築に向け、各種の取組みが行われてきたが、今次の金融危機も踏まえ、次のような議論がある。

- ① 複線的な金融システムの構築に向けたビジョンが示されてから 10 余年が経過したにもかかわらず、その構築は必ずしも期待されたとおりに進んでいない。これに関連して、預金等の銀行部門を経由した資金の流れの比重が高いことは、我が国の国民性や文化に根ざす部分が少なくないといった指摘や、低インフレ環境が継続し、高齢化も進展する中で、預金保険制度も整備されて安全性が高く、プラスの利回りが付いている預金で個人等が運用を行うのは、合理的な選択であったといった指摘もある。
- ② 今次の金融危機が、米国等で進んでいたとされる市場型金融の枠組みの中で発生・拡大したことにかんがみると、我が国においても市場型金融の比重が高くなっていくと、市場発の金融危機のリスクが高まるのではないかと疑念が生じうる。

以上の点につき、当懇談会においては、突っ込んだ議論が行われた。

まず、複線的な金融システムとは、決して市場型金融に偏ったシステムではなく、市場型金融による金融仲介と銀行部門の預金・貸出を通じた金融仲

---

<sup>注</sup> 2002 年の「金融システムと行政の将来ビジョン」では、①銀行中心の預金・貸出による資金仲介を産業金融モデル、②価格メカニズムが機能する市場を通ずる資金仲介を市場金融モデルとした上で、「新たなシステムでは、もとより相対型の産業金融モデルも存続するが、市場金融モデルの役割がより重要になるという意味で、(以下では、)市場機能を中核とした複線的金融システムと呼ぶことにする」とされている。

介がバランスの取れた形で機能していくことが重要である。

また、1990年代の我が国の金融危機と今次の世界的な金融危機を振り返っても、市場部門であれ銀行部門であれ、適切なリスク管理等が求められ、行き過ぎがあってはならないことは、強い教訓となっている。

確かに、市場に端を発し、市場を通じて拡大・伝播する、市場発の世界的な金融危機という、必ずしも十分に想定されていなかった事態が生じたことは事実であり、次のⅤ.において述べるように、これらの課題に対応して、再発防止のための措置がとられるべきことはもちろんである。

ただ一方では、我が国においては、上記Ⅱ.で述べたように、銀行部門を通じた資金の流れが引き続き大きな比重を占めており、バランスの取れた構造になっていない面があることは否定できない。以下の点にかんがみても、複線的な金融システムの構築は、引き続き取り組んでいくべき重要な課題であると言える。

① 我が国経済は、この10余年、一時の回復の期間はあったものの、総じて低成長で推移しており、持続的な経済成長を実現していくことが我が国の重要な課題となっている。このためには、少子高齢化が進展する中、家計部門に適切な投資機会を提供するとともに、企業等に成長資金等を的確に供給していくことが求められており、複線的な金融システムの構築は、このための重要な取り組みである。また、このことは、内外の利用者のニーズに応え、我が国金融・資本市場の国際的な競争力を強化していく観点からも重要である。

その際、複線的な金融システムの構築は、企業や投資者等に対して資金調達・運用手段の選択肢を多数提供するものであり、このことを通じて、企業や投資者等はそれぞれにふさわしい資金調達・運用手段を選択し、全体として経済の成長と国民の資産形成に資することが期待される。資金の流れがこれまで変化していないことをもって、金融システムにおける選択肢を多数設けることの重要性が失われるものではない。

なお、複線的な金融システムのうち市場型金融の進展は、ビジョンを示してすぐに実現するようなものではない。開示、業者、取引所、決済、取引ルール等の各分野における制度整備や実務・慣行上の取り組みなどを積み重ねていくという長いプロセスを経て初めて実現するものであり、今後とも腰を据えて対応していく必要がある。

- ② 複線的な金融システムは、銀行部門にショックが加わった時には多様な投資者や企業等から成り立つ市場部門が機能し、市場部門にショックが加わった時には銀行部門が機能する、銀行部門と市場部門とが補完的にショックに対する耐性を持つという利点がある。

特に、今次の金融危機において、我が国では、海外ヘッジファンドの投売り等により株価が欧米におけるよりも下落したこと等を踏まえれば、海外投資者のみならず、日本国内の個人投資者や個人を最終受益者とする機関投資家など長期保有の観点からの投資をする投資者の裾野を広げ、そうした脆弱性を克服していくことが重要な課題となる。

- ③ 複線的な金融システムのうち市場型金融には、多様な能力を持った者の参画を通じて、質の高いオリジネーション・目利き機能(資金を供給すべき企業等を見出し、これらを良質の投資対象とする機能)を発揮するという利点がある。この機能が十分に発揮されることは、持続的な経済成長に資するとともに、投資者に対しても、良質な投資商品の提供を可能とすることとなる。

特に、起業資金などリスクが相対的に高い資金については、銀行部門の預金・貸出を通じた資金仲介よりも、多様な投資者がリスクを分担する市場型金融の方がより高い適性を有している面がある。

市場型金融による金融仲介において、証券化等により、オリジネーション・目利き機能と資産保有機能とを分業させることは、オリジネーション・目利き機能を有効に活用するための重要な金融手法の一つであると考えられる。ただし、自ら資産を保有しない場合に適切なオリジネーション・目利き機能を担うことがどこまで可能か、また、最終的な資金の出し手と受け手の関係が複層化して利益相反等の問題が生じないかなどの点には留意が必要である。

なお、複線的な金融システムの構築に当たっては、市場部門だけでなく、銀行部門の機能の強化をともに目指していくという視点を大事にすべきである。したがって、2002年の「金融システムと行政の将来ビジョン」や2003年の「リレーションシップバンキングの機能強化に向けて」と題される報告書等でも指摘されてきたように、市場部門での取組みと並行して、中小企業等との中長期的な取引関係を踏まえた地域密着型金融の推進やリスク・リターンを考慮した資金仲介など、銀行部門を通じた金融仲介機能を強化するための取組みも引き続き重要である。

銀行部門におけるリスク・リターンを考慮した資金仲介の取組みは、市場

部門の価格メカニズムをより発揮させることにも資することとなり、市場部門の価格メカニズムの適切な発揮は、銀行部門におけるリスク・リターンを考慮した金融仲介機能の発揮にも資することとなる。

また、この関連で、今次の金融危機の発端ともなった市場型金融は、短期的な収益獲得を狙った高レバレッジのデリバティブ取引や再証券化ビジネスといった方向に拡大したものであり、必ずしも実体経済の資金需要を支え、人々の資産形成に貢献するという意味での市場型金融ではなかった面があるとの指摘があった。様々な不正行為や情報の歪み等が明るみに出てきていることなどにかんがみれば、今次の金融危機の発端ともなった市場型金融において、情報の非対称性の問題は根深いものであったことが推察される。

## (2) 金融業の課題

(我が国金融業の強化に向けた取組みの重要性)

我が国金融システムがその機能を十分に発揮していくためには、以上述べたような複線的な金融システムの構築に加え、金融システムの担い手である我が国金融業における金融仲介機能の強化やその前提となる経営基盤の強化等が重要となる。また、銀行法等において金融業は公共的・公益的な性格を有するものと位置付けられており、その社会的責任を適切に遂行していくことが求められる。

我が国金融業のうち、銀行部門において、資金調達に占める預金の割合が高く、資金調達基盤が安定していることは、銀行部門が、中長期的な視野に立って企業の価値創造を安定的に支援していくことを可能とするものであり、この点は我が国金融業の強みであると考えられる。

他方、このことは、高度成長期から安定成長期への移行、特にいわゆるバブル経済崩壊以降における企業等の資金需要の弱さも背景に、銀行部門において預金の規模が貸出の規模をかなり上回り、国債や株式の保有額が多額に及ぶという構造的な特徴の背景にもなっている。

また、我が国の金融業は、収益性や自己資本の水準といった点に脆弱性を有しているとの指摘が多くみられる。

金融業の収益水準は、業務の内容やそのリスクの程度等によって決まるものであり、どのような収益水準を目指すかは、本来、各金融機関によって

判断されるべきことである。同時に、金融業の収益は経済全体の収益によって決まる面があるため、経済全体の収益性が低い状況では、金融業の収益性だけを高めることは難しいという面もある。

一方で、収益性が低い場合には、ショックが加わった際に損失を期間収益で埋められず、自己資本の毀損に繋がりがやすく、自己資本の調達も容易ではないなど、健全性の観点から問題が生じる。また、収益基盤が脆弱である場合、新規業務の機動的な展開や社会的責任の遂行が難しくなるという問題もある。

さらに、自己資本についても、その水準が低い場合には、ショック時に金融機関の健全性を不安定にし、機動的な業務展開等に影響を及ぼしかねない。

#### (価値創造型の金融仲介の重要性)

我が国金融業によるビジネスの方向性としては、価格体系の歪みや価格変動に着目した裁定取引に依存した金融(アービトラージ型)ではなく、企業の価値創造を支援する金融(バリューアップ型)を指向することが考えられる。このことは、企業にとっても、収益及び競争力の向上などにつながりうるという利点があるものである。

この関連で、金融業のうち銀行部門の融資業務は、担保による信用保全に依存してきたとされ、リスクに応じた適切なリターンを確保しつつ、的確な資金供給を行うものに必ずしもなっておらず、このことが、企業等に対する融資対応の幅を狭めているとの指摘がある。ミドルリスクを含め、リスク・リターンを考慮した適切な資金仲介等を図っていくことが重要である。

加えて、我が国金融業が的確な資金供給を行うためには、銀行部門を通じた資金供給ルートのみならず、起業段階の企業に対するベンチャーキャピタルや成長段階に入った企業に対する分散投資手法の提供など、企業の成長段階や特性に応じた多様な資金の供給ルートの確保が重要な課題となる。

以上のような企業の価値創造を支える金融業の展開の可能性は国内に限られるものではない。例えば、アジアなどの高い経済成長率が見込まれる地域で仲介業務等の展開を行い、高成長の果実を国内に還元することは、金融業の収益性を高めると同時に、我が国国家計・企業の資産を増やすことにもつながりうるものである。ただし、その場合には、現地スタッフの一層の活用等による現地情報の収集体制の強化、海外拠点の高い専門性を有する人材を評価する仕組みの構築、海外拠点の現地化も含め、適切なマネジ

メントやリスク管理の確保などの態勢整備が課題となる。

また、この10余年、連結ベースで見れば、我が国企業の国際的な業務展開が一層進展しているが、企業のM&Aやグローバルな資金調達などの分野において、企業の国際的な業務展開を支援するような金融サービスが、我が国金融業によって必ずしも十分に提供されていないとの指摘があり、これらのニーズにどのように応えるかも重要な課題である。

このような、内外企業等の価値創造を支えた上で、金融業の発展を目指すという取組みは、今次の金融危機において時にみられたような、経済の成長を大きく超えた形での金融業の膨張とは一線を画すものである。少子高齢化等の進展の中で内外企業の価値創造と家計・企業の資産形成ニーズとを適切に仲介し、これを通じて金融業としての付加価値を高めるべく、引き続き、我が国金融業の機能強化に向けた取組みが進められていくべきである。

## V. 市場発の金融危機への対応

前述の通り、我が国では、1990年代の金融危機の経験を踏まえ、金融システムの安定性の確保に向けて様々な取組みが行われてきたが、今次の金融危機の経験を踏まえ、その有効性等につき改めて点検した上で、我が国金融システムが更に強靱で安定的なものとなるよう取組みを進めていくことが重要である。

なお、その際には、①国際的に議論されている規制をそのまま我が国に導入すること自体を目的とするのではなく、我が国の金融システム及び金融業の実情に照らした対応を行うとの視点、②経済の持続的な成長や金融仲介機能の持続的な発揮に資するとの視点、③経済・市場の国際的なつながりを踏まえ、国際的な取組みとの整合性を確保するとの視点が重要である。

こうした観点から、規制・監督に関する国際的な議論への参画に際しても、金融危機の再発防止や強固な金融システムの構築に向けて国際的に連携を図りつつ、画一的な規制に陥らないよう、我が国を含め国ごとに異なる実情や各金融機関の多様なビジネスごとに異なるリスクを踏まえた規制・監督の構築を目指す、との姿勢で臨んでいくことが重要である。

今後の金融システムの構築に際しては、市場や金融業の実情に適合すること(適合性、Suitability)、経済の持続的な成長や金融仲介機能の持続的な発揮に資すること(持続可能性、Sustainability)、金融システムの安定性を確保すること(安定性、Stability)の「3つのS」の視点が重要である。

また、以上に関連して、当懇談会では、規制再構築に係る国際的な議論は、金融危機の発端となった国の事情を反映したものとなりがちであり、そうした規制案が、世界的な金融危機の再発防止策として、今般の金融危機の発端となっていない国の実情や金融機関ごとのビジネスモデルに関係なく、画一的に適用されていくことへの懸念が表明された。国際的な規制再構築に向けた取組みでは、各国のこれまでの経験と知見を活かすことが求められており、我が国も、更に積極的に貢献していくことが重要である。

#### (市場発の金融危機の再発防止)

今次の金融危機の教訓を踏まえ、市場発の金融危機の再発防止に向けては、金融危機の要因・波及経路等に応じて以下の方策が講じられるよう、検討していく必要がある。

- (1) 金融危機の要因となりうる不均衡の過度な蓄積を予防するための方策  
(短期収益の追求やリスクの過小評価を背景としたレバレッジ拡大などの、不均衡の過度な蓄積を予防するための方策)
  - ① 非規制分野(事業主体、取引、商品)への適切な規制・監督
  - ② 銀行部門に対する健全性規制・監督の改善
  - ③ 短期的な収益拡大につながりかねないインセンティブ構造の是正
  - ④ いわゆるシステム上重要な金融機関に対する適切な規制・監督
- (2) 危機の伝播を抑制するための方策(市場による価格発見機能の喪失、流動性の枯渇等、市場の機能の著しい低下を通じた危機の伝播を抑制するための方策)
  - ① 市場インフラの再構築
  - ② 危機管理の枠組みの整備
- (3) マクロ健全性の観点からの規制・監督の充実(金融機関相互や金融機関・金融市場間の相関性や、実体経済と金融システムの間相互関係に留意したマクロ健全性監督の視点からの方策)
- (4) 実体経済への波及に対応するための方策(金融危機が実体経済に波及し、更にそれが信用コストの増加や株価下落等を招いて金融システムに悪影響を与えるという実体経済への波及を通じた悪循環を防ぐための方策)

なお、当懇談会では、今次の金融危機を踏まえた今後の我が国金融システムのあり方について検討し、市場発の金融危機防止に向けた金融規制の再構築に係る基本的な考え方の整理を行ったが、具体的な制度整備に際し

ては、我が国金融・資本市場の実情や実務等を踏まえ、規制の必要性につき十分に吟味するとともに、きめ細かな制度設計がなされることを期待したい。

また、このような方策を講じていく際には、金融危機が発生した場合、急速なレバレッジ解消や信用の激しい逼迫などによる足元の混乱を防ぐための短期的な応急措置を講じつつ、いかに中期的に秩序だった形でレバレッジの解消(orderly de-leveraging)を進めるかが重要となることに留意が必要である。短期的な混乱回避と中期的な金融システムの安定化という二つの視点を見失わない姿勢が求められる。

さらに、市場発の金融危機においては、市場における流動性の枯渇等を通じて、危機が突発的に発生・伝播していくことが明らかになっており、金融システムの安定を図るためには、健全性(ソルベンシー)の問題とともに、流動性の問題等に適切に対応するとの視点が重要である。

加えて、我が国市場は、欧米は言うに及ばず、アジアの市場との競争にさらされており、引き続き我が国市場・金融業におけるイノベーション促進への取組みは欠かせない視点である。したがって、市場発の金融危機の再発防止に向けた規制再構築に当たっては、経済・金融状況等を踏まえた適切なタイミングの選択や、規制とイノベーション促進との適切なバランスに留意する必要がある。

## (1) 金融危機の要因となりうる不均衡の過度な蓄積を予防するための方策

### ① 非規制分野(事業主体、取引、商品)への適切な規制・監督

今次の金融危機における不均衡の蓄積は、これまで金融システムの安定性という観点からは必ずしも適切に規制の対象とされてこなかった分野(店頭デリバティブ取引、証券化商品、ヘッジファンド等)で主として進行してきた。

ヘッジファンドやデリバティブ取引等については、我が国では、金融商品取引法において、投資者保護等の観点から規制が導入されているが、今次の金融危機の経験に照らして、金融システムの安定性という観点からもその内容が十分なものかどうかについて、我が国市場の実態や欧米の動きを踏まえつつ検討していくことが必要である。

また、今次の金融危機の発端になったサブプライム等関連融資の証券化商品については、商品組成をめぐる利益相反の問題や取引の流れが複雑化しリスク等の存在が把握しにくくなるといった問題が明らかになっ

た。我が国では、追跡可能性(トレーサビリティ)の確保のための措置が諸外国に先駆けて導入されるとともに、格付会社規制の登録制度の導入が図られてきたところである。今後は、これらの運用状況について引き続き注視していくことが必要である。さらに、オフバランス化したものの一定割合のリスクをオリジネーター(原資産の保有者)等に負わせること等により、証券化商品に係る利益相反等の問題の軽減が図られるとの指摘があり、その政策効果を含め検討が必要である。

加えて、店頭デリバティブ取引等に係る投資者保護・取引の公正性確保のための措置についても、現状で十分なものかどうか、改めて検討が必要である。また、新たに生じる金融危機の潜在的リスクに対してもこれまでの経験と知見を活かすことが求められる。この関連で、例えば、排出量取引に関しても、経済活動への影響を踏まえつつ、取引の適正性や透明性などが確保されるよう、国際的な取引ルール、会計基準、監視体制等の構築について、我が国として積極的に貢献していくことが重要である。

なお、こうした非規制分野への規制・監督の範囲拡大に当たっては、特定の国・地域において規制・監督の空白が生じることのないよう、規制・監督に関する国際基準の遵守に向けた国際的な取組みに積極的に参画していくことが重要である。

## ② 銀行部門に対する健全性規制・監督の改善

既存の規制・監督の対象とされている銀行部門においても金融危機の要因となりうる不均衡が蓄積されたことを踏まえ、

- ・ 不均衡の蓄積の大きな要因となった証券化商品やトレーディング業務等に特に重点を置いた自己資本の積増し
- ・ ストレス時にも十分な流動性を確保するための指標の導入等の流動性リスク管理の強化

など、健全性規制・監督の改善が必要である。この際、プロシクリカリティ(景気循環増幅効果)の問題を軽減することについても配慮する必要がある。

なお、国際的には、危機の再発防止の観点から、自己資本規制や流動性規制の強化への期待がとりわけ高い。しかしながら、規制・監督の強化の取組みとしては、金融機関におけるリスク管理の改善も含めた幅広い取組みが必要である。各国の銀行部門が行っているビジネスの内容は多様性を有しているため、危機の再発防止の任を自己資本規制や流動

性規制に過度に期待する規制強化は、的確な資金供給を担う金融の役割を阻害するおそれがある。

したがって、銀行部門の規制・監督の改善に係るこの問題の国際的な検討に当たっては、①金融機関におけるリスク管理の改善等も含めた幅広い取組みを進めること、②各金融機関の多様なビジネスごとのリスクに応じた自己資本規制とすること、③一連の規制強化パッケージの影響を定量的に把握していくことなどが重要である。

これに関連して、自己資本規制強化に係るルールについては、G20において、「2010年末までに策定」した上で、その「実施は、2012年末までを目標に、金融情勢が改善し景気回復が確実になった時点で段階的に行われることとなろう」とされているが、この段階的実施のタイミングについては、各国の金融情勢の改善と景気の回復が持続的なものとなったことが確認されることが前提となるべきである。特に、世界経済に占める比重の大きい、我が国を含めたG20主要国の経済に対して、規制強化の影響が過度に及ぶことは世界経済全体にとって望ましいことではなく、段階的、現実的な対応が求められる。

また、我が国銀行部門の健全性に関しては、その株式保有に伴うリスクが、自己資本や収益性に比して過大なものとなっているとの指摘がある。これを軽減することは、金融システム全体をより強靱なものとし、金融仲介機能の安定的な発揮を確保するためにも重要である。

このため、銀行部門においては、その自己資本に比して株式保有リスクの規模が適正なものであるかを厳格に検証した上で、銀行等保有株式取得機構の積極的な活用等を通じ、株式保有リスクの軽減に引き続き積極的に取り組んでいくことが期待される。また、株式の長期保有の受け皿となる個人や年金など国内機関投資家による投資の促進が望まれる。

また、銀行部門による国債保有については、その残高が多額に上っており、引き続き金利リスクの適切な管理と財務の健全性の確保が望まれる。

さらに、我が国の国債の約4割を銀行部門が保有している現状を踏まえると、個人や海外投資家等、国債の保有者層の多様化を図ることが課題となる。

また、保険部門においても、グループ会社等を通じて金融危機の要因となりうる不均衡が蓄積する可能性が明らかになった。保険会社及び保険持株会社については、既に連結ベースの規制・監督の枠組みが設けら

れているところであるが、さらに連結ベースの財務の健全性基準を導入する必要がないかどうか、検討が必要である。

### ③ 短期的な収益拡大につながりかねないインセンティブ構造の是正

欧米においては、短期的な収益に連動する報酬体系などが過度なリスクテイクに依存した業務運営を招き、危機の影響を増幅させるという結果をもたらしたとの指摘がある。これは、経営者や一部トレーダーの高額報酬を株主等の利益を犠牲にして実現したという意味で、企業のガバナンスの失敗とも捉えられる。我が国金融業の場合、報酬体系がこのような問題を招いたということは一般的には確認されていないが、各金融機関においては、報酬体系が歪んだ業務運営を招くことのないよう、従事する業務が有するリスクを十分に踏まえた報酬体系の整備に向け、適切な対応が求められる。また、当局においても、金融機関の適切な対応を促すような取組みが求められる。

なお、我が国金融機関の報酬体系は、インセンティブ付けの観点から必ずしもメリハリが効いたものとなっていないとの指摘がある。報酬体系が過度なリスクをとる業務運営を招かないことを前提とした上で、我が国金融業の収益性向上やイノベーション促進等の観点も含めて、報酬体系のあり方について各金融機関において幅広く検討が行われるべきである。同時に、株主や投資者その他のステークホルダーが会社の経営者をモニターする我が国の仕組みは、本年6月の「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディ・グループ報告」も踏まえ、開示規制や取引所規制の改正などを通して更に改善されることが期待される。

### ④ いわゆるシステム上重要な金融機関に対する適切な規制・監督(後述)

## (2) 危機の伝播を抑制するための方策

### ① 市場インフラの再構築

今次の金融危機が市場を通じて急激に波及・拡大していったこと、我が国においても国債レポ市場等で混乱がみられたことなどに対応し、危機の伝播を各取引の過程で遮断するため、

- ・ CDS等の店頭デリバティブ取引に係る清算制度の整備
- ・ 債券市場における決済期間の短縮化

- ・ 証券清算機関の基盤強化・利用拡大
- ・ 国債レポ市場の改善

など、取引の安全・円滑性の確保のための市場制度・インフラの整備が必要である。

また、証券決済・清算制度は、証券取引の結節点として市場を支える役割を担っており、特に証券清算機関については、その機能をすぐに他の機関が代替することが困難である。今次の金融危機を踏まえれば、証券決済・清算制度を、危機の伝播を遮断する役割を担っているいわゆるシステム上重要なインフラと位置付けることが適当であり、我が国の現状を踏まえつつ、その機能の強化に向けて、制度面を含め積極的に検討していく必要があると考えられる。

## ② 危機管理の枠組みの整備

今次の金融危機が市場を通じて急激に波及・拡大していく過程では、外国金融機関による外貨供給機能の著しい低下やインターバンク取引（銀行間等取引）におけるカウンターパーティ・リスクの高まり等により、我が国金融機関の海外業務等における外貨流動性の獲得が困難となる状況が生じた。このことを踏まえ、危機時を想定して円貨のみならず外貨も含めた流動性確保のための国際的な枠組みの整備に向けた取組みが重要である。

また、いわゆるシステム上重要な金融機関の経営困難の際の対応について検討する必要がある（後述）。

## (3) マクロ健全性の観点からの規制・監督の充実

今次の金融危機をめぐっては、個別の金融機関の財務の健全性だけでなく、金融機関相互や金融機関・金融市場間の相関性、实体经济と金融システム間の相互関係に留意したマクロ健全性監督の視点が重要であることが、各国当局等の共通認識となっている。こうした視点は、上記の(1)金融危機の原因となりうる不均衡の過度な蓄積を予防するための方策や(2)危機の伝播を抑制するための方策を考える上でも重要な視点である。

我が国では、既に金融庁において業態横断的な一元的監督体制が確立されており、これまでもマクロ健全性監督の観点から、

- ・ 銀行システム全体としてのサブプライム関連エクスポージャーなどの

#### 把握・公表等

- ・ 改正金融機能強化法の活用の検討促進など金融円滑化に向けた対応等
- ・ 預金保険法第 102 条に基づくシステミック・リスクへの対応等

などの取組みが実施されてきた。

今次の金融危機の教訓も踏まえ、更に今後、以下のような取組みを進めていく必要がある。

- ・ ミクロ・マクロ両面での情報収集・分析体制の一層の充実。このための部局間の連携強化及び体制整備を含めた組織としての対応能力の向上
- ・ 日本銀行、財務省等との適切な連携の推進
- ・ 海外の規制・監督当局や金融安定理事会(FSB)等の国際機関との連携強化

#### (4) 金融危機が実体経済に及ぼす影響に対応するための方策

金融規制・監督において、実体経済と金融システムとの相互関係に留意することは引き続き重要であるが、現に危機が起こり、想定以上の打撃が金融・経済に与えられるおそれのある際には、危機が実体経済に波及し、それが更に信用収縮等を通じて実体経済に悪影響を与える可能性がある。このような影響を抑制するためには、中小企業を含めた企業金融の円滑化など、金融庁のみならず、政府全体としての総合的な政策を迅速に推進することが重要である。

実際、今次の金融危機において、我が国では、1990 年代の金融危機の経験も踏まえ、金融の不安定化が実体経済に及ぼす悪影響を最小限のものとするべく、迅速な対応がとられた。すなわち、金融機関による資金供給の実態把握とその円滑化の要請や、信用保証協会による緊急保証枠の拡充、日本政策金融公庫の危機対応業務の拡充などにより、中小企業を含めた企業金融の円滑化の促進が図られた。また、財政政策を通じた経済の下支えも機動的に図られるとともに、日本銀行において政策金利の引下げ、金融市場の安定確保や企業金融円滑化の支援のための措置等が講じられた。

#### (5) いわゆる金融システム上重要な金融機関への対応について

以上述べた金融危機への対応方策のうち、いわゆる金融システム上重要

な金融機関(以下、「システム上重要な金融機関」)に対する規制・監督及びその経営困難の際の対応(上記(1)④、(2)②)は、国際的にもこれから議論されていく論点であり、今後、我が国の経験や実情も踏まえ検討を進め、積極的に議論に貢献していく必要がある。

#### (システム上重要な金融機関への対応の必要性)

今次の金融危機においては、非銀行部門の金融機関の経営困難が、市場を通じて、他の金融機関の経営困難を連鎖的に引き起こし、市場参加者等に広く影響が及んだ。

銀行部門は資金決済システムを担っていること等から規制・監督や経営困難の際の対応について特に充実した制度整備が行われているが、今次の金融危機において、非銀行部門の金融機関の経営困難も、市場における流動性の枯渇やカウンターパーティ・リスクの高まり等を通じて、金融システムの安定に大きな影響を及ぼしうる場合があることを想定して、

- ・ その健全な業務運営を確保し、経営困難に陥る可能性を低減するための規制・監督
- ・ 経営困難に陥った際に他の金融機関の経営困難を連鎖的に引き起こさないための対応

について検討が必要である。

ただし、その際には、近年、非銀行部門については、緩やかな参入要件や業務規制のもとで、競争の促進が図られてきたところであるため、これらの規制・監督や対応を行うことと、こういった利点とのバランスをどう考えるかという点に留意することが必要である。

また、金融機関の経営困難が市場を通じて連鎖的に波及するということは銀行部門発の場合も考えられるところであり、そういう視点で、銀行部門に対する対応についても併せて再点検しておく必要がある。

#### (システム上重要な金融機関の定義)

システム上重要な金融機関について一定の規制・監督等を行うためには、あらかじめその対象を明確に規定しておく必要があるが、これに関しては、次のような論点があり、今後さらに検討していく必要がある。

- ・ システム上重要な金融機関に該当するかどうかをどのような着眼点で捉えるのか。
  - 例えば、金融機関の規模に係る着眼点、金融機関と他の金融機関等との取引の存在など相互関連性に係る着眼点、他の金融機関がその機能を代替することが困難であるかどうかという代替の困難性に係る

着眼点について、どう考えるか。

- ・ システム上重要な金融機関に該当するかどうかをその業務内容や規模等によりあらかじめ固定的に決めておくことが可能か。また、金融危機の要因等には国際的にも国内的にも様々なものが考えられるほか、金融機関の国際業務の規模が国内における規模に必ずしも比例しないこと、国内における金融危機管理・破綻処理制度の頑健性が各国で異なること等にかんがみると、システム上重要な金融機関を特に国際的に、画一的に決めることは困難ではないのか。

(システム上重要な金融機関の健全な業務運営を確保し、経営困難に陥る可能性を低減するための規制・監督)

システム上重要な金融機関に対しては、その健全な業務運営を確保し、経営困難に陥る可能性を低減することがまずもって重要である。この関連で、現在、第一種金融商品取引業を行う金融商品取引業者のうち、国際的に活動するグループについては、監督上の措置としてグループ全体での財務状況の把握等が行われているところであるが、上記の重要性にかんがみ、一定の基準を満たす業者に対して、制度上明確に手当てされた連結ベースの規制・監督等を導入することについて検討が必要である。

(システム上重要な金融機関が経営困難に陥った際に他の金融機関の経営困難を連鎖的に引き起こさないための対応)

また、経営困難に陥る可能性を低減するための措置がとられた上でなお、非銀行部門のシステム上重要な金融機関が経営困難に陥った場合の対応についても、今後、幅広く検討していく必要がある。ただし、その際には、以下の点に留意するとともに、国際的な議論の帰趨等を十分に踏まえていく必要がある。

- ・ 市場発の金融危機は、市場での価格変動や流動性の枯渇等を通じて、突発的に発生・伝播していくため、危機対応に与えられた時間軸は極めて短いものとなるのではないか。
- ・ 経営困難に陥った金融機関が、ポジションを一気に解消しようとするなど、市場流動性が乏しい中、市場価格が過度に変動するなど、市場に甚大な影響が及ぶおそれがあるため、秩序立った形である程度時間をかけてポジションを清算していくこと(orderly unwinding)が必要となるのではないか。
- ・ そのため、経営困難に陥った金融機関に対して迅速かつ潤沢に流動性を供給することが必要ではないか。

- ・ システム上重要な金融機関について連鎖的な経営困難を引き起こさないための対応を取ることとした場合、その対応の対象となる金融機関のモラルハザードの問題を生じさせることとならないか。

なお、金融危機の発生・波及を防止するためには、システム上重要な金融機関への対応のみで十分なのではなく、危機の伝播を各取引の過程で遮断するための市場インフラの再構築についても検討していく必要がある。特に、上記(2)①で述べたとおり、証券取引及びデリバティブ取引の決済・清算機関は、危機時においても決済・清算の確実な履行を確保するという観点から、これら機関の基盤強化等について検討していく必要がある。

また、金融機関の経営困難等がシステム上重大な影響を及ぼすおそれを減じるとの観点からは、デリバティブ取引等に係る期限の利益が自動的に失われる条項等のあり方についても、国際的な規制の再構築にあわせて、関係者において幅広い検討が行われることが望まれる。

## VI. おわりに

我が国においては、今次の世界的な金融危機は、経済や雇用に深刻な影響を及ぼし、今なお予断を許さない状況にある。一方で、我が国経済には、少子高齢化や人口減少等の構造的な問題に加え、巨額の公的債務残高や長期にわたる低金利政策の継続等といったマクロ的な制約も存在している。また、各国とも巨額の財政赤字と非伝統的金融政策という現実と直面し、従来の経済理論や経済政策では対応しきれない政策フロンティアへの創造的挑戦が求められている。とりわけ、我が国ではその傾向が強く、政策フロンティアへのパイオニア的対応が期待される。

もちろん、金融分野における対応だけでは、これらの課題に立ち向かうことは困難であるが、我が国金融システムが、高い仲介機能の発揮と強靱性の更なる向上を図ることにより、持続的な経済成長の実現に貢献するよう、関係者の一層の取組みを期待したい。

以上