

金融審議会基本問題懇談会

## 金融危機と我が国市場を巡る制度面の課題

2009年9月14日

淵田 康之

## 概 観

1. 市場型システミック・リスクへの対応
  - ① マクロ・プルーデンス
  - ② システミック・リスク・レギュレーション
  - ③ リスク発生後の処置体制
2. 新しいリスク・マネジメント
  - ① 自己資本比率規制
  - ② 流動性リスク管理
  - ③ 会計基準
  - ④ 報酬のあり方
3. ヘッジファンド
4. 証券化市場
5. 格付機関
6. OTC デリバティブ

## 1. 市場型システミック・リスクへの対応

- ・ 市場型システミック・リスクとは
  - 市場流動性の枯渇
  - 価格がわからなくなる。表示されている価格での売買が困難。取引がストップ
    - 満期を迎えた ABCP のロールオーバーがストップ
    - 他の証券化市場の新規発行もストップ
  - カウンターパーティ・リスクの高まり
  - ボラティリティ高騰
    - ロシア危機、LTCM 危機における低格付け社債、エマージング諸国の国債スプレッド
  - 自己増幅的ダイナミクスを持つ

<白川方明『現代の金融政策』、Kambhu, Weidman, and Krishnab(2007)より>

- ・ 必ずしも銀行発・銀行間連鎖の危機ではない＝伝統的な中央銀行やセーフティ・ネットによる対応には限界も
- ・ リーマン、AIG といったノンバンク発で、史上稀に見る深刻な危機がグローバルに拡大。アドホックな対応が先行したが、将来に向けて新たな枠組の構築が急がれるところ

## 1-①マクロ・プルーデンス

- ・ マクロ経済の変動が金融システムに与える影響を注視すべきとの観点や、個々の金融機関ではなく、金融システム全体（規制対象外機関も含む）のリスクを注視すべきとの観点など、複数の観点で語られている。
- ・ 米国財務省案
  - 金融サービス監督カOUNシルを設立
    - ・ 財務長官（議長）、FRB 議長、SEC 委員長、CFTC 委員長、FDIC 議長、その他銀行監督当局の長で構成。
    - ・ 議会に金融規制に関するアドバイスを行い、米国金融市場のインテグリティ、効率性、秩序、競争力、安定性の向上や投資家保護の維持に関する提案を行なう機能。
    - ・ 財務省内に設けられる常設事務局を通じて金融事業者から直接、情報収集を行なってシステムック・リスクを把握する機能。
    - ・ システム上重要な金融機関（後述するティア 1 FHC）や、システム上重要な金融市場施設、支払い・清算・決済活動などの指定に関して FRB に提案を行なう他、これら機関等の規制・監督に関して FRB に助言する機能。
    - ・ 市場における新たな動きや金融規制上の問題に関する議論や分析をする場、及びカOUNシルを構成する省庁の行政管轄を巡る争いについて議論する場としての機能。
- ・ 欧州
  - ・ 欧州システムック・リスク理事会の設立（2010 年中）
    - ・ ECB 総裁、各国中央銀行総裁、欧州金融監督者制度（ESFS）、欧州委員会等で構成。ECB のジェネラルカOUNシルが議長を選任。
    - ・ マクロ経済や金融システムの発展によって生じる金融の安定性に対する脅威を、監視し評価するための情報の収集
    - ・ これらのリスクの識別と対応の優先順位づけ。
    - ・ 重大なリスクに関する早期警戒。

- ・ 識別されたリスクへの対応の方法に関する勧告。
- ・ 警告・勧告のフォローアップに係るモニタリング。
- ・ IMF、FSB その他第三国当局との連携。

→わが国も、欧米に似たレベルの連携の仕組みを構築する必要があるか？

## 1-②システミック・リスク・レギュレーション

### A.システム上重要な金融機関に対する監督規制の強化

- ・ 2008年4月の金融安定化フォーラム提案を受け、ワシントン G20 金融サミット後、監督カレッジが始動。
- ・ 2009年4月、ロンドン G20 金融サミット
  - 「全ての金融機関、商品、市場に規制と監督を及ぼすこと。ここには初めてシステム上重要なヘッジファンドも含まれる」、「次回の G20 財務相・中央銀行総裁会議までに、各国国内で、ある金融機関、市場、商品がシステム上重要かどうかについて各国当局が判断する上でのガイドラインを作成」。
- ・ 米国財務省案
  - システム上重要な金融機関は、子銀行の保有の有無に拘らず、FRB が「ティア 1 金融持株会社 (Tier1 FHC)」に指定し、その監督下に。
  - システム上重要なブローカー・ディーラー、保険会社、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド、システム上重要な外国金融機関も Tier1 FHC に指定。
    - ・ 判断基準は、①破綻の際の金融システム・経済に与える影響度、②金融機関の規模・レバレッジ (オフバラを含む)、③家計・企業・地方政府への信用供与源および金融システムへの流動性供給源としての重要性が考えられている。
    - ・ Tier1 FHC は、業務の制限がかかるほか、厳格な自己資本、流動性管理、リスク管理、早期処理計画の策定が要求される。
    - ・ Tier1 FHC に対しては、FDIC に似た新たな秩序ある再生・清算の制度を導入 (後述)。危機時の金融支援を用意する一方、早期是正措置を適用。

→市場型システミック・リスクの予防という観点の規制が必要としても、預金、資金決済を守るという観点の自己資本規制など従来の銀行規制の枠組との関係をどう考えるべきか？

## 1-②システミック・リスク・レギュレーション

### B.システム上重要な清算・決済機関への対応

- ・ 米国財務省作成法案
  - FRB はシステム上重要な支払い・清算・決済機関を指定する権限を有し、その規制・監督の権限およびシステム上重要な支払い・清算・決済機関における金融機関の活動を監督規制する権限を保有。
  - FRB は、FSOC および SEC、CFTC との協議の下、指定されたシステム上重要な支払い・清算・決済機関の運営をガバナンスし、そこでの金融機関の業務行為を規定するリスク管理基準を策定。
  - 流動性の強化のため、FRB は、システム上重要な支払い・清算・決済機関に対し、預金取扱金融機関に対して行なっている FRB 口座の開設・維持、中央銀行貸出などのサービスを、一定の規定、ガイダンス等に基づき提供する。
- ・ 英国
  - BOE は 2009 年銀行法において、認定されたインターバンク決済システムを監視する権限を公式に付与。従来 BOE は非公式ベースでインターバンク決済システムを監視。
  - 英国のリーマン・ブラザーズ・インターナショナル（ヨーロッパ）＝LBIE の破綻の結果、証券決済に混乱。
- ・ 店頭取引 CCP 整備の動き（CDS など OTC デリバティブについては後述）
  - AIG は、保険部門で保有する証券を貸出、担保として受領した現金で RMBS を運用。RMBS の価値下落で担保返済困難に。
  - 英国プライムブローカーでは、ヘッジファンド顧客などから預かった証券を、自社所有証券と一体で第三者に貸出し、追加的収益を追求（rehypothecation）。特に積極的だった LBIE が破綻し、顧客資産返却に時間。
  - 2009 年 5 月、証券貸借取引に関する業界団体である ISLA は、証券貸借取引における CCP に関するレポートを公表。
  - 欧米において株式貸借取引の CCP 設立・準備の動き。トライパーティ・レポの整備の動き。

→今回のリーマン証券の破綻に際しては、1995 年のベアリング証券破綻以降の関係者の取組み、決済改革の進展もあり、既存の清算・決済インフラは、大きな問題を生ずることなく機能した。ただし、一部で改善点が指摘されており、今後の改革をどのように進めるべきか？

### 1-③リスク発生後の処置体制 秩序ある破綻処理等の枠組

- ・ 2009年9月15日、リーマン・ブラザーズ・ホールディングス・インクがチャプター11申請。
- ・ 2009年9月19日、傘下の米国証券会社（リーマン・ブラザーズ・インク）に対し、SIPC（証券投資家保護公社）が顧客保護の手続きをスタート。
  - SIPCが連邦地裁に、（チャプター7ではなく）1970年証券投資家保護法による清算手続きを申請。同証券会社は、同日、バークレイズを含む2証券会社に売却される。顧客資産の保全、プライム・ブローカレッジ顧客への資産返却など円滑に進展。
  - 傘下証券会社の取引所等における新規取引は直ちに停止したが、清算・決済は24日の営業終了時点まで通常通り続いた。
- ・ リーマン破綻後、FDICが、システミック・リスク・エクセプション条項の下、銀行のみならず銀行持株会社の債務を保証。銀行持株会社化したゴールドマン・サックスが、制度利用第一号でFDIC保証債を発行。その後、モルガンスタンレー等も銀行持株会社化。
- ・ AIGにはFRBの融資。さらに、TARPによる二度にわたる公的資金投入においては、アセット・プロテクションを提供。
  
- ・ 米財務省案
  - 現状、ノンバンク（銀行持株会社を含む）に対しては、リーマン（持株会社）のように一般事業会社同様の対応をするか、AIGのように異例の対応をするかの選択肢のみ。どちらも大きな問題があった。（ブローカー・ディーラーについては、SIPCが存在）
  - BHC、Tier1 FHC、その他の子会社（ただし、預金保険対象機関、保険会社、SIPC加盟のブローカー・ディーラーを除く）を対象として、
    - ①金融支援（融資、融資保証、債務・株式・資産買取り、取得した資産・負債・株式・証券の売却、資本増強等）。
    - ②財務長官が行政機関をコンサベーターまたはレシーバーとして指名。
  - BHCの金融支援等に必要な基金は、財務省からの借入れによって対応。使用した場合、業界より徴収。

- 預金保険制度のベネフィットが銀行以外の子会社に及ばないように、ファイアー・ウォール規制強化の方針。

- ・ 英国

- 2009 年銀行法で、英国の金融システムの安定性の保護と促進を図るため、預金を受け入れる銀行を対象とする破綻処理の特別な枠組みを恒久措置として手当て。
- 破綻銀行に関して、①民間セクターの承継者に移管、②ブリッジバンクに移管、③一時的な公的管理の 3 つのオプションを導入。
- リーマン・ブラザーズ・インターナショナル（ヨーロッパ）の破綻で、顧客資産返還等に多大な時間。投資銀行の破綻に関する制度見直しを検討中。

→わが国においても、国際的な議論の動向もにらみつつ、市場型システミック・リスクに伴うパニックの拡大防止のため、できるだけ柔軟かつ機動的に発動できる枠組を、事前に確立しておくべきではないか？

## 2. 新しいリスク・マネジメント

- ・ 市場型システミック・リスク対応に留まらず、伝統的銀行ビジネスのリスクも含め、リスク・マネジメント関連の制度全般の見なおし。リスクへの備えを向上させるという観点と同時にプロシクリカリティ問題への対応が課題。各国間の意見の対立も目立つ。

① 自己資本比率規制（以下、バーゼルの動き。2009年9月には、米国財務省及びG20よりさらなる提案。）

- ・ 再証券化商品、SIV、外部格付に関する枠組強化（2010年末までに遵守）。
- ・ トレーディング勘定の資本賦課の取扱強化（2010年末までに遵守）。
- ・ 第2の柱の強化（即実施）、第3の柱の強化（2010年末までに遵守）。
- ・ 資本バッファー、自己資本の質強化、レバレッジ比率導入、引当に関するフォワード・ルッキングな手法促進につき市中協議提案公表（2010年第1四半期）。
- ・ 最低自己資本比率の水準に関する提言（2010年）。
- ・ 証券化に関するリスク・マネジメントのインセンティブ改善（2010年まで）。デュー・ディリジェンスと定量保有。

② 流動性リスク管理

- ・ 流動性バッファー強化のフレームワークの開発・合意（2010年まで）。

③ 会計基準の見直し

④ 報酬のあり方（9月5日、G20財務大臣・中央銀行総裁会議における「宣言」でも強調）

→わが国関係者が指摘する問題点を残した形で自己資本比率規制強化や流動性規制の強化、会計基準の変更等が国際的な合意となるならば、わが国では実施時期、適用範囲に関して慎重であるべきではないか？

→他方、わが国銀行が株式等の保有リスクに過度にさらされている点、本業の収益性が低い点などを踏まえると、銀行システムへのリスクの集中を正す観点からも、市場型金融の発展に向けた施策の検討は、引き続き重要ではないか？

### 3. ヘッジファンド

- ・ 米国（財務省法案）
  - SEC へのシステミック・リスク・データの報告（運用資産、レバレッジの利用状況、カウンターパーティ・クレジット・リスク・エクスポージャー、トレーディングと投資のポジション、トレーディング慣行など）や記録保持を求める。
  - 投資家、潜在的投資家、債権者、カウンター・パーティへの情報開示義務。
- ・ 欧州（指令案）
  - 透明性規制（対当局）：マクロ・プルーデンス上の監視が可能となるよう、取引した主たる商品と市場、主たるエクスポージャー、リスクの集中などを報告。高いレバレッジのファンドを運用するアドバイザーは、定期的にレバレッジのレベルなどを報告。
  - 透明性規制（対一般）：運用する個々のファンドについて年次報告作成義務。投資戦略、解約ポリシー、バリュエーション、フィーなどの情報を開示。高いレバレッジのファンドを運用するアドバイザーは、活用するかもしれない最大のレバレッジや四半期ごとの実際のレバレッジ量を開示。企業の支配権を取得するファンドを運用するアドバイザーは、株主や従業員に利益相反防止策や企業の成長計画等を開示。
  - 資本規制：最低資本金 12.5 万ユーロ、運用資産が 2.5 億ユーロを超える場合は、超過分の 0.02%を積み増し。

→わが国は主として投資家保護の観点からヘッジファンド・マネジャーの登録制（及び届出制）を導入したが、欧米同様、ヘッジファンド発システミック・リスク予防の観点から報告義務、開示義務等を課すべきかどうか？

## 4. 証券化

- ・ バーゼルⅡの枠組強化
  - 2009年7月、最終文書合意。2010年末までに遵守。
  - 再証券化商品のリスクウェイト引上げ。
  - 証券化商品に関し外部格付を利用して自己資本を計算する場合は、個々の証券化商品のリスク特性・仕組みの理解、裏付資産のパフォーマンス情報へのアクセスが前提。
  - トレーディング勘定保有の証券化商品のリスクウェイト引き上げ（バンキング勘定とのアービトラージ防止が目的）。
- ・ 米国（財務省法案）
  - 証券化を行なう者に対して信用リスクの少なくとも5%保有を義務付け。表明・保証制度の導入。
  - 発行者に対し、投資家が独自にデュー・ディリジェンスを行なうのに必要な情報の継続開示を義務付け。
- ・ 欧州（資本要求指令改正）
  - 規制対象金融機関は、オリジネーター等が信用リスクの5%以上を保有している旨の明確な開示を受けた時のみ、証券化商品の信用リスク保有が認められる。
  - 規制対象金融機関は、証券化商品に投資する場合、リスク、ストラクチャーの特徴等につき完璧に把握し、正式なポリシーと手続きに従って分析していることを当局に文書で示す必要。
  - 証券化ポジションについての定期的ストレステストや原債権のパフォーマンスの定期的モニター体制の構築。
  - 以上の義務を怠っている場合、そのポジションに対し最低250%、最大1250%の追加的リスクウェイトを課す。
- ・ 証券化に利用されるオフバランス・ビークルへの会計基準厳格化（米は2010年12決算より。IASBは09年末目処に決定）。

→監督指針、証券業協会自主規制により、証券化商品の販売者にトレーサビリティが求められたが、5%リテンションの義務付け、発行者による情報開示、金融機関を含む投資家への規制、会計基準の変更の動き等をどう考えるか？

## 5. 格付け

- ・ 米国（財務省法案）
  - 格付レポートに発行体からの手数料を開示。
  - 格付機関の出身者が格付対象企業に雇用された場合、格付をレビュー。
  - コンプライアンス・オフィサーの任命。
  - 依拠したデータの信頼性等についての開示制度の導入。
  - ストラクチャード商品への格付記号を区別。
  - 発行体は予備格付を開示。
  - GAO が州・連邦規制における格付への依存、格付機関への手数料支払いに関する代替的手法について調査し、SEC に報告。
- ・ 欧州（欧州議会、欧州評議会にて採択済み）
  - 格付機関は年間収入の 5%以上を得ている格付対象企業を開示。
  - 出身者が格付対象企業や格付業務に関連のあった金融機関に雇用された場合、格付をレビュー。
  - 格付アナリスト、承認者のローテーション制。
  - 管理ないし監督ボードの設置。
  - ストラクチャード商品への格付記号を区別。
  - 格付機関は、イニシャル・レビューや予備格付を依頼された全てのストラクチャード商品について開示すべき。
  - 欧州委員会は、域内における格付への依存、格付市場の寡占度の影響、本規制のコスト・ベネフィット、発行体による格付会社への手数料支払いの適切性などについて評価し、欧州議会、欧州閣僚会議に報告書を提出。

→改正金融商品取引法に基づく、格付機関への府令等の策定において、これらの欧米の規制動向が参考になるのではないか？

→わが国においても、規制における格付への依存の見直しや、格付機関への手数料支払いに関する代替的手法等を検討すべきか？

## 6. OTC デリバティブ

- ・ 米国財務省案
  - リスク削減と同時に、透明性向上、効率性向上、不正防止、洗練されていない投資家保護が目的。
  - デイラーや主要スワップ参加者間の標準化されたスワップ（OTC デリバティブ）は、清算機関を通じた清算の義務。また取引所における取引か PTS における取引が求められる方向。
  - 非標準的デリバティブには、高い資本要求とマージンを要求。
  - スワップの清算機関、取引所、PTS、リポジトリーの登録制。
  - スワップ・デイラー及び主要スワップ参加者に登録義務、最低資本、マージン規制、報告・記録義務、業務行為規制、ポジション・リミットなどの規制。
  - スワップ取引の情報は清算機関、清算機関で扱われていないものはリポジトリー、リポジトリーが受け付けていないものは CFTC に集まり、取引量、ポジション集計値が公表される。
  - CFTC と SEC が相場操縦、インサイダー取引、その他の不正行為を取り締まり。
  - 適格契約参加者以外による商品取引所以外のスワップへの参加禁止。
- ・ 欧州
  - 取引標準化、電子的取引照合、集中管理、支払いや担保管理の自動化の実現がまず重視。
  - リポジトリーの導入について CESR が報告書を発表予定。
  - 欧州委員会、欧州中央銀行の要請により、欧州に設立された清算機関における CDS の清算が 7 月下旬よりスタート。
  - CDS 以外についても清算機関利用を促進。取引所取引の促進についても検討。
  - 欧州委員会は、2009 年 7 月、OTC デリバティブ市場に関する政策につき市中協議書を発表。9 月 25 日に公聴会予定。

→わが国として、CDS など店頭市場の効率性、安全性、投資家保護の枠組のあり方等についてどう考えるか？