Too big to fail 問題と金融規制

金融調査部 上席主任研究員 三谷 明彦*

▶要 旨

1. 金融危機後、国際的に金融規制改革の議論が大きく進んでいるが、その中で1つの鍵となるのが Too big to fail(大きすぎて潰せない、以下 TBTF) 問題への対応である。
2. TBTF であるとみなされる金融機関は、万一の破綻の危機に直面した場合でも政府による救済が想定されることから、経営にモラルハザードが生じ、本来取るべきでないリスクテイクに走る懸念があると指摘されており、そのようなモラルハザードをいかに防ぐかの観点から、金融規制上の対応が検討されてきた。
3. TBTF に伴うモラルハザードへの対応には、大きく分けて、①不適切な行動を監視 (モニタリング) する、②破綻時の救済を行わないことを事前に明確にする、③そもそも TBTF にならないよう規制する、の3つが考えられるが、このうち、金融危機後主に議論されているのは②と③の視点からの施策である。本稿ではこれらの施策を整理し、②として破綻処理制度の整備とリビング・ウィルの導入、そして破綻処理コストの金融機関自身による負担の3つを、③として金融機関の規模および業務範囲の制限の問題をそれぞれ取り上げ、議論の動向や問題点等を検討している。加えて、金融機関のインセンティブ是正の観点から、役職員の報酬規制についても取り上げている。
4. 金融危機後の規制改革議論は、多額の公的負担を強いられた国民の不満に対応するため、目に見える形での政策を実現したい英米を中心とする政府に主導されてきたという経緯があり、規制強化を所与としてやや強引に進められている面は否めない。まず導入しようとしている施策の目的を明確にした上で、それが目的達成のために十分な効果を有するか否か、また弊害の有無やコストとベネフィットのバランス等を十分に検証することが求められる。拙速な規制強化によって、本来の金融機能の発揮が妨げられたり、歪められたりする事態は避けなければならない。
5. たとえ有効な規制であっても、それを導入するだけでは金融システムはうまく機能しないし、規制があれば必ずそれを回避しようとする動きも出てくる。そこで重要になるのが、モラルハザードへの3つの対応のうち、①のモニタリングである。金融危機後の改革議論においては、本来通常の金融監督によって対応すべき問題が、規制の不十分さの議論に置き換えられてしまった面があり、モニタリングの視点が不足しがちである。規制導入後のモニタリングも合わせて、規制・監督体系全体の中で、現在の議論をもう一度見直す必要があると思われる。

*E-Mail : akihiko.mitani@mizuho-ri.co.jp

※本稿は2010年4月末までの公開情報に基づいて執筆されており、それ以後の情報は反映していない。

《目 次》

1. 金融危機と Too big to fail 問題への対応	5
(1) はじめに	5
(2) 金融危機後の金融規制改革	5
(3) なぜ TBTF が問題なのか	6
(4) TBTF 金融機関のモラルハザード回避に向けた対応	8
2. 破綻処理制度の整備	9
(1) なぜ金融機関には特別の破綻処理制度が必要なのか	9
(2) 国境を越えた破綻処理制度整備の必要性	10
(3) G20等国際的枠組みでの議論	11
(4) 米国での議論と立法化の動向	12
(5) 英国での議論と立法化の動向	15
(6) EU での議論の動向	16
(7) 小括	18
3. リビング・ウィル	19
(1) リビング・ウィルとは	19
(2) G20および金融安定理事会での議論	19
(3) 米国での議論と立法化の動向	20
(4) 英国での議論と立法化の動向	21
(5) EU での議論	22
(6) 小括 ～導入上の論点・課題	23
4. 破綻処理費用負担の問題	25
(1) 破綻処理費用負担問題を見る切り口	25
(2) 国際的な金融機関への課税に関するこれまでの議論 ～トービン税とスパーン税	25
(3) 金融危機後の議論	26
(4) 小括	31

5. 規模および業務範囲の規制	32
(1) ナロー・バンク論.....	33
(2) ボルカー・ルール.....	34
(3) 小括.....	39
6. 役職員の報酬規制	40
(1) 国際的な報酬原則・基準の策定と導入～ G20・FSB・バーゼル委での議論	40
(2) 米国での議論と立法化の動向.....	42
(3) 英国での議論と立法化の動向.....	45
(4) EUでの議論	49
(5) 小括.....	50
7. おわりに ～規制強化による対応の限界とモニタリングの重要性	51
(1) 現在の規制強化議論の問題点.....	51
(2) 規制強化による対応の限界.....	52
(3) 通常の金融監督の重要性.....	52

1. 金融危機と Too big to fail 問題への対応

(1) はじめに

国際的に深刻な影響をもたらした金融危機への反省と、二度と危機を再発させてはならないとの決意の下、危機の原因と対策について国際的に様々な議論が行われてきた。

本稿では最初に、金融危機後議論されてきた金融規制改革の全体と、その中で本稿の主題である“Too big to fail”(「大きすぎて潰せない」、以下 TBTF と略記) 問題の位置づけや、問題の所在、対応策について概観し、次節以降、TBTF 問題への具体的な対応策についての国際的な議論の動向、進捗状況、課題等について見ていくこととしたい。

(2) 金融危機後の金融規制改革

金融危機後、G20やバーゼル銀行監督委員会(以下、バーゼル委とする)などの国際的な枠組みの中で、あるいは各国レベルで、様々な施策が検討され、実施に向けた議論や制度化が進められているが、それらの施策は、大きく以下の5つに分類することができる。

第1が、金融機関の財務の健全性強化である。先の金融危機では、一部の金融機関において、少ない資本で高い収益獲得を目指すためレバレッジ(自己資本に対する負債の割合)を高め、資金調達を市場での短期資金に大きく依存するという傾向が見られた。このような金融機関の脆弱な財務基盤が、サブプライム危機を引き金とする市場環境の悪化の中で信用不安の連鎖を生み、そのことが危機の世界的拡大の大きな原因となったと考えられている。このため、危機

の直後から G20 の場で自己資本の質および水準の強化、流動性バッファの強化等が議論され、バーゼル委員会の中で検討が進められていることは周知のとおりである。

第2に、金融監督体制の強化である。今回の金融危機は、直接的には米国のサブプライム問題に端を発しているが、そのような問題が発生し、顕在化してくる過程で、金融機関に対する監督が有効に機能していたのかという観点から、特に米国において金融監督体制のあり方が問われており、現在議会で審議されている金融規制改革法案においても、金融システム上重要な金融機関の監督をどこが担当するかが最大の争点の1つとして議論されてきた。

加えて、監督体制については、国境を越えた危機対応能力を強化する観点から、国際的な監督当局間の協調をいかに進めるかという点も重要な課題となっている。この点についても、G20の場で、国境を越えた監督カレッジの設置が合意されたほか、国際通貨基金(IMF)、金融安定理事会(FSB)、バーゼル委において国境を越えた破綻処理に関する枠組みの検討なども進められている。また、EUにおいても、域内の金融監督体制強化に向け、新たな欧州監督機関の創設を含めた立法化が進められているところである。

第3に、市場インフラの整備である。今回の金融危機が予想を超えた広がりを見せた背景には、証券化商品やクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)等の複雑化した金融商品について、その内容・仕組みや、誰が誰に対し、どのような商品を、どのくらい保有しているのかといった取引情報が極めて不透明になっていた事実がある。これらの取引の透明性を高め、目に

見えない形での危機の連鎖を防ぐ観点から、CDSを含む店頭デリバティブ取引を極力標準化し、中央清算機関を通じた決済を義務付けるよう、G20において方針が定められ、日本を含め各国でこれに沿った対応が取られつつある。

また、市場が適切に機能する上で不可欠なインフラである信用格付機関に対する効果的な監督についての議論もこの範疇に含められよう。

第4に、消費者・投資家の保護である。一般に、消費者や個人投資家は、金融機関との関係では知識や情報量において劣位にあり、金融危機の中で不測の損失を被ったケースも発生している。金融分野における消費者・投資家保護の必要性は従来から認識されており、施策も講じられているが、特に金融危機後の米国において、情報開示を通じた金融取引に関する透明性の向上や、金融機関や金融アドバイザー業者等による不適切な行為の取締りを強化し、消費者や投資家を保護しようという動きが強まっており、新たな消費者保護機関の設置も含めた消費者保護体制の整備は、金融規制改革法案の中でも大きな焦点になっている。

そして第5に、本稿の主題である TBTF 問題への対応である。次項以下で詳しく述べるが、この範疇に入る施策は、金融機関の行動とその誘因となる要素に着目し、特に金融システム上重要 (systemically important) な金融機関におけるモラルハザードの発生を抑止し、過度なリスクテイクを行わせないようにすることで、危機に陥るリスクを減らす取組みがこれに当たる。さらに、万一危機に陥った場合にシステム全体への波及を回避しつつ、迅速かつ秩序のある処理の仕組みを整えておくこともここに含めて考えられる。

(3) なぜ TBTF が問題なのか

a. TBTF とは

TBTF は、金融危機後の規制改革を議論する際に欠かせないキーワードとなっている。そもそも、TBTF であるのはどのような状態をいうのだろうか。

TBTF を考える際には、「大きい」という要素だけでなく、「システム上の重要性」の要素が重要である。「大きい」金融機関はそれ自体「システム上重要」であることが避けられないが、大きさだけの問題ではない。2009年11月にIMF、FSB、BISがG20財務大臣・中央銀行総裁会議に対して提出した報告書「金融機関、市場および金融商品のシステム上の重要性評価に関する指針」では、システム上の重要性を判断する基準として、①規模（金融機関が提供する金融サービスのボリューム）、②代替可能性（当該金融機関の破綻時に、他の主体がどの程度同様の金融サービスを提供できるか）、③相互連関性（金融システムの他の要素との結びつき）の3つを挙げている。

以下、本稿で TBTF という場合、上記3要素を踏まえ、ある金融機関の破綻が金融システムに重大なリスクをもたらす可能性があるため、当該金融機関を容易に潰すことのできない状態を指すものとする。

b. 問題の所在

それでは、そもそも TBTF の何が問題なのだろうか。先の金融危機の大きな契機となったのは、米国政府によるリーマン・ブラザーズの救済見送りと、その結果としての同社の破綻であるが、このことが金融システムの中で大きな位置を占める大規模金融機関の破綻がもたらす影響の深刻さを改めて世の中に認識させ、各国

金融当局はその対応を迫られることとなった。

大規模かつ金融システムの中で重要な位置を占める金融機関が破綻し、支払不能となった場合、当該金融機関と取引している他の多くの金融機関に連鎖的な資金決済不能や信用悪化が発生する可能性がある。そうなる金融システム全体が機能不全の状態に陥り、ひいては経済全体に極めて深刻な影響を与えることから、そうなる前に、金融監督当局は公的資金を投入してでもシステム上重要な金融機関を救済し、破綻を回避せざるを得なくなる。これが TBTF 問題である。

ある金融機関が TBTF と考えられ、万一破綻の危機に陥った場合にも公的な救済が確実に見込まれる場合には、そのような金融機関は救済を見越して、高いリターンを得るため一か八かで本来取るべきでないリスクを取りにってしまうというモラルハザードが発生する可能性がある。TBTF の問題点はここにある。実際に、先の金融危機においては、前項で述べたとおり、一部金融機関において脆弱な資金調達構造の上に過大なリスクを積み上げていた事実があり、そのような金融機関の行動を阻止できなかったのはなぜかという反省から、現在、様々な対応策が検討されているのである。

c. 破綻金融機関の救済とそのコスト

破綻金融機関を救済するには、公的資金による株式の取得や債権の買い取り等を実施することとなり、当然ながら多額のコストがかかる。例えば、米国では、2008年緊急経済安定化法（Emergency Economic Stabilization Act of 2008：EESA）に基づく不良資産救済プログラム（Troubled Asset Relief Program：TARP）によって、これまでに金融機関に対し約2,049

億ドルの資本注入が実施され、うち1,358億ドルは返済されているものの、23億ドル余りの損失が発生している（2010年4月9日時点の米財務省「TARP Transaction Report」による）。

イングランド銀行のホールデーン理事は、「1,000億ドル問題」と題する最近の講演（Hal-dane(2010)）の中で、金融危機のコストについて、政府から銀行に対して投入された直接的なコストだけでは、経済全体への広範な影響を過小評価することになる一方、危機による産出量（GDP）のロスは将来にわたるものであり、その現在価値を含めてすべて銀行に帰せしめることは過大評価であると述べている。

いずれにせよ、TBTF 金融機関の存在を政府が放置することができないのは、たとえ金融システムの安定という大命題があったとしても、自ら招いた危機から苦境に陥った金融機関を救済するため多額の負担を強いることには国民の納得が得られないためである。

d. 金融機関はなぜ過度なリスクテイクに走ってしまうのか

金融機関が過大なリスクテイクに走った背後には、少ない資本でレバレッジを高めて高いリターン上げ、ROEなどの指標を高めることで、市場からの評価を高め、株主の期待に応えようとする経営者の意図が根本にあることは間違いないが、それが度を越したものになる可能性を常に孕んでいることは、ミクロ経済学的な視点から次のように説明できる。

まず、金融機関の過度なリスクテイクの背後にモラルハザードがあることは既に触れたが、もう少し詳しく述べると、公的な救済がバックストップとして存在する状況では、投資に失敗して多額の損失を出しても損失自体は補填され

る。一方、投資が成功したら、そこから得られる利益は金融機関のものになる。これは、株主にとっては、最悪でも株式の価値がゼロになるだけで、うまくいけば果実は自分のものにできるということであるし、経営陣にとっても、公的資金注入のような事態になれば、責任を問われ職を追われるかもしれないが、業績連動報酬の契約を結んでおけば、成功すれば巨額の報酬が得られる。このような状況下では、リスクを多く取って高いリターンを狙うインセンティブが強く働くことは避けられない。

金融機関の過度なリスクテイクに対するもう1つの説明は、プロスペクト（予測）理論と呼ばれるものである。

ダニエル・カーネマンによると、①「50%の確率で150ドル得られ、50%の確率で100ドル失う」という賭けに参加するかどうかを問う実験を行うと、ほとんどの人は拒否する。次に、②「100ドルを確実に失うか、それとも、50%の確率で50ドル得られ、50%の確率で200ドル失う賭けを行うか」という選択を迫られると、確実に100ドル失うよりも、賭けを選択する人の方が多くなるという(Kahneman(2002))。つまり、損失を回避するためにはリスクのある賭けに出る傾向が強くなる¹⁾ということである。

これを金融機関の行動に当てはめると、脚注1の例にもあるとおり、損失を抱えて苦境に陥った金融機関は、損失を回避すべく更にリスクの高い取引を行う可能性が高いことが示唆される。このことは、先の金融危機において過度にリスクが積み上がった事実の説明としても有効

であると考えられる。

(4) TBTF 金融機関のモラルハザード回避に向けた対応

以上見てきたとおり、TBTFとされる金融機関にはモラルハザードの危険があり、破綻に至った場合のコストはきわめて大きいため、様々な対応策が検討されている。ここで、TBTFへの対応という観点から、これまでG20等の国際的な枠組みにおいて検討され、各国において取り組まれている施策について、その目的や考え方に即して整理しておきたい。

金融機関がTBTFに伴うモラルハザードを起こさないようにするための方策としては3つ考えられる。第1に、日頃から不適切な行動が取られていないかきちんと監視を行うこと（モニタリング）、第2に、万一破綻の危機に陥っても公的な救済はせず自己責任に任せることを予め明確にしておくこと（コミットメント）、第3に、そもそもTBTFにならないようにすることである。

まず、第1の点は、基本的に各国金融監督当局に委ねられており、米国などでは有効な監督体制を巡る議論が激しく戦わされているほか、国境を越えて活動する金融機関について、国の枠を越えた有効な監督体制をどう築いていくかも課題となっていることは既に触れたとおりである。

一方、第2の観点から進められているのが、①破綻処理制度の整備、②リビング・ウィルの導入、③破綻処理コストの金融機関自身による

1) Bernstein(1996)は、プロスペクト理論に関し、ある米国企業のデリバティブ取引での損失の例を挙げている。グリーンティングカードのメーカーであるギブソン・グリーンティング社は、バンカーズ・トラストとの間でデリバティブ取引を行っていたが、1994年のある時点でその損失が1,750万ドルであると報告されていた。損失は潜在的には無限大であるとバンカーズ・トラストはギブソン社に告げていたが、ギブソン社は「損失の上限を2,750万ドルに抑えつつ、全てが完璧にうまくいった場合には損失をわずか300万ドルに削減できるような新しい契約を結んだ」。同書曰く、「予測理論によれば、損失を抱える人々は、確実な損失を受け入れるよりはギャンブルを選択する。ギブソンは確実な1,750万ドルの損失で清算できる可能性があったにもかかわらず、ギャンブルを選んだ」(引用箇所は邦訳書下巻257頁)。

負担の仕組みづくり、の3つである。これらはいずれも金融機関が破綻することを前提とした施策であり、政府としてはこのような仕組みを準備しておくことで、いざというときにも金融機関を破綻させるという選択肢を取りやすくなり、金融機関に対して、救済はしないという明確なメッセージを伝える効果がある。

第3の観点からは、④金融機関の規模および業務範囲の制限が検討されている。金融機関の資産規模自体を抑制することと、リスクの高い業務を行うことを制限し、抱えるリスクの量を抑制することで、破綻時の影響を小さくしようという考え方である。

これらに加えて、金融機関が資産やリスクを過度に積上げるインセンティブを是正するという観点から、⑤役職員の報酬規制に向けた取組みが進められており、これも金融機関のTBTF化を抑止する方策の1つと考えられる。

次節以降、上記①から⑤の各施策について、各国・機関における具体的な議論および検討の状況をフォローし、併せて施策の妥当性や問題点、課題等についても検討していきたい。

2. 破綻処理制度の整備

(1) なぜ金融機関には特別の破綻処理制度が必要なのか

破綻処理制度自体は、多くの国で古くから存在するが、ここにきて改めて金融機関の破綻処理制度の整備が問題として浮上ってきているのはなぜだろうか。従来型の破綻処理制度では不十分なのだろうか。

金融システムの安定を守る上で、破綻処理制度の整備が果たす役割は2つ考えられる。1つは、前節で述べたとおり、金融機関が破綻した場合

にも、他への悪影響を抑えつつ処理する仕組みを事前に構築しておくことで、当局は破綻という選択肢を取り易くなり、安易な救済は行わないというメッセージを打ち出せる点であり、それが金融機関のモラルハザード回避につながる。もう1つは、実際に破綻の危機が生じた場合に、預金者や取引相手方の不安を鎮め、連鎖的な破綻や取り付けを防止しつつ、処理手続を効率的かつ実効的に実施することで、破綻に伴うコストを極小化することである。

金融機関の破綻が金融システムに与える影響を極力抑えつつ、実効的な破綻処理を進めるためには、①スピード、②実効性（強制力）、③預金者や市場での取引保護の点で、通常の企業倒産に比べて強力な制度が求められる。図表1では、通常の事業会社に適用される一般的な倒産処理制度（わが国の民事再生法や会社更生法など）と、銀行破綻処理制度の特徴的な点を対比している。

第1に、手続の開始について、一般の倒産処理手続では、債務者自身または債権者等の利害関係者が裁判所に対して申立てを行うことで手続が開始されるが、銀行破綻処理手続においては、通常、対象金融機関が破綻の危機にあり、そのままでは金融システムに重大な影響を与える可能性があることを金融監督当局が認定することで手続が開始される仕組みとなっている。これにより、当事者の意思に関わらず迅速な手続開始が可能となり、時機を逸して損害やコストが拡大するのを防ぐことができる。

第2に、手続の遂行については、一般の倒産処理手続では裁判所が選任する管財人がその任に当たるケースが多い（わが国の民事再生法や米国連邦破産法第11章手続等では債務者自身が

図表1：事業会社の倒産処理と銀行破綻処理の特徴

	通常の事業会社倒産処理	銀行破綻処理
手続の開始	債務者自らまたは債権者等が裁判所に申立	金融監督当局の危機認定に基づき措置を実施（裁判所の関与は立法により相違）
手続遂行の主体	裁判所が選任する管財人（管財人を置かず、債務者自らが主体となる手続もあり）	金融監督当局 and/or 預金保険機関
債務の弁済	債権者が裁判所に債権を届出、手続の中で弁済	預金については預金保険等を通じて払戻。その他市場取引等についても必要に応じ義務を履行
資産の売却・移転等	倒産処理手続の枠内で売却（公的な受け皿は想定せず）	民間への売却の他、ブリッジバンクへの移転や一時国有化等の手段も用意

（資料）みずほ総合研究所作成

手続遂行主体となることが認められている)が、銀行破綻処理手続においては、金融監督当局または預金保険機関が手続を遂行する例が多い。当局には一般の倒産処理手続と比べて強い権限が与えられ、金融システムの安定性確保の観点から最適な手段が取れるようになっている。

第3に、債務の弁済については、一般の倒産処理手続では、債権者が裁判所に債権の届出を行い、届け出られた債権について手続の中で定められたルールに従って弁済されることとなり、特定の債権のみを選択的に弁済することは基本的には許されないが、銀行破綻処理手続においては、預金保険限度を超える預金や市場での金融取引等について、必要に応じて払戻しや履行を行うことが認められる。

第4に、営業や資産に係る売却・移転等の処分は、一般の倒産処理手続では、裁判所の許可を得て行われるが、銀行破綻処理手続では、当局の主導で行うことが認められる。特に、受け皿会社（ブリッジバンク）を公的な出資によって設立し、そこに営業や資産を一時的に移転することや、一時的な国有化を認める例が多い。このような手段により、民間での受け皿が直ちには見つからない場合にも、破綻金融機関の業

務を暫定的に維持継続できることとなり、金融システムの安定を保ちつつ、一定の時間をかけて望ましい処理策を探ることが可能となる。

金融機関の破綻処理手続は、以上のような一般の企業倒産処理にはない特徴が求められ、独自の存在意義を有する。

(2) 国境を越えた破綻処理制度整備の必要性

このような金融機関独自の破綻処理制度の整備は専ら国内法制度の整備の問題といえるが、現在のように国境を越えて活動する金融機関が金融システムにおいて大きな地位を占め、国境を越えた金融取引が活発に行われている現状においては、金融機関が危機に陥った場合の国際的な対応体制を備えておくことは、危機が国際的に拡大することを食い止める上で不可欠であり、各国間の協調ないし国際的な破綻処理制度の構築という視点がきわめて重要である。このような観点から、国内的に金融機関破綻処理制度の整備が進められるのと並んで、国際的な破綻処理体制をどのように整備していくかという問題についても、主にG20やFSB、バーゼル委等の国際的な枠組みを中心に検討が進められている。また、EUでは域内の加盟国間での国

境を越えた破綻処理制度整備の取組みが始まっている。

以下では金融危機後の主要国および国際的な枠組みの中で、破綻処理手続の議論がどのように展開されているかを具体的に見ていこう。

(3) G20等国際的枠組みでの議論

金融危機発生直後、2008年11月のG20ワシントン・サミットにおいて採択された「改革のための原則を実行するための行動計画」では、中期的措置の1つとして、「各国及び地域当局は、大規模かつ複雑な国境を越えて活動する金融機関の秩序だった整理が可能になるように、破綻処理制度及び破産法を検討する（外務省HP掲載の仮訳、以下サミット関連の引用については同じ）」ことが合意された。

続く2009年4月のロンドン・サミットでは、金融安定フォーラム（FSF。ロンドン・サミットにて改組が決定され、現在はFSB）から「危機管理における国際的連携に関する原則」(FSF(2009a))が示された。同原則では、各国当局に対し、危機に備えた定期的な会合の開催や情報共有、危機管理計画・手続の整備やそれを進める上での障害の除去と、危機発生時の協調を求めている。これを受け、同サミットでは、「金融システムの強化に関する宣言」の中で、「国境を越える銀行の破綻取り決めにに関する国際的な枠組みを策定するためのIMF、金融安定理事会、世界銀行及びバーゼル銀行監督委員会による継続的な努力を支持する」とされ、これら国際機関による金融機関の破綻に備えた国際的な協調体制構築の取組みを進めていくことが確認された。

IMFは世界銀行と連名で、4月17日に、「銀

行破綻に備えた法、制度および規制の枠組みの概要」と題する文書（IMF and The World Bank(2009)）を公表し、平常時に銀行破綻に備えて用意しておくべき制度および金融危機発生時のための制度のポイントについて議論している。

9月25日に開催されたG20ピッツバーグ・サミットでは、首脳声明で、「…各国当局は、国境を越えて業務を行う主要な金融機関のための危機管理グループ及び危機の際の介入に関する法的枠組みを構築するとともに、市場の混乱時における情報共有を改善すべきである。我々は、金融機関の倒産による混乱を軽減し、将来のモラル・ハザードを減少させることに資するよう、金融グループの効果的な破綻処理のための手法と枠組みを策定すべきである。…FSBは、より強力な監督とこれら金融機関に対する追加資本、流動性及びその他の健全性規制を含む、実施可能な措置を2010年10月末までに提案すべきである」と、期限を明示した上で、FSBに各国がとるべき措置の具体案を策定するよう命じた。

ピッツバーグ・サミットに先立つ9月17日、バーゼル委は「クロスボーダー銀行破綻処理グループの報告および勧告」の市中協議文書を公表し、国境を越えて活動する金融機関の破綻処理枠組みを改善するための10項目の勧告事項を示した。同文書は、パブリック・コメントを経て2010年3月18日に最終版（BCBS(2010b)）が公表されたが、**図表2**に概略を示したとおり、各国の破綻処理手段のコンバージェンスや当局間の協調の推進、破綻時の決済関係の円滑な履行によるシステミックリスクの削減などに重点を置いた内容となっている。

図表2：バーゼル委クロスボーダー銀行破綻処理グループ報告書の勧告事項（概要）

	項目	内容
勧告1	各国当局の実効的な破綻処理権限	各国当局は、金融安定維持、システミックリスクの最小化、消費者保護、モラルハザードの抑制、市場の効率性向上の観点から、困難な状況に陥った金融機関の秩序ある破綻処理を実現するため、適切な手段を講じる（承継金融機関の設立、資産・負債・営業の移転、請求権の処理等）。
勧告2	金融グループの調和の取れた破綻処理の枠組み	各国は、それぞれの域内において、金融グループおよび金融コングロマリットの調和の取れた破綻処理のための枠組みを構築する。
勧告3	各国の破綻処理手段のコンバージェンス	各国は、自国の破綻処理手段を勧告1および2の方向に収斂を図る。
勧告4	各国の破綻処理手段の国境を越えた効果	国境を越えた破綻処理において、各国当局間のコーディネーションを推進するため、各国当局は危機管理および破綻処理手続・手段の相互承認を進める手続を検討する。
勧告5	グループ構造および業務の複雑性、相互依存性の軽減	各国監督当局は、金融グループおよび個社が危機の中でどのように処理されるかを理解するため、関連する国の監督当局と協働する。 金融機関のグループ構造が複雑すぎて、秩序ある費用対効果に優れた破綻処理が困難な場合は、組織構造の簡素化を促すような、資本や規制上のインセンティブを検討する。
勧告6	秩序ある破綻処理に向けた事前の計画	システム上重要なクロスボーダー金融機関およびグループのコンティンジェンシー・プランは、金融環境の極度の悪化または金融不安が生じた場合に備えて、当該金融機関・グループの規模や複雑さに応じて、事業の継続を維持し、主要機能の強靭性を高め、必要な場合には迅速な破綻処理や清算を進める計画を定める。これらの計画は、当局の定期的な監督の対象となる。
勧告7	国境を越えた協力と情報共有	効果的な危機管理やクロスボーダー金融機関の破綻処理には、異なる監督当局が自らの責任を明確に理解することが必要。 各金融機関の主要な監督当局は、平時と危機時のいずれにおいても、国内法・政策と整合を保ちつつ、適時適切な情報共有を確保するための取り決めに合意する。
勧告8	リスク削減手法の強化	各国は、金融機関の危機時にシステミックリスクを削減し、重要な金融・市場機能の強靭性を高めるリスク削減手段（ネットティング契約、有担保化、顧客ポジションの分別等）の利用を推進する。 さらに、デリバティブ契約の標準化、中央清算機関を通じた決済、店頭デリバティブ契約の報告における透明性向上等により更なるリスク削減が可能。
勧告9	契約関係の移転	各国の破綻処理当局は、市場での金融契約の健全な金融機関や承継金融機関その他の公的機関に対する移転を完了させるため、契約上の早期契約終了条項の発動を遅らせる法的権限を持つ。 契約の移転ができない場合、契約を終了させ、ネットティングし、担保権を実行する権利を確保する。 市場の機能を損なわないよう、契約終了条項の発動を遅らせることを可能にするよう、必要に応じ法改正する（取引所等の安全性や機能を妨げないよう留意）。 各国当局は、ISDA等業界団体に対し、危機の伝播リスクを削減するような方法での契約移転に資する標準契約条項を策定するよう働きかける。
勧告10	出口戦略と市場の規律	市場の規律を回復し、金融市場の効率的な運用を促進するため、各国当局は、公的介入から退出するための明確な選択肢または原則を検討し、計画に織り込む。

（資料）バーゼル委「クロスボーダー銀行破綻処理グループ報告および勧告」に基づき、みずほ総合研究所作成

(4) 米国での議論と立法化の動向

a. 米国の金融機関破綻処理制度とリーマン・ショック

米国では、預金保険対象金融機関の破綻につ

いては、従来から連邦預金保険公社（FDIC）の主導による手続が整備されている。そこでは、例えば、レバレッジ比率（有形資本÷総資産）が2%を割り込んだ場合に早期是正措置の発動

が定められているほか、破綻処理手続開始後は、FDICが管財人（receiver）として、破綻金融機関の権利義務の承継、事業の他金融機関への譲渡、ブリッジバンクの設立とそれによる事業の承継等、幅広い権限を行使することができ、迅速かつ実効性の高い破綻処理を可能にする体制となっている。

これに対し、預金保険対象金融機関以外の金融機関（銀行持株会社やノンバンク金融会社等）は、このようなFDICによる破綻処理スキームの対象外であった。2009年6月の金融規制改革案（Department of the Treasury（2009））が指摘するように、そこでは外部から資本を調達するか、破産を申し立てるかの選択肢しかない。このため、先の金融危機では、リーマン・ブラザーズの破綻処理は連邦破産法第11章（いわゆるチャプター・イレブン）手続によって行われた。仮にリーマン・ブラザーズのような投資銀行に対しても有効な破綻処理制度が用意されていれば、もっと早期に公的介入を実行し、有効な手立てを講じることができたはずであるとの認識から、金融規制改革案には以下の勧告が盛り込まれた。

b. 2009年6月金融規制改革案

金融規制改革案では、「我々は、Tier 1金融持株会社²⁾を含む銀行持株会社の無秩序な破綻処理が、金融システムまたは経済に深刻な悪影響を及ぼす可能性がある場合に、そのような無秩序な破綻処理を回避するため、秩序ある破綻処理の体制を創設するよう勧告する。この破綻処理体制は、既存の連邦預金保険法に基づく預金保険対象金融機関の破綻処理体制をモデルとし、それを（置換するのではなく）補完するものとする」(Department of the Treasury (2009)

IV .A.) とし、FDICによる破綻処理スキームと同様の制度を、金融持株会社等の非預金取扱金融機関に対しても新たに設けることを提言した。

c. 金融規制改革法案

金融規制改革案を受け、政府から下院に対して提案事項を盛り込んだ法案が6月末以降テーマ毎に順次提出され、審議を経て、「2009年ウォールストリート改革および消費者保護法（H.R.4173）」として一本化され、最終的に12月11日に下院本会議で可決された。破綻処理制度については、同法案中「Title I, Subtitle G『強化された破綻処理権限』」として規定された。主な内容は、**図表3**に概略を示したが、以下のとおりである。

対象金融機関は、“financial company”とされ、具体的には、銀行持株会社と、本法によって新設される金融サービス監督協議会（Financial Services Oversight Council：FSOC）がより高い健全性基準を課す金融会社、保険会社等がこれに当たる。

財務長官は、FRBその他の関係当局の勧告に基づき、①当該金融機関がデフォルトまたはデフォルトの危機にあること、②当該金融機関が破綻し、他の手続による処理を行った場合は金融の安定または経済に深刻な悪影響を及ぼすこと、③本法に基づく措置によってそのような悪影響が回避ないし緩和できること、を認定の上、FDICを管財人に任命して手続を開始する。

FDICは当該金融機関の権利義務、資産等を承継し、その業務を遂行するほか、資産や負債の他社への移転や、ブリッジカンパニーの設立等を行うことができる。また、株主や債権者の権利の停止や、既存契約の認否を行う権限が与

2) 金融規制改革案では、破綻した場合に金融の安定に脅威を与える可能性のある金融機関を「Tier 1金融持株会社」と呼ぶ。なお、その後の上下両院の法案では「Tier 1金融持株会社」の語は用いられていない。

図表3：各国の金融危機対応のための金融機関破綻処理制度

	英 国	米 国		日 本
		上院案（2010年3月22日 委員会通過案）	下院案	
根拠法 (案)	2009年銀行法	2010年米国金融安定再生 法 Title II	2009年ウォールストリート 改革および消費者保護法 (H.R.4173) Title I, Subti- tle G	預金保険法 第7章
対象となる 金融機関	“bank”（預金受入業務を行 う機関で、住宅貸付組合や 信用組合を除く）	“financial company”（銀行 持株会社、FRBが監督す るノンバンク金融会社、 FRBが金融業務または付 随業務と認定する業務に専 ら従事する会社、およびそ れらの子会社）	“financial company”（銀行 持株会社、金融サービス監 督協議会（FSOC）により より高い健全性基準を課さ れた金融会社、保険会社、 金融業または付随業務に専 ら従事する会社、およびそ れらの子会社）	「金融機関」（銀行、長期信 用銀行、信用金庫、信用協 同組合、労働金庫、信用金 庫連合会、信用協同組合連 合会、労働金庫連合会、商 工中金。但し第三号措置は 銀行または長期信用銀行の みが対象）
危機認定	財務省およびイングランド 銀行と協議の上 FSA が認 定	FRB および 関 連 当 局 (FDIC、SEC) の勧告に基 づき財務長官が認定。認定 後、財務長官はデラウェア 地区連邦破産裁判所に設置 された専門の合議体に対し FDIC を管財人に任命する よう申立	FRB および 関 連 当 局 (FDIC、SEC 等) の 勧 告 に基づき財務長官が認定	金融危機対応会議の議を 経て内閣総理大臣が認定
措置の主体	イングランド銀行 (下記①・②) 財務省 (下記③) 裁判所 (下記④・⑤)	FDIC(対象金融機関がブ ローカー・ディーラーの場 合、FDIC は SIPC を証券 投資家保護法上の管財人 (trustee) に任命)	FDIC	預金保険機構
措置の内容	①業務の一部又は全部の民 間セクターへの売却 ②業務の一部又は全部のブ リッジバンクへの移転 ③一時国有化 ④破綻手続 (Bank Insol- vency Procedure) ⑤公 的 管 理 (Bank Ad- ministration)	・FDIC が管財人として破綻金融機関の権利義務、資産 を承継 ・ブリッジカンパニーを組成し資産等を承継 ・他の会社との合併、資産・負債の移転 ・株主および債権者の権利の停止 ・既存契約の否認 ・当該破綻金融機関の取締役、執行役員への責任追及 等		①【第一号措置】預金保険 機構による資本増強 ②【第二号措置】ペイオフ コストを超える資金援助 ③【第三号措置】特別危機 管理（預金保険機構によ る株式取得、取締役・監 査役の選任、旧経営陣の 責任追及、事業譲渡等）
資産売却等 でカバーで きないコス トの支出	金融サービス補償機構	「秩序ある清算のための基 金」から拠出 総資産500億ドル以上の金 融持株会社およびFRB 監 督下のノンバンク金融会社 に分担金を賦課	「システムミック解散基金」 から拠出 総資産500億ドル以上の金 融会社に分担金を賦課	預金保険機構

(資料) 各法律および法案に基づき、みずほ総合研究所作成

えられるとともに、当該金融機関の取締役等への
責任追及のための民事訴訟も認められている。

一方、上院では、11月に法案のディスカッショ

ン・ドラフトが銀行・住宅・都市問題委員会（以
下、銀行委員会とする）に提示されたが、監督
体制のあり方等を巡って野党である共和党との

間で合意が見出せないまま時間が経過していた。同委員会のドッド委員長は、2010年3月15日、新たな案を委員会に提示、22日に同委員会で修正審議が行われ、同日承認された。破綻処理制度については、当初のディスカッション・ドラフトと委員会通過案で実質的な内容にはほとんど変更はなく、前掲図表3のとおり下院案とも具体的な措置の中身はほぼ同一であるが、下院案との主な相違点として以下が挙げられる。

第1に、対象金融機関がブローカー・ディーラーである場合は、FDICが証券投資家保護公社（Securities Investor Protection Corporation：SIPC）を証券投資家保護法上の管財人（trustee）に任命、FDICによる資産負債の処分やブリッジカンパニーに関する権限等を除き、SIPCが証券投資家保護法上の管財人としての権限を行使することとしている（第205条）。

第2に、財務長官が認定する危機の内容が、下院案では上記①から③の3項目であったが、上院案では下院案①から③の内容に加え、④当該金融機関の破綻回避のために取り得る民間セクターによる代替手段が存在しないこと、⑤本法に基づく措置の結果、当該金融機関の債権者、取引相手方および株主や、他の市場参加者に与える影響が適切であること、⑥連邦規制当局の命令により転換可能な資金調達手段について、既に転換を命じられていること、の3項目が加わっている。

第3に、手続の開始に関する裁判所の関与が定められている点が挙げられる。デラウェア地区連邦破産裁判所に、本法に基づく破綻処理手続の申立の専属管轄を持つ合議体（Orderly Liquidation Authority Panel）を設置し、本合議体に対して財務長官がFDICを管財人に任命

するよう申し立てることとしている。

米国の金融規制改革法案が今後法律として成立するまでには、まず上院本会議で上院案を可決し、その後両院協議会において上下両院の法案を調整、合意案として一本化した後に、それを再度上下両院で可決するというプロセスを踏む必要があるため、以上に掲げた内容についても、その過程で変更が加わる可能性がある。

(5) 英国での議論と立法化の動向

a. ノーザン・ロック銀行の破綻と時限立法による対応

金融危機発生前の英国は、これまで見てきた特徴を備えた金融機関のための破綻処理制度を有していなかった。このため、2007年9月に、サブプライムローン問題をきっかけとしてノーザン・ロック銀行が流動性危機に陥った際には、2008年2月に臨時の法律（Banking（Special Provisions）Act 2008）を制定し、同行を国有化した。同法は、成立の日（2008年2月21日）から1年間に限り、財務省が、英国の金融安定維持および公共の利益の保護のために必要と判断した場合には、預金取扱金融機関の株式や資産・負債、権利の第三者（イングランド銀行または財務省が100%保有する会社を含む）への移転を命じることができるよう定めたものである。

b. 2009年銀行法による特別破綻処理制度

ノーザン・ロック危機に際して迅速な対応が取れなかったことは、金融当局においても金融機関のための特別の破綻処理制度を欠いていたことから来る制度的な欠陥であると認識された。例えば、2009年7月に発表されたイングランド銀行のFinancial Stability Paper（Brierley

(2009)) は、「特別破綻処理制度 (Special Resolution Regime) を欠いていたために、当局は、ノーザン・ロックのバランスシートが債務超過になる前に、株主や経営陣から同行の支配権を取り上げることができなかった。その結果、ノーザン・ロック問題の早期の解決は不可能となり、同行はフランチャイズ・バリューを失い続け、営業の売却は一層困難になった。そして、金融の安定維持につながるような民間セクターによる解決策を欠く中で、最終的に国有化された」と記している。

このような認識に基づき、2008年10月、政府は銀行のための特別破綻処理制度を創設すべく、法案を議会に提出し、2009年2月に「2009年銀行法」として成立した。同法の概要は以下のとおりである (前掲図表3)。

第1に、対象は銀行 (bank) とされ、預金取扱金融機関を指すが、住宅貸付組合 (building society) や信用組合 (credit union) は除かれる。

第2に、手続の開始は、金融サービス機構 (FSA) が財務省およびイングランド銀行と協議の上で、①対象銀行が「2000年金融サービス・市場法」第41条(1)に定める許認可条件 (threshold conditions) を満たしていない、または満たさなくなる可能性が高い、および、②当該銀行が、条件を満たすための措置を講じることが合理的に見込まれない、という2つの要件に合致していると認定することで可能になる。

第3に、破綻処理のための手段は、大きく安定化策 (stabilization options) と破綻手続 (bank insolvency procedure) に分けられ、前者が対象銀行の業務の一部または全部の存続を前提としているのに対し、後者は清算を前提とした手続となっている。

安定化策には、①対象銀行の業務の一部または全部の民間セクターへの移転、②イングランド銀行が保有するブリッジバンクへの業務の一部または全部の移転、③破綻銀行の一時的な国有化の3つの手段が用意されており、①および②はイングランド銀行が、③は財務省が主導して行われる。

破綻手続は、①裁判所が清算人を任命、②清算人が破綻銀行の預金を金融サービス補償機構 (Financial Services Compensation Scheme : FSCS) から預金者に払戻しまたは健全行へ移転、③当該銀行を清算、という手順で行われる。清算人の業務遂行の適切性は、イングランド銀行、FSA、FSCS が各々1名ずつ指名する計3名の委員³⁾からなる清算委員会 (liquidation committee) によってチェックされる。

このほか、上記安定化策の①または②により、銀行の業務の一部が移転された場合に、移転されずに残った部分の業務について、イングランド銀行の請求に基づき裁判所が管理人 (bank administrator) を選任して、残余部分の管理と移転先である民間の買い手またはブリッジバンクのサポートを行わせる公的管理 (bank administration) の制度も定められている。

以上のとおり、本法の成立により、当局による早期の手続開始、民間およびブリッジバンクへの営業の移転、一時国有化、清算の場合の預金関係の処理といった、金融機関破綻処理に求められる主要要素を備えた新たな制度が英国においても創設されたことになる。

(6) EU での議論の動向

a. これまでの EU 金融機関破綻処理制度

EU においては、加盟各国が国内で有効な金

3) ②の預金関係の処理の完了した後は、清算委員会のメンバーからイングランド銀行および FSA が指名する委員が抜け、債権者から2名または4名の委員が選ばれる。FSCS の指名するメンバーも退くことができ、その場合は債権者の代表が3名または5名となる。

融機関破綻処理制度を整備することも重要であるが、同時に、加盟国間の国境を越えた破綻処理の仕組みをどのように構築していくかが課題となることは既に触れたとおりである。

従来のEUにおける金融機関破綻処理制度は、2001年4月の指令（Directive 2001/24/EC、いわゆる“Winding-up Directive”）において定められている。本指令では、銀行等の信用機関（credit institution）については、その設立地である加盟国（home Member State）の法律に基づいて再建ないし清算の手続が開始および実行されることとし、いったん設立地において手続開始が決定されるとそれはEU全域において効力を有し、設立地以外の支店所在国において別の倒産処理手続が開始されることを排除している（倒産単一主義）。このため、国境を越えて別法人格の関連会社を持つクロスボーダー金融グループの破綻については、十分に対応できないという限界を孕んでいる。

b. 金融危機後の動向

金融危機を受け、欧州委員会が金融規制・監督の将来像を検討するため組成した、ド・ラロジエール元仏中銀総裁を委員長とするハイレベル検討委員会による2009年2月の報告書（The de Larosiere Group(2009)、いわゆるド・ラロジエール報告）は、危機後の金融規制改革の議論の方向性を定めた文書の1つと位置付けられるが、ここでは、危機管理体制の構築について、「当グループは、EUにおける危機管理のための一貫性のある実効的な規制の枠組みを求め」とし、①危機管理のための透明かつ明確な枠組みを構築すること、②EU内の全ての関係当局が危機回避および危機介入のためのツールを備えること、③EUレベルで十分な手段を講

じることにより、クロスボーダーの文脈におけるそれらのツールの使用に対する法的な障害を除去すること、の3点（勧告13）と、預金保険スキームのEU内でのハーモナイゼーション（勧告14）を勧告している。

欧州委員会は2009年10月、「銀行セクターにおける国境を越えた危機管理のためのEUフレームワーク」と題するコミュニケーション文書を公表した。同文書は、今回の金融危機において、EUは国境を越えて活動する金融機関に対する効果的な危機管理の仕組みを欠いていたとの反省に基づき、国境を越えた金融機関の破綻に備えた制度整備の考え方を明らかにするとともに、それに対するパブリック・コメントの募集を行っている。

c. 欧州委員会コミュニケーション文書

本文書は、早期介入措置（early intervention by supervisors）、破綻処理（bank resolution）、清算（insolvency）の3つの内容について検討している。以下、順に見ていこう。

(a) 早期介入措置

第1の早期介入措置では、具体策として、①リビング・ウィルの策定義務付け、②ガバナンスの強化、③経営陣の更迭等を含むグループ再生計画の提出請求、④EU共通の介入実施指標ないし基準の導入、⑤外国にある支店に対する監督についての再検証、⑥グループ内での資産の移転、を挙げている。

(b) 破綻処理

第2の破綻処理について、本文書は、各国が独自の破綻処理制度を有し、設立地ごとに異なる破綻処理制度に基づいて手続が行われる体制の下では、複数国に跨って関連会社を有する金融グループが破綻した場合には、各国に自国内

の破綻金融機関の資産を囲い込もうとするインセンティブが働き、それが国境を越えたグループ全体の効率的な破綻処理を妨げると指摘している。このような課題に対処するため、以下の検討がなされ、問題点を指摘した上で、意見を求めている。

(i) 手段

各国監督当局が、①破綻銀行またはその業務の民間セクターへの移転を促進または実行する権限、②破綻銀行またはその業務を一時的に「ブリッジバンク」へ移転する権限、③破綻銀行の資産を健全資産と不良資産に分け、それぞれ「グッドバンク」と「バッドバンク」に移転する権限、の3つを持つことを検討すべき。

(ii) 破綻処理権限発動の基準・時期

当局による介入は、銀行がバランスシート上の支払不能の状態に陥る前に行われるべきであり、そのための明確な基準の設定が必要。

(iii) 対象

新たな破綻処理フレームワークは、国境を越えて活動する金融グループの全体に適用されることが必要であるが、預金取扱金融機関には適切な破綻処理手段が他の金融機関にも適切であるとは限らないことから、対象を預金取扱金融機関に限るか、投資会社や保険会社も含めるべきかについて検討が必要。

(iv) 利害関係者の権利

実効ある破綻処理のためには事前の同意なく当局が手続を開始できることが必要であることから、株主の財産権保護と銀行システムの安定とのバランスをいかに取るかが課題となるため、適切な補償の仕組みの検討が必要。

また、通常の倒産処理の場合と比較して不

利な立場に置かれる債権者については、補償を検討する必要があるとともに、市場での取引相手方についても、相殺やネットティングに係る合意や担保権の保護などの措置につき検討が必要。

(c) 清算

第3の清算手続については、現状、各国の倒産手続に従って実行され、国を越えた協力はボランティア・ベースで行われているに過ぎないことから、最低限、拘束力のある協調と情報交換の枠組みが必要であり、「主幹事管財人 (lead administrator)」を選定して各国間の調整を行うことも選択肢の1つとしている。

さらに進めて、金融グループ全体を1つのエンティティとして扱うことが望ましい場合もあるが、それには各国間での法制度の相違を克服する必要があるとしている。

また、破綻処理法制の統一化については、各国に独立したエンティティを擁する金融グループに対して統一的な破綻処理制度が適用できれば、国による制度の相違に伴う問題は解消されるものの、倒産処理法制は他の法分野とも密接に関連しており、困難かつ微妙な問題を孕むと指摘。国境を越えて展開する金融グループの破綻処理制度を、各国の制度から切り離され、自己完結した制度として構築することも考えられるとし、意見を求めている。

(7) 小括

以上見てきたとおり、破綻処理制度の整備は金融危機の発生ないし拡大を未然に食い止める上で極めて重要な役割を果たす。米英という国際金融市場におけるメジャープレーヤーを抱える国において、金融機関破綻処理制度の整備が

前進を見せていることは、今後金融機関が破綻の危機に陥った際に、早期に有効な対策を講じられる体制が整備されつつあるという点で、重要な意味を持つ。

一方、もう1つの課題である、破綻処理における国際的な連携・協調については、G20サミットやバーゼル委の報告書において方向性は示されているものの、具体的にどのように実行に移していくのかは明確ではない。FRBのタルーロ理事は講演の中で、「バーゼル委やFSBで行われているすばらしくかつ周到な作業にもかかわらず、我々は、破綻が引き起こす国際的な困難に対する明確かつ包括的な解決策はいまだ視野に入っていないことを認識しなければならない」(Tarullo(2010))と述べているが、そのとおりである。法制度は国ごとに異なり、各国内での倒産法以外の法制度との整合性確保などの問題もあるため、国際的な連携・協調を進める上で越えるべき多くのハードルが存在する。既述のとおり、FSBにおいて、金融グループの効果的な破綻処理のための手法と枠組みを含む実施可能な措置を2010年10月までに提案することとされており、どのような案が提示され、どのように実施していくのかが注目される。

3. リビング・ウィル

(1) リビング・ウィルとは

リビング・ウィルは本来、「末期状態に陥った場合に生命維持治療の中止を求める、という意思を意思決定能力のある時に予め表明しておく文書」(田中英夫編集代表「英米法辞典」)を表す用語であるが、昨今の金融規制改革の文脈で用いられる場合は、システム上重要な金融機関が危機に陥った場合の対応や処理を容易にする

ために平常時のうちに策定しておく計画を指し、危機発生時の組織の解体、事業の売却・縮小、契約関係の処理等について定めたものをいう。

このような計画を金融機関に予め準備させておくことで、破綻の危機が生じた場合にも金融システムへの影響を抑止しつつ円滑な対応が可能になり、当局にとっては救済せず破綻させるという選択肢が取り易くなることから、救済を前提とした金融機関のモラルハザードの防止に資すると考えられている。同時に、リビング・ウィルを策定する中で、金融機関自身はその組織や業務の構造、内容、そこに内在するリスクや問題点などをより深く把握できるようになり、業務の改善に役立つ点や、監督当局にとっても、リビング・ウィルを用いることで対象金融機関の理解が深まる点もメリットとされている。

このような発想から、金融危機後、国際的にリビング・ウィルの導入に向けた動きが活発化している。以下でその動向を見ていこう。

(2) G20および金融安定理事会での議論

2009年4月のG20ロンドン・サミットに提出されたFSFの提言(FSF(2009a))において、各国当局は「破産処理の事態にも対応できる危機管理計画・手続を備えるとともに、その正確性を定期的に点検するよう、金融機関に対し強く促すこと」とされ、同サミットの「金融システムの強化に関する宣言」でもこれに対する支持が与えられた。

9月のピッツバーグ・サミット首脳声明では、ロンドン・サミットでの合意内容を進め、システム上重要な金融機関に対し「各社別の緊急時の危機対応計画および破綻処理計画」の策定を

求めることとされ、国際的なリビング・ウィル義務化の方向性が示された。

11月に英国セント・アンドリュースで開催された G20財務大臣・中央銀行総裁会議では、各社別の再建・破綻処理計画 (recovery and resolution plan) を2010年末までの早期に策定するよう求めることが声明に織り込まれた。また、同会議には FSB から G20提言事項に関する進捗報告が提出されたが、その中で、FSB が破綻処理計画の導入に向けたガイダンス文書や破綻処理計画の概要案を作成し、2010年3月までに破綻処理計画の有用性についての評価を実施することが明らかにされた。同報告によると、破綻処理計画は金融機関の存続を前提とした「ゴーイング・コンサーン」ベースでの計画と、清算を前提とした「ゴーン・コンサーン」ベースでの計画の2つからなり、前者はリスク・エクスポージャーの削減や組織の効率化を内容として金融機関自身が策定し、後者は清算に向けた業務の縮小方法について当局が策定するものとされている。

(3) 米国での議論と立法化の動向

米国では、2009年6月に財務省が発表した金融規制改革案の中で、破綻した場合の影響の大きい金融機関 (Tier 1金融持株会社) に対し、深刻な財務状況に陥った場合のための「迅速な破綻処理計画 (rapid resolution plan)」の作成と、その継続的な見直しを義務付けることが提案された。

改革案を受け議会に提出された法案では、上下両院いずれの案も、当局が指定するシステム上重要な金融機関に対し、破綻処理計画を策定し監督当局に提出することを義務付ける規定を置いている (図表4)。

提出先は、上院案では FRB、FSOC、FDIC の3社であるが、下院案では FRB のみとされている。また、計画の内容については、上下両院いずれの案も、当該金融機関が他の重要な金融機関に対して有する信用エクスポージャーと、逆に他の重要な金融機関が当該金融機関に対して有する信用エクスポージャーについての性質および程度を記載するよう求めているほ

図表4：破綻処理計画の策定に関する米国上下両院法案の規定内容

	下院法案 (H.R.4173)	上院法案 (2010年3月22日上院銀行委員会通過案)
提出義務者	金融サービス監督協議会 (FSOC、新設) が指定する「より厳格な基準に服する金融持株会社 (financial holding company subject to stricter standards)」	○ FRB の監督下にあるノンバンク金融会社 ○ 連結資産500億ドル以上の銀行持株会社
提出先	連邦準備理事会 (FRB)	連邦準備理事会 (FRB)、金融安定監督協議会 (FSOC)、連邦預金保険公社 (FDIC)
計画の内容	○ 当該金融持株会社が他の重要な金融機関に対して有する信用エクスポージャーの性質および程度 ○ 他の重要な金融機関が当該金融持株会社に対して有する信用エクスポージャーの性質および程度 ○ 株主構成、資産、負債、契約上の義務の詳細 ○ 相互保証、主要取引相手のリスト 等	○ 重大な財務上の困難または破綻の状況が生じた場合の迅速かつ秩序ある破綻処理のための計画 ○ 信用エクスポージャー報告 ・ 当該特定金融会社が他の重要なノンバンク金融会社または銀行持株会社に対して有する信用エクスポージャーの性質および程度 ・ 他の重要なノンバンク金融会社または銀行持株会社が当該特定金融会社に対して有する信用エクスポージャーの性質および程度

(資料) 法案に基づき、みずほ総合研究所作成

か、下院案では、当該金融機関の株主構成、資産、負債、契約上の義務の詳細や、相互保証および主要取引先のリストについても記載が義務付けられている。

(4) 英国での議論と立法化の動向

目下のところリビング・ウィルの導入に向け最も積極的に動いているのが英国である。監督当局の幹部がスピーチでリビング・ウィルを盛んに取り上げるなど、導入に向けた地ならしを精力的に行っているほか、ルール化に向けた具体的な作業も進んでいる。

英国では、2009年2月に施行された「2009年銀行法 (Banking Act 2009)」において、金融機関の特別破綻処理スキームが導入され、危機に陥った銀行の資産の第三者あるいはブリッジバンクへの移転や、危機に陥った銀行の一時国有化等の手段を備えた破綻処理の整備が行われたことは前節で述べたとおりである。しかし、対象となる金融機関の業務内容や取引関係、組織の実態等が正しく把握できていなければ、実際の破綻処理手続の実行はスムーズに進まない。このため、破綻処理スキーム整備に続くステップとして、個々の金融機関毎にその組織や取引関係等に関する情報を織り込んだ「再建・破綻処理計画 (recovery and resolution plan)」の必要性が主張されるようになった。

まず2009年6月に、イングランド銀行のキング総裁が、スピーチの中で「秩序ある業務縮小のための計画」の策定を銀行に義務付けることが重要である旨の発言を行った。この後、財務省やイングランド銀行の幹部が国内外でリビング・ウィル導入の必要性を訴えるスピーチを繰り返し行っており、この分野で英国が世界の議

論をリードしていこうとする意思を明確にしている。例えば、財務省のマイナズ金融サービス担当次官は、2009年9月のスピーチ (Myners (2009)) で、「我々は、FSA がこのようなりビング・ウィルの導入を確実に進めるための措置を、必要であれば法的な権限行使も含め取っていくつもりである。英国はこの議論をリードしており、FSB その他の場を通じて、他の国々においても銀行セクターに対し同様の計画を導入すべく国際的な作業を行っている。しかし、我々は他の国々の行動を待つ必要はない」と力説している。

10月には、FSA がディスカッション・ペーパー (FSA (2009d)) を公表し、その中で、システム上重要な金融機関に関する政策対応の一つとしてリビング・ウィルを取り上げた。同ペーパーは具体的な実施スケジュールについても触れており、2009年中に一部の主要銀行グループにおいて試行的に再建・破綻処理計画の策定を開始し、2010年第1四半期中に計画のドラフトの提出を求める予定であるとしていた。

立法対応では、11月に金融サービス法案 (Financial Services Bill) が議会に提出された。同法案は、英国の金融安定に影響を与える事項を検証し、関係当局の取る施策の調整を任務とする金融安定評議会 (Council for Financial Stability) の創設やFSAの権限強化等の金融規制フレームワークの強化、報酬規制、銀行に対する代表訴訟を可能にする手続の導入等の消費者保護施策と並んで、リビング・ウィルの義務化を含んでおり、FSAに対し、再建計画および破綻処理計画の策定とそれを常に更新された状態に保つことを金融機関に義務付けるルールを策定するよう定めている (図表5)。

図表5：英国金融サービス法案における「リビング・ウィル」の内容

	再建計画 (recovery plan)	破綻処理計画 (resolution plan)
作成義務者	金融機関 (authorized person)	同左
提出先	FSA	FSA
計画の内容	<ul style="list-style-type: none"> ○金融機関の業務（またはその一部）の継続に影響を与える状況が生じた場合に、業務の継続を可能にするために取られるべき措置に関する情報 ○当該金融機関の業務（またはその一部）が他者により継続される場合に、それに資する情報 	<ul style="list-style-type: none"> ○金融機関の業務（またはその一部）が破綻した、ないしは破綻のおそれが生じた場合に取るべき措置に関する情報 ○破綻の結果、当該金融機関の業務を他社が行うこととなった場合に、それに資する情報

(資料) 法案に基づき、みずほ総合研究所作成

同法案では、計画の提出者は“authorised person”、すなわち「認可を受けた者」とされ、預金受入、保険、投資、資産管理、投資アドバイザー等の規制対象業務(regulated activities)を行うことをFSAから認可された会社、自然人、パートナーシップ等を指す。提出先はFSAである。

再建計画 (recovery plan) は、金融機関が業務の継続を前提とし、業務の継続のために取られるべき措置に関する情報、および、業務の一部ないし全部が他者に移転される場合に、引き継いだ他者による業務継続に資する情報を内容とする。一方、破綻処理計画 (resolution plan) は、実際に破綻 (failure) ないしその危険が生じた段階で取るべき措置と、破綻の結果、破綻金融機関の業務の一部ないし全部が他社に移転されることとなった場合に、それに資する情報を含むものとしている。

なお、同法案は、金融安定評議会の創設に関する条項を削除した上で議会を通過し、2010年4月8日に法律 (Financial Services Act 2010) として成立した。

(5) EUでの議論

欧州委員会が2009年10月に公表したコミュニケーション文書 (前節(6)c) において、早期是

正措置の1つとして、リビング・ウィルが採り上げられていることは既に触れた。そこでは、EU各国の当局がシステム上重要な金融機関に対し破綻処理計画の策定を義務付けることを提案している。

本コミュニケーション文書には、欧州委員会スタッフによるワーキング・ドキュメントが付属しており (Commission of the European Communities(2009))、リビング・ウィルの具体的な内容の例や考えられるメリット、デメリットを提示した上で、リビング・ウィル義務化に関し、その有効性、必要となる情報の種類、内容、国境を越えた破綻処理の枠組みとの関連等について一般の意見を求めている (図表6)。

リビング・ウィルの内容としては、当局が危機管理のため必要な情報(取引相手方のリスト、資産の所在等)、顧客資産の詳細および顧客資産の保護手段、当該金融機関に関連する法的制限、金融市場での決済に必要な情報、情報の保管およびITシステムの詳細、データのバックアップ計画、緊急時の資金調達計画等と、かなり具体的に挙げられており、これによりリビング・ウィルが求めるもののイメージを掴むことができる。

リビング・ウィルのメリットとしては、当局

図表6：欧州委員会ワーキング・ドキュメントによるリビング・ウィルの内容、メリット・デメリット

内容 (例)	<ul style="list-style-type: none"> ○当局が危機を管理するために必要な情報 (取引相手方リスト、資産の所在等) ○顧客資産の詳細、顧客資産の保護手段 ○金融市場における決済に必要な情報 ○データ維持のためのバックアップ計画 ○関連する法的制限 ○情報の保管、IT システムの詳細 ○緊急時の資金調達計画
メリット	<ul style="list-style-type: none"> ○監督当局、破綻処理当局が情報を包括的かつ体系的に保有することが可能になる ○監督当局と対象金融機関の継続的な対話により当局の対象金融機関に対する理解が深まる ○金融機関の組織構造や契約上の義務等に関する経営陣の理解が深まる
デメリット	<ul style="list-style-type: none"> ○金融機関のマネジメント機能やビジネスラインの分断化につながり、欧州市場統合の流れに逆行する ○破綻処理計画の現実性、実効性には疑問も (内容の程度・正確性や更新の問題等)

(資料) Commission of the European Communities(2009) より、みずほ総合研究所作成

による包括的かつ体系的な情報の保有、当局と金融機関の対話による当局の金融機関に対する理解の向上という当局側のメリットと、金融機関の金融機関の組織や負っている契約上の義務等に対する経営陣の理解向上といった金融機関側のメリットが挙げられている。一方、デメリットとして、金融機関に組織やその法的枠組みの簡潔性・明確性を求めすぎると、金融機関側はスタンドアローンの子会社による業務のウエイトを大きくするという方向に進みかねず、これは欧州統合の流れには逆行すること、また、破綻処理計画の現実性、実効性についての指摘がされており、これらの点についてパブリック・コメントが求められている。

(6) 小括 ～導入上の論点・課題

a. 実効性

以上見てきたとおり、英米を中心にリビング・ウィルの導入に向けた議論は高まっており、立法化の動きも進んでいる。しかしながら、これまでの議論の状況を見る限り、リビング・ウィルの導入のメリット・デメリット、実効性とその限界等についてはさらなる検証の余地があると考えられる。特にその実効性に関しては、以

下の論点を踏まえた更なる議論が必要であろう。

(a) 平常時に破綻時の計画を立てることは
そもそも可能か

銀行が健全な状態にある時に、破綻時に発生している状況を正しく想定し、実効性のある計画を立てることは極めて困難ではないだろうか。銀行を取り巻く環境には、自らコントロールできない要素も多く、想定外の事象が発生する可能性はきわめて高い。むしろ、平常時には十分に想定できなかった事態が発生するからこそ破綻に陥るのであって、最初から想定されたとおりに物事が進むのであれば、そもそも破綻に至る前に対策を講じられるはずである。事前に様々な状況を想定した計画を策定することで金融機関や監督当局がリスクの所在を認識できるようになることは大きなメリットだと主張もあり得るだろうが、そのような目的であれば、敢えて「破綻処理計画」を作成しなくとも、通常の監督の枠組みの中で、銀行が想定されるリスクシナリオに備える態勢を十分に構築しているかどうかを検証することで対応可能であると考えられる。

(b) 立案後の環境変化をどう織り込むか

銀行の業務は日々動いており、取引の内容や相手方も常に変動するが、これらを計画にどう反映していくのかは大きな問題になる。計画に盛り込むべき内容のレベルにもよるが、英国の金融サービス法案が規定するように、計画を「常に更新された状態に保つ」ことが求められれば、日々発生する取引の内容や相手方等の変化も踏まえた計画の書き換えが恒常的に必要となり、それに要する作業量は相当大きなものとなる。常に最新の情報に基づく計画が存在することが望ましいのは言うまでもないが、実務的に実施可能なレベルのものである必要があり、計画更新の頻度や更新すべき情報の範囲等において実効性と実現可能性とのバランスが求められる。

(c) 計画の内容と第三者との関係

以上の課題は、破綻処理計画の内容としてどこまで詳細に、また具体的に記述することを求めるかという問題と大きく関わってくる。

例えば、「A 銀行は破綻に陥った場合、X 事業を B 銀行に売却する」という具体的な計画まで求めるのであろうか。また、そうであるとすると、A 銀行は事前に B 銀行と調整するのだろうか。

この点については、そもそも事前の相手方の了解なく勝手に計画に書き込むことなど許されないであろうし、了解なく計画を策定しても、その実効性は何ら担保されないだろう。また、合意を求めるとしても、全ての対象金融機関の全ての業務について、事前に合意を取り付けることなどまず不可能であろう。さらに言えば、仮に合意の上で「B 銀行に売却する」という計画を策定したとしても、実際に A 銀行が破綻

に瀕した時点で B 銀行に事業を買い取る余力や意思があるか否かについては不確実性が高い。したがって、具体的な事業の売却先等まで想定した具体性の高い計画を策定することは極めて困難であり、仮に策定できたとしても、いざという時の実効性を確保し続けることは容易ではないと思われる。

具体的な個社名までは求めず、例えば上記の例で「A 銀行は破綻に陥った場合、X 事業を第三者に売却する」という計画を策定することにしたらどうだろうか。この場合に、実際に A 銀行が破綻した時点で、対象事業を買い取ってくれる第三者が想定どおりにうまく見つかるかどうかはやはり不確実である。特に、銀行破綻が発生するような状況では経済全体の環境が悪化している可能性が高く、他の金融機関等の経営も同様に厳しい状況にあることが十分予想されるため、事業の買取先を見つけるのは容易ではないだろう。

このように考えると、リビング・ウィルについては、そもそも意味のある計画を作成すること自体が困難であることに加えて、仮に作成できたとしても、その実効性をいかに担保していくかという点で大きな課題が残されていると言えよう。

b. コスト

大きな論点の2つめはコストである。上述のとおり、実際に意味のある破綻処理計画を策定することは非常に難しい作業であり、それに要するコストは相当大きなものとなることが予想される。したがって、現実的な問題として、コストと実効性の折り合いをどのあたりでつけていくかが重要になってくる。求められる情報の内容や質、更新のタイミング等によっては、銀

行において新たなシステム投資が必要になる可能性もあるが、そのための追加的なコストがどの程度になるかといった点も考慮する必要がある。

銀行業界全体や監督当局において継続的に行われるこれらの作業コストやシステム上のコスト等をトータルとして考えた場合、「破綻処理計画を導入するためのコストは、銀行セクターの救済のために納税者が突きつけられるコストに比べて僅かなものである」(Myners(2009))と直ちに断言はできないように思われる。リビング・ウィルの実効性確保とそれに要するコストを十分に検証しないまま導入が進められれば、金融機関および監督当局が払う作業労力や費用が意味の乏しいものになりかねない。合理的なコストで実際の役に立つものが作れるのか、また、そのためには何が必要かを、これまで各国で実際に行われてきた金融監督の実態等も踏まえてもう一度冷静に考える必要がある。

4. 破綻処理費用負担の問題

(1) 破綻処理費用負担問題を見る切り口

金融機関のTBTF問題の対応として検討されている施策の3つめは、破綻処理に要する費用の金融機関自身による負担である。1. で述べたとおり、破綻に伴い生じるコストを税やフィーの形で金融機関自身に負担させることでモラルハザードの発生を防ぎ、過度なリスクテイクやアセットの拡大を抑止し、経営への規律付けを図ることを狙いとしている。

破綻処理費用負担の問題を考える際の切り口は2つある。これを整理したのが図表7である。

第1は、国内問題・国際問題の切り口で、こ

図表7：金融危機対応費用負担の視点

	国内	国際
コストの事後的回収	A	C
将来への備え	B	D

(資料) みずほ総合研究所作成

これは、国内レベルで、金融危機で生じた納税者負担を金融機関からいかに回収し、今後の危機に備えるかという問題と、国境を越えた破綻に伴うコストを各国間あるいは各金融機関間でどう分担するかという問題である。

第2に、金融機関に費用負担を課す目的による切り口である。今回の金融危機で公的資金によって既に支出されたコストの回収を目的とするのか、より長期的に、今後の金融危機に備えて資金をプールすることを目的とするのかという問題である。

金融危機後の破綻処理費用負担の問題は、このような複雑な要素を内包しつつ、主に国際的な負担の問題については、G20やIMF、EU等の枠組みで検討が行われており、同時に、各国において国内的な対応も進められているが、時に上表AからDのどこに焦点を当てた議論なのか曖昧になっているケースもある。また、目的については、破綻処理費用の財源確保以外にも、以下で述べるトービン税本来の目的にもあるような、投機取引の抑制による市場の安定といった要素も絡んでくることがあるので、十分に整理して問題を考えることが必要である。

(2) 国際的な金融機関への課税に関するこれまでの議論 ～トービン税とスパーン税

国際的に活動する金融機関に対して課税を行うアイデア自体は古くから存在する。このうち

最も有名で、金融危機後の金融機関課税の議論の中でもしばしば言及されているのが、いわゆるトービン税である。

トービン税は、経済学者のジェームズ・トービンが1972年に最初に提案したことからその名が付けられたアイデアであり、投機的な通貨取引を抑制するために、ある通貨から他の通貨へのスポットでの交換に対して、取引額に対して例えば1%程度の税を国際的に一律に課すことを提唱したものである (Tobin(1978))。トービンは同論文の中で、「私は、今日の基本的な問題は、変動か固定かという交換レートの体制にあるのではないと信じる。体制に関する議論は本質的な問題を回避し、曖昧にする。問題は、民間の金融資本の、国と国との間の、より適切には通貨と通貨の間の、過度な移動にあるのだ」と述べているとおり、トービン税の発想は、ブレトン・ウッズ体制が終焉を迎える中、資本の過度の国際移動が国際金融の安定を損ねているとの認識から、課税によりそれを抑えることにあり、金融危機のためのコストを負担させようという発想はなかった。

トービン税は、一部の国だけが導入しても、取引を他の国に移すことで課税を逃れることができるため、効果を上げることができず、あらゆる国で一律に導入される必要がある。このため実現は容易でなく、長らく、途上国支援の財源確保等の観点から、理想的、理論的な検討の対象となるにとどまっていたが、2004年にベルギーで、いち早くトービン税のバリエーションの1つであるスパーン税⁴⁾の導入に関する法案⁵⁾

が議会の委員会を通過した。ただし、同法案の発効は、EU全加盟国がそれぞれの国内法で同様の課税を定めるか、EU指令または規則で規定されるまで留保されることとしている。

(3) 金融危機後の議論

a. 国際的な費用負担の問題

金融危機後の議論として最初に登場するのが、先述のド・ラロジエール報告 (2009年2月) である。同報告は、勧告事項の1つとして、「国境を越えた破綻処理の取組みへのEUレベルでの資金供給のメカニズムを欠いていることに鑑み、加盟各国は既存の覚書 (MOU) にあるよりもさらに詳細な負担分担の基準について合意すべきであり、それに従ってMOUを改定すべきである」(勧告15) とし、国境を越えた破綻処理に伴うEU内での費用負担について問題を提起した。

2009年8月には、英FSAのターナー会長が、プロスペクト誌とのインタビューで、金融セクターが大きくなり過ぎているとし、トービン税の導入を考慮するとの発言を行った。これをきっかけに、国際的な金融取引課税に関する議論が高まった。

9月のG20ピッツバーグ・サミット首脳声明では、「我々は、IMFに対して、金融セクターが銀行システムの修復のための政府の介入に関係するいかなる負担に対し公平かつ実質的な貢献をどのようになし得るかについての各国がとってきた又はとることを検討している一連の選択肢に関し、我々の次回会合のために、報告

4) スパーン税は、フランクフルト大学のポール・ベルント・スパーン教授がトービン税に改良を加えて提唱した考え方。Spahn(1995)は、トービン税は通常の取引と投機的な「ノイズ」取引を区別できず、金融業務遂行の妨げとなり、国際的な流動性問題を引き起こしかねないとした上で、取引水準の低下が必ずしもボラティリティの低下をもたらすわけではなく、また、スポット取引のみ課税しても抜け穴ができ、効果的に投機を抑制できないと主張、低率の金融取引税と、抑止的な水準の高率の為替サーチャージの2層構造からなる課税方式を提案した。後者のサーチャージは、為替レートが所定の範囲内に収まっている間は発生せず、所定の範囲を越えたレート変動があった場合の取引に対してのみ発動される。

5) 同法案において税率は、通常取引に対しては0.02%、為替相場の20日間移動平均に基づき定められた変動幅を超えた場合の取引に対しては80%とされている。

書を準備するよう指示する」とされ、続く11月に英セント・アンドリュースで開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議でも同様に、「我々は、次回の会議において、金融セクターが銀行システムの修復のための政府の介入に関連した負担の支払にどのように貢献できるかについての選択肢のIMFによる検討を議論することを期待している」との一節が声明に織り込まれた。

これらG20の声明はいずれも、銀行システムの修復に向け政府が支出した負担に対する民間金融セクターの貢献について議論しており、先に示した2つ目の切り口に即して見れば、支出済コストの回収に主眼が置かれている（前掲**図表7**のC領域の議論）ように読める。

いずれにせよ、IMFはこのG20からの付託を受け、次回2010年6月の首脳会議までに国際的な費用負担のあり方についての報告をまとめることとなった。

セント・アンドリュース会議で、英国のブラウン首相（当時、以下同）はスピーチを行い、「英国では、金融サービス分野の報酬スキームを改革する立法を行おうとしている。しかし、これはリテールの預金をカバーするだけであり、ホールセール市場とその他のシステム上重要な金融機関から生じる経済に対するシステムミック・リスクと、時に避けられない介入のコストをカバーすることはできない。これを達成するには、国ごとのアプローチでは不可能であり、グローバルなアプローチによってのみ達成できる。したがって、私は、金融機関の社会に対するグローバルな責任を反映したより良い経済的・社会的契約の必要性につき議論すべきであると信じる。これまでに、システムミック・リスクを反映した保険料、破綻処理基金、転換条件

付資本調達手段、国際金融取引課税といった提案がなされている」(Brown(2009))とし、これらの検討を訴えた。

さらに12月9日、ブラウン首相は、仏サルコジ大統領と共同で、ウォールストリート・ジャーナル紙に意見（Brown and Sarkozy(2009)）を掲載、「我々は、銀行システムの責任と彼らが経済全体にもたらすリスクの両方を包含する長期的なグローバル契約を提案する。様々な提案がなされており、検討に値する。その中には、破綻処理基金、保険料、金融取引課税、賞与への課税といった案が含まれる」とした上で、公的支援を受ける中で2009年の賞与の額が上昇したことを捉え、賞与への課税を優先的に検討すべきとしている。

12月10日には、英財務省が、金融機関の役割、リスク、責任について論じたディスカッション文書（HM Treasury(2009)）を公表した。同文書は、金融市場における取引量の多さは、取引費用の低い流動的な市場の反映であり、それ自体が好ましくないというわけではないとしつつ、過去数年間の取引量の増大は経済的利益につながっているかどうかは疑問であるとし、金融取引課税のグローバル・レベルでの導入を提案した。

一方、IMFのストロスカーン専務理事は、11月24日の講演（Strauss-kahn(2009)）で、G20からの検討要請を踏まえ、金融セクター課税について触れている。そこでは、課税は規制（レギュレーション）と合わせてトータルな負担として考えるべきであり、それらが重すぎて経済成長を阻害することになってはならないとの慎重な姿勢を示しつつ、金融システムの安全性向上と、金融危機による納税者の負担軽減と

いう2つの目的に即して、取るべき施策の選択肢を検討するとしている。

同じく IMF のリプスキー筆頭副専務理事は、11月30日の講演 (Lipsky (2009)) で、ストロスカーン専務理事と同様、課税は規制と合わせてシステムチックに考える必要があることを主張している。同副専務理事は、「金融セクターの課税に関し、現在世の中で行われている議論のベースとなる基本的前提は曖昧になりがちであり、明確化するどころか一層混乱を呈しているのではないだろうか。例えば、既に与えられた支援のコストを取り戻すか否か、またどのように取り戻すかという問題は、潜在的な将来のコストに対処するメカニズムを設けるか否か、またどのようにそれを作るかという問題とは異なる種類の政策の組み合わせに辿り着くはずである。いずれの問題も相互に関連しているが、独立して分析される必要がある」と述べ、先に示した金融機関による破綻処理費用負担に関する第2の切り口から見た議論の混乱を指摘して

いる。トービン税についても、トービン本来の考え方と同様、財源の確保よりは取引の抑制に主眼を置く論者もいれば、様々な目的のための潜在的な財源として高く評価する論者もいると述べ、同様に議論が錯綜していることを示している。その上で同副専務理事は、IMF が G20 からの付託に応えるための政策オプションの選択に際しては、歪みを排除し、システム上の効率性を高める観点から、実効性に重きを置いて取引税その他の選択肢を検証していくとしている。

このような経緯を踏まえ、IMF は、2010年4月22・23日にワシントン DC で開催された G20 財務大臣・中央銀行総裁会議に対し、破綻処理費用の金融機関への賦課についての中間報告⁶⁾ (IMF (2010)) を提出した。同報告書では、金融セクターの破綻による直接的な財政上のコストをカバーするための「金融安定負担金 (Financial Stability Contribution : FSC)」と、さらなる財源確保のための「金融活動税 (Finan-

図表8：金融機関によるフォワードルッキングな資金拠出に関する IMF 提案

方法	目的	頻度	受け手	算定基礎
金融安定負担金				
事前の課金	将来見込まれるファイナンスニーズ対応および破綻処理費用のための拠出、過度なリスクテイクの抑制	継続的 (システムミックリスク削減のための他の改革を勧告して再評価)	破綻処理基金または一般歳入	財政上のコストに対するリスクおよび外部性
事後の課金	不測のファイナンスニーズ対応および破綻処理費用のための拠出	一時的 (危機発生後、不測の損害が回復されるまで)	一般歳入	実際に発生した損失
金融活動税				
	歳入の増加／より広い危機コスト			
	金融セクターのレントに対する課税	継続的	一般歳入	利益および高額の報酬
	金融セクターへの不十分な課税の是正	継続的	一般歳入	利益および全ての報酬
	過度な (最適でない) リスクテイクの防止	継続的	一般歳入	一定の利益率を超える利益および高額の報酬

(資料) IMF (2010)

6) 本中間報告書は非公表扱いであるが、英 BBC がウェブサイト上に同報告書のファイルを掲示している (http://news.bbc.co.uk/2/shared/bsp/hi/pdfs/2010_04_20_imf_g20_interim_report.pdf)。本稿も同ウェブサイト上に掲示されたファイルに基づいている。

cial Activity Tax : FAT) の二本立てのコスト賦課策が提案された (IMF 提案の概要は前掲図表8参照)。

これに対し、G20会議では、欧米諸国が賛成したものの、金融危機による直接的なコストの少なかったカナダや日本は消極的な姿勢を見せたことが報じられており、会議声明も「我々は金融セクターが銀行システムの修復のための政府の介入に関連するあらゆる負担に対し公平かつ実質的な貢献をどのようになし得るかについての各国がとってきた又はとることを検討している一連の選択肢に関する IMF の最終報告を受け取ることを期待している。我々は IMF に対し、いかなる特別な政府介入が発生する場合にも国内の金融機関が負担を支払うことを確保し、金融機関の過度のリスク・テイクに対処し、公平な競争条件の促進に資するための選択肢について、各国の状況を勘案しつつ更に検討することを求める (財務省仮訳)」と述べるにとどまり、結論は IMF 最終報告を踏まえた6月のトロント・サミットに持ち越した。

b. 米国内の動向 ～破綻処理基金と「金融危機責任料」

米国においては2009年末頃までの段階では、金融機関からの直接的な破綻処理費用徴収の声は欧州に比べて大きくはなく、ガイトナー財務長官を始めとする金融当局首脳にも、この問題で対外的に目立った発言は見られなかった。

(a) 破綻処理基金

国内では、金融規制改革法案の中で、上下両院いずれの案も、新たに大規模金融機関の資金拠出による破綻処理基金⁷⁾の設立を定めている。この基金は、新たな破綻処理手段の導入に伴う財源を、納税者の負担に拠ることなく確保

するため設立されるもので、運営は FDIC によって行われる。金融規制改革法案に基づく破綻処理に要した費用は、FDIC によりこの基金から支払われることとなる。

基金の財源は、資産500億ドル以上の金融機関に対し、そのリスクに応じて課される分担金によって賄われる。

基金の規模については、上院案 (3月22日委員会承認案) では500億ドルが目標規模に設定されている。一方、下院案では最小規模を FDIC が定めるとしつつ、最大規模を1,500億ドルとし、基金が1,500億ドルを超えた段階で分担金の徴収を停止するとしている。

(b) 金融危機責任料

オバマ大統領は、2010年1月14日、「金融危機責任料 (Financial Crisis Responsibility Fee)」を大規模金融機関に課す案を発表した。この案は、危機において金融セクターが公的支援から受けた利益を返還させることを目的とし、TARP (Troubled Asset Relief Program) の予想コストである1,170億ドルを、2010年6月30日以降12年間かけて責任料によって回収しようとするものである。

責任料の賦課対象となるのは、連結ベースで500億ドル超の資産を有する金融機関とされる。対象金融機関には、銀行等の預金保険対象金融機関、銀行持株会社、貯蓄金融機関持株会社、預金保険対象金融機関を保有する保険会社等が含まれる。

料率は年0.15%で、徴収額は、次の式により算出される。

$$(\text{資産} - \text{Tier I 資本} - \text{預金保険対象預金残高}) \times 0.15\%$$

責任料の徴収期間は2010年6月30日から最低

7) 基金の名称は、上院法案では「秩序ある清算のための基金 (Orderly Liquidation Fund)」、下院法案では「システムミック解散基金 (Systemic Dissolution Fund)」である。

10年間で、TARPのコストが回収できるまで継続するとしている。

この金融危機責任料は、国内金融機関（外銀の米国法人を含む）に対して、先の金融機関で生じた公的負担の補填を求めることを目的として明確に掲げており、位置付けははっきりしている（前掲図表7のAの領域）。ただし、突如このような案を打ち出した背後には金融機関に対する厳しい姿勢を示すことで国民からの支持向上を狙う政権の意図が見て取れ、実際の導入には賛否両論がある。

c. 英国内の動向

英国では、国際的な議論のところで見たとおり、8月のターナー FSA 会長によるトービン税検討発言を皮切りに、ブラウン首相を始め政府首脳が金融機関への課税について積極的な発言を繰り返し、世界的な議論をリードした感があるが、国内的にはどのような動きがあっただろうか。

(a) 特別破綻処理スキーム導入に伴う FSCS 内のファンド創設

銀行の特別破綻処理スキームを定めた2009年銀行法では、金融サービス・市場法の FSCS（金融サービス補償機構）に関する規定も改定された。これにより、特別破綻処理スキーム上の安定化措置のための支出を FSCS から行うことが定められるとともに、FSCS が金融機関の資金拠出により予めそのような支出に備えたファンド（contingency fund）を設立することを認める規則（contingency fund regulations）を定める権限を財務省に与えている。これは、前掲図表7ではBの領域の施策といえる。

(b) 銀行報酬税

英国では、もう1つ、銀行に対する課金の動きがある。25,000ポンドを超える賞与に対する高率（50%）の課税がそれであり、2009年12月9日に発表された次年度の予算方針を示すプレ・バジェット・レポートの中で打ち出されるや、直後から大きく報道され、反響を呼んだ。

これは、金融危機の中で多額の公的支援を受けておきながら、高額報酬を支払っている金融機関に業を煮やした政府が、そのような報酬慣行を改めさせるとともに、負担したコストの回収を図るために取った極めて強硬な措置と言える。前掲図表7でいうとAの施策である。

このような性格から、今回の銀行報酬課税は、プレ・バジェット・レポートが公表された2009年12月9日から2010年4月5日までの限られた期間内に発生し、または支払われた賞与等に限定された1回限りの措置であるとされている。ただし、この点に関し、プレ・バジェット・レポートでは、金融機関の報酬規制を定めた金融サービス法案が施行されるまでの間、延長される可能性はあるとしている。

銀行報酬税（Bank Payroll Tax）は、4月8日に成立した2010年予算法案の中に織り込まれている。法案に基づく制度の概要は図表9のとおりである。

d. EU での議論

金融危機後の早い段階で、欧州委員会の要請に基づくド・ラロジエール報告が、EU レベルでの金融危機の際の資金供給メカニズムの必要性を説いていたことは既に述べたとおりである。

これを受け、破綻処理制度の箇所でも触れた2009年10月の欧州委員会コミュニケーション文

図表9：英銀行報酬税の概要

対象金融機関	① 英国の銀行または英国で認可を受けた外国銀行 ② ①のグループ会社である投資会社、トレーディング会社 ③ 住宅貸付組合とそのグループ会社である投資会社、トレーディング会社
対象従業員	○ 対象金融機関の従業員で、 ○ 2009-10課税年度に英国の居住者であった者、または ○ 当該課税年度における職務の全部または一部を英国内で行った者
対象報酬	○ 課税期間内に対象従業員の雇用に伴い発生し、または支払われた報酬または利益のうち、£25,000を超える部分 ○ 通常の給与、株式インセンティブ、株式オプションは除外
税率	50%
課税期間	2009年12月9日 午後12時30分から2010年4月5日まで
その他	銀行報酬税額は、所得税や法人税の損益計算上算入しない

(資料) 英 Finance Bill より、みずほ総合研究所作成

書(「銀行セクターにおける国境を越えた危機管理のためのEUフレームワーク」)は、破綻処理費用の分担についても触れている。

第1に、破綻処理の費用は民間からの資金により賄うことが原則であるとした上で、危機の進行とともに民間からの資金調達は急速に難しくなるため、危機時に使用可能な基金を予め準備しておくことが有益と指摘している。そして、このための仕組みとして、欧州委員会は預金保険制度の活用と、新たな基金の創設の両方の可能性を検討するとしている。同時に、破綻処理手続開始後に、同じ金融グループ内で資金を融通する枠組みについても検討に値するとしている。

とはいえ、民間資金による方法が常に成功するとは限らないため、国境を超えた破綻処理に

関する加盟国間での負担分担の仕組みも重要であるとし、それが現実的か否か、現実的でないとすれば、どのようにしたら民間で十分な対応が可能になるか、また加盟国間の費用分担の原則を考える際に最も優先させるべきことは何かといった点につき、パブリック・コメントを求めている。

EU域内での個別国の動きとして注目されるのがドイツである。ドイツ政府は、2010年3月31日に、将来の危機に備えて、銀行の資金拠出による「安定基金」を創設することを閣議決定した。ドイツ政府のプレス文書によれば、拠出額は銀行のリスクに応じて決められ、銀行の効率的な業務遂行の妨げにならない程度の合理的な水準に設定される。そして、これらの内容を含む法案について、夏季休暇前の議会通過を目指すとしている。

なお、この日の閣議には、フランスのラガルド経済・産業・雇用大臣も出席し、そこで独仏間の共同文書が採択された。共同文書は、救済不能な金融機関に関する共同清算制度や金融機関のリスク水準に応じた課税について定めており、課税については、公平な競争条件確保の観点から、EUレベル、G20レベルでの導入がなされるべきとしている。これにより、今後、独仏が連携して、G20等の場で、国際的な銀行課税についての主張を展開してくることが予想される。

(4) 小括

金融機関からの破綻処理費用徴収問題のうち、各国が国内で行う課税については、基本的に内政問題であり、他の税と同じように公平性・中立性といった基本原則から大きく逸脱し

ていない限りにおいては、外から異議を唱えることは難しい。

一方、国際的な金融課税に対しては、推進論の勢いが増していることは事実であるが、一方で反対論を唱える論者もあり、議論があり得る。

例えば、シカゴ大学のルイジ・ジンガレスは、フィナンシャル・タイムズ紙の意見記事（Zingales(2009b)）において、「強力な支持があるにもかかわらず、トービン税には重大な欠点がある。第1に、トービン税の導入には困難が伴う。課税が株式や債券の取引のみを対象とするのであれば、取引の大半は先物やオプション市場に移っていくだろう。もし対象を全ての取引対象デリバティブ取引に拡大するならば、今度は取引されないデリバティブ契約に向かうようになるだろうし、課税を避けるための新たな契約が作り出されるだろう。第2に、トービン税は、全世界で一斉に導入されないと、取引をオフショアに向かわせることになる。我々は本当に取引をすべてバミューダに移したいのだろうか。最後に、そのような課税が危機の再発を防ぐという考えは、今のところ証明されていない」と、トービン税に代表される金融取引課税の問題点を指摘している（同教授は、金融危機の再発防止を目的とするのであれば、取引に課税するのではなく、短期債務に課税すべきと主張する）。

また、プリンストン大学のバートン・マルキールとヴァンガード・グループのチーフ・インベストメント・オフィサーであるジョージ・ソーターは、ウォールストリート・ジャーナル紙に共同で意見（Malkiel and Sauter(2009)）を掲載し、金融取引課税は、しばしば投機と誤解されているが実は市場の効率性向上に役立っている高頻度トレード（high-frequency trade）を

採算の合わないものにし、市場全体のコストを引き上げてしまうと警告した。それとともに、金融取引税は世界的に導入しなければ、導入した一部の国に不利益をもたらす点についても指摘している。

このように、国際的な金融課税は、1つには実効性、実現可能性の面で、もう1つは取引を歪める可能性がある点で、課題を含んでおり、導入には十分に慎重な検討が必要であると思われる。

金融機関からの破綻処理費用徴収は、「金融機関のために使った金は金融機関から取り戻す」というメッセージの分かりやすさもあり、特に英仏の首脳が積極的に訴えてきたが、このような経緯からも分かる通り、政治的な色彩が濃いことは事実である。このため、本来は財源確保を主眼としているわけではないトービン税の議論が突如脚光を浴びるなど、議論に混乱が見られることは、IMFのリプスキー筆頭副専務理事も指摘しているとおりである。今後の議論は、本節の最初に示した2つの切り口に即してよく整理し、目的を明確にした上で、その目的を達せするためにどのような手段が適しているかを、メリット・デメリットを十分考慮しつつ、判断していく必要があるだろう。

5. 規模および業務範囲の規制

以上では、TBTFであることからくるモラルハザードを起こさないようにするための施策について見てきたが、本節では、そもそも金融機関がTBTFになるのを防ぐ手段についての議論を扱う。

まず考えられるのが、“big”でなくすること、すなわち規模の制限である。この観点からの規

制として挙げられるのは、レバレッジ規制である。冒頭でも触れたとおり、先の金融危機の原因の1つが、金融機関による資本対比で過度な資産・負債の保有にあったことは広く指摘されているところであり、レバレッジを制限することが金融機関の健全性を高め、危機発生の可能性を減らすとともに、危機時の金融システムに与える影響も小さくするという発想である。この点については、自己資本規制の文脈の中で、既にバーゼル委で検討が進められており、2009年12月に出された市中協議文書にもレバレッジ規制強化案が盛り込まれている。

次に考えられるのが、規模と並んでTBTFのもう1つの重要な要素である相互連関性を低減することである。この観点から議論されているのが、業務範囲の規制であると考えられる。銀行が幅広く様々な業務を行うと、それだけ他の金融機関や金融市場との関係が複雑かつ大きくなり、市場の変化から影響を受けやすくなる。とりわけ、市場でのトレーディング業務などは、金利や為替の変動の影響を直接的に受けるリスクが大きいと考えられる。このため、高い健全性が要求される銀行に対しては、業務範囲を制限し、取扱うことのできる業務を限定することで、金融市場や他の金融機関との相互連関を極力小さくし、安定性を高めようというのがここでの発想である。

このような業務範囲規制の考え方には、様々なバリエーションがある。以下でそれらを見ていきたい。

(1) ナロー・バンク論

銀行の業務範囲を制限する考え方のうち、最も典型的なものがナロー・バンク論である。ナ

ロー・バンク論の出発点となった基本的発想は、銀行の預金業務と貸出業務の分離にあるが、銀行に認める業務の狭さの度合いによって様々なバリエーションが見られる。

英FSAのディスカッション・ペーパー(FSA(2009d))は、①極端なナロー・バンク論、②中間的なナローバンク論、③商業銀行と投資銀行の分離、の3段階に整理している。以下、この分類に従って内容を見ていこう。

第1の極端なナロー・バンク論は、リテール預金を取り扱う銀行の投資を無リスク資産に限定するという考え方で、英国のエコノミストであるジョン・ケイによる議論が代表的である。Kay(2009)によれば、ナロー・バンキングの考え方は、業務を資金の受払いと預金の受入れという2つの伝統的な機能に限定した金融機関のみを銀行とし、そのような銀行のみが一般大衆からの預金の受入れ、決済システムへの参加、預金保険の資格を受けられるようにするというものである。ケイは、ナロー・バンクに消費者貸出、住宅貸出および事業貸出を認めることもあり得るとしているが、公的支援の必要をなくするという目的からは、全て真に安全な資産(理想的には国債)にのみ投資することが効果的としている。

ナローバンクの効率性について、前多(1999)は、情報技術の革新により、決済に関するリスクの伝播速度がより速くなり、システムックリスクが増大していることで、銀行制度はより不安定さを増すことが予想され、このような中ではナロー・バンクのような安定性を重視した制度が重要になるとし、銀行破綻による取付けの可能性も考慮すると、ナローバンク制度の方が効率性において勝ると論じている。

高木（2006）によれば、ナロー・バンク論の始まりは、米国の1933年の金融危機に際し、危機収束のため、決済システムの安全性確保の観点から、預金銀行と投資信託銀行に分けることを唱えたシカゴ・プランと呼ばれる金融制度改革案であったとされており、それはここでいう極端なナロー・バンク論に該当する。

また、現代において最初のアナログ提案とされている、ブルッキングス研究所のロバート・ライタンの案もこの範疇に入ると考えられる。Litan(1987)は、持株会社の下に、貸出を行わず安全資産のみを保有する銀行子会社と、CPや金融債等で資金を調達して貸出を行う貸付子会社やその他の子会社を、別エンティティとして置くことを提唱している。

第2の中間的なナロー・バンク論は、預金取扱金融機関に一定の範囲に限定された貸出業務を認める考え方で、FSA(2009d)は例として米国の貯蓄貸付組合(savings and loan association)や英国の住宅貸付組合(building society)等を挙げている。

小早川・中村(2000)は、ナロー・バンキングに関する提案を、運用資産の種類と預貸業務の併存合理性という2つの軸で類型化し、理論モデルを用いて評価した結果、「限定的な貸出のみ預貸業務の融合が認められる一方、そのほかの資産運用については短期安全資産に限定されるようなナロー・バンクが望ましい可能性を指摘できる」との結論を導き出しており、中間的なナロー・バンク論に理論上の合理性を見出している。

第3の商業銀行業務と投資銀行業務の分離は、よく知られているとおり、1933年の米国のグラス・スティーガル法に始まることから、FSA

(2009d)ではこのタイプの考え方を「新グラス・スティーガル」と呼び、預金取扱金融機関には商業銀行業務を全面的に認めた上で、自己勘定取引(proprietary trading)を制限する考え方としている。次項でみるボルカー・ルールがまさにこれに当たる。

(2) ボルカー・ルール

2010年1月21日、米国オバマ大統領は、金融機関の規模と業務範囲に対する新たな規制案を発表した。この提案は、提唱者であるポール・ボルカー元FRB議長にちなんで「ボルカー・ルール」呼ばれ、たちまち広く知られるところとなって広範な議論を巻き起こした。

a. 内容

発表された規制の内容は、①業務範囲の規制、②規模の規制の2つからなる。

①の業務範囲規制は、銀行または銀行を保有する金融機関が顧客サービスと関係のない自己勘定取引業務を行うことの禁止、および、ヘッジファンド(HF)やプライベートエクイティファンド(PE)への投資やスポンサー行為の禁止を内容とし、②の規模の規制は、既存の預金シェアの上限規制を補完するものとして、大規模金融機関の負債の市場シェアの過度の拡大に対してより広範な制限を課するものとしている。

当初発表された内容は、上記のアウトラインのみであったことから、内容が不明確で実行は困難との批判が出た。その後、3月3日に政府が条文案を策定し、これが議会に送られた。3月22日に上院銀行委員会を通過した金融規制改革法案には、基本的に政府案に沿った形で条文が組み込まれている(図表10-1～図表10-3)。

規制対象行為は、①の範囲の規制については、(i)自己勘定取引の禁止（法案 § 619(b)）、(ii) HF および PE へのスポンサー行為および投資の禁止（§ 619(c)）、(iii) HF または PE の投資マネージャーまたはアドバイザーに就いている金融機関による当該ファンドとの取引の制限（§ 619 (e)）、(iv)以上の規制行為を行う FRB 監督対象ノンバンクに対する資本要件等の引上げ（§ 619 (f)）、②の規模の規制については、合併後の総

負債が全対象金融機関の負債合計の10%を超える合併等の禁止（§ 620）である。

b. 反応と評価

(a) 議会

ボルカー・ルールに対しては、オバマ大統領による発表直後から賛否両論様々な意見が各方面から寄せられている。

議会関係では、上下両院の金融関係委員会の委員長が直ちに声明を発表した。下院金融サー

図表10-1：米上院法案（2010年3月22日委員会通過案）におけるボルカー・ルールの規定①

条文番号	項目	内容	
§ 619	(a)	(1) 【定義】 ヘッジファンド (HF) およびプライベートエクイティファンド (PE)	1940年投資会社法に基づく投資会社としての登録の適用を除外されている会社等、または関係する連邦銀行当局が定めるそれらと同様のファンド
		(2) 【定義】 自己勘定取引 (proprietary trading)	(A) 預金保険対象金融機関および預金保険対象金融機関を支配する銀行持株会社とそれらの子会社のトレーディング勘定における株式、債券、オプション、コモディティ、デリバティブ、その他金融商品の購入または売却、またはその他の取得および処分、かつ、 (B) 顧客に代わって行う (on behalf of a customer) ものや、市場形成 (market making) 活動、またはヘッジのための活動など、その他顧客との関係と結びついた、またはその促進のために行うものではないもの
		(3) 【定義】 スポンサー (sponsoring)	(A) ファンドの無限責任パートナー (general partner)、執行メンバー (managing member) または受託者 (trustee) となること、 (B) いかなる形態であれ、ファンドの取締役、受託者または経営陣の過半数を選任し、または支配すること（または過半数を構成する従業員、役員または取締役を有すること）、または (C) 組織上、マーケティング上、または業務推進上等の目的で、ファンドと同一の名前または同一の名前のバリエーションを用いること
	(b)	(1) 【規制①】 自己勘定取引の禁止	関係する連邦銀行当局は、連帯して、ルールを策定し、預金保険対象金融機関、預金保険対象金融機関を支配する会社または銀行持株会社およびそれらの子会社による自己勘定取引を禁止
		(2) 【①の例外】 政府関係機関の債務等に対する適用除外	自己勘定取引の禁止は以下の取引には適用しない (i) 合衆国または合衆国の機関の債務（合衆国または合衆国の機関がフル保証する債務を含む） (ii) 連邦政府抵当金庫 (Ginnie Mae)、連邦住宅抵当公庫 (Fannie Mae)、連邦住宅金融抵当金庫 (Freddie Mac) の債務、パーティーシペーションまたはその他の金融商品（それらの機関がフル保証する債務を含む） (iii) 州または州の機関の債務
		(3) 【①の例外】 海外の行為に対する適用除外	外国法により設立され業務の大半を米国外で行う会社、または海外業務の中で付随的に発生するもの以外は米国内で業務を行っていない会社が、完全に米国外で行う行為に対しては、自己勘定取引の禁止を適用しない（当該会社が米国法ないし州法により設立される会社に支配されている場合は除く）

図表10-2：米上院法案（2010年3月22日委員会通過案）におけるボルカー・ルールの規定②

条文番号	項 目	内 容		
§ 619	(1)	【規制②】 HF または PE へのスポンサーの禁止	関係する連邦銀行当局は、連帯して、ルールを策定し、預金保険対象金融機関、預金保険対象金融機関を支配する会社または銀行持株会社およびそれらの子会社による HF または PE のスポンサー行為または投資を禁止	
	(c)	(2)	【②の例外】 海外の行為に対する適用除外	外国法により設立され業務の大半を米国外で行う会社、または海外業務の中で付随的に発生するもの以外は米国内で業務を行っていない会社が、完全に米国外で行う行為に対しては、HF または PE へのスポンサー・投資の禁止を適用しない（当該会社が米国法ないし州法により設立される会社に支配されている場合は除く）
	(d)	(1)	【②の例外】 小規模企業投資会社および公共の福祉増進のための投資に対する適用除外	以下の投資については、HF または PE へのスポンサー・投資の禁止は適用しない (A) 小規模企業投資法に基づく小規模企業投資会社に対する投資 (B) 専ら公共の福祉を増進するために行われる投資
	(e)	(1)	【規制③-1】 HF または PE との取引の制限	直接または間接に、HF または PE の投資マネージャーまたは投資アドバイザーに就いている預金保険対象金融機関、預金保険対象金融機関を支配する会社または銀行持株会社およびそれらの子会社が、当該ファンドとの間で、与信取引、証券の購入・投資、資産の購入、保証等を行うことを禁止
	(e)	(2)	【規制③-2】 HF または PE との取引の制限	直接または間接に、HF または PE の投資マネージャーまたは投資アドバイザーに就いている預金保険対象金融機関、預金保険対象金融機関を支配する会社または銀行持株会社およびそれらの子会社が、当該ファンドとの間で、アームズレングス・ルールに反する取引を行うことを禁止
	(f)	(1)	【規制④】 一定のノンバンク金融会社に対する資本要件等の引上げ	FRBは、自己勘定取引や、HF または PE へのスポンサー・投資を行う一定のノンバンク金融会社に対し、追加的な資本要件および定量的制限を課すルールを制定
	(f)	(2)	【④の例外】 政府関係機関、小規模企業投資会社、公共の福祉に関連する取引・投資に関する適用除外	追加資本等の賦課は、以下に関連する取引については適用しない (A) 合衆国又は合衆国の機関の債務（合衆国または合衆国の機関がフル保証する債務を含む） (B) 連邦政府抵当金庫（Ginnie Mae）、連邦住宅抵当公庫（Fannie Mae）、連邦住宅金融抵当金庫（Freddie Mac）の債務、パーティシパシオンまたはその他の金融商品（それらの機関がフル保証する債務を含む） (C) 州または州の機関の債務 (D) 小規模企業投資法に基づく小規模企業投資会社に対する投資 (E) 専ら公共の福祉を増進するために行われる投資
	(g)	(1)	FSOC による検証と勧告	本法成立後6ヶ月以内に、FSOC は本条の定義の有効性等の検証を実施し、勧告を実施
	(g)	(2)	ルールの策定	FSOC による検証終了後9ヶ月以内に、 (A) 関係連邦銀行当局は、本条(b)から(e)の施行のための規則を制定 (B) 同じく FRB は(f)の施行のための規則を制定
	(h)	(1)	移行規定	関係当局および FRB による最終的な規則の制定から2年間は、移行期間として規制行為の実施可
	(h)	(2)	移行規定	(1)に定める2年の期間は、対象会社の申請に基づき、1年以内の延長可

図表10-3：米上院法案（2010年3月22日委員会通過案）におけるボルカー・ルールの規定③

条文番号	項目	内容
§ 620	大規模金融会社の集中制限	銀行持株会社法（BHC 法）に以下の条項（§ 13）を追加
BHC法 § 13	(1) 【定義】 協議会（Council）	金融安定監督協議会（Financial Stability Oversight Council : FSOC）
	(2) 【定義】 金融会社 （financial company）	預金保険対象金融機関、銀行持株会社、貯蓄貸付持株会社、預金保険対象金融機関を支配する会社、FRB が監督するノンバンク金融会社、銀行持株会社として扱われる外国銀行または会社
	(3) 【定義】 負債（liabilities）	(A) 米国金融会社については、リスク加重資産（risk-weighted asset）の合計から、規制資本（regulatory capital）の合計を除いた額 (B) 外国金融会社については、米国での業務に係るリスク加重資産の合計から、米国での業務にかかる規制資本の合計を除いた額 (C) 保険会社およびその他ノンバンク金融会社については、FRB がルールで定めた資産
	(b) 【規制】 集中の規制	金融会社は、他社との合併、統合、資産またはその他支配権の取得の結果、当該金融会社の連結総負債が、当該取引の前年末の全金融会社の連結負債合計の10%を超える場合は、当該取引を行ってはならない
	(c) 【例外】 破綻銀行の処理等に関連する場合等の適用除外	(b)に定める集中規制は、以下の取得には適用しない (1) 破綻または破綻の危機にある銀行の取得 (2) FDIC の支援に基づく取得 (3) 当該金融会社の負債のごく僅かな増加しかもたらさない取得
	(d) ルールの策定および指針	FRB は本条施行のための規則を制定、また、解釈指針やガイドラインの発出も可
	(e) (1) FSOC による検証と勧告	本法成立後6ヶ月以内に、FSOC は (A) 本条の規制の影響等を検証 (B) 集中規制の改善に関する勧告を実施
(2) FSOC によるルールの策定	(1)の検証終了後6ヶ月以内に、FRB は本条施行のための最終的な規則を制定	

（資料）みずほ総合研究所作成

ビス委員会のフランク委員長は、明確に歓迎の意を表明したが、上院銀行委員会のドッド委員長の声明は、金融機関のリスクの高い行動による納税者負担を回避するという大統領の考え方には同意するとしながら、提案を慎重に考慮するとの微妙な言い回しであった。報道では、上院での金融規制改革法案の審議が難航している中でこのようなあまりに壮大な案を突如発表したことに、同委員長は不快感を示したとも伝えられている（2月3日ニューヨーク・タイムズ紙“Dodd Calls Obama Plan Too Grand”）。この

ため、審議中の法案でボルカー・ルールをどのように扱うのが注目されていたが、結局3月15日にドッド委員長が発表した修正案には、同ルールがほぼ政府案の内容どおりに織り込まれ、既に述べたとおり、22日に委員会を通過した。

(b) 国外

次に、国外での反応であるが、FSBが大統領提案発表の翌22日にプレスリリースを发出し、「昨日発表された米国の提案は、TBTF 金融機関によってもたらされるモラルハザードの

リスクに対処するためのFSBの作業において検討中の選択肢の中の一つである」とし、「FSBは、6月のG20サミット後速やかに、本作業に関する中間報告を公表する」ことを表明、オバマ提案に沿った形での規制案策定作業が進行中であることを明らかにした。

外国政府でいち早く賛意を表明したのが仏サルコジ大統領であった。同大統領は、オバマ提案発表の翌週開催された、世界経済フォーラム・ダボス会議でのスピーチ(Sarkozy(2010))で、「オバマ大統領が、銀行は自己勘定の投機や投機的なファンドへの資金供給を行わないようにしなければならないと述べるのは正しい。しかし、たとえ世界の金融に占める米国の比重がいかに高くても、この議論は一国の中だけにとどめておくことはできない。それはG20の中で解決されるべきである」と述べ、各国での同様の規制導入を目指してG20の場で議論すべきことを示唆した。

一方、ドイツでは、メルケル首相の側近が、米国とは異なる銀行システムを持つドイツでオバマ提案をそのままの形で導入することは危険が大きく、避けるべきであるとの考えを述べたことが報道されている(2月2日フィナンシャル・タイムズ紙“Germany Shuns US Move on Banks”)。

(c) 金融機関

金融機関関係者は、規制強化につながることを懸念し、総じてネガティブな反応を示している。例えば、2月4日に開催された上院銀行委員会での公聴会で証言を求められたゴールドマン・サックスのマネージング・ディレクターであるジェラルド・コリガンは、自己勘定取引について、顧客主導でのマーケットメイクやそこ

から生じるヘッジ、リスク管理は、銀行や銀行持株会社の自然な業務であると述べている。また、HFやPEの保有のついて、それに伴うリスクは管理可能であるとしつつ、HFやPEは代替エネルギーや技術ベンチャーといった重要な領域の中小事業者へのファイナンスを供与しているとして、その有用性を主張している(Corrigan(2010))。

同じく証言に立ったJPモルガン・チェースのチーフ・リスク・オフィサーであるバリー・ズブローは、金融危機の原因は政府が規制しようとしている活動ではなく、むしろ伝統的な貸出や不動産関係の業務であったと述べた上で、当局は今でも既に、規制対象にしようとしている領域において十分なリスク管理を義務付ける権限を有しており、ルールも定められているとし、重要なのはこれらのルールをシステム上重要な金融機関全体に広げることだとした。加えて、規制しようとする業務の定義を詳細に定めることが必要であること、業務に厳しい規制を課すことは、顧客に幅広い金融サービスを提供するための市場を歪めること、他国との関係で米国金融機関の競争力に悪影響を与えることを指摘している。規模の規制については、重要なのは規模自体でなく相互関連性であるとし、負債に対し人為的な上限を課すことは、貸出の縮小という弊害を生むと主張した(Zubrow(2010))。

(d) 学識者等

学識者からの反応は、賛否両論が分かれている。例えば、同じく上院銀行委員会での証言を求められたマサチューセッツ工科大学スローン・スクールのサイモン・ジョンソンは、まず、ボルカー・ルールの背後にある原則は健全なもの

であるとした上で、一部の金融機関がTBTFであると認識されたことが無謀なリスクテイクにつながり、金融危機を引き起こした要因となったと分析、このままではTBTF金融機関がますます金融市場における力を拡大することから、大銀行の規模を制御することは喫緊の課題であると述べた。同氏は、自己勘定取引を分離しても、全体の規模に与える影響は小さく、むしろ銀行の規模自体をGDP対比一定の割合に制限することが最も直接的だとしている(Johnson(2010))。

一方、ハーバード・ロースクールのハル・スコットは、「ボルカー・ルールは、大銀行も含め、全ての銀行が金融システムに連鎖的なリスクをもたらすわけではないという理由で、広すぎる規制である。同時に、このルールは、実際にシステムリスクを発生させる相互連関性の高い金融機関の多くは預金取扱金融機関ではないという理由から、狭すぎる規制でもある」(Scott(2010))と述べ、規制内容に対して詳細な検討を加えた上で、問題への適切な対応策になっていないと主張している。

弁護士のチャールズ・ホーンは、アメリカン・バンカー紙で、ボルカー・ルールに対し、以下の批判を行っているが(Horn(2010))、ボルカー・ルールに対する疑問点がよく整理されて示されている。

- ① 政府が「自己勘定取引禁止」の壁の外側にあるいかなる金融機関についても破綻を許容する用意がない限り、銀行のトレーディング業務やファンド業務の禁止はシステムリスクへの対応には何ら役立たない。
- ② 立法によって自己勘定トレーディングが

リスクの高い金融活動であると決め付けることは、銀行にとって合法的で価値のあるリスク削減手段を遮断することになる。

- ③ 多くの銀行が、通常業務として自らファンドを保有しない顧客のために投資ファンドを立ち上げ、運営してきており、そのようなオルタナティブ投資を希望する顧客から銀行を切り離すことが銀行システムや消費者の利益に資するといえるのか。
- ④ 銀行からトレーディング業務やファンド業務を奪うことは、より限られたビジネスモデルの中で収益を上げなければならないというプレッシャーを銀行に課すだけであり、かえって貸出等の分野での本来行うべきでないリスクテイクを助長する。
- ⑤ 他の主要な銀行の市場でも同じ規制が入らない限り、米国の銀行を不利な立場に立たせることになり、米国のグローバル金融機関が業務を海外に移す動きを促進する。
- ⑥ 将来起こりうる金融危機がどのようなものか分からない中で、将来に備えて本来合法的な金融活動を制限する立法を行えば、反競争的な行動を招き、意図せざる結果を招く。

(3) 小括

業務範囲に関する規制は、以上見てきたように、古くからある議論であり、金融危機後再び盛り上がりを見せているが、規制の目的をはっきりさせた上で、その目的を達成する上で十分な効果があるかどうか、また、弊害はないか等をよく検討することが必要と思われる。

この点で、ナロー・バンキング論は、預金・決済の保護という目的に限定すれば有効かもし

れないが、狭義の銀行以外の部分（貸出市場や証券化市場、デリバティブ市場など）で危機が発生する可能性が減るわけではない。政府が守るべき金融システムは預金と資金決済だけで、それ以外は関知しないという極めて割り切った考え方もあり得るが、それで経済全体の安定を維持できるかどうかは疑問である。

例えば、持株会社方式を取るライタン案にしても、傘下にあるグループ全体として見るとTBTFであるという状況は生じうるだろう。仮に、銀行子会社単体の健全性は守ることができたとしても、その他のグループ会社の主要部分が危機に陥れば、グループ全体に波及し、それが金融システムに深刻な影響を与える可能性は否定できない。そのような場合、銀行子会社のみを切り離して他に譲渡することは可能なので、預金と決済の保護という目的は達成することができるかもしれないが、TBTF化を防止して金融システム全体を守るといった目的まで視野に入れると、十分な有効性を発揮するかどうかは疑問が残る。

ボルカー・ルールのような特にリスクの高い業務のみを禁止する考え方についても、基本的に同じことが言える。繰り返しになるが、預金や資金決済だけを守っても、金融システム、ひいては経済全体を守れるかどうかは定かではないということではないだろうか。

6. 役職員の報酬規制

本来、民間企業の役職員の報酬は、会社法や労働法等のルールに則っている限り、最終的に株主が了承すればその金額の大小や支払方法などは各社が独自に決めてよいはずである。このため、報酬の問題は通常、コーポレート・ガバ

ナンスの文脈で議論されることが多い。

しかしながら、金融危機の原因となった金融機関の過度なリスクテイクを招いた要因の1つとして、短期の業績に強く連動した多額の報酬による誤ったインセンティブがあったことは、既に様々な場で多くの人々によって論じられており、さらに、危機により公的支援を受けた金融機関がその後も多額の報酬を支払っていることに対する批判もあり、危機の再発防止に向けた金融規制改革議論の中で、金融機関の報酬に対する規制は、その当否はともかく、避けて通れないものとなっている。このような背景の中で、以下のとおり様々な議論が行われてきた。

(1) 国際的な報酬原則・基準の策定と導入

～ G20・FSB・バーゼル委での議論

2008年11月のG20ワシントン・サミットにおいて採択された「改革のための原則を実行するための行動計画」では、「2009年3月31日までの当面の措置」の中で、景気循環の増幅効果（プロシクリカリティ）緩和の観点から、役員報酬に関する慣行が景気循環のトレンドをいかに増幅させ得るかについての検討をIMF、FSF、その他の規制当局に対して要請した。

これを受けFSFは、2009年4月のロンドン・サミットに合わせ「健全な報酬慣行に関する原則」(FSF(2009b))を公表、報酬についての取締役会による監督、財務やリスク管理に携わる職員の独立性、報酬とリスクとの整合性確保、報酬慣行に対する実効的な監督、報酬慣行に関する情報開示、などの9項目の原則が示された(図表11)。

ロンドン・サミットの「金融システムの強化に関する宣言」では、「我々は、報酬体系が金

図表11：FSB「健全な報酬慣行に関する原則」およびその実施基準の内容

健全な報酬慣行に関する原則		「健全な報酬慣行に関する原則」実施基準	
ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ①報酬制度の仕組み・運用の取締役会による主体的監督 ②取締役会による監視・点検 ③財務・リスク管理に携わる職員の独立性および権限の確保、監督対象から独立した十分な報酬の支払 	ガバナンス	<ul style="list-style-type: none"> ①経営陣から独立した報酬委員会の設置 ②リスク管理部門・コンプライアンス部門の従業員の報酬決定の独立および水準の十分性確保
健全なリスクテイクとの整合性確保	<ul style="list-style-type: none"> ④リスクのタイプに応じた報酬の調整 ⑤報酬額とリスクに対する業績との整合性 ⑥報酬支払スケジュールのリスク発生との時間軸との対応 ⑦株式、現金等報酬形態の組み合わせのリスクとの整合性 	報酬と資本	<ul style="list-style-type: none"> ③資本基盤の健全性が維持されない場合の変動報酬比率の制限
実効的な監督と関係者の関与	<ul style="list-style-type: none"> ⑧報酬慣行に対する厳格かつ継続的な監督上の検証、および迅速な監督上の措置 ⑨報酬慣行に関する明確で包括的かつ適時の情報開示 	報酬の体系及びリスクとの整合性	<ul style="list-style-type: none"> ④変動報酬全体の規模や配分におけるリスクの考慮 ⑤業績不振時の変動報酬総額の縮小 ⑥金融機関のリスク・エクスポージャーに影響の大きい役職員の報酬体系－報酬の相当部分の変動報酬化－変動報酬の相当部分 (ex.40～60%) の支払繰延べおよび最高経営幹部および最高給の従業員の変動報酬割合の引上げ (ex.60%超) ⑦繰延期間は3年以上 ⑧変動報酬の相当部分 (ex.50%超) の株式形態での支払 ⑨変動報酬のうち段階的支払部分の業績不振の際の取戻し ⑩政府による救済時の監督当局による報酬の修正 ⑪ボーナスの最低保証はリスク管理や業績に応じた支払原則とは不整合 ⑫雇用終了に伴う報酬支払い契約の見直し ⑬重要な金融機関は、FSB 報酬基準および関連する監督上の措置の遵守のための手段を講ずる ⑭重要な金融機関の従業員による報酬ヘッジ手段や保険の禁止
		開示	<ul style="list-style-type: none"> ⑮報酬体系の概要、リスク・エクスポージャーに影響の大きい役職員の報酬総額を含む年1回の報告の開示
		監督	<ul style="list-style-type: none"> ⑯監督当局によるFSB原則および基準の確実な実施 ⑰重要な金融機関は、報酬体系のインセンティブとリスク、資本、流動性、収益見込等との整合性を疎明 ⑱健全な報酬政策・慣行を欠く場合の迅速な矯正措置 ⑲監督当局による国際的な協調

(資料) FSF (2009b) および FSB (2009) よりみずほ総合研究所作成

融機関の長期的な目標及び健全なリスクテイクと整合的であることを確保すべく、重要な金融機関における賃金と報酬に関し、FSF が作成した原則を支持する。我々は2009年の報酬の支

払までに、各国監督当局がこの原則の実施に有意義な進展があることを確保すべきことに合意した。バーゼル委は、2009年秋までに、この原則を同委員会のリスク管理ガイダンスに統合す

べきである。(中略) 監督当局は、金融機関の健全性を総合的に判断する一環として、金融機関の報酬政策を評価する。必要な場合には、監督当局は、金融機関の所要自己資本を増加させることを含め、介入措置を採る」とし、FSF原則に則った措置の導入を進めることで各国が合意した。

FSBは9月のG20ピッツバーグ・サミットに合わせ、「健全な報酬慣行に関する原則」の実施基準(FSB(2009))を公表した。ここでは、同原則を踏まえ、内容をさらに具体化した19の基準が示され(前掲図表10)、同サミットの声明においてもそれらに対する支持が表明された。さらに、同声明は、FSBに対して基準の実施の監視と、必要に応じて2010年3月までに追加的な手段を講じることを求めた。

これを受け、FSBは、2010年1月、報酬原則および実施基準の導入状況に関するピア・レビュー(FSBに加盟している他国による評価)を導入し、最初のレビューを2010年3月までに終わると発表した。

バーゼル委では、2010年1月に、「報酬原則およびその実施基準に係る評価手法に関する報告書」(BCBS(2010a))を公表した。これは、FSB原則および実施基準の確実な実施を図るために、各国当局が個々の金融機関による遵守状況を評価する際の指針として策定されたものである。各国の監督当局には、本報告書に示された指針に沿って金融機関の報酬慣行を検査し、それをベストプラクティスに導くことが期待されている。

本報告書で示された当局による評価の対象となる金融機関は、FSB原則と同様、重要な金融機関、特に大規模かつシステム上重要な金融

機関とされ、各国において適宜適用範囲を拡大することができるとしている。また、対象となる役職員は、その業務上の活動が銀行のリスク・プロファイルに重要な影響を有する者で、少なくとも、①上級経営陣(シニアマネジメント)、重要なリスクテイクを行う者、重要なリスク管理機能を担うスタッフを含む個人、および、②(個人ベースではなくグループとして)重要なリスクテイクを行う従業員を含むこととされている。

グローバルな金融機関の本拠地国と拠点所在国の当局の関係については、本拠地国の当局は、グループレベルでの報酬方針を評価する責任を負うが、拠点所在国の当局も適宜、本国での評価に対して情報提供を行うことができるとしている。

また、2010年3月に公表され、現在パブリック・コメントに付されている市中協議文書「コーポレート・ガバナンスの強化のための原則」(BCBS(2010c))では、各銀行に対し、FSB原則および実施基準またはそれに準拠した各国のルールを完全に取り入れるよう求めた上で、取締役会による報酬システムの設計および運用の主體的な監視(原則10)と、報酬と健全なリスクテイクとの整合性確保(原則11)が原則に盛り込まれている。

(2) 米国での議論と立法化の動向

a. TARPの支援を受けた金融機関に対する規制

不良資産救済プログラム(TARP)による支援を受けた企業に対しては、財務長官が経営陣の報酬に関する基準を定めるべきことが、2008年緊急経済安定化法(EESA)および2009年米

国再生・再投資法（American Recovery and Reinvestment Act of 2009：ARRA）で定められた。財務長官はこれに沿って、2009年6月に「報酬およびコーポレート・ガバナンスに関する TARP 基準の暫定最終規則」を公表し、TARP 支援対象企業に対して役職員の報酬制限を課すとともに、特に例外的な支援を受けた7社⁸⁾の報酬を監督する TARP 特別報酬監督官 (Special Master for TARP Executive Compensation) の任命等の措置を明らかにした。

TARP 特別報酬監督官は、10月22日、上記7社の報酬額上位25名に対する最初の決定を発表した。そこでは、①短期業績に基づく現金での支払いの禁止、②金額が保証された現金報酬から長期保有義務のある株式形態での支払への転換、が定められ、この結果、平均現金報酬は90%以上減少し、3名を除き現金での支払いは50万ドル以下に抑えられ、平均報酬総額も50%以上減少した。また、③報酬の過半を長期保有義務のある株式で支払うこと、④インセンティブ報酬は、所定の業績を達成し、TARP の返済が終了した後のみ譲渡が認められる譲渡制限付株式で支払うこと、⑤株主の利益に反する報酬慣行の即時の改善等が含まれていた。

2010年3月23日には、同監督官は2010年の報酬に向けたルールを発表し、ここでは、2009年水準比平均33%の現金報酬の削減といった水準の削減や、2009年に導入した上記報酬改革の継続等が示されている。

b. 金融規制改革案

TARP 支援対象企業への報酬規制と並んで、6月の金融規制改革案 (Department of the Treasury (2009)) においても、「連邦規制当局は、金融機関の経営陣の報酬慣行をより長期的

な株主価値と整合の取れたものとし、報酬慣行が監督対象金融機関の安全性および健全性を脅かす可能性のあるインセンティブを与えないようにするため、基準およびガイドラインを発出すべきである。加えて、我々は、報酬委員会の独立性をより高める新たな要件とともに、全ての公開会社に対し、上級執行役員の報酬パッケージについての非拘束的な株主決議を求める法律の制定を支持する」とされ、金融機関の報酬に対し一定の規制を加えるべく法律等のルールを定めるべきことが盛り込まれた。

また、同改革案は、「G20でのコミットメントに沿って、我々は各国当局に対し、報酬を長期の株主価値と整合の取れたものとし、報酬体系が過度なリスクテイクへのインセンティブを与えることのないようにすることを推進するよう求める。我々は、バーゼル銀行監督委員会 (BCBS) が金融安定理事会 (FSB) の報酬原則を、2009年末までにそのリスク管理指針に取り込むよう勧告する」として、国際的な共同歩調を求めている。

c. 上下両院法案

6月の金融規制改革案の内容は、下院本会議および上院銀行委員会を通過したそれぞれの法案において具体化されている (内容の詳細は図表12)。

まず、金融機関に限らず全ての公開企業に対して課される規制として、上下両院いずれの法案も規定を置いているのが、経営陣の報酬に関する株主投票 (say on pay、ただし拘束力は認められていない) と報酬委員会の独立性である。株主投票については、下院法案は特にゴールデン・パラシュート⁹⁾を独立した株主投票の対象とすべきことを定めている。

8) AIG、シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、クライスラー、GM、GMAC、クライスラー・フィナンシャルの7社。

9) 買収等で経営権の交代が生じた場合に、職を失う旧経営陣に対し予め金銭等の支払を約束しておくこと。

図表12-1：米国上下両院の金融規制改革法案における報酬規制①

	下院法案	上院法案(2010年3月22日上院銀行委員会通過案)
株主投票 (say on pay)		
対象	公開会社（金融機関に限らず）	同左
規制の枠組み	1934年証券取引所法の改正	同左
内容	○報酬開示ルールにより開示対象となっている経営陣の報酬につき、毎年株主投票を義務付け ○ゴールデン・パラシュートの導入について開示および株主投票を義務付け	○経営陣の報酬については同左 ○ゴールデン・パラシュートについては規定無し
決議の拘束力	拘束力なし	同左
報酬委員会等の独立性		
対象	公開会社（金融機関に限らず）	同左
規制の枠組み	1934年証券取引所法の改正（SECが証券取引所に対し、報酬委員会等の独立性要件を満たさない会社の上場を禁じるようルールで規定）	同左
報酬委員会の独立性	○報酬委員会のメンバーは全て独立した取締役であること ○独立性要件は本改正法中に規定（当該会社から報酬委員会のメンバーや取締役としての報酬以外のアドバイザー料その他の報酬を得ていない者）	○報酬委員会のメンバーは全て独立した取締役であること ○独立性は取締役の報酬源や当該会社およびその子会社等との関連を勘案し、取引所が判断
報酬コンサルタント等の独立性	報酬委員会のコンサルタントまたはアドバイザーはSECの定める独立性基準を満たすこと	同左
インセンティブ報酬に関する規制		
対象	資産10億ドル以上の金融機関（預金取扱金融機関、銀行持株会社、ブローカー・ディーラー、クレジット・ユニオン、投資顧問、ファニーメイ、フレディマック等）	公開会社（金融機関に限らず）
規制の枠組み	連邦規制当局（FRB、OCC、FDIC、OTS等）が対象金融機関に下記内容を義務付ける規則を制定	1934年証券取引所法の改正（SECが以下の内容をルールで義務付け）
内容	○インセンティブ報酬の仕組みに関する当局への開示 ○不適切なリスクテイクを助長すると当局が判断した報酬の仕組みの禁止	○成果に対して支払われる報酬につき、支払額と成果との関係を含め、年次の委任状書面で開示 ○禁止規定は無し
報酬の取戻し		
対象	—	公開会社（金融機関に限らず）
規制の枠組み	—	1934年証券取引所法の改正（SECが証券取引所に対し、以下の要件を満たさない会社の上場を禁じるようルールで規定）
内容	—	○インセンティブ報酬に関する方針の開示 ○財務報告の訂正が生じる場合に、インセンティブ報酬を受領した現在または過去の執行役員から、過去3年に遡り過払い分を取戻し

図表12-2：米国上下両院の金融規制改革法案における報酬規制②

		下院法案	上院法案(2010年3月22日上院銀行委員会通過案)
報酬に関するヘッジの開示			
対象	—	—	公開会社（金融機関に限らず）
規制の枠組み	—	—	1934年証券取引所法の改正（SEC が以下の内容をルールで義務付け）
内容	—	—	○従業員または取締役が、報酬の一部として付与された株式の市場価値下落をヘッジまたは相殺するために、先物やエクイティ・スワップ、カラー等の金融商品の購入を認められているか否かを、年次の委任状書面で開示
過度の報酬の禁止			
対象	—	—	銀行持株会社
規制の枠組み	—	—	1956年銀行持株会社法の改正（FRB が以下の内容をルールで義務付け）
内容	—	—	以下の内容の報酬プランを危険かつ不健全な報酬慣行として禁止 ○執行役員、従業員、取締役、主要株主に対し、過度な報酬、手数料、利益を付与、または ○当該銀行持株会社に重大な財務上の損失をもたらす

（資料）みずほ総合研究所作成

また、インセンティブ報酬に関する規制についても、上下両院案とも規定を有しているが、上院案は公開会社全てを対象としているのに対し、下院案は資産10億ドル以上の金融機関を対象としている点で相違がある。

この他に、上院案では、公開会社全てに対し、決算に修正が生じた場合の過去3年分のインセンティブ報酬の取戻しと、報酬に係るヘッジ手段の導入を認めている場合はその内容の開示を求めているほか、銀行持株会社に対し、過度の報酬の支払を禁止する規定を置いている。

(3) 英国での議論と立法化の動向

a. FSA の議論

(a) 報酬規程 (Remuneration Code)

2009年3月のターナー・レビュー (FSA

(2009a)) において、FSA は従来、他国の監督当局と同様、報酬形態やそれがリスクテイクに与えるインセンティブの構造についてほとんど注意を払ってこなかったが、それは失敗であったと認め、今後、金融機関の検査の中で、報酬政策の持つリスクについても重点を置いた検証を行っていくことと、報酬に関する原則の制定・導入を進めていくことを明らかにした。そして、ターナー・レビューと同じタイミングで発出した「金融サービスにおける報酬慣行の改革」と題するコンサルテーション・ペーパー (FSA (2009b)) において、「報酬慣行に関する規程」(Code on Remuneration Practices) の草案を提示し、パブリックコメントに付した。

本草案は、まず一般要件 (general requirement) として「金融機関は、実効性のあるリ

リスク管理の促進と統合的な報酬ポリシー、手続および慣行を確立し、導入、維持しなければならない」と規定した上で、①報酬委員会の役割・機能、②報酬決定手続の明確化、③リスク管理やコンプライアンス担当役職員の報酬決定の独立性、④業績報酬の利益をベースとした算定とリスク調整、⑤業績報酬の長期的な業績に基づく算定、⑥業績評価上の非財務業績の重視、⑦長期のインセンティブ報酬に関する業績評価の

リスクに応じた調整、⑧賞与の固定部分の割合と柔軟な賞与政策、⑨賞与の相当部分の支払繰延べ、⑩賞与の繰延べ部分と将来の業績の連動、の10の原則を定めている。

FSA は、8月にポリシー・ステートメント (FSA (2009c)) を発し、そこでパブリック・コメントも踏まえて上記草案を修正の上、最終的な「報酬規程 (Remuneration Code)」を公表した。これに伴い、原則は草案の10項目から

図表13：FSA ハンドブック Remuneration Code (SYSC19)

一般要件 (General Requirement)	○金融機関は、実効性のあるリスク管理を促進し、それらと統合的な報酬ポリシー、手続および慣行を確立し、導入、維持しなければならない
原則1：報酬政策に責任を負うべき主体とその構成	報酬委員会は、 ○独立した決定を下す ○決定が当該金融機関の財務状況や将来見通しの合理的な評価と統合的であることを示す ○独立した決定を下すための能力や経験を有する ○報酬ポリシーを承認し、定期的に検証する
原則2：報酬決定手続ならびにリスクおよびコンプライアンスの勘案	○報酬の決定手続は明確かつ文書化し、利益相反管理の手段を含む ○報酬ポリシーの策定においては、リスク管理およびコンプライアンスの要素を適切に織り込む
原則3：リスク管理およびコンプライアンス部門の職員の報酬	○リスク管理およびコンプライアンス部門の職員の報酬は、他の部門から独立して決定される ○リスク管理およびコンプライアンス部門は、その目的に基づく業績の測定基準を備える
原則4：利益ベースの業績測定とリスク調整	○賞与資金の算定に用いる財務上の業績評価は、主に利益をベースとする ○賞与資金の算定には現在および将来のリスクによる調整を行い、所要資本および流動性を考慮する
原則5：長期業績の評価	○業績連動部分が報酬全体の中で多くの割合を占める場合は、評価はより長期の業績に基づき行う
原則6：非財務業績の測定基準	○非財務業績の測定は、業績評価プロセスの重要な部分を占める ○非財務業績の測定基準には、実効性のあるリスク管理および規制体系の遵守を含む
原則7：長期インセンティブ・プランに係る業績評価	○長期インセンティブ・プランに係る業績評価は、将来のリスクを勘案する
原則8：報酬の体系	○当該金融機関に重要な影響を持つ者、および当該金融機関のリスクプロファイルに重要な影響を持つ職員の報酬体系は、実効性のあるリスク管理と統合的で、それらを促進するものとする

(資料) FSA Handbook よりみずは総合研究所作成

8項目に再編されている（内容は**図表13**）。同規程はFSAハンドブックの中に織り込まれ（SYSC 19）、2010年1月1日から施行されている。

(b) ウォーカー・レビュー

2009年11月には、首相の要請に基づきデイヴィッド・ウォーカー卿によりまとめられた英国銀行のコーポレート・ガバナンスに関する報告書（Walker(2009)、いわゆる「ウォーカー・レビュー」）の最終版が公表された。そこでは、報酬に関して、上記報酬規程とも平仄の取れた形で、以下の11項目の勧告がなされている。

勧告28

報酬委員会は、当該金融機関が報酬に関し全ての職員に対し一貫性のあるアプローチを取っていることを担保するため、報酬支払や雇用条件に対する考え方を十分に理解すべきである。したがって、報酬委員会への委任事項には、全社ベースでの包括的な報酬ポリシーの原則とパラメーターの設定に対する責任が含まれるべきである。

勧告29

報酬委員会の委任事項には、全ての「ハイエンドな」職員に対する報酬ポリシーおよび報酬実績の監視を含むようにすべきである。

勧告30

報酬委員会の報告において、「ハイエンドな」職員についてのパフォーマンス目標とリスク調整がこれらの職員の報酬体系に正しく反映されていることを報酬委員会が確認するとともに、パフォーマンス目標やリスク調整、関連する報酬体系が業務執行取締役に適用されるものと異なる場合には、その底流にある原則を説明することが求められる。

勧告31

FTSE100の対象となっている銀行と、最大規模の住宅貸付組合のようなそれに匹敵する金融機関においては、2010会計年度以降の報酬委員会報告で、当該会計年度の報酬見込額が、100万ポンドから250万ポンド、250万ポンドから500万ポンド、500万ポンド以上の各レンジに該当する業務執行取締役を含む「ハイエンドな」職員の数と、各レンジの中での給与、現金賞与、後配株、業績連動の長期報酬、年金拠出といった報酬の主要要素について開示すべきである。これらの開示の際には、可能な限り、これらの高い報酬とつながっているビジネス分野が何かについても示すべきである。

勧告32

非居住者の英国子会社であるFSAの認可銀行は、2010会計年度以降、報酬総額の階層（英国外で受け取る報酬を含む）の詳細と、「ハイエンドな」職員に対する報酬の主要構成要素を、英国で上場している銀行と比較可能なベースで開示すべきである。

勧告33

インセンティブ報酬の支払繰延べは、FSA報酬原則の対象となる銀行およびその他金融機関の業務執行取締役や「ハイエンドな」職員の報酬を、その持続的なパフォーマンスと平仄の取れたものにするための主要なリスク調整メカニズムであるべきである。インセンティブについては、1事業年度に対して与えられる変動報酬の少なくとも2分の1は長期インセンティブスキームの形式とし、その半分は3年以上経過後、残りは5年経過後に、業績の状況に応じて支払われる形にすることで、

バランスを取るべきである。短期賞与は3年以上の期間での支払いとし、1年目に支払われるのはそのうちの3分の1までとすべきである。取戻しは、虚偽の言明や不正行為があった場合の回復の手段として用いられるべきである。ここで勧告した仕組みは、来年のFSAの報酬原則検証プロセスに組み込まれるべきであり、2010会計年度以降の報酬委員会報告では、「従うか、さもなければ説明せよ」の原則に基づき、「ハイエンドな」報酬の取決めが本勧告の構造に適合しているかについて記述するべきである。

勧告34

業務執行取締役および「ハイエンドな」職員は、当該金融機関の株式を保有するとともに、与えられた報酬のうち、過去実績または今後の見通しに基づく報酬総額に見合った一定額を留保し、報酬委員会の判断で一定期間積立てることが期待される。このような役員に対する株式の付与は、特に斟酌すべき事情がある場合を除き、通常は退任時に増額されるべきではない。

勧告35

報酬委員会は、インセンティブ・パッケージに関連して設定されるパフォーマンス目標に対して用いる個々のリスク調整に関し、取締役会のリスク委員会に対し助言を求めべきである。意見の相違が生じた場合は、取締役会長と非執行取締役が適切なリスク調整を決定すべきである。

勧告36

報酬委員会の報告に関する非拘束的な決議において、得票が投票総数の75%未満である場合には、報酬委員会の委員長は、通常の任

期に関わらず、翌年に選任手続きを受けるべきである。

勧告37

報酬委員会の報告において、業務執行取締役または「ハイエンドな」職員の中に、在任中または退任時もしくは支配株主の変更等の他の事象の発生時に、既の開示済の取締役報酬報告で開示されている額を上回る報酬の増額を受ける者が存在するか否かを述べるべきである。また、報酬委員会は、当該年度において、役職員全般または特定の役職員に対し、そのような報酬の増額を認める判断を下したことがあるか否かについても述べるべきである。

勧告38/39

報酬コンサルタントは、既に形成されている専門家グループが従うべき正式の憲章を制定し、そこで以下の事項を定めるべきである。報酬コンサルタント規範の監視および検証、報酬コンサルタント規範と誰がそれにコミットしているかを財務報告評議会（FRC）のウェブサイトに掲載すべきこと、全ての報酬委員会はアドバイザーとの契約条件を決める基礎として報酬コンサルタント規範を用いるべきこと、報酬報告にはコンサルタントの助言の出所および当該コンサルタントと当該金融機関との他のアドバイザー契約の有無について記載すべきこと。

b. 金融サービス法案と経営陣の報酬報告

2009年11月に議会に提出された金融サービス法案（4月8日、「2010年金融サービス法」として成立）は、財務省が、認可を受けた金融機関（authorised person）の経営陣（executives）の報酬に関する報告の作成、認可、開示に係る

図表14：英国の「経営陣の報酬報告規則」

報告作成義務者	以下の銀行等 (banking institution) ○従業員(当該銀行の業務を行う子会社含む) 1,000名以上、および ○単体での資産1,000億ポンド以上、または ○グループ連結資産1,000億ポンド以上
対象者	年間報酬50万ポンド以上の者
報告の内容	○当該銀行等の経営陣の報酬ポリシー ○報酬委員会からの報告 ○経営陣の報酬額(金額階層別に人数で表示) ○報酬カテゴリー毎の合計額

(資料) みずほ総合研究所作成

規則を制定することができるとの規定を置いている。同時に、金融サービス・市場法を改正し、FSA に対し、金融機関がFSB 報酬原則や実施基準に則した報酬ポリシー（経営陣に限らず、従業員等も対象）を定め、それを遵守させるためのルールを制定するよう義務付けている。

財務省はこれを受け、経営陣の報酬報告規則（The Executives' Remuneration Reports Regulations 2010）の草案を発表しており、対象金融機関や対象者、報酬報告の内容、公表手続等に関する詳細を定めている（図表14）。

また、英国では、2010年予算法案の中で、2009年12月9日から2010年4月5日の間に発生した銀行の役職員に対する25,000ポンドを超える賞与に対し、税率50%での課税を定めていることは前述（4.(2)c）のとおりである。

(4) EU での議論

a. ド・ラロジエール報告

EU では、2009年2月のド・ラロジエール報告において、報酬インセンティブは株主利益や長期的な全社の収益性とより整合性の取れたものとしなければならないとし、賞与評価は複数年の枠組みの中で実施すること、同様の原則を

プロップトレーダーやアセットマネージャーにも適用すること、賞与は実際の業績を反映させ、事前の保証をしないこと、そして監督当局は金融機関の報酬ポリシーを監督し、過度なリスクテイクにつながるポリシーの変更を求め、必要に応じてバーゼルⅡの第2の柱の下での追加資本を課すことを勧告した（The de Larosiere Group(2009) 勧告11）。

b. 欧州委員会勧告

欧州委員会は2009年4月30日、報酬に関する2つの勧告を発出した。1つは、上場会社の取締役報酬に関する既存の勧告を補完する勧告、もう1つは、金融サービスセクターの報酬ポリシーに関する勧告である。

上場会社の取締役報酬については、2004年の勧告（2004/913/EC）で、各上場会社が取締役報酬に関するポリシーと個々の取締役の報酬についての開示、および株式形態（オプション含む）で与えられる報酬の株主総会での事前承認が、続く2005年の勧告（2005/162/EC）では、非執行取締役（non-executive director）または監督取締役（supervisory director）をメンバーとする報酬委員会の設立が勧告されていた。

欧州委員会は、これらの勧告を全面的に導入した加盟国はほとんどなかったと述べており、このような中発生した金融危機では、特に金融セクターにおいて、報酬の与える誤ったインセンティブが問題になったことから、新たに2つの勧告を出すに至ったものである。

上場会社の取締役報酬に関する勧告は、まず、報酬ポリシーの内容として、変動報酬の割合を一定以下に抑え、予め定められた計測可能な業績基準に従って支払うこと、変動報酬の相当部

分の支払は一定期間留保すること、明らかに誤ったデータに基づき支払われた変動報酬の取戻し、退職金の水準制限と業績不振による退任の場合の支払禁止等を含めるよう勧告している。また、株式ベースでの報酬について、付与後3年間は実際の株式引渡しを行わないこと等を求めている。また、ガバナンスの観点から、報酬ポリシーで開示される報酬の内容等の説明や情報の充実も求めている。

一方、金融セクターの報酬ポリシーに関する勧告は、金融機関（financial undertakings）による実効性あるリスク管理と整合的で、それを促進する報酬ポリシーの制定について扱ったもので、加盟国は金融機関によるこれらのポリシーの制定、その正しい導入・適用を確保するよう求められる。同勧告は、報酬ポリシーには、変動報酬と固定報酬のバランス、賞与の相当部分の一定期間の支払留保、契約満了前の退任に伴う退職金は契約に基づき、それまでの業績に基づき支払うこと等の要素を含むものとしている。また、業績の評価は、個人の業績と所属するビジネスユニットおよび全社の業績を組み合わせ、複数年の枠組みの中で行うことや、現在および将来のリスクに応じて調整し、所要資本や流動性のコスト、ルールの遵守等の非財務基準を考慮すべきことを求めている。ガバナンスの観点からは、利益相反の回避策、取締役会による報酬および報酬ポリシーの決定と導入、対象者への報酬ポリシーの開示等が含まれる。報酬ポリシーとその改定内容については、ステークホルダーへの開示が求められる。

c. 資本要件指令の改正

これら2つの勧告にはコミュニケーション文書が付属しており、その中で、次のステップと

して、資本要件指令（Capital Requirement Directive、2006/48/EC および2006/49/EC）の改正を通じ、銀行および投資会社の報酬ポリシーについての拘束力のある対応を行うことを明らかにしていた。

これを受けて欧州委員会は、2009年7月13日に資本要件指令の改定案を発表、トレーディング勘定や複雑な証券化商品に係る資本要件の強化と並んで、報酬ポリシーに関する規定の導入を図った。

内容は、加盟各国の当局に対し、健全かつ実効性のあるリスク管理と整合的かつそれを促進するような報酬ポリシーおよび慣行を導入し実施する義務を銀行等（credit institutions）に課すこと、報酬ポリシーを監督の対象とすること、義務に反する金融機関に対してはペナルティを課すことを求めるものである。

これにより、銀行等がルールに沿った報酬ポリシーを導入し、健全なリスク管理に反しない報酬実務を行っていくことがEU レベルで法的に義務付けられる方向となった。

(5) 小括

以上のとおり、金融機関の役職員の報酬に関しては、FSBによる原則および実施基準が示され、主要国やEUではそれに沿った形で国内（域内）ルールの策定が進んでいる。

わが国においても、2009年12月25日に金融庁から「主要行向けの総合的な監督指針」の改正案の提示があり、パブリックコメントを経て改正が実施された。本改正では、FSB原則および実施基準を踏まえ、①報酬委員会等の役割、②報酬体系とリスク管理の整合性、③報酬体系の設計・運用に関する公表が監督上の評価項目

として加えられた。

報酬規制については、学識者の間でも評価が分かれている。例えば、ハーバード・ロースクールのルシアン・ベブシュクは、金融セクター以外では、政府による介入は内部のガバナンスの改善にとどめるべきだが、金融機関は特別であり、破綻すると内部化されないコストが納税者にかかってくるが故に、より直接的な規制も正当化されるとし、株主投票や報酬委員会の独立性強化といったガバナンスの強化のみでは不十分であり、報酬構造に対する規制が必要と主張する（Bebchuk(2009)）。

一方、この意見に対し、シカゴ大学のルイジ・ジンガレスは、前提には賛成するものの、そこからベブシュクの主張する結論は出てこないという（Zingales(2009a)）。ジンガレスは、報酬規制がTBTFに伴うモラルハザードに対応する最善の方策かどうかは明確ではないし、仮にモラルハザードを緩和する効果があったとしても、有権者の目を意識した政治家の関心は報酬額自体の規制にあり、政府による規制が役に立つという保証はないとする。そして、報酬設計の誤りが金融危機の原因となったというベブシュク的前提に対し、そのような因果関係はないとの最近の研究結果を示している。

金融・経済を専門とする米国の研究者グループは、2010年2月に公表したワーキング・ペーパー（Squam Lake Working Group on Financial Regulation(2010)）で、政府は一般に、報酬の水準を規制すべきではないとした上で、システム上重要な金融機関に対し、年間報酬額の一部を数年間支払留保し、当該金融機関が破綻または重大な政府支援を受けるような状況に至った場合は、留保分の権利を失わせる制度を

提唱し、報酬の構造に対する規制は政府が行う正当な根拠があるとしている。

報酬の問題は、欧米の大規模金融機関が金融危機後も巨額の報酬を続けていることから来る感情的な反発が強いこともあり、冷静な議論が難しいが、ジンガレスが指摘している政治家の意図は別にして、現在国際的に行われている議論では、報酬の額自体を規制しようという考え方はほとんど採られておらず¹⁰⁾、報酬の構造や報酬に対するガバナンスの強化に重点が置かれている。この点で、一部反対論はあるものの、学識者も含めて多くの賛同が得られやすいものになっていると言うことができる。

7. おわりに ～規制強化による対応の限界とモニタリングの重要性

(1) 現在の規制強化議論の問題点

以上見てきたとおり、金融危機後1年余りの間に、TBTF問題への対応のための規制改革の議論は大きく進展した。この背景には、巨額の公的資金を金融機関に注入した欧米政府首脳および監督当局が、負担を強いられた国民の不満を解消するため、目に見える形での政策対応をアピールする意図があったことは間違いなく、やや強引に議論が進められてきた部分も多いと思われる。以上見てきた各施策の中にも、更なる検討の余地を残しているものがあることは、それぞれの箇所述べたとおりである。

特に危機後の改革案をリードしてきた英国や米国では、今年は国政選挙を控えていることから、ともすると金融規制改革が政治上の駆け引きの材料とされる懸念がつきまとう。このような中で重要なことは、はじめに規制強化ありきではなく、まず規制の目的を明確にした上で、

10) 英国の銀行報酬税（25,000ポンドを超える賞与への50%課税）は、報酬額に対する規制と見ることができる。

導入しようとしている施策がその目的達成のために十分な効果を有するか否か、また弊害の有無やコストとベネフィットのバランスなどについて十分に検証し、導入の是非を判断することである。拙速な規制強化によって、本来の金融機能の発揮が妨げられるような事態は避けなければならない。

(2) 規制強化による対応の限界

これまでの歴史を見ても、規制が強化されると、必ずそれを回避するための行動が出てくることは避けられず、それによってかえって予期せぬ結果がもたらされることがある。特に金融の分野は、マネーという目に見えないものを扱うため、規制回避の動きの結果、規制の目の届かない取引が増えることが懸念される。そのような規制外取引がほとんど認識されないうちに増加し、そこでリスクが膨らみ、気がつけば金融システムに深刻な影響を与える結果をもたらしたというシナリオも否定できない。これはまさに、先の金融危機において、シャドールバンキングと呼ばれたのと同種の問題の再現である。シャドールバンキングは主に規制緩和から生じたものであるが、拙速な規制強化によっても同じような結末につながる可能性があることは認識しておく必要がある。

業務範囲規制などはまさにこのような危険性を孕んでいる。直接的に行為を縛る形の規制は回避行動を生みがちであるため、特に慎重であるべきである。

この点に関連して、ハーバード大学のオリバー・ハートと前出のレイジ・ジンガレスは、最近の論文（Hart and Zingales(2009)）で以下のような議論を行っている。

同論文によると、金融機関のTBTF問題への対応策には大きく2つある。1つは、代替手段のコストを減らすことにより、救済の可能性を小さくすることであり、リビング・ウィルの導入などがこれに当たるとする。これは考え方としては良いが、実際に機能するかどうかには疑問符を付けている。

第2のアプローチは、救済の可能性は排除できないことを認めた上で、金融機関のリスクテイクを制限することとする。このアプローチのうちの1つの考え方は、金融機関の行う業務に対し厳しく制限を課すことであるが、そのような規制は容易に回避できるため、必ず失敗する運命にあると述べている。同論文は、結論として、第2のアプローチのうち、金融機関が取るリスクの総量を規制するという考え方を採るべきとしている¹¹⁾。

金融システムへの影響という点では、規制されたマーケットも規制の枠外にあるマーケットも同じである。規制対象外の部分は自由に任せると宣言したところで、金融機関への直接的な資金注入こそ回避されるかもしれないが、結果的に金融システム、ひいては経済全体に悪影響が生じれば、それが国民全体のコストになる点では変わらないことは忘れるべきでない。

(3) 通常の金融監督の重要性

本稿の最初の節で、TBTFに伴うモラルハザードへの対応策として、①適切なモニタリングの実施、②救済を行わないことへのコミットメント、③規模や業務範囲の制限によるTBTF化自体の予防の3つがあることを指摘した。このうち上記ハート・ジンガレス論文が扱っているのは②と③の論点であるが、そのことは金融

11) 具体的には、金融機関のCDS(クレジット・デフォルト・スワップ) レートを指標として、それが一定以上上昇した場合に、当局が当該金融機関に資本の増強を求める等の介入措置を取るよう提言している。

危機後の改革議論全体についても当てはまる。これまで見てきたとおり、金融危機後の改革議論、特に TBTF 問題への対応に関する議論は、②と③の論点を中心に行われ、①のモニタリングについては、監督体制を巡る議論が一部にあるものの、十分に上げられてきたとはいえない。これまでの改革議論を見ると、本来は日頃からの適切なモニタリングによって対処されるべき問題が規制の不十分さの議論に置き換えられてしまい、規制強化によって金融機関の行動をいかにコントロールするかという側面にばかり焦点が当てられている傾向が、特に英米において顕著であり、改革議論全体がその流れに引きずられている面が強いと思われる。しかし、既に述べたとおり、規制をいくら強化してもそれを回避する動きが出てくることは避けられず、金融機関の行動や取引の実態がかえって見えにくくなる面もあることを考えると、金融システムの健全性を維持していくためには、どのような規制が新たに必要かを検討するだけでなく、既存のものも含めて規制のためのルールがその趣旨に沿って正しく守られているかを監視することにもっと着目すべきであろう。そうすることで、ルールの整備・強化によって対応すべき問題と、そうでない問題を見極めることが可能になり、過剰規制による弊害を排除することにもつながると考えられる。

IMF 経済顧問兼調査局長であるオリビエ・ブランチャールは、「たとえ新しい規制が導入され、税制や法律が変わったとしても、システムック・リスクが完全にコントロール下にあるとの幻想を抱くべきではない。規制はせいぜい

のところ不完全なものであり、金融の革新に対し常に遅れをとるものなのだ。…したがって、規制当局者の主要な仕事はモニターということになる。そして必要に応じてシステムック・リスクの増大に対応することである」(Blanchard (2009)) と述べている。

もちろん、モニタリングもただ強化すればよいというわけではない。ルールが不明確な中でモニタリングだけを強化すれば、萎縮効果を生み、金融機関の行動を必要以上に縛る恐れもあるため、モニタリングの背後には必要十分な範囲で対象や内容が明確に規定されたルールが備わっていなければならない。適切なルールとモニタリングを車の両輪として捉えることが重要である。

現在進められている金融規制改革の議論の中でも、これらの点を常に念頭に置いておく必要がある。規制のためのルールの導入や強化を行う際には、それが日常の監督の中でどのように活かされるのか、また、期待した効果が発揮できるのか、目的と手段が整合的でバランスがとれているのかといった点を冷静に見極める必要があると思われる。規制導入後のモニタリングも合わせて、規制・監督体系全体として効果的に機能するかどうかという視点に立ち、モニタリングのあり方と合わせ考えることで、適切なルールの範囲や規制の強さ、具体性の程度などが見えてくる面があるはずである。現在の規制改革の議論においても、規制強化ありきではなく、このような視点からもう一度見直してみる必要があるのではないだろうか。

[参考文献]

- 赤間 弘 (2009)「英国における預金保険と銀行破綻処理制度の改革」(『預金保険研究』2009年4月)
- 貝瀬幸雄 (2006)「EUの金融機関国際倒産法制—比較法学の観点から—」(日本銀行金融研究所『金融研究』2006.11)
- 小早川周司・中村恒 (2000)「ナロー・バンク論に関する一考察—実務的・理論的サーベイ—」(日本銀行金融研究所『金融研究』2000.3)
- 高木 仁 (2006)『アメリカの金融制度 改訂版』東洋経済新報社
- 西川珠子 (2009)「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～」(みずほ総合研究所『みずほ米州インサイト』8月11日)
- 原 和明 (2009)「米国における銀行破綻処理」(預金保険機構『預金保険研究』2009年4月)
- 前多康男 (1999)「情報技術革新と狭義銀行制度」(日本銀行金融研究所 Discussion Paper No.99-J-32)
- 三谷明彦 (2009)「金融危機の再発防止に向けた金融機関のモラルハザードへの対応～“Too-big-to-fail”問題と「リビング・ウィル」」(みずほ総合研究所『みずほレポート』12月28日)
- BCBS(Basel Committee on Banking Supervision) (2010a), *Compensation Principles and Standards Assessment Methodology*
- (2010b), *Report and Recommendations of the Cross-border Bank Resolution Group*
- (2010c), “Principles for Enhancing Corporate Governance,” Consultative Document
- Bailey, Andrew (2009), “Recovery and Resolution Plans,” Remarks at Santander International Banking Conference, Madrid, November 17
- Bebchuk, Lucian (2009), “Regulate Financial Pay to Reduce Risk-taking,” *Financial Times*, August 3
- Bernstein, Peter L (1996), *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*, John Wiley & Sons (青山護訳『リスク—神々への反逆』日本経済新聞出版社)
- Blanchard, Olivier (2009), “The Crisis: Basic Mechanisms, and Appropriate Policies,” *IMF Working Paper* WP/09/80, April
- Brierley, Peter (2009), “The UK Special Resolution Regime for failing banks in an international context,” Bank of England, *Financial Stability Paper*, No. 5-July 2009
- Brown, Gordon (2009), *Speech to G20 Finance Ministers*, The Official Site of the Prime Minister’s Office, November 7
- Brown, Gordon and Nicolas Sarkozy (2009), “For Global Finance, Global Regulation,” *The Wall Street Journal*, December 9
- Corrigan, E. Gerald (2010), *Statement before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs*, February 4
- Commission of the European Communities (2009), *An EU Framework for Cross-border Crisis Management in the Banking Sector*, Commission Staff Working Document accompanying the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee, the European Court of Justice and the European Central Bank
- Department of the Treasury (2009), *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*

- The de Larosiere Group(2009), *The High-level Group on Financial Supervision in the EU Report*
- FSA (Financial Services Authority) (2009a), *The Turner Review, A regulatory response to the global banking crisis*
- (2009b), “Reforming Remuneration Practices in Financial Services,” Consultation Paper 09/10, March
- (2009c), “Reforming Remuneration Practices in Financial Services : Feedback on CP09/10 and Final Rules,” Policy Statement 09/15, August
- (2009d), “Turner Review Conference Discussion Paper, A regulatory response to the global banking crisis : systemically important banks and assessing the cumulative impact,” Discussion Paper 09/4, October
- FSB (Financial Stability Board) (2009), *FSB Principles for Sound Compensation Practices : Implementation Standards*
- FSF (Financial Stability Forum) (2009a), *FSF Principles for Cross-border Cooperation on Crisis Management*
- (2009b), *FSF Principles for Sound Compensation Practices*
- Haldane, Andrew G (2010), “The \$ 100 Billion Question” Comments given at the Institute of Regulation & Risk, Hong Kong, March 30
- Hart, Oliver and Luigi Zingales(2009), *How to Avoid a New Financial Crisis*,
http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/research/papers/how_to_avoid_a_new_financial_crisis.pdf
- Horn, Charles M.(2010), “Volcker Rule Has Many Flaws,” *American Banker*, February 23
- HM Treasury (2009), *Risk, Reward and Responsibility : The Financial Sector and Society*
- IMF (International Monetary Fund) (2010), “A Fair and Substantial Contribution by the Financial Sector,” Interim Report for the G20, April
- IMF (International Monetary Fund) and The World Bank(2009), *An Overview of the Legal, Institutional, and Regulatory Framework for Bank Insolvency*
- Johnson, Simon(2010), Testimony submitted to the Senate Banking Committee, hearing on “Implementation of the ‘Volcker Rule’ for Financial Stability,” February 4
- Kahneman, Daniel(2002), “Maps of Bounded Rationality : A Perspective on Intuitive Judgment and Choice,” Nobel Prize Lecture, December 8
- Kay, John(2009), “Narrow Banking : The Reform of Banking Regulation,” Centre for the Study of Financial Innovation, September 15
- Lipsky, John(2009), “Policy Challenges for a Post-Crisis Era,” An Address to the Bank of Canada Seminar “The Crisis Response and the Road to Recovery,” November 30
- Litan, Robert E.(1987), *What Should Banks Do?*, The Brookings Institute(馬淵紀壽・塩沢修平訳『銀行が変わる』日本経済新聞社)
- Malkiel, Burton G. and George U. Sauter(2009), “A Transaction Tax Would Hurt All Investors” *The Wall Street Journal*, December 8
- Milgrom, Paul and John Roberts(1992), *Economics, Organization and Management*, Prentice Hall(奥野正寛・伊

藤秀史・今井晴雄・西村理・八木甫訳『組織の経済学』NTT出版)

- Myners, Paul(2009), “Developing A New Financial Architecture : Lessons Learned from the Crisis,” Speech at the Financial Times Global Finance Forum, September 18
- Sarkozy, Nicolas(2010), Speech at 40th World Economic Forum, Davos, January 27
- Scott, Hal S.(2010), Prepared Written Testimony before the Committee on Banking, Housing and Urban Affairs of the United States Senate, February 4
- Spahn, Paul Bernd(1995), “International Financial Flows and Transactions Taxes : Survey and Options,” IMF WP/95/60, June
- Squam Lake Working Group on Financial Regulation(2010), “Regulation of Executive Compensation in Financial Services,” Council on Foreign Relations Working Paper, February
- Strauss-Kahn, Dominique(2009), “National, European, or Global ? The Future of Bank Regulation,” Remarks, November 24
- Tarullo, Daniel K(2009), “Supervising and Resolving Large Financial Institutions” Speech at the Institute of International Bankers Conference on Cross-Border Insolvency Issues, New York, November 10
- (2010), “Toward an Effective Resolution Regime for Large Financial Institutions,” Remarks at Symposium on Building the Financial System of the 21st Century : An Agenda for Europe and the United States, Armonk, New York, March 18
- Tobin, James(1978), “A Proposal for International Monetary Reform,” *Eastern Economic Journal*, July/October, 1978
- Tucker, Paul(2009), “The Crisis Management Menu,” Speech at SUERF, CEPS and Belgian Financial Forum Conference : Crisis Management at the Cross-Road, Brussels, November 16
- (2010), “Resolution of Large and Complex Financial Institutions : The Big Issues,” Remarks at the European Commission’s Conference on Crisis Management, Brussels, March 19
- Walker, David(2009), *A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Industry Entities : Final Recommendations*, November 26
- Zingales, Luigi(2009a), “Pay Regulation Is Not the Best Way to Address Moral Hazard,” *Financial Times*, August 17
- (2009b), “A Tax on Short-term Debt Would Stabilise the System,” *Financial Times*, December 16
- Zubrow, Barry(2010), Testimony at the United States Senate Banking, Housing and Urban Affairs, “Implementation of the ‘Volcker Rule’ for Financial Stability,” February 4