

金融規制改革についての欧州の考え方

ード・ラロジエール・レポートの要旨

平成 21 年 4 月 16 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

金融規制改革についての欧州の考え方
—ド・ラロジエール・レポートの要旨—
(要約)

欧州金融界の重鎮であるド・ラロジエール氏を委員長とする欧州金融界トップリーダーによる「金融規制改革提案」が2月25日に公表された。欧州委員会からの委嘱にもとづくものであり、欧州金融システムの改革論が中心であるが、グローバルな規制改革についても触れている。

提案の中には、ヘッジファンドに関連する規制の強化、規制の不十分なオフショア金融センターに規制強化を迫ること、EU諸国の規制統一化と対外的結束強化なども含まれているが、その他に次の三点が注目される。

第一に、プルーデンシャル監督（金融の安全性・健全性を維持するための監督）について、ミクロ（個別金融機関を監視し、顧客保護を目的とする監督）とマクロ（金融システム全体を監視し、実体経済への悪影響回避を目的とする監督）の二つに区分するという概念を掲げたうえで、欧州に二つの新機関を設立することを提案している。そして新しいマクロ・プルーデンシャル監督機関のもとにリスク警告システムを設けるべきだと述べている。

第二にグローバルな側面についてFSF（金融安定化フォーラム）を拡充して国際的金融規制の統一をはかること（これは4月2日のG20サミットの合意文書の中に盛り込まれた）、第三にIMFが「金融安定性に関する早期警戒システム（a financial stability early warning system）」を構築すべきこと、そのためのツールとして「国際リスクマップ」と「国際信用レジスター」と呼ぶ巨大なリスクおよび信用データベースを構築すべきことを提案している。

金融規制改革についての欧州の考え方

ド・ラロジエール・レポートの要旨

日本証券経済研究所
専門調査員 杉田浩治

はじめに

本稿は、金融規制改革に関する欧州金融界の考え方を紹介するものである。3月13日付の本欄掲載レポートにおいて、世界のトップ経済人から成るグループ・オブ・サーティ（G30）が09年1月に発表した金融規制改革提案を紹介したが、それはどちらかと言えば米国の金融システム改革に重点をおいた内容であった。一方、欧州委員会がド・ラロジエール氏（IMF専務理事、フランス中央銀行総裁などを歴任した欧州金融界の重鎮）を委員長とする8名の「欧州の金融監督に関するハイレベルグループ」に昨秋から検討を委嘱していた「欧州の金融システム改革のあり方」に関するレポートが09年2月25日に公表された¹。本レポートには当然のことながら欧州だけでなく世界全体の金融規制に関する部分も含まれている。

そこで今回は、このレポートの中から具体的提言内容を中心にポイントを紹介し、前回レポートと併せて米国と欧州両方についての金融規制改革の考え方を明らかにすることとしたい。

I. 金融危機の原因

ド・ラロジエール・レポートは先ず「1929年以降で最も深刻な金融危機」を招いた要因を整理して、次の諸点を挙げている。

・マクロ経済要因

一過剰流動性、低金利、超金融緩和政策（特に米国）、国際的な資金不均衡の蓄積、リスクの誤った値付け、レバレッジの拡大

・リスク管理

一金融機関、監督者・規制当局のリスク評価の誤り、金融商品の過度な複雑化、透明性の欠如→証券化等による陰の銀行システムの拡大、組成して販売するビジネスモデル

・格付機関

一ストラクチャード商品の格付けの劇的失敗、重大な利益相反

¹ http://ec.europa.eu/intenal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf

・コーポレートガバナンス

—高度で複雑な新しい金融商品の特性を理解していないなど弱体化していた株主（取締役会）と経営陣、誤ったインセンティブを与えた報酬体系

・規制・監督

—景気変動を増幅させる誤った基準設定（たとえばバーゼル委員会の自己資本基準、時価会計）、抜けていたデリバティブ市場の規制、マクロ・プルーデンシャル・リスク（金融システムの安全性・健全性を損なう恐れのあるマクロ要因）の不十分な検証

・国際機関の弱さ

—IMF、FSF（金融安定化フォーラム）、G20・・・そして協調の欠如

II. 政策・規制の改善

レポートは、Iに掲げた金融危機の原因をふまえて、先ずマクロ経済政策と規制政策の関連について言及している。その中で一般に「通貨当局はバブル発生を抑えられない」と言われているが、それは可能であること、通貨当局は資産価格が急上昇した時にその持続可能性への懸念を適切に表明すべきであり、システムリスクの客観的評価に貢献すべきであること、消費者物価だけでなく金融市場全体の動きを注視して、通貨・信用が持続不可能な形で膨張しているときには段階的引締め政策を用意すべきであること、などを述べている。そして次の規制改革案を掲げている。

1. 規制の弱点の是正

(1) 現行規制の主要部分の改革

a) バーゼル2規制

【提言1】バーゼル2（金融機関の新しい自己資本比率規制）は、次の方向で基本的に見直す必要がある。

—最低資本基準を徐々に引き上げる。

—景気変動増幅性を弱める。その方法として例えば、スペイン中央銀行が導入した「ダイナミック条項（あるいは資本バッファ）」—景気拡大期にはバッファを積み上げ、不況期にそのバッファを使えるようにする方法—がある。

—オフ・バランスシート項目について厳しい規則を導入する。

—流動性管理基準を強化する。

—銀行の内部統制およびリスク管理についての規制強化、特に経営・取締役会メンバーの資質規定（fit and proper 基準）を強化する。

（筆者注）「fit and proper（適性・適格）基準」について、日本の銀行法は第7条の2におい

て「銀行の常務に従事する取締役（委員会設置会社にあつては、執行役）は、銀行の経営管理を的確、公正かつ効率的に遂行することができる知識及び経験を有し、かつ、十分な社会的信用を有する者でなければならない」と規定している。

【提言 2】欧州においては、資本規制について共通の定義（ハイブリッド資本調達手段を自己資本の基本的項目である Tier 1 とみなすべきか、もしそうするなら、どのハイブリッド資本調達手段を Tier 1 とみなすか）を採用すべきである。そしてこの定義はバーゼル委員会において確認されるべきである。

（筆者注）ハイブリッド資本調達手段の例としては非累積配当優先株式が挙げられると思われる。

b) 格付機関

【提言 3】信用格付機関（CRA）の規制について次の諸点を勧告する。

—欧州においては、CESR（The Committee of European Securities Regulators＝欧州委員会の下部機構である「欧州証券規制者委員会」）が CRA の登録・監督の任にあたるべきである。

—CRA のビジネスモデル、CRA の資金源、格付業務とアドバイザー業務の分離問題について根本的な見直しが行われるべきである。

—金融規制にあたっての格付けの利用は、時間をかけて相当程度減らす方向で進むべきである。

—ストラクチャード商品の格付けは明確な別基準の導入により変革させるべきである。

なお、これらの規制変更は、デューデリジェンスの強化、投資家自身による判断の充実、監督の改善をともなって実施されるべきである。

c) 時価会計原則

【提言 4】会計基準について、時価会計原則を幅広く見直すべきである。特に次の諸点が強調される。

—複雑な商品に関して残っている会計問題を早期に解決する。

—会計基準は、企業のビジネスモデルを歪めたり、変動増幅的な行動を助長したり、長期投資を妨げたりすべきではない。

—IASB（国際会計基準審議会）およびその他の会計基準設定機関は、時価会計を適用できない流動性の薄い市場状況において、資産をどう評価するかについて普遍的かつ透明な方法論を明示し、合意すべきである。

—IASB が基準設定プロセスを規制・監督当局、経済界に対して一層オープンにすること。

—IASB の監視・ガバナンスの仕組みをより強化すること。

d) 保険

【提言 5】保険会社について、ソルベンシー 2（EU の新しいソルベンシー規制）が採用さ

れるべきである。

e) 監督・制裁権限

【提言 6】規制当局は、金融機関を規則に従わせるために制裁措置をふくむ十分な監督権限を持つべきであり、あらゆる種類の金融犯罪に対抗するため強力で十分な抑止効果をもつ制裁権限を持つべきである。

(2) 規制の隙間を埋める

a) 銀行以外の金融システム (parallel banking system) の規制

【提言 7】ヘッジファンド、投資銀行など銀行以外の金融システムの規制について次の諸点を勧告する。

—潜在的にシステミックな性格を持つ活動を行う全ての会社その他の主体について、幅広く公衆と直接取引を行わない場合であっても、適当な規制を適切な方法で適用すること。

—すべての金融市場における透明性を増すこと。特に金融システム上重要なヘッジファンドに関連して、すべての EU 加盟国その他の諸国が、ヘッジファンド運用者に登録義務、および投資戦略・投資方法・レバレッジ・世界中での活動状況についての情報提供義務を課すこと。

—ヘッジファンドを所有または運営している、またはヘッジファンドと大規模な自己資金取引を行っている銀行について適当な資本規制を導入し、注意深く監視すること。

b) 証券化商品およびデリバティブ市場

【提言 8】証券化商品およびデリバティブ市場について次の諸点を勧告する。

—店頭デリバティブを単純化・標準化すること。

—CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) 取引につき、EU において、十分な資本を持った少なくとも一個の清算機構を導入し、取引者に利用を義務付けること。

—証券化商品の発行者が、ヘッジされていない原リスクの相当な部分 (meaningful amount) を、その証券の償還に至るまで自ら保持することを保証すること。

c) 投資ファンド

【提言 9】投資ファンドに関連し、(MMF、ファンド・オブ・ファンズなど) 投資ファンドの定義、運用可能な資産の範囲、および業務の外部委託について統一ルールを再制定するとともに、資産の保管・管理の独立性についての規制を強化することを提案する。

2. 欧州内の規制の統一化

【提言 10】欧州内での規制の統一化を推進する。

—欧州各国および欧州議会は今後の立法化にあたり、域内での整合性に欠ける（規制の置き換えや適用を避けるべきである。

—欧州委員会およびレベル 3 委員会（筆者注参照）は、各国の例外規定の内容、および何れの例外規定の撤廃が単一金融市場としての機能を促進するかを識別し、競争の歪みおよび規制裁定（業者が規制の緩やかな地域を選択する機会）を削減し、あるいは EU における国境を超えた金融活動の効率を高めるべきである。ただし、加盟各国が、域内原則と最低統一基準を尊重した上で、各国内の金融安定性を守るために適切と考えられる一段と厳しい規制措置を採用することは可能とすべきである。

（筆者注）EU の立法・執行プロセスは次の 4 段階に分かれている。レベル 1（欧州委員会・欧州議会等による大枠原則の決定）→レベル 2（欧州委員会、欧州証券委員会（ESC）、欧州証券規制者委員会（CESR）等による実施細則の決定）→、レベル 3（CESR による EU 法の統一解釈・ガイドライン等にもとづき、一貫した方法で各国が実施する）→レベル 4（欧州委員会が、各加盟国は EU 法令に沿っているかをチェックし、必要な法的措置をとる）。

3. コーポレートガバナンス

(1) 報酬問題

【提言 11】最近の金融危機において明らかになったコーポレートガバナンスの欠陥に鑑み、金融部門の報酬インセンティブ制度は、次の原則にもとづき、株主の利益および長期的な企業全体の収益に合致させるべきである。

—ボーナスの評価は複数年の枠組みで決定し、支払いを数年にわたる（5 年以上など市況のワンサイクルを通じての）分割払いにすべきである。

—上記と同様の原則を金融機関の自己資金取引トレーダー、資産運用者にも適用すべきである。

—ボーナスは実績に基づいて事後的に決定し、予め保証することは避けるべきである。

監督当局は金融機関の報酬制度の妥当性を監視し、報酬制度が過度のリスクテイクを助長する場合には変更を求め、もし適切な是正措置が実行されなかった場合にはバーゼル 2（金融機関の新しい自己資本比率規制）の pillar2（第 2 の柱＝金融機関の自己管理と監督上の検証）のもとでの追加的資本要件を課すべきである。

(2) 内部リスク管理

【提言 12】リスク管理について次の諸点を勧告する。

—金融機関内部のリスク管理機能は独立しているべきであり、効果的・独立的ストレステストについて責任を負うべきである。

—上級リスク管理者は企業の中で非常に高い地位を持つべきであり、そして

—投資・運用者による内部的リスク評価と適切なデューデリジェンスが、外部の格付けへの

過度の依存により疎かにされてはならない。

監督当局は金融機関の内部統制システムを頻繁に検査することが求められる。

4. 危機管理と解決方法

【提言 13】 EU における金融危機管理のための明快で実行可能な規制の枠組みを整備すべきである（全ての関連当局が適正・同等の危機防止および危機介入手段を持つべきことなど。詳細は掲載省略）。

【提言 14】 EU における預金保証スキームは同一化されるべきである。その方法は民間部門の事前積立制（例外的なケースでは国家が上乘せ）によることが望ましく、また（預金が、保護の厚い国や、保護の厚い国に本拠を持つ銀行の支店に流れるという問題を避けるため）EU 域内の全銀行の全顧客に対し高度の、かつ同一の保護がなされることが望ましい。全ての顧客に対する高度・同一の保護原則は保険および投資部門においても実施されるべきである（詳細は掲載省略）。

【提言 15】 現在、国境を超えた金融危機の解決を可能にする EU レベルでの国別負担分担の枠組みがないため、加盟国は既存の合意覚書（Memorandum of Understanding, MoU）に盛り込まれた負担分担の原則以上の詳細な基準に同意すべきであり、それに応じて MoU を修正すべきである。

III. 欧州の監督制度の改善

マクロおよびミクロのプルーデンシャル（金融システムの安全性・健全性を維持するための）監督

最近数年間の経験により、マクロ・プルーデンシャル監督とミクロ・プルーデンシャル監の区別が重要であることが表面化した。両者は内容的にも実行面でも明らかに絡み合っており、両方が必要である。

ミクロ・プルーデンシャル監督は、伝統的に世界中の監督当局の関心の中心であった分野であり、個々の金融機関を監視し、当該金融機関の顧客を保護することを主目的としている。

一方、マクロ・プルーデンシャル監督は金融システム全体を監視し、経済全体を実質生産のマイナスから守ることを目的としている。金融システム全体へのリスクは大金融機関 1 社の破たんから生じる場合もあるが、より巨大なグローバル・システムック・リスクは、数多くの金融機関が同一のリスク要因について共通的にエクスポージャーを持つことから生じる。したがってマクロ・プルーデンシャル分析は、多くの金融機関に共通的あるいは

相関するショック、および伝播的な波及効果やフィードバック効果の引き金となる要因や部分へのショックに特に注意を払うことになる。

マクロ・プルーデンシャル監督はマイクロ・プルーデンシャル監督にある程度影響を与えなければ意味がないし、マイクロ・プルーデンシャル監督はマクロレベルでの出来事を適切に斟酌しなければ効果的に金融安定性を維持することができない。

1. 何をなすべきか—欧州金融監督・危機管理システムの構築

(1) マクロ・プルーデンシャル監督の改革

【提言 16】 欧州中央銀行（ECB）総裁が長となる「欧州システミック・リスク・カOUNシル、The European Systemic Risk Council（ESRC）」と呼ぶ新機関—マクロ・プルーデンシャル監督を行う機関（別掲図参照）—を、ECB の支援のもと（人材・資材なども ECB のサポートを受けて）創設すべきである。

—この ESRC の構成員は ECB 役員（General Councils）、および CEBS（Committee of European Banking Supervisors、欧州銀行監督者委員会）、CEIOPS（Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors、欧州保険・職域年金監督者委員会）、CESR（The Committee of European Securities Regulators、欧州証券規制者委員会）の各委員長と EU 委員会代表 1 名とする。討議の議題に応じ保険・証券監督者の出席が必要な時には、ESRC の長は適当な国別監督当局の長を出席させることができる。—ESRC は、金融安定性に関する全ての情報—すなわちマクロ経済の状態および全ての金融セクターにおけるマクロ・プルーデンシャルに関連する出来事（macro-prudential developments）に関する全ての情報—を集積し分析する。

—ESRC とマイクロ・プルーデンシャル監督者との間の適切な情報の流れが確保されなければならない。

【提言 17】 提言 16 に掲げた ESRC および EU 経済金融委員会（EFC）の支援の下、リスク警告システムを設ける。

—ESRC はマクロ・プルーデンシャル・リスク警戒業務を優先し、必要な場合に警告を発すべきである。警告発令後は強制的フォローアップを行い、必要に応じて EU において法的権限を持った関連当局が行動すべきである。

—もしリスクが重大なもので EU の金融部門あるいは経済全体にマイナスの影響を与える可能性があるときは、ESRC は EFC（EU 経済金融委員会）委員長に通報する。EFC は欧州委員会との共同作業によってリスクに効果的に対応できる戦略を実行する。

—もしリスクがグローバルな通貨・金融システムの機能障害に繋がると認められる場合には、ESRC は EU およびグローバルの両方のレベルでの適切な行動を決定（define）するため、IMF、FSF そして BIS に警告を発する。

—ESRC は、もしリスク警告に対する一国の監督当局の対応が不十分であると判断した場

合には、当該監督当局と協議した後、当該監督当局に対し更なる行動を取る目的で EFC 委員長に通報する。

(2) ミクロ監督の改革—新しいシステムへの移行

【提言 18】新しく「欧州金融監督者システム、A European System of Financial Supervisors (ESFS)」—ミクロ監督を行うシステム（別掲図参照）—を創設すべきである。この ESFS は（業態別に）分割されたネットワークであるべきである。

—既存の各国監督当局は日常的監督業務を引き続き行う。

—新たに三つの欧州機構を設立し（別掲図参照）、この三つの機構が、既存の CEBS（欧州銀行監督者委員会）、CEIOPS（欧州保険・職域年金監督者委員会）、CESR（欧州証券規制者委員会）に代わって、各国レベルへの監督基準の適用に関する調整、および各国監督当局間の強力な協力体制を確立する任を果たす。

—「国境を超えて活動する全ての大金融機関」を監督する監督当局集団が設立される。

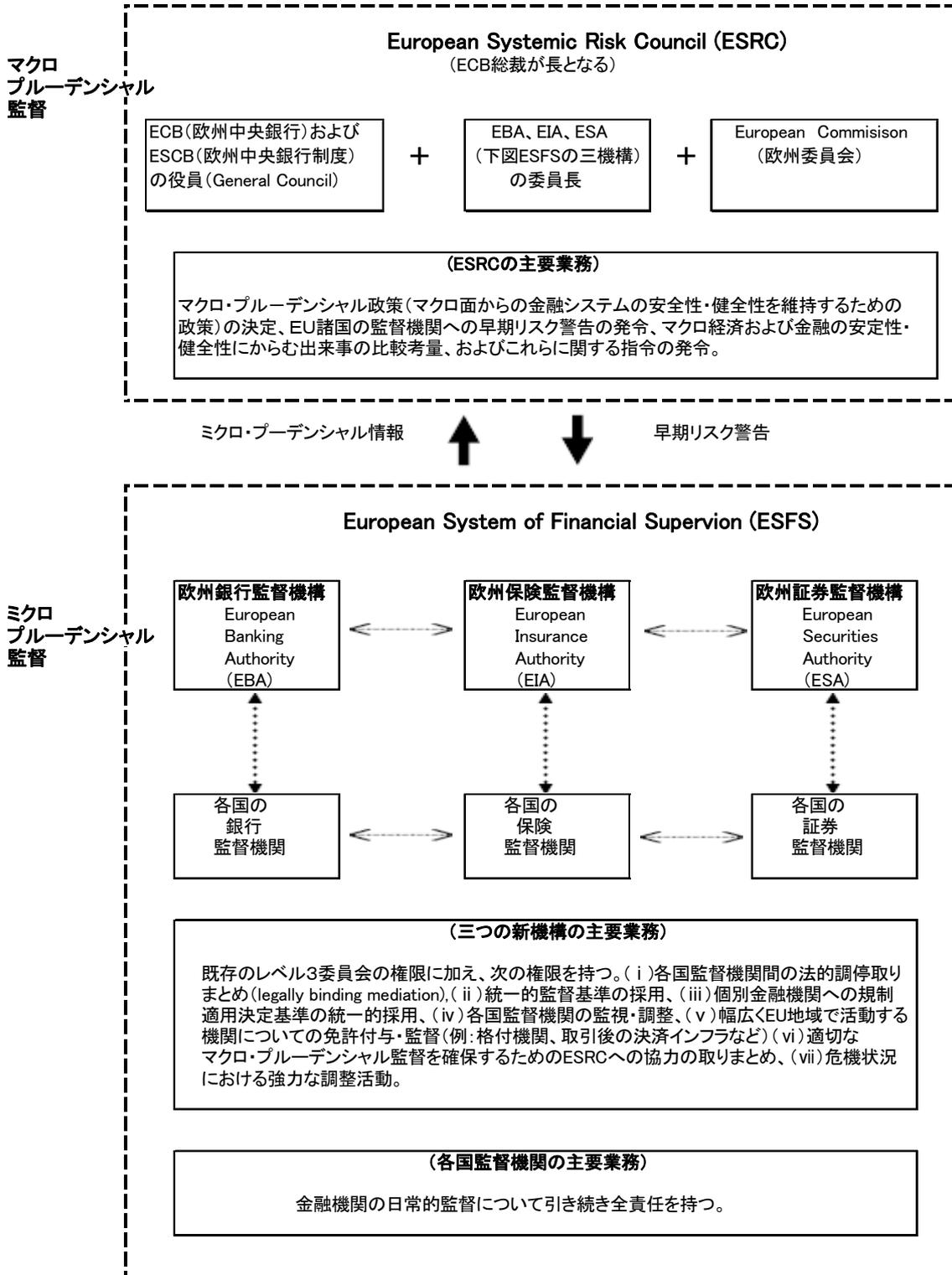
ESFS は各国政治権力から独立している必要があるが、政治権力に対する説明責任を負う。

ESFS は一連の共通的な主要統一ルールに従うべきであり、高度の情報へのアクセスを持つべきである。

2. 新しい欧州金融監督システムの構築プロセス

レポートの【提言 19】から【提言 21】までは、新たな欧州監督システムの構築に向けての準備段階（第 1 段階＝2009 年～2010 年）になすべきことを掲げ、【提言 22】から【提言 24】までは、新システム設立段階（第 2 段階＝2011 年～2012 年）になすべきことを挙げている。本稿では掲載を省略する。

[金融安定性維持のための新しい欧州の枠組み]



IV. グローバルな金融規制改革

1. グローバルレベルでの金融安定性の増進と規制の一貫性確保

【提言 25】 Financial Stability Forum (金融安定化フォーラム、FSF)が、明快な目標と工程表にもとづき、バーゼル銀行監督委員会および IMF と連携して国際的金融規制を最高のレベルに統一する役割を持つことを勧告する。

—FSF の役割を強化するという上記提案に照らして、FSF は金融システムの重要な全ての国および欧州委員会をメンバーに加えて拡大することが重要である。また FSF の資源を充実するとともに、説明責任 (accountability) とガバナンスが IMF と一層リンクする形で改編されるべきである。

—FSF は、今回の危機の教訓を盛り込んだ規制改革の進捗状況を、定期的に IMF の国際通貨金融委員会 (International Monetary and Financial Committee, IMFC) に報告すべきである。

—IMFC は、IMF 協定の条項に沿って意思決定評議会 (decision-making Council) に改組されるべきである。

2. 監督者間の国際的協力促進

【提言 26】 銀行の業務の基本的変更を防ぐ観点から、「大規模で複合的かつ国際的な金融機関」の監督者グループは、次のことを行うべきである。

対象金融機関について強力かつ広範なリスク評価を実行するとともに、当該金融機関内部のリスク管理実施状況に細心の注意を払い、かつバーゼル 2 の第 2 の柱 (金融機関の自己管理と監督上の検証) を通じて民間部門の報酬インセンティブ調整を推進するための共通のアプローチについて合意すること。

FSF は、他の関連する国際機関と緊密に連携して、種々の監督者間における一貫した監督活動が行われることを確保し、また最良の監督活動を促進すべきである。

3. マクロ経済の監視と危機の阻止

【提言 27】 IMF が他の関連機関—特に FSF や BIS、各国中央銀行、ESRC (提言 16 に掲げた EU の新機関) と緊密に協力して、「金融安定性に関する早期警戒システム (a financial stability early warning system)」を開発・運営する責務を負うことを勧告する。このシステムは「国際リスクマップ」と、「国際信用レジスター」によって裏付けられることを想定している。

(筆者注) レポート本文によれば、「国際リスクマップ (international risk map)」とは、銀行・

保険・ヘッジファンドなど主要金融機関と主要金融商品についてリスク・エクスポージャーに関連する情報を共通の基準で集積したデータベースをいう。また「国際信用レジスター

(international credit register)」とは、BIS が各国中央銀行・IMF など関連機関と協力して構築するもので、主要金融機関についてインターバンクおよび顧客別の信用データ（一定額以上のものを定期的に収集）を一貫した基準で蓄積したデータベースを含むものをいう。これは主要金融機関のリスク・エクスポージャーの把握に役立ち、同様にして構築される証券レジスター (securities register) を伴えば、各国の既存の信用レジスターを補完する国際的信用レジスターとして、金融安定性のリスク評価に関連する全ての主体にとって有用なツールになろうと述べている。

この早期警戒システムは、政策立案者に明快なメッセージを発し、おそらく予め設定した「危険ゾーン」に達した場合に始動されるであろう先制的政策対応の実施勧告を目的とすべきである。

全ての IMF 加盟国は IMF が独立的分析（金融セクター評価プログラムを含む）を実施することに対して支援を約束すべきである。また加盟国は以上に述べた勧告に従わない場合にはその理由を公的に示すべきである。

前述の IMFC (IMF の国際通貨金融委員会) /Council は、上記の事項について年に 1~2 回報告を受けるべきである。

【提言 28】規制が不十分な国・地域、および非協力的な国・地域に対して、最も高度の国際基準の厳守および監督者間の情報交換の促進を働きかける努力を各国が協力して行うことを勧告する。

少なくとも EU 諸国の監督者は、規制不十分または非協力的金融センターに投資している、またはその金融センターと取引のある金融機関について（十分な精査が行われていない時、または当該国・地域の監督機関から適切な情報を入手または交換できなかった場合には）、資本規制を強化すべきである。

IMF と FSF は他の関連国際機関と協力して、金融センターにおける既存の規制基準を評価し、国際基準の強制に関する既存制度の有効性を点検したうえで、既存の適用基準が不十分であると考えられる場合にはもっと制限的な施策を勧告すべきである。

4. 危機管理と解決

【提言 29】EU 加盟諸国は、マクロ経済の監視に関する IMF の機能強化について支持を表明すべきであり、また深刻な金融危機あるいは国際収支危機に直面した加盟国を支援する IMF の能力を強化するため、IMF 基金の拡大に貢献すべきである。

5. 世界の中での EU の役割

【提言 30】EU 諸国は、新しいグローバルな経済・金融の仕組みの創設について一致した意見を表明すべきである。また（IMF 改革など）更なる制度改革にあたっては、IMF その他の多国間協議の場における EU 代表者数を絞り込む（意見を集約する）必要があろう。

【提言 31】EU は、（対米国、対日本、対中国など）二者間の関係においても、金融規制について重要なパートナーとの対話を強化すべきである。