

# 1980年代における米金融制度改革と 金融システム分析の視点（下）

神 野 光 指 郎

はじめに

1. 議会における銀行関連立法の流れ
2. 制度的枠組みの変化と金融機関の分化

（以上前々号）

3. 業態分離をめぐる議論と金融システムの機能

- 3-1. 利益相反と銀行の競争優位

（以上前号）

- 3-2. 銀行の健全性と預金保険の保護

- (1)自己資本基準の設定による健全性問題への対処

- (2)FDICIA・バーゼル規制の問題

- (3)分業構造の変化とシステムック・リスク

おわりに

## 3-2. 銀行の健全性と預金保険の保護

### (1)自己資本基準の設定による健全性問題への対処

1980年代における金融制度改革に関連して、銀証分離の是非をめぐる議論が展開された。そこで提示された利益相反、銀行の影響力を含む経済力の集中といった論点は、結局のところ金融システムの基本的な機能の問題として見なければならないものであった。借り手に関する情報生産など主要な機

能は、格付け会社やアナリストによる情報の解析と伝達を含む、幅広い競争・分業構造を通じて提供されている。また審査における銀行の優位性の源泉と考えられている決済機能は、貸出業務と必ずしも結びついていない。支払手段付き運用商品提供がもはや銀行に独占されていないことを合わせ、決済機能も幅広い競争・分業構造を通じて提供されていることが分かる。

つまり、銀行と証券の同質化という表面的な見方にとどまるのではなく、競争・分業構造全体の動態を観察しなければならない。そうすることで、金融の各種機能を提供する仕組みの変化がその利用者の行動に与える影響を理解し、効率的な資源配分を促すという金融システムの本質的な役割がどの程度果たされているのかを、歴史の流れに沿って評価できるようになる。それは同時に、独占の問題をシステムの機能のレベルで捉えることを可能にする。さらに国際的な競争・分業構造にまで視野を広げれば、国際金融システムにおける非対称性も機能と関連づけることができるのである。

ところで、銀証分離の是非に関連して、もう一つ金融システムの健全性という重大な論点が残っていた。1980年代から1990年代の初頭にかけて預金機関の破綻が拡大し、議会にとっては金融システムの健全性維持が緊急の課題となった。結果、預金機関の健全性維持に力点をおく FDICIA (Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991) が成立した。この成立過程で業務自由化の内容は削除されたものの、FRBによる20条子会社の認可、州レベルでの州際業務解禁という形で自由化は進展していた。これは信用秩序の維持を目的とする事前的対策の重点が、競争制限的規制から健全性規制に移ったことを意味する。

しかし、2007年から徐々に顕在化していった世界的な金融危機は、規制の重点シフトがシステムの健全化に成功した訳ではないことを示している。だからといって銀行と証券を分離していればシステムの健全性を維持できるとも考えにくい。それでは何が問題であったのか。以下では健全性規制をめ

ぐる議論を参考に FDICIA やバーゼル合意に基づく信用秩序維持政策の限界を探り、そこから競争・分業構造と金融システムの健全性の関係を把握するための手がかりをえたい。

そもそも銀証分離は、崩壊状態にあった金融システムを再構築するために制定された 1933 年銀行法の一部として、4 つの条文によって規定されたものであった。これ以外に、同法にもとづいて連邦準備法に 23A 条が追加され、加盟銀行と関連会社の取引について取引上限や必要な担保の種類・水準が規定された<sup>1)</sup>。1980 年代に入って業務規制緩和が議会で議論される中でも、銀行と新規業務を手がける関連会社間でリスクを遮断する新たなファイヤー・ウォールの構築がほとんど既定の路線になっていた。

そして FRB は 1987 年に 20 条子会社を認可する際、銀行持株会社法の権限にもとづいて必要資本とファイヤー・ウォールの構築義務を設定した。89 年には 20 条子会社の引受可能な対象がミューチュアル・ファンドを除くあらゆる証券に広げられた。またこれらグラス＝スティーガル法で認められていない業務の収入上限も 5% から 10% に引き上げられた。ただし、89 年に新たに認可対象となった業務を手がけるためには、87 年に設定されたものよりも厳しいファイヤー・ウォール規定に従わなければならなかった<sup>2)</sup>。

ファイヤー・ウォールの強化によって、銀行から 20 条子会社への信用供与は全面的に禁止された。20 条子会社の証券決済に関わる日中当座貸越もその対象に含まれるため、20 条子会社は他行に当座預金口座、信用枠を設定してもらうなどの対策が必要になった。20 条子会社の顧客向け信用供与

---

1) ただし、この規定の問題意識は銀行資源の集中にあったようである。高木仁『アメリカ金融制度改革の長期的展望』原書房、2001 年、41～42 ページ。

2) Manuel H. Johnson (FRB 副議長) の書面による証言。House, Hearings before the Subcommittee on General Oversight and Investigations of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *GAO Report: "Bank Powers: Activities of Securities Subsidiaries of Bank Holding Companies"*, 101st Cong., 2nd sess., 1990, p.124.

の制限期間も、引受期間のみから30日間延長され、持株会社はその規定の遵守体制を整備することが求められた。この規定のため、銀行は顧客と引受か与信のどちらを提供するか協議し、案件によっては両方を提供することができるユーロ市場取引に誘導したといわれる<sup>3)</sup>。

FRBによるこのファイヤー・ウォール規定には次のような批判が寄せられた。まず、既存の法律によって同様の制限が課されている。また、国外で証券業務を行う子会社との間には規定が適用されず、銀行の健全性からみて歪みがある。一方、外銀に認可された20条子会社に規定が適用されないことは、競争上の問題を抱えている。そして何よりも兼業のメリットが著しく損なわれる。例えば、特定財源債発行に20条子会社が関与すると、銀行は新発債の購入が不可能になるだけでなく、状況に応じて発行者に銀行貸出への借換を提案することもできなくなる。証券化業務について20条子会社は関連銀行がオリジネートした資産を扱えず、グループ内で業務を集約することができない<sup>4)</sup>。

グループ内の信用関係を制限する最大の目的は、他業務のリスクから銀行部門を隔離することにあると考えられる。新規の業務を、銀行の直接的な子会社ではなく、持株会社傘下の別会社にのみ認めること自体、銀行部門からのリスクの隔離を念頭においている。しかしそれだけでは十分でない。1990

---

3) 伊藤忠明「米国におけるファイアーウォールの実態と日本への示唆」『金融』1990年12月、6ページ。持株会社から20条子会社の信用供与は可能であるが、その額は持株会社の資本から控除される。また銀行による20条子会社への信用供与制限は、米政府とカナダ政府が元利払いを保証する証券の決済に関連し、それら証券によって完全に担保されている場合は適用されない。

4) GAO 報告書。House, Hearings, *GAO Report*..., 1990, pp.211-215. 既存の法律には上述の連邦準備法23A条に加え、関連会社間の取引が市場ベースであることを規定する23B条、タイピングを禁止する銀行持株会社法106条がある。ただし、証券化業務におけるグループ内の取引制限に、主要格付け機関から格付けを取得した証券、およびFNMA, FHLMC, GNMAが発行・保証した証券は含まない。

年には British & Commonwealth のリース子会社が経営危機に陥ると、健全なマーチャントバンク子会社から資金が引き揚げられ、最終的にはグループ全体が破綻した。同様に Drexel もブローカー・ディーラー部門で始まった危機が、全体の破綻につながった。これらの事例から、グループ内での分離に依存した健全性の維持は困難であることが明らかになった<sup>5)</sup>。

グループ他社の信用力に全く影響を与えることなく、一子会社のみが経営破綻するという事態は考えにくい。もし上記の破綻したグループに銀行部門が含まれていれば、果たして銀行監督当局は事態の進行を放置したであろうか。FRB はボルカー議長の時期に、危機に際して市場も経営者も、当局が法的分離の効力を実際に発動するとは期待しないため、持株会社レベルで規制する必要があると訴えていた。それにも関わらずファイヤー・ウォールを導入した。規制によって分離の程度を強化するほど、持株会社レベルでの資本要求や監督が正当性を失うとの指摘は多い<sup>6)</sup>。

市場が銀行部門へのリスクの波及をまったく想像しないほどグループ内の分離が徹底されていれば、FRB は銀行部門の監督だけを行えば事足りる。それは同時に、銀行にとって多角化のメリットがないことを意味する。外部と同一条件ですらグループ内の取引が許されないような規定は、同じグループであることをむしろデメリットにしている。逆に FRB がグループ全体を監視しなければならないとすれば、それは何らかの形でグループ内に問題が波及するということであり、ファイヤー・ウォールが機能していないことになる。

---

5) OECD, *Financial Conglomerates*, 1993, p.32. Borio, Claudio E.V. and Renato Filosa, "The Changing Borders of Banking: Trends and Implications", *BIS Economic Papers*, No.43, December 1994, p.30.

6) Helfer, Michael S., "Commentary: The Corporate Structure of Financial Conglomerates", Kusters, Marvin H. and Allan H. Meltzer eds., *International Competitiveness in Financial Services*, A Special Issue of the Journal of Financial Services Research, Kluwer Academic Publishers, 1991, p.252.

FRB は銀行資本市場協会からの求めに応じて、1990 年 7 月に役員兼任禁止、クロス販売禁止、銀行と 20 条子会社の資産売買禁止の 3 点について緩和案を公表し、これにパブリックコメントを求めた。もともと FRB は高めにファイアー・ウォールを設定し、経験に応じて引き下げていく予定であったため、緩和は既定路線と見られていた<sup>7)</sup>。そして、それに代わるリスク抑制策の基本方針は、すでに 1988 年 10 月の段階でグリーンस्पンの銀行協会における講演の中で示されていた。それは、取るリスクに応じて資本を強化させるということであった<sup>8)</sup>。この基本方針は、1991 年 2 月に発表された財務省の金融制度改革提言にも採用されている。

財務省の提言が、FIRREA (Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act of 1989) の求めに応じて作成されたものであることから分かるように、政策的な最重要課題は預金保険制度の改革であった。提言に示された改革の基本原則にまず書かれているのが、過度に拡大された預金保険制度を縮小して納税者を保護するという内容である<sup>9)</sup>。これは保護の対象が拡大したことによって、過度のリスクテイクに対する市場規律が低下し、損失を税金によって穴埋めしなければならない可能性が高まっているという認識にもとづいている。

預金保険の目的は信頼を高めることであり、もともと市場規律とは相反する性格を持つ。とはいえ預金者が銀行の健全性をモニタリングするのは現実

---

7) 伊藤、『金融』1990 年 12 月、9 ページ、および渡辺泰行「『全銀協欧米金融制度視察団』報告－米州班－」『金融』1991 年 1 月、18 ページ。ただし、議会でグラス＝スティーガル法の改正が審議される予定であったため、提案はしばらく保留され、1996 年に実現した。佐賀卓雄「ファイアーウォール規制の理念と変遷」、グラス＝スティーガル法研究会編『業際問題を超えて－日米金融制度改革の研究－』日本証券経済研究所、1998 年、74 ページ。

8) グリーンस्पン FRB 議長による、1988 年 10 月 11 日、ABA 会合（ホノルル）での講演。"Innovation and Regulation of Banks in the 1990s", *Federal Reserve Bulletin*, December 1988, p.784.

9) 財務省提言の概要については、「(資料)『提言』の要旨」『金融財政事情』1991 年 2 月 25 日、31～37 ページを参照されたい。

的ではないし、民間の保険会社が保険を提供することも困難であるため、公的な預金保険の廃止は考えられない<sup>10)</sup>。そこで財務省提言では、預金保険を本来保護が必要な少額預金者を対象とするものに限定する方針を掲げている。しかし問題は、その限定が維持されるのかどうかである。FDICは保険対象外の預金も保護してきたという経緯があり、対象を限定しても市場規律が働く保証はない<sup>11)</sup>。

ファイヤー・ウォールはこの問題に対する1つの対策であり、財務省提言でもファイヤー・ウォールの廃止を考えていた訳ではない。ただし、それはあくまで銀行本体に認める業務とそうでない業務の分割が前提であり、ファイヤー・ウォールが銀行システムの健全性を維持する主軸ではあり得ない。さらに、ファイヤー・ウォールの効果に対する疑問が強まったことで、業務自由化によるリスクにどう対処するかという問題も、それとは別に進んでいた資本の強化によってシステムの健全性を維持するという議論の流れに集約されたと見られる。

財務省提言では、持株会社傘下の銀行子会社の資本水準に注目し、一定の基準を満たせば証券、保険、その他金融子会社を持つ金融サービス持株会社への移行を認め、かつ支店開設や合併で優遇するといった餌が容易されていた。逆に資本水準が低下するほど業務や報酬支払の自由が制限され、当局による監視も強化されるという鞭もある。資本が一定の水準を下回ると、売却や合併、もしくは清算が求められる。その際、FDICが独自にTBTF (Too Big To Fail) の判断を下せないようにする内容も含まれていた<sup>12)</sup>。

---

10) Edwards, Franklin R., *The New Finance*, The AEI Press, 1996（家森信善、小林毅訳『金融業の将来』東洋経済新報社、1998年、185～186ページ）。

11) Van Tine, Kirk K. and Robert G. Boggess II, "Financial Services Modernization: A Cure for Problem Banks?", *Washington University Law Review*, Volume 69, Issue 3, 1991, p.821. 1984年におけるContinental Illinois救済が、Too Big To Failの議論を引き起こしたことはよく知られている。

12) *Ibid.*, pp.821-838.

資本の強化は従来から重要な課題であった。1979年にはFRB, FDIC, OCCを含むFFIEC (Federal Financial Institutions Examination Council) が組織され、監督上の統一的な格付けシステムが作成された。このシステムはCAMEL格付けシステムと呼ばれ、最初のCはCapital Adequacyを指す。つまり資本水準は重要な監督上の指標である。しかし、唯一の指標ではない。他の文字はそれぞれAsset Quality, Management, Earnings, Liquidityを表し、それぞれが5段階で評価される。そして、それらをもとに監視の重要度を示す総合的な5段階の格付けが決定される<sup>13)</sup>。

1980年代における銀行破綻の拡大とともに、この中で特に資本を重視する流れが強まった。1983年にはInternational Lending Supervision Act (ILSA) が成立し、銀行監督機関に最低資本水準を設定し、その維持を義務化する権限が与えられた。これに基づきFRB, FDIC, OCCは調整後資産に対する一次資本の比率5.5%、総資産に対する総資本の比率6%という基準を設定した。このときFDICとOCCはこの数値を厳格なルールと見なしたが、FRBは監督上の柔軟性を重視し、これをあくまでガイドラインと考えていた<sup>14)</sup>。

しかし、1984年にはContinental Illinoisの救済劇によって監督当局に対する圧力が高まり、80年代後半における銀行破綻の増加がそれに拍車をかけた。またILSAは途上国債務危機をきっかけとする立法であり、議会は国際業務を活発に行う銀行を持つ他国の監督当局にも管轄する銀行の自己資本

---

13) Federal Reserve Release, Press Release, December 24, 1996, <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/press/general/1996/19961224/> を参照されたい。この通知にあるように、Sensitivity to Market Risk が付け加えられ、CAMELS システムになった。

14) Mitchell, Karlyn, "Capital Adequacy at Commercial Banks", Federal Reserve Bank of Kansas City, *Economic Review*, September/October 1984, pp.17-21. 調整後資産とは資産から無形資産を引いたもの、一次資本は株式に貸倒引当金を足したものと定義されている。Mitchell も、最低限の資本要求は不完全なリスク抑制策であるが、必要な措置であると評価している。また、市場へのアクセスが弱く資産の分散程度が低い小銀行ほど、従来は高い自己資本が求められていたが、市場の統合により、単一の基準が正当化されると述べている。



を強化するよう勧告していた。これは自己資本規制の導入に伴う米銀の国際競争力低下を議会が懸念したためと見られている。その懸念は80年代後半に米銀の地位低下が叫ばれるようになる中で、さらに強まった。こうした展開が1988年のバーゼル合意に帰結した<sup>15)</sup>。

現在ではバーゼルⅠと呼ばれる当初に合意された主な内容については表7を参照されたい。当然のことながら、一定以上の自己資本比率を維持するという国際的な合意を行うには、その計算をするための分子と分母についても合意が得られなければならない。分子については自己資本がTier 1, Tier 2という形に分割した上で定義された。分母については資産に対するリスク加重が定義された。この段階で簿外取引も資産に算入されることが決まっていた。

一方、国内では財務省提言がFDICIAとして成立した。FDICIAでは自己資本を基準として預金機関を5段階に分類することと、それに対応して監督機関が取るべき対応が規定されている。各分類に対応する具体的な自己資本の数値は監督機関が設定した。その概要は表8を参照されたい。

FDICIAには業際規制および州際規制を緩和する内容が含まれなかったが、上述のようにそれらは個別の認可を通じて実現した。ただし、あくまで自己資本を強化することによる餌であった。20条子会社への新規業務認可や州際合併などは、自己資本比率を核とする分類基準にしたがって認可される。例えば証券業務で株式引受などは第1分類であることが最低条件になる。合併でも、救済合併なら第2分類でも認められるが、大型合併などは第1分類であることが最低条件であるとされる<sup>16)</sup>。

---

15) バーゼル合意成立の流れについては、Kapstein, Ethan B., "Supervising International Banks: Origins and Implications of The Basle Accord", Princeton University, *Essays in International Finance*, No.185, December 1991を参照されたい。Kapsteinは、資本水準の国際的な統一に向けた議論は、規制当局というよりも、米議会によって始められたと指摘している。p.13.

## 表 7 バーゼル I の骨子

### (1) 基本的フレームワーク

対象	G10 諸国およびルクセンブルグの国際業務を営む銀行 (12 カ国)
算定式	リスク・アセット・レシオ (連結ベース) = (自己資本／リスク・アセット総額 (オンバランス+オフバランス)) $\geq 8\%$

### (2) 自己資本の定義

定義式	自己資本 = (Tier 1 - 控除 A) + Tier 2 - 控除 B
Tier 1	①普通株 ②非累積配当型優先株式 ③公表準備金 無制限に参入
Tier 2	①非公表準備金 ②再評価準備金 ・営業用不動産再評価準備金 ・有価証券含み益 (45%参入) ③貸倒引当金 (リスクアセットの 1.25%まで) ④負債性資本調達手段 ・累積配当額優先株式、永久劣後債、強制転換権付き劣後転換社債等 ⑤期限付劣後債 (Tier 1 の 50%が限度、残存期間 5 年以内の場合毎年 20%ずつ引き参入) Tier 1 と同額を限度に算入
控除	A 営業権相当額 B ・非連結金融子会社への出資 (総資産からも控除) ・資本持ち合い分 (各国裁量、控除しなければ 100%リスク・ウェイト)

### (3) リスク・アセットの参入

#### イ オンバランス資産

算定方法	リスク・アセット = 総資産 × 資産カテゴリー別リスク・ウェイト
リスク・ウェイト	資産カテゴリー
0%	①現金 ②中央政府・中銀向け現地通貨建債権 ③ OECD 諸国の中央政府、中銀向けその他債権 ④現金もしくは OECD 諸国の中央政府債券によって担保されるか、あるいは OECD 諸国の中央政府によって保証された債権
0, 10, 20, 50% (各国裁量)	中央政府以外の自国公共部門向け債権、および同部門により保証された貸付
20%	①国際開発銀行 (世銀等) 向け債権およびこれら銀行の発行債券によって担保された債権 ② OECD 諸国の銀行向け債権、および OECD 諸国の銀行によって保証された貸付 ③残存 1 年以内の OECD 諸国以外の銀行向け債権および原契約期間 1 年以内の OECD 諸国以外の銀行によって保証された貸付 ④自国を除く OECD 諸国の中央政府以外の公共部門向け債権、および同部門によって保証された貸付 ⑤取立未済手形
50%	抵当権により完全に保全された住宅用貸付
100%	民間部門向け債権、残存期間 1 年超の OECD 諸国以外の銀行向け債権、営業用土地・建物・動産およびその他の固定資産、他の銀行の発行した資本調達手段 (自己資本から控除されていない場合)、その他全ての資産

#### ロ オフバランス資産

算定方法	リスク・アセット = 信用リスク相当額 (取引額 × 掛け目) × 上記資産カテゴリー別リスク・ウェイト
掛け目は、100% (債務保証等)、50% (NIF, RUF 等)、20% (貿易関連信用状)、0% (1 年以内のコミットメント) の 4 段階 金利・外為関連取引 (スワップ等) についてはリスク・アセット相当額を別途算出 (但しリスク・ウェイトの上限は 50%)	

出所) 武藤英二, 白川方明共編『図説, 日本銀行(改訂版)』財経詳報社, 1992 年, 221 ページ。

表 8 早期是正措置の概要

分類	資本基準		主な制限
1. Well Capitalized	$RBC \geq 10\%$	$LR \geq 5\%$	
2. Adequately Capitalized	$RBC \geq 8\%$	$LR \geq 4\%$	
3. Undercapitalized	$RBC < 8\%$	$LR < 4\%$	1. 資本増強計画 2. 配当制限 3. 資産拡大制限 4. 拡張計画への事前承認
4. Significantly Undercapitalized	$RBC < 6\%$	$LR < 3\%$	1. 資本増強要求 2. 関連会社との取引制限 3. 利払い制限 4. 資産拡大へのさらなる制限 5. コルレスからの預金受入禁止 6. 上級役員の採用, 入れ替え
5. Critically Undercapitalized	$(\text{tangible equity} / \text{total assets}) \leq 2\%$		主要監督機関と FDIC によって例外扱いされない限り, 90 日以内に破産管財人または財産管理人を選任

RBC = risk-based capital ratio : 総資本／リスク加重資産

LR = leverage ratio : Tier 1 ／平均資産総額

出所) Peek, Joe and Eric S. Rosengren, "The Use of Capital Ratios to Trigger Intervention in Problem Banks: Too Little, Too Late", Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, September/October 1996, p.51.

もちろん自己資本比率規制は鞭の性格の方が強い。鞭の部分は自己資本比率の低下によって監督機関がとる対応である。表 8 にあるように、バーゼル合意に合わせて、リスク調整済み自己資本比率が 8% 未満から資本不足と見なされる。それに対応する第 3 分類からは、経営の自由度が大幅に制約されるようになる。そして、第 5 分類になると 90 日以内に免許交付当局が破産管財人もしくは財産管理人を選任しなければならない。実際の破綻前に当局

16) 御代田雅敬『米銀の復活』日本経済新聞社, 1994 年, 190 ページ。株式引受の認可は、実際には自己資本比率が 12% 近くないと認められないと見られていた。

の関与は強まるが、求められる対応は自己資本の水準に応じて機械的に定められている。

破綻処理の具体的な方法に関して、監督機関が直接的なペイオフ以外の方法を選択する場合は、預金保険にかかるコストが必ずペイオフを下回らなければならないという、コスト最小化の原則が FDICIA によって規定された。システミック・リスクを回避するために他の選択肢をとることもできるが、その場合には FDIC 役員、FRB 役員の 2/3 以上、財務長官の合意が求められる<sup>17)</sup>。つまり当局による金融機関の安易な救済には、一応の歯止めが設けられた。

FDICIA の元になった財務省提言の基本的な目標が伸びきった預金保険制度の縮小であることを考えると、FDIC による TBTF 判断に歯止めをかける措置は市場規律を高める効果が期待されたものと考えられる。一方、上述のように預金保険制度自体は市場規律と相反する。そこで、モラルハザード問題の緩和策として、預金機関がとるリスクに応じて預金保険料を差別化する措置が導入された。リスクの程度を測る基準は、やはり基本的に自己資本比率による分類に基づいている。

## (2) FDICIA・バーゼル規制の問題

以上のように、信用秩序維持政策の軸が競争制限規制から健全性規制へとシフトする中で、自己資本比率の重要性が飛躍的に高まった。業務の多角化や地理的拡大などの条件として機能するだけでなく、一定の基準を下回る場合は各種ペナルティと直接的に結びつけられた。こうした鉛と鞭を兼ね備え

---

17) 破綻処理方式については後掲表9の注を参照されたい。90日の期限は、FDICと監督機関の文書合意により延期可能であるが、それでも270日以内に資本不足が是正されなければ、存続可能な認定が無い限り閉鎖される。松本和幸「アメリカの銀行監督と破綻処理」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1990年6月、13～14ページ。

る政策によって、預金機関は基準以上の自己資本を維持するよう動機付けられた。そして預金機関がそれぞれ損失に備えて十分なバッファを持つことで、金融システム全体の健全性が高まると期待されたのである。

しかし、自己資本を核とする政策の効果について、当初から懐疑的な見方が存在した。財務省提言が議会で審議される過程から、資本が物差しとして果たして適切か、そして資本が排他的な物差しにならないかとの疑問があった。これに関連して、事前に設定した自己資本比率の基準で測って、一定基準を上回る機関に対しては経営悪化を防ぐ早期介入を実施できない可能性が懸念された。逆に最低水準を下回った機関を破綻処理するのは、かえって処理コストを膨張させかねない可能性も指摘された。くわえて、監督機関に与えられた裁量が過剰介入につながることを危惧する声もあった<sup>18)</sup>。これらの懸念は、財務省提言がFDICIAとして成立したことによって払拭された訳ではない。

資本を早期是正措置の基準とすることに対して指摘される基本的な問題は、資本の劣化が実際の経営悪化を事後的に反映することである。Peek=Rosengrenによると、1988～1994年のニューイングランド地方で、資産の5%を超える不良債権を抱える銀行数増加は、レバレッジ率4%を下回る銀行の割合上昇よりはるかに先行していた。一方レバレッジ率の低下は破綻数の拡大にほとんど先行していない。しかもこの破綻数は、複数銀行持株会社による傘下銀行の整理統合を反映していない。Peek=Rosengrenは、検査情報を持つ監督当局によって問題機関を早期に特定することが可能であり、トリガーとしてはより多くの情報を反映したCAMELの方が適切であると主張する<sup>19)</sup>。

---

18) 財務省提言の早期是正措置をめぐる議論は Van Tine and Boggess II, *op.cit.*, pp.839-842 にまとめられている。財務省提言の段階から、ゾーンを区分する資本水準は監督機関が設定することになっており、各ゾーンに対応した行政上の措置には義務的なものに加え規制当局の裁量によるものが記載されていた。

ただ、監督当局が早期に発見した問題に迅速な対応をしていれば、そもそも FDICIA は必要なかったかもしれない。1980 年代における S&L 危機の中で、当時の監督機関 FHLBB (Federal Home Loan Bank Board) が営業継続条件の緩和や自己資本比率の表面的な引き上げ支援等によって問題 S&L の延命を図ったことが、結果的に破綻処理コストを引き上げたと考えられている<sup>20)</sup>。FIRREA によって FHLBB は解体され、監督機能は OTS (Office of Thrift Supervision) に、預金保険は FDIC 傘下に移管された。そして問題 S&L は RTC (Resolution Trust Corporation) によって集中的に処理された。

すでに FIRREA で監督当局による早期介入の権限が規定されていたが、FDICIA の早期是正措置はそこからさらに一歩踏み込んで、介入決定の指標を自己資本にすべきこと、および最低限必要な対応を規定している。すなわち、早期是正措置の規定は、監督当局による介入をよりタイミング良く、そしてより裁量の余地が小さくなるようにするためのものなのである。そうすると、資本を基準に特定の対応を義務づけることによって生じうる危険は、対応が遅れることよりも、むしろ早くなりすぎることもかもしれない。

FDICIA によって監督機関は預金機関の経営悪化に対する早期の対応を義

---

19) Peek, Joe and Eric S. Rosengren, "The Use of Capital Ratios to Trigger Intervention in Problem Banks: Too Little, Too Late", Federal Reserve Bank of Boston, *New England Economic Review*, September/October 1996, pp.50-52. ここでの不良債権は 90 日以上満期繰り延べ、および利払い停止債権を指す。ちなみに FDICIA には早期是正措置の規定以外に、連銀貸出を制限する規定がある。その項目では、制限の対象となる Undercapitalized 認定は早期是正措置に規定された基準を下回る、または直近の検査で CAMEL 総合評価 5 (最低ランク) を受けたことが条件となる。Section 142-(b) -(5) -(D), <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query/F?c102:1:/temp/~c102hWsqGv:c139769:>.

20) デラス他が議会予算局の推計を紹介している。それによると、1980～1991 年の 1130 の S&L 破綻処理について、簿価ベースで債務超過になってから閉鎖・破綻処理まで平均 38 ヶ月かかっている。この遅延により破綻処理コストが 1990 年価格評価で 2 倍以上に拡大した。ハリス・デラス、ベザッド・ダイバ、ピーター・ガーバー「破綻金融機関処理：米国貯蓄貸し付け組合の経験」、日本銀行金融研究所『金融研究』第 15 巻第 3 号、1996 年 8 月、137～138 ページ。

務づけられた。1980年代に破綻が増加する中で予防的な対応を求める圧力が強まっており、裁量的な措置まで義務と感じられた可能性がある。すでに80年代後半から監督当局が検査体制を強化し、資産査定を厳格化と引当金の適正化を推進した。その過程で当局が過度に貸出の償却を実施させたり、引当金を過剰に積み増しさせた結果、信用収縮につながったとの見方もある<sup>21)</sup>。不良債権額は多分に景気動向に左右されるものであるだけに、処理を急ぎすぎるとかえって不良債権を増やしかねない<sup>22)</sup>。

監督機関の裁量が排除された場合に問題が顕著になるのは、自己資本比率の低下した預金機関が第5分類の基準に当てはまった時であろう。機械的な破綻処理の開始は、状況に関わらず破綻機関の全てもしくは一部保有資産の買い手を見つけなければならない。場合によってはその資産の処分に困難を伴い、破綻処理のコストを増加させるだけでなく、資産価格の下落を通じて他の預金機関の経営にも悪影響を及ぼす恐れがある。

実は破綻処理時のこうした問題があるために、FDICIAは監督機関の裁量を完全に奪った訳ではなかった。TBTFの判断をFDICが独自で行うことはできなくなったものの、上述のようにシステミック・リスクを回避するためにはFDIC役員、FRB役員の2/3以上、財務長官の合意があれば、経営が悪化した機関の救済も可能である。また破綻処理に関するコスト最小化原則も、預金保険にかかるコストの比較によって、清算以外の方法を認めている。こうした抜け穴がモラルハザードを引き起こしかねないと危惧する声もある<sup>23)</sup>。

表9を参照されたい。預金保険の支援を伴う非閉鎖型の処理は、1989年に大幅に減少したとはいえ、FDICIA成立後も無くなっていない。ゼロに

21) 翁百合『銀行経営と信用秩序』東洋経済新報社、1993年、156ページ。

22) 1984～1997年のデータから、松本氏は商業銀行の不良債権残高と償却額の間には明確な関係が見られず、景気回復による貸出先の業績やキャッシュフロー改善が92年頃～の不良債権残高減少につながった可能性が高いと指摘している。松本、前掲、17ページ。



なったのは処理件数全体の減少による部分が大きいであろう。1989 年以降の減少は大部分が PA に取って代わられたと考えられる。ここでは保険対象外の預金が少なくとも部分的に保護されている。FDICIA 成立後は付保預金のみ継承される PI が増えているが、PA が無くなった訳ではない<sup>24)</sup>。

モラルハザードの可能性を排除することは出来ないかもしれないが、破綻処理に関しては監督機関にある程度の裁量を与えざるを得ないであろう。TBTF については、破綻に至る前の段階であらゆる機関を同一視した規定の方に問題があると思われる。また P&A 方式は優良な借り手の保護につながり、清算よりも社会的なコストの削減にもつながる。早期是正措置は、破綻処理の部分だけ見ると、厳格な規定で監督機関の延命策を抑制する一方、例外措置の存在とコスト最小化原則に従って多様な手法を採用できることであろうじてバランスを保っていると考えられる<sup>25)</sup>。

しかし破綻前の段階における問題は残る。それは運用上の問題かもしれない

---

23) 翁氏は、例外措置がある以上、TBTF 問題が解消したとは言えず、運用を誤れば悪循環が続く可能性は残されると指摘する。また、コスト最小化原則についても、清算を回避することに伴う将来のモラルハザード発生が考慮されていないと主張する。翁、前掲、60 ページ。一般的に買い手が「のれん代」を支払う P&A の方が、清算よりも預金保険にとって低コストになりやすい。

24) PA と PI の選択は受け皿機関が行い、直接的な負担は PI の方が受け皿機関にとって軽いが、アメリカでは個人についても利用目的の異なる複数の口座がそれぞれ保護対象となるなど保険対象が広いため非付保預金が少額な上、預金者優先弁済権もあるため保険対象外預金を保護する負担は小さく、顧客の不満や不安に配慮して PA を選択することも多いと言われる。原和明「米国における銀行破綻処理」、預金保険機構『預金保険研究』第 10 号、2009 年 4 月、104 ページ。

25) 破綻機関の資産処分について、清算を前提とするよりも通常業務の中で回収する方が資産価値の毀損を防ぐことが出来るというのが FDIC の基本的な考えとされる。1980 年代に破綻が増加する中で、FDIC は出来るだけ多くの資産を受け皿機関に移管する道を模索してきた。当初は不良債権の売り戻しオプションが付けられたが、1991 年からはロスシェア契約が利用されるようになっていく。詳しくは杉原正之「米国に於ける金融機関破綻処理の最近の動向について」、預金保険機構『預金保険研究』第 12 号、2010 年 4 月、34 ページを参照されたい。



表 9 FDIC の破綻処理・支援取引

	保險基金										取引方法					
	合計				免許継続						免許消滅					
	支援	破綻			BIF	SAIF	RTC	FSLIC	FDIC	A/A	REP	IDT	MGR	P&A	PI	清算
1980	22	12	10					11	11	12	0	0	0	7	0	3
1981	38	29	9					28	10	29	1	0	0	5	0	3
1982	117	84	33					76	41	84	1	0	0	24	0	8
1983	98	49	49					51	47	49	0	8	0	34	0	7
1984	103	21	82					24	79	21	0	16	0	61	0	5
1985	180	41	139					60	120	41	0	26	0	0	87	26
1986	203	42	161					59	144	42	0	33	6	0	97	25
1987	262	45	217					59	203	45	0	55	14	0	133	15
1988	470	238	232					190	280	238	0	43	17	0	165	7
1989	534	3	531		64		318	9	143	3	1	140	0	43	276	71
1990	381	1	380		169		212			1	0	46	0	0	284	44
1991	271	3	268		127		144			3	0	18	0	0	232	10
1992	180	2	178		121		59			2	0	14	0	0	108	12
1993	50	0	50		41		9			0	0	0	0	0	12	8
1994	15	0	15		13		2			0	0	2	0	0	6	7
1995	8	0	8		6		2			0	0	1	0	0	2	5

注）FSLIC は 1989 年 FIRREA で廃止され、FDIC に移管された。それに伴い FDIC の基金が銀行向けの BIF と貯蓄機関向けの SAIF に分割された。

A/A (Assistance Transactions)：(1)受け皿機関向けに支援を提供した取引、(2)システムミック・リスクの決定に基づく支援を提供した取引。

REP (Reprivatization)：売却に続く経営権の取得。支援がある場合とない場合がある。

P&A (Purchase and Assumption)：PA か PI か分類できない資産・負債継承方式。

PA：付保預金に加え、保険適用外預金、その他負債、資産の一部を受け皿機関が購入する P&A

PI：付保預金のみが受け皿機関によって引き受けられる P&A

IDT (Insured Deposit Transfer)：受け皿機関が保険者の支払代理として活動する。

MGR：FSLIC が経営権を獲得し一般的に支援を提供した機関。

PO (Payout)

出所) FDIC, Historical Statistics on Banking, Failures & Assistance Transactions (<http://www.fdic.gov>)

いが、規定の影響も否定できない。上述のように資本という運行指標に従って、かなり状況が悪くなってから個別機関の健全性を回復させようとする借り手への影響は避けられない。そして、査定を厳格化し不良債権処理の迅速化を促す圧力は、金融機関の破綻が拡大する中で最も強くなる。逆に景気が上向きであれば、そうした圧力は弱まる<sup>26)</sup>。しかも、自己資本が充実している機関に対しては監督当局の目が行き届かなくなるのではないであろうか。

つまり資本を基準とする早期是正措置は、それ自体が景気循環を増幅しやすい性格を持つ。この問題を緩和するには、不良債権が増加する過程で、単に機械的にそれを処理していくのではなく、借り手を選別し、再生の可能性があるものについて支援を提供するインセンティブを高める仕組みが必要である。一方で、景気の拡張期こそ金融機関の過剰なリスクテイクを抑制する圧力が働かなければならない。

金融機関のリスクテイクを抑制するための取り組みは、FDICIA やバーゼル規制でも見られる。一つは FDICIA によって導入された預金保険料の差別化である。同法ではリスクに応じた保険料を 1992 年末までに提案し、94 年初に実施することが FDIC に義務づけられた。そこで FDIC が 93 年初から移行期向けとして提案したものが表 10 の数字である。預金機関は早期是正措置の資本基準をもとに縦軸で 1～3、CAMEL 中心の監督基準をもとに横軸で A～C、合計 9 カテゴリーに分類され、それに応じた料率が適用される<sup>27)</sup>。

Flood は預金保険料の差別化について二つの問題を挙げている<sup>28)</sup>。一つは適用される保険料から、監督機関と当該機関しか知り得ない CAMEL 格付け

---

26) 例えば 1992 年に RTC の監督下に移管された S&L は 59 社であったのに対し、免許形態変更を行った S&L は 108 社であった。これは OTS の検査費が高額で、州法登録の貯蓄銀行になることでそれが節約できると指摘される。御代田、前掲、66 ページ。このような監督機関の裁定があるため、特に景気拡張期に監督機関が介入を強化するのは極めて困難であると考えられる。

表 10 移行期の預金保険料

	A Healthy	B Supervisory Concern	C Substantial Supervisory Concern
1 Well Capitalized	23	26	29
2 Adequately Capitalized	26	29	30
3 Less than Adequately Capitalized	29	30	31

注) 預金 100 ドルに対するセント表示。

出所) Flood, Mark D., "Deposit Insurance: Problems and Solutions", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, January/February 1993, p.30.

が市場に察知される可能性である。これが問題であるのは、恐らく格付けの引き下げに市場が過剰に反応するかもしれないからであろうが、それは保険料の差別化が狙うモラルハザード抑制の効果をさらに高めることになるとも捉えられる。しかし Flood はモラルハザードの問題に懐疑的である。

Flood が挙げるもう一つの問題は、保険料の差別化が破綻抑制につながるためには、預金機関破綻の原因がモラルハザードによるものでなければならぬということである。断定はしないものの、同氏は 1980 年代における銀

---

27) 保険料の全体的な水準は、FDICIA において最終的に 15 年以内に準備金比率（基金残高 / 推定付保預金残高）が 1.25% に達するようにしなければならぬと規定された。当時は保険基金が枯渇していたため、保険料の水準がかなり高く設定されていた。しかし 1996 年には預金保険基金法が成立し、準備金比率が 1.25% を上回る場合、1A に分類される預金機関には保険料を課すことができなくなった。その後、銀行業績の好調が持続し、金融危機が起こるまで大多数の銀行の保険料がゼロになった。吉迫利英「連邦預金保険改正法下のアメリカの保険料システム」『農林金融』2008 年 3 月、49 ページ。

28) Flood, Mark D., "Deposit Insurance: Problems and Solutions", Federal Reserve Bank of St. Louis, *Review*, January/February 1993, pp.29-32. 同氏は、弱い銀行が会計操作によって状況を改善するインセンティブを持つ可能性も指摘しているが、これは預金保険料だけでなく、何らかの会計数値に基づくあらゆる差別対応に当てはまる。

行破綻拡大の原因として、経営の弱い銀行が強い競争圧力にさらされるようになったことによる経営の失敗の方が大きい可能性を指摘する。銀行はその貸出決定の質を外部から評価することが困難という性格を持ち、それが経営の問題を大きくしているということである。

Edwards はやはり銀行の特殊性という観点から、保険料差別化の効果が限定的であると主張する<sup>29)</sup>。Edwards によると保険料差別化が機能するためには二つの条件が必要である。一つは、FDIC が銀行の資産・負債価値とその変化の可能性を正確に評価できること。もう一つは、保険料設定後に、銀行がリスク負担の程度や純資産価値の変動性を変更できないようにすることである。そして、前者について銀行の資産は外部から評価するのが困難という特徴を持つ。また後者について保険料を事後的に調整する仕組みが開発されていない。したがって二つの条件がともに満たされていないというのである。

両者の説は、保険料差別化の効果を疑問視する点で共通しているものの、銀行破綻の主因をモラルハザードと見るか否かの点で異なっている。しかし、Edwards の説を援用すれば、理論上は銀行破綻の主因がモラルハザードでなくとも、保険料の差別化は破綻抑制の効果を持ち得る。

まず Edwards が提示する後者の条件については、表 10 のカテゴリーが変化すれば適用される保険料も事後的に変化するため、カテゴリーの変更が銀行のリスクテイクの度合いに応じて適時に行われるのであれば、条件をクリア出来る。Peek=Rosengren によると CAMEL 格付けは迅速な変更が可能ならずである。そして CAMEL の M が適切に評価されるのであれば、金融機関は保険料を引き下げるため経営の質を高めるインセンティブを持つ。そうであれば、破綻の主因が経営の問題であっても保険料差別化は効果を持つ。

前者の条件についても、同じように CAMEL で A や M が適切に評価でき

---

29) Edwards (邦訳、前掲、184 ページ)。

るのであれば、保険料の差別化は効果を期待できる。ただ、Edwards はまさにこの可能性を否定している。Flood にしても、外部からの銀行の評価が困難であることを強調している。立場上、多様な内部情報にアクセスが可能であるとはいえ、確かに監督機関が金融機関の健全性を正確に評価するのは容易ではない。そうすると、やはり CAMEL に基づく保険料差別化の効果に過度の期待を抱くことはできない。

金融機関のリスクテイクを抑制する最も重要な取り組みは自己資本比率規制におけるリスク調整である。分子の自己資本は健全性の運行指標かもしれないが、分母の資産がリスクを適切に反映していれば、リスクテイクの程度に応じて必要となる自己資本の規模が決まるため、金融機関が過剰なリスクテイクを行うことに対する歯止めになるはずである。早期は正措置にせよ、保険料差別化にせよ、そのリスク抑制効果は、自己資本比率の計算におけるリスク調整がどれほど金融機関の抱えるリスクを正確に評価できるかに規定されるといっても過言ではない。

このように金融システムの健全性を維持するための核となる政策であるものの、あるいはそうであるからこそ、自己資本要求における自己資本比率の計算方法を決定するのは容易ではなく、基準設定はこれまで様々な問題に直面してきた。

OCC が 1914 年に導入した資本要求は、預金に対する株主資本の比率を 10% 以上にするというもので、その後長らく 10% が基準になっていた。1930 年代になると FDIC の誕生によって預金取り付けの脅威が和らいだことで、適正資本水準の物差しが資本の資産に対する比率で考えられるようになった。第二次大戦に入ると銀行の資産の大部分を財務省証券が占めるようになったことで、分母として資産から現金と財務省証券を差し引いた値が利用されるようになった。その後、1950 年代に入るまでこの算式で 20% 以上が標準的な資本比率であり続けた<sup>30)</sup>。

1950年代に入るとFRBが資産の種類毎に厳密な算式に基づいて資本を求める一種のリスク調整資本要求を開始した。この中で、資産の分散が困難な小規模銀行に比較的高めの資本比率を求める考え方も採用された。ただ徐々にシステムが複雑になり、運営が困難になったため1970年代半ばにはリスク調整の取り組みは一度挫折した。1981年に銀行監督機関がそろって最低の一次資本要求を導入した時は、資産のリスクが考慮されておらず、大手は例外扱いであった。ILSAに基づく83年の資本要求で大銀行にも共通の網がかけられるようになったものの、やはりリスク調整後の自己資本比率ではなかった<sup>31)</sup>。

ILSAは米監督当局に自己資本比率規制の国際的な調和に向けた交渉を他国の当局と行うよう求めていた。当時すでにベルギー、フランス、イギリスはリスク調整自己資本基準の仕組みを開発していた。一方、FRB以外の米監督機関は、多数の銀行が存在する米国で欧州のように個別ケースに対応した資本の適正水準を設定するのは困難と考え、新たな資本標準設定に消極的であった。しかし銀行による簿外取引の拡大が問題となる中、イングランド銀行の手法が簿外リスクにも対処していたことから、他の監督機関も考えを変えた<sup>32)</sup>。

1986年1月にはFRBがリスク加重を利用した補完的な資本基準案を発表するが、ABAから外銀および証券会社との間で生じる競争上の歪みを増幅

---

30) Mitchell, *op.cit.*, p.19. また資本の適正水準は個別銀行に特殊な要因によって規定される側面が強いため、監督機関は各銀行が十分な資本を維持しているか否かの判断を主に定期的な立ち入り検査からの情報に依存した。

31) Moulton, Janice M., "New Guidelines for Bank Capital: An Attempt to Reflect Risk", Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*, July/August 1987, pp.21-22. 81年の最低一次資本要求は、FDICが5%、FRBとOCCは地銀に対して資産10億ドル以上なら5%、それ未満なら6%、そして大手17行に対しては適正資本水準が個別に決定された。83年の資本要求は前述の通りである。

するとして反対され、基準統一に向けた国際的な交渉を促進する必要が再認識された。各国中央銀行は自国の基準を守ろうとしており、特にドイツは自国の銀行が米銀とは異なる活動内容であるため、異なる資本要求が正当化されると主張していた。バーゼル委員会での合意取り付けは困難と見たボルカーは、まず英国との二国間合意を目指す戦略を採用し、それにイングランド銀行が応じた。両者は資本の定義、リスク加重方式の採用、簿外取引算入について合意し、内容を1987年1月に発表した<sup>33)</sup>。

英米二国間合意を受け、1987年2月にFRBが前年の案を改定した新たな資本ガイドラインを公表した。リスク調整の方法を表11にまとめておく。通常の資産については主に借り手の信用力に基づいてリスク加重が設定されている。ただ、この段階では財務省証券でも0%にならず、満期に応じてリスク加重が決められている。簿外取引は掛け目によって通常資産相当額に転換され、それから取引相手別に通常の資産と同じリスク加重が適用される。前掲表7と比較すると興味深い。地方公共部門の位置づけを各国裁量にゆだねざるを得ないことは別にして、バーゼル合意では全体的に加重が小さくなっている。

2月のガイドラインの段階で、監督機関は金利・外為契約に関わる信用リスクを自己資本比率の計算に反映させる方針を表明していた。そして3月にはFRBが案を作成した。この提案では、まず潜在エクスポージャーが、想定元本に表11下にある掛け目を掛け合わせて算出される。その数値と計測時点の値洗い価格（再契約コスト）を合計したものが信用リスク相当額としてリスク資産総額に算入される<sup>34)</sup>。このように残存満期に応じて細かく計

32) Kapstein, *op.cit.*, pp.16-17. イングランド銀行は第二線銀行危機を受けて自己資本基準を開發したが、それは米国における資本要求の長い経験を参考にしたものであった。

33) *Ibid.*, pp.17-19. 合意された資本の定義は株主資本、留保利益、子会社への少数持ち分、永久債であった。この時点で最低水準の合意はなかった。

表 11 1987 年 FRB 提案のリスク・ウェイト

資産のリスクカテゴリー	
リスク・ウェイト	資産カテゴリー
0%	・現金（国内・国外） ・連銀向け債権
10%	・米政府・政府機関向け短期債権（1 年以下）
25%	・取立未済現金項目 ・米預金機関・外銀・外国中央銀行向け短期債権 ・米政府・政府機関向け長期債権 ・現金または米政府・政府機関負債によって担保された債権（レボを含む） ・米政府・政府機関によって保証された債権 ・当該銀行の現地通貨債務に見合う程度までの外国中央政府向け現地通貨建て債権 ・連銀株
50%	・米政府支援機関向け債権 ・米政府支援機関負債によって担保された債権（レボを含む） ・州・郡・地方自治体の一般財源向け債権 ・国際開発機関向け債権
100%	・以上に含まれないその他の資産

簿外取引と掛け目		
掛け目	簿外取引	
100%	・信用代替手段（金融保証，スタンドバイ L/C）	
100%	・レボ・リコース付き資産売却	
50%	・貿易関係偶発債務（商業 L/C，入札保証・契約履行保証証券，契約履行スタンドバイ L/C）	
50%	5 年超	その他コミットメント （信用枠，引出超過ファシリティー，RUF，引受コミットメント）
25%	1-5 年	
10%	1 年以下	

金利・外為契約と潜在エクスポージャー計算用掛け目		
掛け目	残存満期	契 約
0%	1 年未満	金利契約（金利スワップ，FRA，金利オプション購入）
1 年につき 0.5-1.0%	1 年以上	
0%	3 日未満	外為契約（通貨スワップ，外為先渡し，外為オプション購入）
1-2%	3 日 -1 ヶ月	
2-4%	1-3 ヶ月	
4-8%	3 ヶ月 -1 年	
5-8 %（+ 1 年 につき 1-2%）	1 年以上	

出所）Moulton, Janice M., "New Guidelines for Bank Capital: An Attempt to Reflect Risk", Federal Reserve Bank of Philadelphia, *Business Review*, July/August 1987, pp.26-27.

34) Moulton, *op.cit.*, p.25. 金利・外為契約に関する提案は専ら大銀行を念頭に置いたものであった。



算方法が提案されているが、表7では金利・外為関連取引についてはリスク資産相当額を別途算出となっているのみである。

FRB 提案からバーゼル合意への内容の変化は、自己資本比率規制が広範囲に多大な影響を及ぼすため、細かい技術的な問題に複雑な利害が絡み合い、それらの調整が容易ではないことを示唆している。そこには金利・外為取引の信用リスクを取りだして、銀行だけに自己資本を求めるべきかとの問題も含まれる。特にユニバーサルバンク制度をとる大陸欧州では、銀行がバーゼル規制に従わない国内の専門証券会社だけでなく、米投資銀行を初めとする外資系の証券会社とも直接競合する。こうした異業種との競争上の問題が、デリバティブ市場の拡大やトレーディング業務の重要性が業種を問わず高まったことと相まって、リスク調整の仕組みに影響した。

EUでは1992年以降、銀行はシングルパスポートによって域内での自由なサービス展開が可能になった。証券会社も同様の扱いを求めたが、健全性の物差しとなる資本の適正水準について銀行のような域内共通の規制を欠いていたことが一つのネックになった。そこでEUは1993年に適正資本指令によって、銀行と証券会社に同一の自己資本比率規制を導入した。銀行はトレーディング勘定を切り離し、その資産については市場リスクによって所要自己資本が決定されるようになった。その計算方法はビルディング・ブロック・アプローチと呼ばれ、各保有資産の個別リスクとポートフォリオ全体の一般市場リスクそれぞれに対する所要自己資本が合計される<sup>35)</sup>。

EUにおける共通の資本規制導入に向けた動きは、バーゼル委員会による市場リスクに対処するための合意改訂作業と並行していた。1993年4月には銀行監督委員会が市場リスクを対象とする自己資本比率規制、金利リスクの計測、資本要求におけるネットティングの考慮それぞれについてコメントを

---

35) 島崎久彌『欧州通貨統合の政治経済学』日本経済評論社、1997年、409～410ページ。

求めるペーパーを発表した。これら提案の背景には、信用リスクへの資本要求だけでは健全性の維持に十分でないとの認識の広がりがある。ただ、それに加え、店頭デリバティブの主要ディーラーとなる大手金融機関にとって、取引毎に資本が必要になる従来方式は負担が大きく、ヘッジ取引やネットティング合意を勧案するよう求める声が強くなったこともあった<sup>36)</sup>。

こうした提案が修正を重ねた上で、最終的に1996年1月のバーゼル合意改訂に結実した。基本的な内容は上述の適正資本指令と同じで、対象は銀行のトレーディング勘定、所要自己資本の計算方式は個別リスクと一般市場リスクに分割したビルディング・ブロック・アプローチである<sup>37)</sup>。そして市場リスクに対して自己資本が要求される部分については、従来の信用リスクに対する自己資本要求から除外される。この新たな自己資本要求の影響を受けるのは、実質的にもっぱらトレーディング勘定で大規模な活動をする一部大手行に限定されていた<sup>38)</sup>。

---

36) 銀行のデリバティブ取引に対する資本要求と、それに対する銀行業界の不満については House, A Report Prepared by the Congressional Research Service for Use of the Committee on Telecommunications and Finance of the Committee on Energy and Commerce, *Derivative Financial Markets*, 103rd Cong., 1st sess., 1993, p.19, および House, Hearing before the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *Safety and Soundness Issues Related to Bank Derivatives Activities - Part I*, 103rd Cong., 1st sess., 1993, pp.291-292 を参照されたい。バーゼル銀行監督委員会によるペーパーは次の3本である。Basle Committee on Banking Supervision, "The Supervisory Treatment of Market Risks", "Measurement of Banks' Exposure to Interest Rate Risk", "The Supervisory Recognition of Netting for Capital Adequacy Purposes", Consultative proposal, Basle, April 1993.

37) 改訂内容については、バーゼル銀行監督委員会「マーケット・リスクを対象とするための自己資本合意の改訂の概要」(日本銀行仮訳)、1996年1月、[http://www.boj.or.jp/announcements/release\\_1997/bis9601a.pdf](http://www.boj.or.jp/announcements/release_1997/bis9601a.pdf) を参照されたい。外為と商品取引のポジションは、勘定の種類にかかわらず市場リスクに対する自己資本が求められる。

38) 米で新基準が適用されるのはトレーディング勘定のポジションが10億ドル以上、もしくは総資産の10%以上の銀行で、1996年末時点で当てはまるのは17行および17持株会社(傘下銀行に17行のうち14行を含む)であった。Hendricks, Darryll and Beverly Hirtle, "Bank Capital Requirements for Market Risk: The Internal Models Approach", Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, December 1997, p.2.

1996年のバーゼル合意改訂で新しいのは、EUの適正資本指令と類似の所要自己資本計算方法である標準的方式に加え、VaRに基づく各銀行独自のリスク管理モデルを使って所要自己資本を割り出す方式が認められたことである。標準的手法では、測定時点の資産ポジションから所定のリスク加重に基づいて所要自己資本が算出されるが、ポジションのネットティングが認められる範囲は狭く、動態的なポジションの動向は考慮されない。そして、各銀行はリスクの計測とその管理についての専門性を活かすことができない。内部モデル方式は、これらの問題を緩和するために導入された。ただし、内部モデルの利用には一定の要件を満たす必要があり、対象は一部大手に限定されることになる<sup>39)</sup>。

このように自己資本比率規制にリスクを反映させる取り組みは、徐々に複雑化してきたが、ここで終わりではない。大手行はリスク管理技術に多大な投資をしており、市場リスクを含むバーゼル合意の改訂時点で、先進的な銀行は市場リスクと信用リスクの統合管理や、オペレーショナル・リスクの計量化に着手していた。そしてトレーディング勘定での市場リスクだけではなく、他のリスクについても内部モデルの利用を求めた<sup>40)</sup>。その要求が2004年の新バーゼル合意（バーゼルⅡ）につながった。

各銀行に内部モデルの利用を認める根拠は、そのまま当初の自己資本比率規制が抱える問題への批判となる。Benink=LlewellynはバーゼルⅠやEUの適正資本指令を次のように批判している。健全性は資本ではなく、資産の

---

39) 林宏美「注目されるブリ・コミットメント・アプローチ」『資本市場クォーターリー』1998年冬、1～2ページ。アメリカについては自己資本ガイドラインに標準的手法が含まれていない。Hendricks and Hirtle, *op.cit.*, p.11. 内部モデルの利用は基本的に一般市場リスクを計測するためのものであるが、標準的手法によって算出された所要自己資本の50%を下回らない範囲で個別リスクの計測にも利用できる。バーゼル銀行監督委員会、日銀仮訳、1996年、8ページ。

40) 飯村慎一「金融機関のリスク・マネジメントの潮流～ERM (Enterprise Risk Management) への動き」『資本市場クォーターリー』1999年夏、2～3ページ。

質、ポートフォリオ構成、リスク管理システムと内部管理体制によって測られるべきである。画一的なリスク加重は数理的に計測された真のリスクに基づかず、ポートフォリオ分散が評価されていない。それでは歪んだリスク加重に基づいて銀行が価格設定や資産選択などの意思決定を行う危険がある。またリスク管理システムの改良を行うインセンティブが働かない<sup>41)</sup>。

こうした批判が強かったため、内部モデルの利用に向かったのであろう。しかし計量的なリスクの把握に極めて楽観的な論者ですら、それが完全ではないことを認めている。市場リスクの場合でも、相関係数の長期的な変化や強いストレスが市場にかかった際の変化を前提にすると、正確な把握はできない。ストレステストを行うにしても、シナリオの設定は容易ではない<sup>42)</sup>。信用リスクについては市場リスクよりもはるかにデータの制約が大きいいため、バーゼル委員会は銀行からの内部モデル利用の要請に対して、当初は慎重な姿勢を示していた<sup>43)</sup>。

さらに、市場リスクにせよ信用リスクにせよ、計量的な把握に応じて所要自己資本が変化する仕組みには、市場の振幅を拡大する効果があると指摘される。なぜなら、市場の安定が続くと、過去のデータから得られるボラ

---

41) Benink, Harald A., and David T. Llewellyn, "Systemic Stability and Competitive Neutrality Issues in the International Regulation of Banking and Securities", *Journal of Financial Services Research*, Vol.9, No.3/4, September 1995, pp.207-208.

42) Taylor, Charles R., "Global Financial Fragility and the Private Sector", *Journal of Financial Services Research*, Vol.9, No.3/4, September 1995, p.172. そこで Taylor は、市場の中核となる機関が過小資本で活動していた場合に、情報公開が個別行の内部リスク管理に続く防衛ラインになると主張する。

43) 飯村、前掲、4 ページ。データの制約が大きいと、銀行と監督機関の間に生じる情報の非対称性に加え、監督機関が内部モデルの検証を行うことができない問題が生じる。市場リスクについてはバックテストが行われるが、それでも個別銀行が算出した所要自己資本を超える損失が生じると、ペナルティを与えるというプリ・コミットメント方式が提案されていた。林、前掲、3 ページ。

ティリティが低下し、金融機関はリスクを取りやすくなる。逆に、何らかのショックで資産価格が急落すると VaR が大きくなることで金融機関は資産の処分を迫られ、それがさらなる価格の下落をもたらすというのである。

Jorion は、こうした議論に対して必ずしも事実の裏付けがあるわけではないと反論する。また、金融機関に全く自己資本の維持を要求しないのは現実的ではなく、オリジナルのバーゼル合意は規制裁定の温床になるが、上記の議論はその代替案を示さないとして批判している<sup>44)</sup>。確かに市場の動きが一方に傾きやすいのは、VaR の利用が主因ではなく、市場の構造的な問題であると思われる。しかし、類似のモデルを利用し、そこから得られる結果に受動的な反応をすることが、市場の同調行動を助長する可能性があることは否定できない。またモデルの計算結果に応じて所要自己資本が変わってくると、市場の同調行動の影響が強まると考えられる。

さらに、規制裁定はオリジナルのバーゼル合意に特有のものではない。データの制約や同調性の助長といったそれ自体の問題もあるが、内部モデルの利用は実質的に大手に限定されている。バーゼル規制では内部モデル方式が、標準的方式の代替則として用意されていた。すると、これらの間に格差が生じることになる。加えて、自己資本比率規制の業態間格差も残されたままであり、その間でも規制裁定が生じうる。とはいえ、拙速にそれらの格差を解消しようとする、さらに大きな問題を生み出しかねない。

オリジナルのバーゼル合意の発効に向けて、証券会社の監督機関によって構成される International Organization of Securities Commissions (IOSCO) でも資本要求の国際標準化が検討されていた。IOSCO は 1992 年 1 月にバーゼル委員会と初めて共同会合を開き、基本的にはビルディング・ブロック手法の

---

44) Jorion, Philippe, "Fallacies about the Effects of Market Risk Management Systems", Bank of England, *Financial Stability Review*, December 2002, p.116.

採用で合意した。しかし、これまで包括方式を利用してきた国は、引き続き同じ方法を利用することも合意された<sup>45)</sup>。

包括方式を利用する代表的な国はアメリカであるが、同国では業態分離によって証券会社の破綻が銀行システムから隔離されていると考えられている。また、証券会社は顧客資産を分別管理しており、顧客勘定の移転が容易である。なおかつ、資産の大部分を占める流動的な資産は、会社自体に信用問題が生じても処分が容易である。こうした認識のため、アメリカでは証券会社の破綻がシステミック・リスクの原因になるとは考えられておらず、証券業界の規制において、経営不振の証券会社を当局が救済するといった事態は想定されていなかった<sup>46)</sup>。

こうした前提が資本ルールに反映されている。そもそも銀行と証券会社では求められる資本の内容が異なっている。銀行の場合、清算は最後の手段であり、資本としては長期で忍耐強く、経営危機の際に返済圧力が強くなり、顧客の債権に劣後しているのであれば、さほど期間が長くなくとも資本として認められる<sup>47)</sup>。

SECが登録証券会社に適用するルールでは、まず総資産から総負債を差し引いて資本 (equity) が計算され、それに要件を満たす劣後負債が加えられる。そこから容易には現金化できない資産、および資産に対するヘアカット額を差し引いたものがネット資本と定義される。そして、このネット資本

---

45) Goldstein, Morris et al., *International Capital Markets: Developments, Prospects, and Policy Issues*, International Monetary Fund, World Economic and Financial Surveys, September 1992, pp.18-19.

46) Herring, Richard and Til Schuermann, "Capital Regulation for Position Risk in Banks, Securities Firms and Insurance Companies", 2003, pp.12-13, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.203.4313&rep=rep1&type=pdf>.

47) *Ibid.*, pp.19-20.

が一定基準を上回ることが求められるのである<sup>48)</sup>。つまり、SEC のネット資本ルールは、清算時の負債払い戻しに必要な現金を資産の処分によって確保するためのものである。資産は時価評価を基本としているが、迅速な処分が価格に与える影響を考慮して、時価からのヘアカットが求められている。

資本要求の背景が異なるため、アメリカでは銀行と証券のルールを統一する必要はないとする声も多い。Benink=Llewellyn は、証券会社には預金保険がなく、最後の貸し手へのアクセスもないため、規制を正当化するようなモラルハザードが存在せず、銀行と同じ資本要求を証券会社に課す必要はないと主張する。証券会社が銀行の関連会社である場合は、ファイヤー・ウォールで完全に切断できる訳ではない。したがって、システムの安定が目的であれば、専門証券会社よりも銀行の証券関連会社の方が高い資本要求を課されても問題ない。証券業務が銀行の証券関連会社から専門証券会社に移っても、そのコストが範囲の経済の利益を上回らないなら社会的に有益だということである<sup>49)</sup>。

ネット資本ルールの基本的な考え方や、Benink=Llewellyn の主張から判断すると、銀行の方が高い自己資本比率を求められてしかるべきであるが、必ずしもそうではない。例えば店頭デリバティブ取引については、ネット資本ルールによるとポジションの未実現利益が無担保受取勘定として扱われ、資本から 100% 控除される。これが一因で、大手投資銀行は一部のデリバティブ活動を SEC 非登録の別会社、特に EU の適正資本指令が適用される欧州市場で行うようになった<sup>50)</sup>。これは、システミック・リスクを考慮する自己資本比率規制の要求水準が、そうではないネット資本ルールより必ずしも

---

48) 最低必要になる資本の金額または比率は、証券会社のタイプによって異なる。詳しくは SEC, "Key. SEC Financial Responsibility Rules", p.152, [http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_market/key\\_rules.pdf](http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_market/key_rules.pdf) を参照されたい。

49) Benink and Llewellyn, *op.cit.*, p.204, p.210.

高いわけではないことを意味する。

2004 年の CSE (Consolidated Supervised Entity) プログラム導入によって、それがより顕著になった。もともと SEC はブローカー・ディーラー単体しか監督対象としておらず、2002 年 EU コングロマリット指令によって、単体の規制しか受けない米投資銀行は EU 内から排除される可能性があった。そこで CSE プログラムが導入され、SEC が投資銀行持株会社全体の監督を担当することになった。その際に、持株会社レベルでバーゼル基準の自己資本比率規制が課されることになり、CSE 対象持株会社の証券子会社は、ヘアカットや店頭デリバティブのカウンターパーティー・リスク計測に内部モデルの利用が許されるようになった。これ以降に米投資銀行のレバレッジが急拡大した<sup>51)</sup>。

周知のように 2000 年代半ばにおけるレバレッジの高さは銀行持株会社でも同じであった。GAAP (Generally Accepted Accounting Principles) を採用する米銀は、SIV や ABCP 導管体を利用して、バランスシートを圧縮し、所要自己資本を引き下げていた。しかし IFRS (International Financial Reporting Standards) に従って導管体を連結対象にしていた欧州銀行でも、保有資産が高格付けの証券化商品であったため、総資産の伸びに比較するとリスク調整済み資産の伸びは極めて小さかった。結果として、バーゼル規制の基準では自己資本の水準が極めて良好な金融機関が、金融危機から大きな打撃を受けることになった<sup>52)</sup>。

以上のように、内部モデルの利用は規制裁定の問題を解消しない。Acharya=Schnabl が指摘するように、問題の一端は規制が自己資本比率とい

---

50) House, Hearing, *Safety and Soundness Issues*…… Part 3, 1993, p.45. Herring and Schuermann, *op.cit.*, p.38.

51) 二上季代司「金融業務の変質とリスク管理」滋賀大学経済学部附属リスク研究センター, *CRR Working Paper Series J*, No.J-9, 2009 年 11 月, 11 ~ 12 ページ。



う単一の指標に依存しすぎていることであろう<sup>53)</sup>。ただし、一つの指標にしか着目していないというよりも、自己資本比率に金融機関が抱えるあらゆるリスクを反映させようとしている問題の方が大きい。リスク調整に正確さを求めるにつれ規制が複雑になり、裁定機会が増加した。その機会を利用する上で、大手の方が有利であった<sup>54)</sup>。国際的に活動する大手に規制の網をかけるべく統一基準が重視されるようになった自己資本要求であったが、その目的が達成されたとは言い難い。

以上のようにリスクに応じて自己資本を求める仕組みは、さほど効果を期待できない。それにも関わらず、預金保険料や監督・介入の程度まで自己資本比率に連動させると、市場の動きを一方向に偏らせ、それが景気に与える影響も強めることで、全体として循環性を増幅することになる。

根本的な問題は自己資本比率規制が、個別機関の健全性を維持することでシステム全体の健全性を維持しようとしていることであると思われる。Acharya らが指摘するように、個別の金融機関によるリスク削減を通じた所要自己資本の引き下げは、リスクを見えなくしているか、システムに転嫁しているだけであることが多い<sup>55)</sup>。かりに取引関係や、借り手を含むサービス利用者の健全性を犠牲にして、金融機関が自己資本比率を引き上げようと

---

52) Acharya, Viral V. and Philip Schnabl, "How Banks Played the Leverage 'Game'?", Acharya, Viral V. and Matthew Richardson eds., *Restoring Financial Stability: How to Repair a Failed System*, John Wiley & Sons, Inc., 2009（大村敬一監訳『金融規制のグランドデザイン：次の「危機」の前に学ぶべきこと』中央経済社、2011年、110～127ページ）。

53) 同上、130ページ。

54) 例えばアメリカでは、バーゼルⅡ導入に向けて2004年末～2005年初に行われた影響度分析で、参加26行平均で最低所要自己資本が12.5%減少するという結果が出た。この結果から、内部モデル導入が困難な中小金融機関と大手の間に格差が生じるとの懸念が広がり、バーゼルⅡ導入が遅れた。野村総合研究所『平成20年度金融システムの構築及び整備調査委託事業「わが国産業金融の競争力強化のための国際金融システム分析調査研究」』経済産業省委託報告書、2009年3月、18ページ。

するなら、それは規制の目指すべき方向とは正反対に向かっている。いかにシステムの健全化を図るのかと考えるには、やはりシステムの構造に対する理解を深めなければならない。

### (3)分業構造の変化とシステミック・リスク

自己資本要求の歴史がかなり長いこともあってか、自己資本規制は銀行に対する「伝統的」な認識に基づいている。リスクに応じて自己資本を要求する方針は、銀行が「伝統的」な業務から離れていくことを前提としていた<sup>56)</sup>。しかし前掲表 11 のようなリスク調整でも、貸出以外の資産が銀行にとって周辺的なものでしかなければ、さほど問題にならなかったであろう。実際には大手の間でリスク調整が複雑な業務の重要性が高まっており、当初のバーゼル合意からすぐに改訂に向けた動きが始まったのは必然ともいえる。また、財務省提言で預金保険対象の限定が強調されていたのは、リテール預金が銀行負債の中心で、それさえ保護すれば、後は市場規律に任せても信用秩序の維持が可能であると考えられていたためとも受け取れる。

銀行に対する認識は、証券会社に対する認識の裏返しである。両者に対する「伝統的」な認識は、資本ルールの変遷に反映されていた。1990 年の Drexel 破綻が大きな混乱を起こさなかったことは、「伝統的」な認識の裏付けとなった。しかし Herring=Schuermann は、その後の変化で Drexel の件から証券会社はシステミック・リスクを引き起こさないと結論できなくなった

---

55) Acharya, Viral V. et al., "A Bird's-Eye View, The Financial Crisis of 2007-2009: Causes and Remedies", Acharya and Richardson eds. (邦訳、前掲、39 ページ)。

56) グリーンスパンは注 8 の講演会で次のような発言をしていた。リスクに応じた資本を求め、情報革命で金融仲介のあり方が変化し、銀行の役割が長期的に縮小する可能性がある。したがってグラス＝ステイーガル法の撤廃が必要である。"Innovation and Regulation...", *op.cit.*, p.786.

と指摘する。変化は以下の四つである。①大手の国際業務が拡大し、複雑な組織を伴って、破産法の異なる地域で活動するようになった。②グラム＝リーチ＝ブライリー法の成立によって商業銀行との資本関係が拡大した。③証券会社が巨大化した。⑤大手ほど店頭デリバティブで国際的な活動を展開するようになった<sup>57)</sup>。

ただ、グラム＝リーチ＝ブライリー法の成立を除けば、以上の変化は全て既に1980年代には生じている。OECDは1991年の時点で証券価格の下落によって生じるシステミック・リスクについて報告書を出していた。それによると、大手証券会社は短期資金を市場性資金に依存しており、リテール預金基盤と中央銀行窓口へのアクセスを持つ銀行よりも信用不安に弱い。なぜなら証券価格が下落すると、貸し手は担保の積み増しを要求したり、与信を停止したりする。すると資産処分を迫られ、場合によっては流動的な資産でも流動性を喪失するからである。こうした状況で資金繰りに行き詰まった機関が破綻すると、証券価格の下落に拍車をかけ、他の証券会社にも影響が広がる<sup>58)</sup>。

欧州ではEUの適正資本指令によって銀行と証券会社に共通の自己資本規制が導入された。これは部分的に、証券会社の破綻が銀行の場合と同じようにシステミック・リスクの源泉になり得るという認識を反映していると見られる。それでは、1990年代初頭の時点で、証券会社の破綻からシステミック・リスクが顕在化する可能性は、アメリカよりも欧州の方が高かったのだろうか。

IMFの報告書によると、証券化の度合いが小さいシステムほど、流動性危機の起こるリスクが小さい。なぜなら短期の流動性が銀行のバランスシートによって提供されるからである。短期資金の証券化市場がなければ、銀行

---

57) Herring and Schuermann, *op.cit.*, p.14.

58) OECD, *Systemic Risks in Securities Markets*, Paris, 1991, p.16.

貸出の時価評価は困難であり、レバレッジが効いていても、証券市場における突然の価格変化によって銀行の資金繰りが苦しくなることはない。これに対して英米のように証券化の進んだシステムでは、中央銀行が頻繁に流動性の支援に乗り出す必要があるということである<sup>59)</sup>。

上記の OECD 報告書は 1987 年のクラッシュを受けて作成されたものであった。したがって、アメリカでも証券価格の下落がシステム・リスク顕在化につながる可能性は強く意識されてしかるべきである。危機意識がそれほど強くなかったのは、証券市場で流動性の逼迫が起こっても、中央銀行の介入によって経済への破壊的な影響は回避できると考えられたからかもしれない。現在では、いわゆる「グリーンスパン・プット」が、2000 年代半ばのバブルを引き起こした大きな要因であるとの認識が広がっている。中央銀行による市場介入のあり方については、ルール化の是非を含め、重要な検討課題であろう。

1987 年のクラッシュについては、中央銀行の介入がなければどのようになっていたか分らないが、ジャンク債価格の暴落とそれを受けた Drexel の破綻のように、証券価格の下落や証券会社の破綻がシステムの危機につながるケースもある。つまり、OECD が描くようなシナリオが常に実現するわけではない。それは、単に Drexel が、Herring=Schuermann の想定する危機を引き起こしかねない証券会社に当てはまらないからであろうか。確かに Drexel は、銀行との資本関係が許されていなかったというだけでなく、国内ジャンク債業務への依存が強く、国際的なプレゼンスやその他の分野での影響力は大きくなかった<sup>60)</sup>。

---

59) Goldstein et al., *op.cit.*, p.6.

60) Drexel 破綻要因の分析については、山田耕司、遠藤幸彦「“覚醒の時代”を目指す米国金融産業」『財界観測』1990 年 5 月、4～7 ページを参照されたい。

Taylor は、グローバルな視点から見て、システム上の重要性を持つ機関は 20 ～ 30 程度であり、それらの機関の破綻なしにシステムの破綻はあり得ないと主張する<sup>61)</sup>。Taylor は具体的な機関名を挙げているわけではないが、国際的に展開する巨大多角化機関を指すと考えて間違いはない。それらの機関は文字通り多様な業務を手がけているものの、特に店頭デリバティブのディーラー業務に注目されることが多い。これは Taylor も銀行と証券会社の境界を曖昧にしている業務であると指摘しており、破綻するのが銀行であるか証券会社であるかを問う必要はないであろう。

1990 年代前半にはデリバティブに関する多数の報告書が作成されており、その全てが一部ディーラーに取引が集中していることを明らかにしている。集中の理由は情報システムへの大規模な投資が必要なことであったり、市場参加者がカウンターパーティー・リスクを懸念することであったりする。ただし、集中度は商品によって異なる。短期の低リスク商品では比較的多数のディーラーが存在するが、長期で高リスクになるとともにディーラー数が減少し、特別仕様商品については少数のディーラーしか存在しない。そして、標準化度合いの高い商品しか扱わない業者を含め、ディーラーは相互に大規模なエクスポージャーを持っている<sup>62)</sup>。

店頭デリバティブ取引がシステムの危機につながるメカニズムは、証券取引のそれと重なるだけでなく、影響が広範囲になりやすい。なぜなら複数市場で資金調達とポジション取りを同時に行う取引は、デリバティブの存在に

---

61) Taylor, *op.cit.*, pp.169-170.

62) United States General Accounting Office, *Financial Derivatives: actions needed to protect the financial system*, USGPO, 1994, pp.36-37. G30 報告によると米銀 8 行が 1991 年末に世界の金利・通貨スワップ想定元本残高で 56% を占めた。米規制当局のデータによると、1992 年末で米銀 7 行がデリバティブ想定元本残高で 90% 以上を占めた。BIS 報告によると、ISDA メンバーによる金利・通貨スワップ、金利オプションの想定元本で 40% はメンバー相互間の取引であった。

よって容易になるからである。また、デリバティブは契約期間中カウンターパーティー・リスクが継続し、複数市場に渡る複雑な信用関係を形成する。さらに将来のキャッシュフローが読みにくい。この状況で、大手ディーラーに信用不安が生じると、資金繰りのためのポジション解消が困難になり、流動性枯渇の影響があらゆる市場に及ぶ<sup>63)</sup>。

ここで、デリバティブが効率的な投機的手段であるからといって、全ての取引を禁止するのは現実的でない。Taylor の主張に従うと、問題はデリバティブ自体というより大手の行動である。大手ディーラーは自社のリスク管理方針に従って、リスク引受の程度を決めているが、自社が破綻した際に金融システムに与える影響や政府の安全網にかかるコストを考慮していない。この外部性の問題にどのように対処すべきなのかが大きな政策課題となっている<sup>64)</sup>。

一つの対処策として、業務分離が考えられる。大規模機関の破綻がなければシステム危機が起こらないのであれば、規模を制限すればいいが、それは技術的に困難なため、業態を分離するということである。ただ、銀行、証券、保険といった業態レベルでよいのか、細かい業務レベルでの分離が可能なかは判断が難しい。しかも、業務分離すればシステム上重要となる規模に達しないのか、あるいはそもそも規模だけの問題なのかも定かではない。業務規制が無意味だというつもりはないが、金融システムの構造についての解明を進め、様々な規制の影響を測る精度を高めていくことで、どのような

---

63) BIS, *Recent Developments in International Interbank Relations*, 1992 (日本銀行オフバランス取引研究会訳『変貌する国際金融市場』金融財政事情研究会, 1993 年, 56 ~ 57 ページ). House, *Hearing, Safety and Soundness Issues*---- Part 3, 1993, p.367, p.424.

64) Mason は、ディーラーの規制が必要だとの主張に理解を示しながらも、規制の影響が広範囲に及び得るため、メリットとデメリットを明確に理解した上で実施すべきと主張している。Mason, Scott P., "The Allocation of Risk", Crane, Dwight B., et al., *The Global Financial System*, Harvard Business School Press, 1995 (野村総合研究所訳『金融の本質』野村総合研究所, 2000 年, 第 5 章, 323 ~ 325 ページ)。

規制が適切かを判断していく必要がある。

他の方法として、システミック・リスクへの寄与度に応じた課金という案がある<sup>65)</sup>。課金は危機の際の救済と不可分であるが、いずれにしても破綻させることができないのであれば、救済に必要なコストを一部でも事前に負担させるべきであろう。ただ、この案の鍵となるのは、寄与度の測定と課金の設定である。ある機関が破綻した場合の影響は、従業員数や取引先数などに規定される部分、およびその機関のポートフォリオなどに規定される部分があると考えられる。前者を重視した場合、当該機関がシステミック・リスクを抑制しようとする誘因となるほど高水準の課金が適切かは疑問である。逆に後者を重視すると、結局はこれまでのリスク調整自己資本比率を軸とする健全化策の微修正になると思われる<sup>66)</sup>。

具体的な業務規制や課金の仕組みについては試行錯誤を重ねていくしかないが、そのためにもやはりシステムの構造に対する理解を深めることが不可欠である。監督上、大手を重視するにしても、大手だけを見ていれば良いわけではない。例えばデリバティブであれば、大手が果たす役割を、他の参加者との役割分担の中で把握しなければならない。そうでなければ、大手さえ

---

65) Acharya, Viral V., Lasse H. Pedersen, Thomas Philippon and Matthew Richardson, "Regulating Systemic Risk", Acharya and Richardson eds. (邦訳、前掲、第13章)。

66) Acharya らは、課金の方法としてバーゼルⅢ提案、FDIC 手法（保険料差別化）、市場ベースのシステム（民間保険提供者の保険料設定と、規制当局への保険金支払い）を挙げている。邦訳、同上、372～378 ページ。市場ベースの提案は真新しいが、保険提供者の監督や破綻時の対応といった問題が出てこよう。周知のようにバーゼルⅢにはいくつかの新機軸が含まれる。しかし流動性カバレッジ比率規制には適格流動資産の範囲という問題がある。SIFIs への追加資本要求は、少なくともシステミック・リスク引き下げの誘因にはならないであろう。カウンターシクリカル・バッファについては、信用収縮時でも市場の反応を恐れて取り崩せない可能性がある。その他バーゼルⅢの問題については、大山剛『バーゼルⅢの衝撃』東洋経済新報社、2011 年を参照されたい。もしかするとレバレッジ比率規制のような単純なもの、最も有効なのかもしれない。

健全であればシステム全体が健全であると言い切ることなどできない。

また店頭デリバティブは金融市場全体の一部である。上述の IMF 報告書は、証券化が進んだシステムの特徴は、非金融機関を含む短期負債のネットワークの存在であると指摘する。証券会社は資金繰りをレポに依存、企業は短期資金を CP に依存、先物取引所参加者はマージン要求を銀行借入に依存、銀行は決済資金を銀行間取引や CD に依存、ノンバンクは緊急時の資金を銀行からの信用枠に依存するといった複雑な依存関係である<sup>67)</sup>。したがって、デリバティブ市場でのシェアだけでシステムにおける重要性を測ることもできない。

そして、証券市場にせよデリバティブ市場にせよ、そこで生じるシステムミック・リスクの説明は、いずれも特定不能の外生的要因を発端とする、負のサイクルのみである。脆弱な構造を理解しておくことは重要であるが、より問題視しなければならないのは、わずかなショックでもシステム全体を崩壊させかねない状況にまで信用が膨張するメカニズムである。そのメカニズムがシステムの構造に規定されているのであれば、それこそが解決すべきシステムの構造問題である。ショックに対する脆弱性は、その構造を反映していると考えられる。脆弱性の部分しか見なければ、とにかくリスクを回避すべきとの処方箋しか出てこない。

Rajan は、負のサイクルのみではないシステムミック・リスクの説明を行っている。Rajan が注目したのは、伝統的銀行業務の衰退と運用専門機関の台頭という、金融機関の役割分担の変化である。その構図を利用して、金融仲介部門で過剰なリスクテイクが行われやすくなり、かつショックに対するシステムの耐性が低下することになったメカニズムを極めてシンプルに描き出している<sup>68)</sup>。

---

67) Goldstein, et al., *op.cit.*, p.5.



まず、銀行は「脱仲介」の過程で情報優位を持たない資産をバランスシートから切り離していき、結果として最も複雑な資産だけを手元に残すようになった。その一方で、複雑な資産保有のヘッジや保証業務のために、短期市場への依存を高めた。バランスシートの健全性低下と、短期市場への依存は、市場の逼迫に際して、銀行自身の資金繰りも困難にする。したがって、流動性危機に対して短期の流動性を市場に供給するというかつて果たしていた役割を、銀行はもはや果たせなくなる。

銀行に代わって金融仲介の中核を担うようになった運用機関はというと、かつての銀行と異なり激しい競争にさらされており、短期の運用成績に対応して顧客から委託される運用資金が増減する。そして運用成績は同業他社との比較によって評価される。効率的な市場であれば、平均を上回るリターンを得るためにはそれだけリスクテイクの程度を高めなければならない。そうすると顧客に逃げられる恐れがあるため、一般には見えにくいテールリスクが好まれる。しかし、同業他社との比較に基づく評価は、同調行動を生みやすく、それはテールリスクが実現する可能性を高める。

以上の説明は、金融機関のリスクテイク行動がシステムの性格と関連づけられているだけでなく、リスクが顕在化した場合に、それが保証業務を通じて銀行部門に波及し、銀行部門まで資金繰りに行き詰まるというように、危機の伝播経路まで特定している。そして、問題の根源である非対称的な賞罰体系に対する改革案を提示している。危機が起こると、金融機関は何が起ころうとも大丈夫に見えるバランスシートにすることを求めがちであるが、

---

68) Rajan, Raghuram G., "Has Financial Development Made the World Riskier?", A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, *The Greenspan Era: Lessons for the Future*, August 25-27, 2005, <http://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2005/pdf/rajan2005.pdf>. Rajan は、資本規制や情報公開が、システムの構造変化によって生まれた問題への効果的な解決策にはならないと主張している。

ここではリスクの存在自体ではなく、その取り方が問題視されている。

Rajan は金融システムが安定していれば、それでいいとは考えていない。彼によると、1950～60年代に見られた銀行中心の金融システムでは、競争制限規制の存在と、監督機関および預金者からの健全化を求める圧力により、銀行の経営が著しく保守的であった。それは仲介にかかるコストを引き上げていた。長期の関係に基づく取引は、利点もあるが、サービス利用者の選択を制約する。これと比較すると、新たなシステムは、問題を抱えてはいらぬものの、効率性と利便性が高い。彼の提示する処方箋は、この利点を失わないためのものでもある。

つまり、システムの健全性は、そのシステムが果たす機能と一体のものとして考察しなければならない。個別金融機関の健全性に注目すると、このことが忘れられやすい。金融システムが資源の効率的配分を促し、経済全体の活力とその持続可能性を高めること無しに、システムの健全性は維持できない。脆弱性に対する真の解決策は、システムの機能を強化することの中に求められるべきである。

そこで、金融システムの構造を正確に描き出すことが必要になり、Rajan が提示した構図はその出発点となり得る。ただ、彼の描写がシンプル過ぎるために、重要な側面が抜けている。かつ描かれている部分にも、疑問点がある。

まず気になるのは、銀行貸出が透明性の有無のみで区分されていることである。少なくとも企業向け、消費者関連、不動産関連では審査やモニタリングの専門性が異なると考えられるため、分野の区分も必要であろう。次に、危機の伝播経路が特定されながら、それに対する対処策が何ら示されていない。もしかすると Rajan は、流通市場の比重が高まったことで銀行部門が限界的な領域になったと考えているのかもしれない。一方、流通市場については、ブローカー・ディーラーが登場せず、あたかも運用機関だけで取引が成立するような印象を受ける。そして、運用機関が引き起こすシステム・

リスクは、全てテールリスクによるものかも疑問である。

こうした疑問に答えられるよう修正を施していくことで、機能と構造的欠陥および脆弱性の対応関係をより詳細に捉えた包括的な構図を描くことができるであろう。以下で修正の手がかりになるとと思われる点をいくつか指摘して、本稿を締めくくりたい。

Rajan が提示した危機の伝播経路からは、証券市場で生じた危機を銀行部門がせき止められないだけなのか、銀行部門を巻き込まなければ危機の影響が経済全体に波及しないのかまでは判断できない。この問題は流通市場に依存した金融システムにおける銀行部門の位置づけを考える上で重要であるが、簡単には答えを出せない。ただ、Rajan が描く銀行の姿に対して、すぐに補足・修正すべき点を思いつく。

銀行に関する記述で、情報優位を持たない資産を売却する結果、バランスシートには不透明な資産だけが残るとある。しかし、銀行が売却した資産を他の銀行が購入するケースも多い。シンジケートローンは、当初はほとんどの買い手が他の銀行であった。タームローンについては後に非銀行への売却割合が高まるものの、それでも半分程度は他の銀行が購入している。信用枠に関しては、ほとんどが銀行部門内部にとどまっている<sup>69)</sup>。住宅ローンについて言えば、証券化開始時には S&L が売却したローンが MBS に加工され、その多くをやはり S&L が購入していた<sup>70)</sup>。その後証券化市場が拡大する中で、銀行が投資家として高いシェアを占めるようになった<sup>71)</sup>。

---

69) 1988～2007年の平均で信用枠の92%は銀行が持ち続けていた。そのほとんどが一般参加行による保有である。一方、タームローンでは、銀行のシェアが1988年の88.6%から2007年の43.7%まで大きく低下している。代わってシェアを伸ばしているのは投資管理会社とCLO組成向け売却である。Bord, Vitaly and Joao A. C. Santos, "The Rise of the Originate-To-Distribute Model and the Role of Banks in Financial Intermediation", Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review*, July 2012, pp.28-32.

非銀行が購入する部分は、銀行が保有する資産から良質なものが選りすぐられたという訳ではない。銀行は初めから売却する目的で資産を集めている。売却できるのはリスク特性やキャッシュフローの性質を顧客の好みに応じて組み替えることができたからである<sup>72)</sup>。機能面で、この事実から銀行が持つ優位性とは何かという論点が浮き上がる。健全性との関係では、売却するまでの在庫や導管体への保証などを証券市場と銀行部門のリンクとして重視しなければならないことが分かる。

資産売却によって銀行のバランスシートが不透明かつ不健全になるともいえない。もし、銀行がモニタリングの優位性を活かして、外部評価が困難な資産を保有するのであれば、それはむしろ好ましいとも考えられる。しかも、銀行は極めて透明性の高いと考えられている証券を資産として抱えている。表12を参照されたい。資産規模上位10位未満の銀行では、貸出比率に低下傾向は見いだせないが、それでも証券投資の比重は着実に高めている。その過半は連邦債である。

表12から、銀行が短期市場を含むいわゆる市場性資金への依存を強めたという傾向を確認することもできない。大手10行ではFF・レポ調達の比重が若干高まっているようにも見えるが、同時に国内預金の比重も高まっている。その他では逆に国内預金の比率が低下しているように見えるが、FF・レポ調達の比率も低下している。そして全てのクラスで国内預金に占める貯蓄口座・小口定期の比率が高まっている。貯蓄口座の中には1982年に導入さ

---

70) 遠藤幸彦「証券化の歴史的展開と経済的意義」、大蔵省財政金融研究所『フィナンシャル・レビュー』1999年6月、9～11ページ。

71) 例えば2002年6月末の残高では、MBS保有の18%を商業銀行が占めていた。最大の保有主体はFNMAやFHLMCなど住宅関連GSEである。西川珠子「米国モーゲージ市場の動向」『みずほレポート』2002年11月20日、5ページ。

72) 拙稿「1980年代の国際資本市場における米系金融機関の競争力」『経営研究（大阪市立大学）』第60巻、第4号、2010年2月、27ページ。

表 12 規模別米商業銀行の資産・負債推移

	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
<b>資産に占める貸出・リースと証券投資の比率</b>																		
資産上位10	63.11	61.45	59.36	58.69	59.66	61.69	62.14	58.34	55.57	49.91	50.05	53.51	50.91	50.76	53.37	55.22	53.86	53.60
貸出・リース	46.61	43.42	41.32	39.80	37.14	36.08	36.08	34.83	31.36	28.32	32.29	32.09	32.09	33.60	35.88	35.58	34.94	30.15
証券投資	9.49	11.71	12.59	12.96	13.13	14.03	15.58	19.13	22.74	20.61	19.53	19.83	20.00	19.72	18.34	18.98	17.81	20.54
(うち証券売却)	61.88	61.77	61.70	61.99	62.61	61.22	60.07	58.30	57.33	58.56	62.68	64.24	63.89	64.42	64.28	64.97	62.27	60.10
資産上位11-100	39.11	39.06	38.44	37.83	36.34	35.34	34.17	32.30	31.45	30.79	30.73	29.50	29.75	29.37	30.18	28.01	25.45	22.10
証券投資	11.55	14.11	15.26	15.54	15.21	16.19	17.38	20.38	21.97	21.19	18.64	16.87	15.8	16.67	17.8	17.33	20.1	20.3
(うち証券売却)	91.26	92.27	94.69	94.79	94.54	94.08	93.50	94.41	93.76	93.33	95.92	95.20	95.38	96.76	97.13	92.96	93.16	94.38
資産上位101-1000	59.27	59.77	61.6	63.03	63.62	63.09	61.03	58.49	57.93	59.75	62.19	62.63	62.22	61.13	61.49	62.15	62.48	61.46
貸出・リース	32.09	32.00	29.42	28.29	27.79	26.46	24.66	22.79	21.04	20.30	20.43	20.44	19.98	20.42	20.56	20.54	19.97	20.14
証券投資	19.16	19.28	18.72	18.52	18.75	19.34	21.28	23.73	25.92	25.72	23.08	22.67	23.45	24.26	25.17	24.34	22.8	23.86
(うち証券売却)	96.78	98.26	98.82	98.54	98.03	97.57	96.31	98.55	98.92	98.76	99.13	99.47	99.57	99.55	99.68	99.63	99.52	99.75
<b>投資勘定の内訳</b>																		
資産上位10	32.87	23.15	17.95	16.26	14.25	11.82	14.39	21.50	19.20	17.64	19.06	18.21	14.22	14.03	15.14	14.30	5.60	4.11
運輸機関	9.57	9.84	18.80	22.38	25.30	31.56	36.89	41.59	49.32	43.49	41.88	43.30	48.68	52.06	48.55	48.07	56.34	60.45
(うち公約MBS・CDO)	83.64	86.76	95.45	94.85	95.39	95.59	97.69	98.88	98.70	98.62	98.62	98.69	97.19	96.04	91.05	88.16	89.18	91.01
資産上位11-100	43.07	36.02	33.20	28.51	22.32	23.26	30.56	34.22	34.61	26.96	20.80	18.65	13.95	9.83	6.95	3.78	3.86	
運輸機関	12.52	15.75	21.66	24.30	34.84	48.43	51.88	48.13	46.36	47.33	52.57	56.79	59.59	61.56	61.19	60.27	56.97	59.76
(うち公約MBS・CDO)	61.36	68.29	75.40	82.68	80.44	92.72	93.24	94.60	93.40	89.98	83.83	83.11	81.29	78.65	75.71	70.65	75.42	76.77
資産上位101-1000	44.58	40.00	38.59	35.73	32.15	28.83	29.45	32.59	33.70	32.17	28.32	24.88	21.24	16.23	10.08	7.46	5.82	5.13
運輸機関	17.41	17.52	21.95	26.36	33.03	41.07	44.69	46.59	48.05	50.24	53.45	56.14	59.83	62.65	64.93	64.16	64.74	66.68
(うち公約MBS・CDO)	31.45	34.04	46.55	48.44	49.92	71.61	77.54	78.43	79.46	78.21	73.43	69.59	66.07	63.98	62.86	59.51	63.58	64.71
<b>負債に占める国内預金とFF・レシ開通の比率</b>																		
資産上位10	35.92	38.57	39.23	39.94	41.10	41.15	41.64	41.94	41.48	34.52	29.92	33.52	36.89	38.82	38.57	37.83	40.57	43.83
国内預金	36.88	39.36	40.24	38.34	36.58	34.86	33.78	36.43	38.06	40.50	39.93	36.36	39.83	38.29	24.02	22.95	22.47	20.82
(うち小切手口座)	39.37	40.64	41.37	43.16	43.39	46.44	50.70	52.08	52.79	51.72	52.14	54.47	58.78	60.82	63.22	63.28	65.14	68.86
FF・レシ開通	8.35	8.49	7.21	6.71	7.07	7.24	7.16	6.55	7.19	6.56	6.59	6.32	11.08	10.56	9.58	9.63	9.81	9.65
資産上位11-100	62.72	62.08	62.50	63.71	65.30	66.61	70.58	70.13	63.09	65.16	63.39	63.87	60.85	60.85	59.05	57.75	57.36	55.94
国内預金	44.02	38.62	35.60	32.66	30.04	28.61	28.84	31.82	33.97	38.01	39.83	39.74	39.74	23.38	22.42	18.80	16.01	14.73
(うち小切手口座)	44.09	43.50	43.40	44.25	45.51	49.47	53.71	55.41	55.39	55.42	56.48	59.30	59.76	61.60	63.44	64.52	67.02	69.48
FF・レシ開通	13.89	15.68	15.36	14.48	14.00	13.81	11.65	12.29	11.98	12.41	12.33	10.87	10.19	10.35	10.68	10.14	10.66	10.65
資産上位101-1000	84.45	83.95	83.43	82.29	82.02	83.24	84.13	84.88	83.49	79.97	78.84	79.61	80.85	80.61	78.03	77.37	77.61	77.82
国内預金	30.21	31.27	31.64	30.24	28.75	27.60	27.38	29.98	33.61	31.39	27.66	24.67	22.10	19.65	17.46	16.39	16.25	
(うち小切手口座)	52.49	52.37	52.15	52.87	54.37	56.51	58.69	59.75	58.47	57.61	58.11	60.84	62.15	64.21	66.21	66.04	66.29	67.15
FF・レシ開通	8.45	8.80	9.07	9.25	9.87	9.06	8.03	7.75	8.09	9.22	9.10	8.99	7.81	6.80	7.59	6.93	6.38	5.87

注) 小切手口座には要求払い預金、および MMDA を除く利付き小切手預金を含む。貯蓄口座には MMDA を含む。1985～1987年の数値は1994年6月号、1988～1993年の数値は1998年6月号の数値を利用した。  
出所) "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1993", *Federal Reserve Bulletin*, June 1994, "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1997", *Federal Reserve Bulletin*, June 1998, "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 2002", *Federal Reserve Bulletin*, June 2003より作成。

れた MMDA が含まれ、大手行はこれを利用して、割高なユーロドル調達や CD 発行を抑制してきた<sup>73)</sup>。ただし、要求払い預金から MMDA に流れた部分もあると考えられ、市場性資金への依存がもともと大きくなかった銀行には打撃であったかもしれない。

こうして見ると、運用機関がとっていたテールリスクの実現によって、銀行部門がどのような影響を受けるのかは必ずしも明らかでない。しかし、だからといって銀行部門がシステミック・リスクから隔離されているわけではない。問題は、伝統的銀行業務の衰退と呼ばれる現象が、実際には金融システムにおける銀行部門の役割のどのような変化を意味するのかである。以上に挙げた簡単な事実は、いくつか重要な点を暗示している。

一つは不動産への依存である。上位 10 行以外の貸出比率は低下していないが、商工業貸出だけに注目すると、低下傾向がはっきりしている。これは、バーゼル規制で貸出と証券投資のリスク加重に差があること、および不良債権問題を受けた検査の強化で貸出のコストが高まったことによって、貸出から証券投資へのシフトが生じたことを意味する可能性がある<sup>74)</sup>。もちろんノンバンク等との競争激化もある。もしかすると内部情報の把握においても、部分的に銀行は他の業者に劣るようになったのかもしれない。一方、貸出で比重を高めているのは不動産関係であり、それらは担保評価が容易で、かつ証券化しやすい。そして、証券投資でも抵当関係の比重がかなり大きい。

---

73) 「米国における新しい預金商品の導入とその影響」『金融』1983 年 7 月、39～40 ページ。

74) ABA 会長の証言によると、テキサスのある銀行は融資担当者を増やして業務を拡大したいと考えていたが、コンプライアンス担当者を雇わなければならないために融資担当者の採用を見送った。特に小規模銀行では事務処理負担も大きく、資産 5000 万ドル未満の銀行では業務経費の 1/4 はコンプライアンスにかかっているとのことである。House, Hearing before the Subcommittee on Economic Growth and Credit Formation of the Committee on Banking, Finance and Urban Affairs, *The Purchase of U.S. Government Securities by Commercial Banking Institutions*, 103rd Cong., 1st sess., 1993, p.101, p.113.

これに関連して、貸出における役割分担の問題がある。不動産向け貸出自体が担保に頼ることになりがちであるが、証券化になると公的保証、格付けによる評価、他者の審査とモニタリングに依存する。貸出先が狭い範囲に限定されている状況と比較すれば、証券化はリスク分散の機会を地域限定の銀行に提供したといえるが、それで独自のリスク管理がまったく不要になるわけではない。ローンセールにしても同じことが当てはまる。特にサブパーティシペーションの場合、貸し手は売り手の銀行に対しても信用リスクを負うことになる。簿外化された資産が、仮に銀行部門内部を移動するだけであっても、全体としてのリスクの程度は高まるかもしれない。

そしてもう一つは証券投資の変化である。投資勘定に占める財務省証券の比重が一貫して低下しているのが分かる。基本的な理由は財務省証券の保有が収益性に乏しいことであろう。1988年4月にはFFIECが、投資勘定での短期アクティブトレーディングや空売りなどを不適切な活動と見なすことを銀行に通達し、大規模なトレーディング勘定を持つ一部大手行以外にとって、保有自体の意味が薄れた<sup>75)</sup>。つまり、財務省証券は投資対象と言うよりも、拡大する流通市場のベンチマークとしての側面の方が重要になった。

銀行ポートフォリオにおける財務省証券の位置づけが変化したことは、一部の大手がその他とは異なる性格を強めたことと対応している。一部大手行はトレーディング勘定に多額の財務省証券を抱えていると考えられるが、彼らは単に活発な取引を行うだけでなく、プライマリーディーラーとしてマーケットを作り、かつFRBのオペと市場をつないでいる。また、プライマリーディーラーであることは、持株会社傘下に20条子会社を抱える条件のようなものであり、実質的に銀行の証券業務はそれら大手に限定される<sup>76)</sup>。そして、それら大手はデリバティブの主要ディーラーでもある<sup>77)</sup>。

---

75) 山田耕司「米国商業銀行の債券運用」『財界観測』1991年10月、6ページ。



財務省証券保有がほぼトレーディング目的に限定されるようになった一方、銀行の投資勘定で比重を高めたのはその他連邦債、特に公的 MBS・CMO である。これらは財務省証券よりも利回りが高く、信用力も遜色ないと見られていた。連銀の適格担保であるため、短期の資金繰りが必要になれば容易にレポに出すことができる。かつて銀行は国債保有を流動性確保のコストと考えていたが、レポ市場の広がり、金利自由化による個人預金商品開発、資産売却の拡大で ALM のあり方が大きく変容した<sup>78)</sup>。

投資勘定であれば財務省証券であっても活発な売買はされない。かわって ALM の主要な手段になったのは、デリバティブである。特に MBS の場合は金利の動きによって償還時期が左右され、デュレーションを資産と負債で一致させておくのが難しい。このため、財務省証券に対する利回りスプレッドの変動は、最高格付けの企業債よりも大きいほどである。変動金利を利用するにしても、キャップが付いている場合も多い。そこで、デリバティブを利用したリスク管理の重要性がより高まる<sup>79)</sup>。このデリバティブ取引が、資産の売買、レポを含む資金関係と並んで、金融システムのネットワークを

---

76) 持株会社傘下に 20 条子会社を設置するのは、適格証券関連の業務から大部分の収入を確保する必要があったため、プライマリーディーラー以外には困難であった。House, Hearings, GAO Report: "Bank Powers...", 1990, p.206.

77) 1994 年には FIN39 導入により、デリバティブの時価評価における損益通算が法的要件を満たす同一取引相手とのものしか認められなくなったが、その影響を受けたのは資産上位 10 行に限られた。English, William B. and Brian K. Reid, "Profits and Balance Sheet Developments at U.S. Commercial Banks in 1994", *Federal Reserve Bulletin*, June 1995, pp.548-549.

78) 山田、前掲、23 ページ。

79) 例えば 2002 年夏以降の金利下落時には期限前償還が拡大したことで、FNMA のデュレーションギャップが広がり、同機関の株価が急落した。一方、FHLMC はコーラブル債やオプション付き債券の発行などによって、同時期にギャップは拡大しなかった。西川、前掲、10～11 ページ。対財務省スプレッドについては、飯村慎一「変貌する米国の公的住宅金融機関」『資本市場クォーターリー』2002 年冬、15～16 ページを参照されたい。



構成する重要な要素になっている。

銀行部門をめぐる変化は流通市場の役割が拡大し、その内実もかつてとは異なるものになったことに関連しているが、流通市場の運営に不可欠なブローカー・ディーラーの姿は Rajan の構図に含まれていなかった。それら仲介業者は、1970 年代から機関投資家の台頭、ポートフォリオ取引拡大、手数料自由化の進展といった市場の構造変化に直面していた。機関投資家相手のブロック取引やポートフォリオ取引は、仲介の域を超えて自らリスクを取らなければ対応できない場合が多い。1980 年代から本格化するようになった負債商品のトレーディングでは、さらにそれが顕著である。

もともと債券は規格化されていないため、取引所での取引には向かず、早い時期から店頭取引が主流になっていた。仲介業者は大量の在庫を抱え、資金繰りにレポを利用するようになった。1970 年代の初頭になると、Salomon が売却した証券を担保に資金を貸し出し、それで証券の販売を促進するという手法を用いるようになった<sup>80)</sup>。そして、1970 年代後半に金利変動が激しくなると、仲介業者はレポによる資金調達とリバースレポによる資金貸出を対応させるようになった。これを *matched book* という。金利変動を積極的に利用したい場合はミスマッチの状態にすることもできる<sup>81)</sup>。

1980 年代に入ると、レポ市場への参加者層が拡大し、レポとトレーディング業務の一体性が高まった。資金調達は専らレポに集約され、銀行借入が利用されることは希になった。リバースレポは空売りの際、証券借入よりも便利な証券調達手段であった。またレポとリバースレポを組み合わせた多様な

---

80) Kaufman, Henry, *On Money and Markets -A Wall Street Memoir-*, McGraw-Hill, 2000（伊豆村房一訳『カウフマンの証言、ウォール街』東洋経済新報社、2001 年、119 ページ）。

81) Lucas, Charles M., Marcos T. Jones and Thom B. Thurston, "Federal Funds and Repurchase Agreements", Federal Reserve Bank of New York, *Quarterly Review*, Summer 1977, p.44.

金利裁定手法も開発され、それが現物市場の流動性も高めることになった<sup>82)</sup>。

つまり、活発な流通市場は、証券の売買だけではなく、信用連鎖に形成によって支えられている。そして得意分野は異なるものの、大手投資銀行も大手銀行と並んで、店頭デリバティブの主要ディーラーになっている。これも信用連鎖を生み出す。さらに大手投資銀行はヘッジファンド向けにプライム・ブローカリッジ・サービスを提供しており、注文の執行・決済、資金や証券の貸し付け、口座管理などを一括して請け負っている。このサービスはヘッジファンドからの担保拠出や資産預託を伴うため、投資銀行にとって債務関係でもある<sup>83)</sup>。Duffie は、大手投資銀行に対する信用不安から、デリバティブ契約の移転、レポ取引の行き詰まりと続く破綻のプロセスを詳細に説明しており、現在ではシステミック・リスクを考える上でまず投資銀行に注目するのが常識になっている<sup>84)</sup>。

最後は運用機関のリスクテイクについてである。Rajan の指摘のように、中には最上級格付けの資産に対する CDS を大量に売って、プレミアムを稼ぐといった安易な投資手法をとる機関も存在する。しかし実際は、独自の調査に基づいて投資対象を発掘するものから、相対価値裁定を行うものまで多様である。そして、対象とする分野は異なっても、これら業者は総じて市場に流動性を供給する側に立っている。問題は、各業者が同じような投資機会

---

82) Lumpkin, Stephen A., "Repurchase and Reverse Repurchase Agreements", Federal Reserve Bank of Richmond, *Economic Review*, January/February 1987, pp.15-19. レポを利用した取引手法としては、現物購入と先物売却を組合せ、資金繰りをレポで行う Cash & Carry, 含み損を抱える債券をレポに出し、代わり金で高利回り運用する Reverse to Maturity などがある。Taylor, Ellen, *Trader's Guide to the Repo Market*, Asset International Inc., 1995 (日本興業銀行総合資金部訳『レポ市場ガイド』金融財政事情研究会, 1997 年, 15～17 ページ)。

83) 二上, 前掲, 5～6 ページ。

84) Duffie, Darrell, *How Big Banks Fail and What to Do About It*, Princeton University Press, 2011 (本多俊毅訳『巨大銀行はなぜ破綻したのか』NTT 出版, 2011 年, 第 3 章)。

を追求することによって、時間とともにポジションの相関性が高まることである<sup>85)</sup>。そうすると、特に規模の大きい運用業者はポジションの解消ができなくなる

もちろん大手の運用業者破綻自体がシステムの危機につながる可能性もあると考えられるが、これが大手投資銀行を巻き込む恐れもある。一つは上述のプライム・ブローカリッジ・サービスでの取引関係を通じてである。しかしそれだけではない。運用業者の多くは大手投資銀行の出身であることが多い。大手のトレーディングルームには、マーケットメイクとは独立したいくつものチームがあり、それぞれの投資戦略を追求している。それらが各分野で活動する運用業者と似たようなポジションを抱えていても何ら不思議ではない。これもシステミック・リスクの源泉として意識しておくべきであろう。

## お わ り に

1980年代を中心に、アメリカにおける金融制度改革の推移と、それをめぐる議論を回顧してきた。預金金利の自由化、州際業務規制および業際規制の緩和がそれぞれ相互に作用しながら進められ、その中で複雑な利害対立が生じていたところから、銀行と証券の「融合」というのは、変化する競争・分業構造のごく一部のみを指していることが分かる。そして、競争・分業構造の全体に視野を広げて、銀証分離の是非をめぐって展開された議論の論点を解釈し直すと、それらは金融システムの基本的な機能がいかにか果たされる

---

85) Brown, Stephen, Marcin Kacperczyk, Alexander Ljungqvist, Anthony Lynch, Lasse Pedersen and Matthew Richardson, "Hedge Funds in the Aftermath of the Financial Crisis", Acharya et al. (邦訳, 前掲, 211 ~ 212 ページ)。

べきかを問うものであった。

銀証分離の是非についての論点には、分離廃止によってシステムの健全性が保たれるかというものも含まれていた。これは、システムの健全性が支払・決済システムを支える伝統的な銀行というイメージと結びつけて考えられていたことを示す。そのため、ファイヤー・ウォールによる銀行と他業務の隔離が試みられた。その効果が限定的であるとの認識が強まると、銀行制度の健全性を維持する政策は、途上国債務問題を契機に義務的な要素が強まった適正資本水準の要求に集約され、飴と鞭を伴う自己資本比率規制が導入された。

自己資本の水準で監督機関の介入度合いを規定する監督手法は、基準自体の問題もあって、景気循環を増幅する性格を持つ。自己資本比率の計算で多様なリスクを考慮に入れ、同じ基準を保険料の差別化にも適用したことは、さらにその性格を助長したと考えられる。特にリスク調整の仕組みは、異業種や異なるシステムを持つ各国間の調整、デリバティブを初めとするトレーディング業務への対応によって複雑化の道をたどった。結果としてそれらの措置は2000年代半ばの信用膨張に拍車をかけることになった。

自己資本要求が厳格な規制に引き上げられたのは、預金保険の存在がモラルハザードを引き起こしているとの認識が強まったためであろう。しかし、規制緩和と競争環境の変化、株主からの圧力の強まりなどを考えると、銀行に1950年代のような保守性を求めるのは難しい。それにも関わらず、預金機関の自己資本強化だけでシステムの健全性は維持できないことが明らかになり、システムック・リスクに対する意識が強まると、今度はTBTFがモラルハザードを引き起こしているとの認識から、全体的な資本要求の強化に加え、大手多角化機関に追加的な自己資本が要求されるようになっている。

自己資本要求自体が不要という訳ではなく、預金保険料の見直し、デリバティブ取引の信用リスク管理など、現在議論されている問題と合わせて改善

策が検討されるべきである。そのためには、金融システムの細部構造を全体の機能との関係で把握することが不可欠である。業態区分に沿った表面的な業務内容の理解を捨てて、競争・分業構造の実態を観察しなければ、個別の規制がシステムの機能にどのような影響を与えるのか評価することはできないであろう。

そして、システムの健全性を考える上で何よりも大切なのは、効率的な資源配分を促すという金融システムの本質的な役割をいかに高めるかという視点である。金融機関は競争と分業を通じて、借り手についての情報生産、決済の実現、満期やリスクプロファイルの組み替えといった基本的な機能を提供している。それがいかに提供されるかが、資源配分のあり方を規定している。脆弱性は、システムが基本的な機能を発揮する上で何らかの問題を抱えていることの裏返しである。つまり、競争・分業構造の全体像を解明することが、システムの機能とその健全性の一体的な把握に不可欠なのである。