

グローバル金融危機と金融監督

危機克服後の新たな枠組みの方向を探る

〔要 旨〕

- 1 現在進行しているグローバル金融危機の要因の一つに、証券化商品や証券化技術を活用したビジネスモデルがあった。今回の危機に対して、各国および国際機関はさまざまな対策を行っているが、このうち金融監督やこれに関連する金融制度の問題については、FSF（金融安定化フォーラム）やバーゼル委員会、IOSCO（証券監督者国際機構）などの国際機関を中心に種々の改革が進められている。
- 2 バーゼル委員会は、金融危機に対し、バーゼル の枠組みの迅速な実施を基本としつつ、足りない点は早急に対応していくというスタンスとみられる。CDOなどの複雑な証券化商品に対する自己資本要件の引上げやオフバランス取引に対する対応強化などが行われる方向にあるほか、流動性リスク管理のためのガイダンスが策定され、トレーディング勘定の追加的リスクにかかる自己資本算出の改訂案などが提案されている。
- 3 証券化商品に関連して問題となった信用格付機関の改革については、利益相反を防止するための措置が設けられるほか、原資産のデータや格付手法などについての情報開示が進められる見込みである。証券化商品の格付表示については、伝統的な社債格付とは異なった符合が用いられる方向にある。
- 4 会計制度の関連では、取引が活発でない市場における時価の算定や保有区分の変更に弾力的な措置がとられたが、会計基準の見直しについては引き続き議論が進められている。また、市場のインフラ整備として、CDS市場における清算機関の設立などが行われる見込みである。
- 5 バーゼル委員会やIOSCOなどで進められている種々の改革（基準やガイダンスの改訂等）は、今後、各国の金融当局によって、各国の実情を踏まえつつその国に適用されることとなる。日本の金融機関においても、国際機関等で進められているこうした改革の動きを念頭においた対応が求められよう。

目次

はじめに

1 グローバル金融危機の特徴と政策対応

- (1) グローバル金融危機の進行とその特徴
- (2) 国際的な危機対応の動き

2 金融監督と金融制度の改革の方向

- (1) バーゼル の枠組みの強化と
リスク管理の充実

- (2) 信用格付機関の改革と会計制度の見直し

- (3) 国際的な金融監督機関の設置

- (4) 米国と欧州における金融監督と
金融制度の改革の方向

3 金融監督の新たな枠組みへの展望

はじめに

米国のサブプライムローン問題に端を発する金融市場と実体経済の危機は、1930年前後に生じた世界大恐慌に匹敵する100年に一度の危機ともいわれる。こうした危機に対し、各国および国際機関はさまざまな対策を行っているが、主要なものとして、当面の金融市場の混乱回避や景気刺激などを目的にした金融・財政政策、急激な国際資本移動に対するIMF等国際機関の対応、金融監督や金融制度の改革の動きなどがある。

本稿は、これらの対策のなかで、金融監督やこれに関連する金融制度の改革の問題について、各国や国際機関のこれまでの動きを整理するとともに、危機克服後の金融監督や金融制度の枠組みを展望したものである。

1 グローバル金融危機の特徴と政策対応

(1) グローバル金融危機の進行とその特徴

金融危機の原因となったサブプライムローンとは、米国における信用力の低い個人向け住宅貸付のことをいい、02～06年のころに貸付額が伸長した。米国では、住宅ローンは商業銀行や貯蓄金融機関、モーゲージカンパニーなどが取り扱っているが、住宅ローン債権のかなりの部分がこれらの一次貸付者（オリジネーター）から譲渡されて証券化商品に組成され、投資家に販売される。

住宅ローンを担保とする証券（Residential Mortgage-backed Securities、以下「RMBS」という）のうち、ファニーメイなどの政府関係機関が発行ないし保証するものは、政府関係機関としての信用力を背景に投資家の購入ニーズも高かった。一方、大手投資銀行等によって組成されるサ

サブプライムローンを含むRMBSは、投資家への販売を容易にするために元利金支払いに優先順位をつけたものにトランシェ分けされ、最も優先順位が高いシニア債、これに次ぐメザニン債、優先順位の低いエクイティなどに分けて販売された。シニア債は、通常、格付会社によってトリプルAの格付が付与され、銀行などの金融機関に販売された。^(注2)さらに、メザニン部分のRMBSに消費者ローンや商業用不動産ローンなどの債権を加えた二次的証券化商品である債務担保証券（Collateralized Debt Obligation、以下「CDO」という）も組成され、上記のようにトランシェ分けされて販売されるなど、サブプライムローンを含む証券化商品の市場規模は拡大した。

投資銀行や銀行などの金融機関には、オフバランス化したSIV（Structured Investment Vehicle、資産運用を行う一種の特別目的会社）によって証券化商品の運用を行うところもあり、その資金調達は、証券化商品を担保とするコマーシャルペーパー（Asset backed Commercial Paper、以下「ABCP」という）の発行によるものが多く、銀行が流動性補完をするケースもみられた。^(注3)また、RMBSやCDOのデフォルトヘッジのためにCDS（Credit Default Swap）が利用される場合もあったが、CDS取引は相対取引が中心で、市場の透明性は必ずしも十分ではなかった。^(注4)

市中金利の上昇や住宅価格の下落などもあり、06年後半ころからサブプライムローンの延滞率が上昇し始めた。延滞率上昇を

背景に、07年に入り格付会社がサブプライムローンを含む証券化商品の格付を大幅に低下させたため、証券化商品の価格が下落し、07年夏ころには投資家や金融機関の多額の損失計上が表面化した。なお、証券化商品の価格下落が金融機関の損失計上に直結した理由として、時価会計の普及が進んでいたことが指摘されている。^(注5)

証券化商品の価格下落が進むと、SIVの資金調達手段であったABCPの発行が難しくなり、流動性補完契約を締結していた銀行は代わり金の融資を余儀なくされた。また、SIV処理のために、事実上のスポンサーであった金融機関が、SIVが運用していた証券化商品を引き取ることになったことも金融機関の損失をより大きくした。

証券化ビジネスに携わっていた大手投資銀行や証券化商品を多く保有していた金融機関は、米国や欧州に多かったが、これらの金融機関の損失が表面化してくると、レポ市場などの短期金融市場での資金調達に支障をきたし、流動性リスクに晒されるケースがみられるようになり、CDS取引においてもカウンターパーティリスクの認識が高まった。^(注6)FRB（米国連邦準備制度理事会）やECB（欧州中央銀行）はシステミックリスクを避けるために多額の資金供給を余儀なくされた。

また、これらの金融機関は、損失計上によって自己資本が毀損したため、資本増強に努める一方で、貸出態度を慎重化させたため信用収縮の動きが広がり、これが实体经济に影響を及ぼすようになった。实体经济

済の悪化により消費者ローンや商業用不動産ローンなどにも延滞が広がり、CDOなどの証券化商品の資産劣化をより進めることとなった。このようにして、米国のサブプライムローン問題の影響は、金融機関や金融市場だけでなく、実体経済全体に広がり、世界的な株価下落や急激な資本移動などを通じて新興国や途上国を含む世界全体に波及している。

以上に述べてきた世界的な金融危機の特徴とその問題点を整理すれば、次のような点が指摘できよう。

第一は、今回の金融危機の中心に位置したのは証券化商品であり、証券化技術を活用したビジネスモデル（Originate to Distribute Model）であったことである。こうした証券化ビジネスに潜む問題点として、債権売却を前提として貸出を行うモーゲージカンパニー等オリジネーターの甘い審査といったモラルハザードの問題、信用等级付機関による格付の信頼性の問題などが指摘された。

第二は、金融危機が震源地である米国だけでなく世界的に広がったことであり、これにも、金融技術の進展によってリスク分散を可能にした証券化商品の存在があった。

第三は、危機が広がるスピードが速かったことであり、これには時価会計の普及や情報開示の強化などが影響したものと思われる。

第四は、銀行に対する自己資本比率規制などの制度的な要因が、危機を増幅させる

プロシクリカリティ（増幅効果）として働いた点が指摘されたことである。

（注1）トランシェ（tranche）とは、優先劣後構造を持つ証券化を行う場合に、リスクに応じて分けられた階層のことをいう。フランス語で一切れの意味。

（注2）元利金支払いの優先順位が最も低いエクイティは、銀行などの金融機関の購入ニーズが低いため、投資銀行等が抱えるか、積極的にリスクテイクするヘッジファンド等に販売された。

（注3）流動性補完とは、SIVが一時的な資金不足に陥った場合に銀行が資金を供給することを約束するもので、一定の融資枠を設定するものである。

（注4）CDS取引は、クレジットリスクを対象とするプロテクション（保証）を売買する取引であり、プロテクションの買い手は、対象債権にデフォルトが生じた場合に売り手から損失補てんを受け一方で、売り手に対して保証料であるプレミアムを支払う。RMBSやCDOに関するCDS取引では、銀行などの金融機関がプロテクションの買い手となり、保険会社などが売り手となる場合が多く、米国最大手の生命保険会社グループであるAIGはプロテクションの売り手となって大量のCDS取引を行っていた。

（注5）米国では、06年にFASB（2(2)b参照）が公正価値の測定を定めたSFAS157号が導入され、大手金融機関は07年1月から適用した。また、IASB（2(2)b参照）も、時価会計の適用を強化するIFRS7号を07年1月から導入した。

（注6）カウンターパーティリスクとは、取引の相手方が経営悪化などにより契約の履行を果たせなくなるようなリスクをいう。

（2）国際的な危機対応の動き

グローバル金融危機の深刻化にともない、危機対応も、国レベルの対応から国際協調をともなった対策へと進んできた。危機の原因となった証券化商品を取り扱っていたのは、主として米国や欧州の大手金融機関であり、危機対応も、米国や欧州諸国の金融当局のほか、これらの国が主たるメンバーとなっているG7や金融安定化フォーラム（Financial Stability Forum、以下

（注7）

「FSF」という)、さらにはFSFを構成する
(注8)
 バーゼル銀行監督委員会 (Basel Committee
 on Banking Supervision, 以下「バーゼル委
 員会」という) や証券監督者国際機構
(注9)
 (International Organization of Securities
 Commissions, 以下「IOSCO」という) などの
 国際機関が中心となった。

これらの国や国際機関における金融監督
 や金融制度の改革に関する動きを整理する
 と、第1表ようになる。07年10月のG7
 会議では、同年夏に生じた金融市場混乱の
 影響などが議論され、金融機関の自助努力
 による自己資本増強が促された。また、
 FSFに対して問題点の洗い出しと改善案の

検討が指示されたが、この時点では金融市
 場の混乱はまだそれほど深刻なものとは受
 け取られていなかった。08年2月のG7会
 議ではFSFによる中間報告が公表された
 が、金融危機に対する国際的な立場からの
 包括的な対応策が示されたのは、08年4月
 に開催されたG7会議である。この会議で
 は、金融市場安定に向けた協調行動が確認
 されるとともに、「市場と制度の強靱性の
 強化に関するFSF報告書」(英文名は参考文
 献1, 以下「FSF報告書」という) が公表さ
 れた。FSF報告書の内容は第2表のよう
 なものであり、銀行や銀行持株会社に対する
 自己資本比率規制の強化や流動性リスクを

第1表 金融監督・金融制度の改革に関する主要国、国際機関の主な動き

時期	内容
07年10月	・バーゼル委員会「金融市場の動向とバーゼル銀行監督委員会の活動」公表 ・G7会議、サブプライム問題による金融市場の混乱に警戒感
08年2月	・G7会議、世界経済の下振れリスクに言及 ・FSF、サブプライム問題等への対応策にかかる「中間報告」公表 ・バーゼル委員会「流動性リスク:管理と監督上の課題」公表
3月	・米国財務省、金融制度改革に関するブループリント公表
4月	・G7会議、金融市場安定に向けた協調行動確認 ・FSF「市場と制度の強靱性の強化に関するFSF報告書」公表 ・バーゼル委員会「銀行システムの強靱性強化のための対策」公表
5月	・IOSCO「ストラクチャード・フィナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書」、 「サブプライム危機に関するタスクフォース報告書」公表
7月	・バーゼル委員会「トレーディング勘定における追加的リスクにかかる自己資本算出のためのガイドライン」 および「バーゼル」におけるマーケットリスクの枠組みに対する改訂案」公表
8月	・バーゼル委員会、市中協議文書「経済資本のモデル化の実務の幅と論点」公表 ・IOSCO、信用格付機関に関するプレスリリース公表
9月	・バーゼル委員会「健全な流動性リスク管理及びその監督のための諸原則」公表
10月	・米国の金融安定化法成立 ・欧州委員会、銀行の資本要件に関するEU規制の見直しを提案、会計規則に関する改善を提案 ・FSF「FSF報告書(4月公表):実施状況についてのフォローアップ」公表 ・IOSCO「会計基準の開発と執行に関する声明」公表 ・IASBがSFAS157号の解釈を明確化するためのガイダンス公表 ・IASBが時価会計に関連してIAS39号とIFRS37号を改正 ・G7会議、金融市場の安定等に関する行動計画を公表
11月	・G20による金融サミット、金融・世界経済に関する首脳宣言公表 ・欧州委員会が信用格付機関の規制を提案 ・バーゼル委員会、市中協議文書「銀行の金融商品公正価値実務の評価のための監督上のガイダンス」を公表 ・IOSCO「G20の目標を支援するためのタスクフォースを設置」公表
12月	・IASBがオフバランスシートリスクにかかる新たな連結基準案を公表

資料 各国政府、国際機関等のプレスリリース等を参考にして作成

含むリスク管理の強化，信用格付機関の改革や会計基準の見直し，金融規制当局や中央銀行の対応に関する提言などが打ち出された。

FSF報告書公表前の08年3月末には，今回の金融危機の震源地である米国の財務省によるブループリント（参考文献2）が発表されている。これはサブプライムローン問題への対応だけでなく，中長期的視野から米国の金融制度改革の方向を示したものである（詳細は2(4)を参照）。

08年4月のFSF報告書の公表以後，関連

機関によってその提言内容が実施されてきている。バーゼル委員会では，トレーディング勘定への追加的な自己資本賦課が提案され，流動性リスク管理に関する新たなガイダンスも公表されている。IOSCOでは，信用格付機関に関する規制強化が具体化しており，会計基準の見直しについては，FASB（Financial Accounting Standards Board，米国会計基準審議会）やIASB（International Accounting Standards Board，^(注10)国際会計基準審議会）が時価会計に関する基準書の改訂などを行っている。

第2表 08年4月のG7会議に提出されたFSF報告書の主な内容とその実施状況

項目	細目	内容	実施時期
自己資本・流動性・リスク管理の健全性・監督の強化	自己比率資本規制	ABSCDO等複雑な証券化商品に対する所要自己資本の引上げ	バーゼル委員会は08年中に左記の提案を公表
		銀行・証券会社のトレーディング勘定におけるクレジット商品に対する追加的な自己資本賦課の導入	
		オフバランスABCP導管体への流動性補完に関する自己資本比率規制上の取扱い強化	
	流動性リスク	流動性リスクの管理・監督のための健全な慣行(サウンド・プラクティス)のガイダンスを公表	バーゼル委員会は08年9月にガイダンス公表済
	リスク管理	社内全体のリスク管理，ストレステスト，オフバランスのエクスポージャーの管理，証券化ビジネスのリスク管理などリスク管理に対するガイダンスを策定	バーゼル委員会は08年から09年にかけてガイダンスを作成
		OTCデリバティブのインフラ整備	迅速な行動が必要
透明性の強化・価格評価		リスク・エクスポージャー等についての透明性の強化	バーゼル委員会が09年までにガイダンスを公表
		オフバランス機関に対する会計・開示基準の改善	-
		複雑かつ流動性の乏しい金融商品の評価・開示のガイダンスを拡充	IASB, FASBが08年10月に会計基準を改定済
		証券化プロセスの透明性向上	IOSCOは08年末までにその進展を評価
信用格付の役割の強化		格付プロセスの品質改善	IOSCOは08年5月に信用格付機関の行動規範を改定済
		証券化商品に対する格付の区別と継続的な情報提供の拡大	-
		信用格付機関による裏付資産データの品質評価	-
		投資家と当局による格付利用のあり方とその検証	-
当局の対応強化		監督当局，規制当局の行動の必要性	-
		当局間の情報交換・連携(国際的な監督カレッジの利用等)	カレッジを08年末までに設置
		FSF, IMF等国際機関の政策策定作業の強化	-
金融システムの強化		中央銀行のオペレーション	-
		脆弱な銀行に対する枠組み	-

資料 FSF, Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience (市場と制度の強靱性の強化に関するFSF報告書)より作成

今回の金融危機は、先進国だけでなく新興国や途上国などにも影響が及んでおり、金融監督の強化などについてはこれらの国を含めた協調が必要となっている。このため、08年11月に新興国も含めたG20による金融サミットが開催され、「金融・世界経済に関する首脳宣言」(英文名は参考文献3)が公表された。首脳宣言の主な内容は、09年3月末までに実施する当面の措置と中期的措置とから構成され、前記のFSF報告書の内容と重複するものが多い。FSF報告書にないものとしては、当面の措置として、プロシクリカリティ(景気循環の増幅効果)を緩和するための提言の取りまとめ、金融機関の報酬体系の見直し、地域レベル(欧州、アジアなど)の協力の促進などがあげられている。また、中期的措置として、グローバル化する金融システムとの整合性の観点からの自国の金融システムの見直し、国際金融システムにおける不正防止、IMF等ブレトンウッズ機関の改革などがあげられている。

FSF報告書やG20首脳宣言における金融監督や金融制度に関する改革案の中心テーマは、銀行の自己資本に関する問題や流動性リスクなどのリスク管理問題、信用格付機関の改革や会計制度の見直し、国際的に活動する金融機関の監督問題などに集約される。以下では、こうした問題について、それらを取り扱うバーゼル委員会やIOSCOの動向等についてみていくこととする。

(注7) FSFは、アジア通貨危機やロシアの金融危機等を受けて99年に設立された。G7メンバー国の財務省、中央銀行、金融監督当局のほか、

オランダ、スイス、オーストラリア、香港、シンガポールの中央銀行、IMF、世銀、バーゼル委員会、IOSCOなどの国際機関がメンバーとなり、これらの国や国際機関の情報交換の促進、国際協力の強化による国際金融の安定を目的としてきたが、08年11月の金融サミットで、メンバーを新興国などにも拡大することとされた。

(注8) バーゼル委員会は、74年にG11(G7にベルギー、オランダ、スウェーデン、スイスが加わったもの)の中央銀行、金融監督当局をメンバーとして創設され、その後スペインとルクセンブルグの代表が加わった。広範な金融監督の標準や指針等を策定することを任務とし、事務局はスイスのBISに同居している。

(注9) IOSCOは、世界の証券監督当局や証券取引所等から構成される国際的な機関であり、83年に創設された。08年11月現在109の国や地域が加盟し、証券監督にかかる原則や指針等の策定を行っている。

(注10) IASBは国際的な会計基準および財務報告基準の作成を行っている団体であり、01年に創設され本部はロンドンにある。欧州の企業はIASBの基準に従っている。FASBは米国において会計基準や財務報告基準の作成を行う団体で、73年にSECによって設立された。IASBとFASBの会計基準は将来的には収斂する方向にある。

2 金融監督と金融制度の改革の方向

(1) バーゼル の枠組みの強化とリスク管理の充実

今回の金融危機に対するバーゼル委員会の立場は、バーゼル の枠組みの迅速な実施が基本的に重要であるが、^(注11)足りない点があれば早急に対応していくということであろう。バーゼル の枠組みは、04年6月に最終合意がなされ、日本が先陣を切って07年3月から実施し、欧州の主要国は08年1月から実施しているが、米国では未だ実施^(注12)されていない。こうした状況もあり、バーゼル委員会では、バーゼル を迅速に実施

することが基本的に重要であるとしている。

バーゼルでは、今回問題となった証券化商品の取扱いは、金融機関がオリジネーターで、原資産にかかる信用リスクが完全に第三者に移転されていない場合には、原資産にかかる信用リスクを算出としている。また、金融機関が証券化商品を保有する場合は、格付に対応したリスクウェイトによって信用リスクアセットを計算することとしている（たとえばトリプルAの場合にはリスクウェイトは20%であり、ダブルB以下の場合は自己資本控除）。このため、バーゼルが適用されれば、低格付の証券化商品は自己資本の賦課が重くなり、資産保有を回避しようとするインセンティブが働くこととなる。07年3月からバーゼルを適用した日本の金融機関が米欧の金融機関に比べてサブプライムローン問題の影響が比較的小さかった理由の一つは、バーゼルへの移行段階で低格付の証券化商品が処分されたことにあるとみることができよ(注13)つ。

一方で、バーゼルが十分でない点も明らかとなった。バーゼルでは、信用リスクアセットの算出に格付が深く関わっているが、高格付（たとえばトリプルA）の証券化商品の大幅な格下げによって、格付の信頼性が問題となった。また、SIVが保有する証券化商品を最終的に銀行が引き取らざるを得なかったケースもみられ、これらのオフバランス化された資産の自己資本比率規制上の取扱いも問題となった。

格付の信頼性については、後記のように、

信用格付機関に対する監督が強化される方向にあり、オフバランスのSIVの流動性補完などについては自己資本比率規制における取扱いが強化されることになっている。また、二次的証券化商品であるCDOなどの複雑な証券化商品に対する自己資本賦課に(注14)についても強化される方向にある。

トレーディング勘定については、これまでマーケットリスクについて所要自己資本が算出されてきた。しかし、証券化商品のような市場流動性の低い商品もトレーディング勘定に計上される場合も増えていることから、バーゼル委員会では、従来のマーケットリスクでは把握できなかった追加的リスクについても自己資本に賦課する方向で作業が進められており、08年7月に「トレーディング勘定における追加的リスクにかかる自己資本算出のためのガイドライン」（英文名は参考文献5）や「バーゼルにおけるマーケットリスクの枠組みに対する改訂案」（英文名は参考文献6）が公表された。

1(1)でも述べたように、今回の金融危機では、米欧の金融機関が流動性リスクに晒される場面がみられた。このため、バーゼル委員会では流動性リスク管理の取組みを強化しており、08年2月に「流動性リスク：管理と監督上の課題」（英文名は参考文献7）が公表された。これはバーゼル委員会の流動性作業部会（06年12月設立）がメンバー国における流動性リスク管理の実態等の調査により問題点や課題を整理したもので、07年夏以降の危機的状況も踏まえた

ものである。これに基づいて08年9月に「健全な流動性リスク管理及びその監督のための諸原則」(英文名は参考文献8)が公表された。これは、00年2月に公表された「銀行における流動性管理のためのサウン
ド・プラクティス」を上記の作業部会による課題の整理を踏まえて改訂したものである。このガイダンスのなかには、流動性リスク許容度を設定することの重要性、適切な水準の流動性を維持するための流動資産クッションの創設、証券化関連業務にかかる流動性リスク管理上の取扱い、厳しいストレステスト・シナリオの策定、堅固かつ実行可能なコンティンジェンシー・プランの必要性などが盛り込まれている。

(注11) パーゼル委員会「銀行システムの強靱性強化のための対策」(英文名参考文献4, 08年4月)による。

(注12) 米国でパーゼルの適用が遅れた背景には、信用リスクの把握をより詳細に行うパーゼルの導入が大手銀行に有利に働き、中小銀行(コミュニティバンク)に不利に働くとの予想から、国内での調整が難しかったためである。これまでのところ、内部格付手法の先進的手法を適用する大手銀行について11年までに導入する方向で進んでいる。

(注13) 東洋経済新報社『金融ビジネス』Autumn 2007の14頁(金融庁長官へのインタビュー記事)等を参照。

(注14) CDOなどの複雑な証券化商品に対する自己資本賦課やSIVの流動性補完の取扱い等は、パーゼル委員会から08年中に方針が出される予定だったが、09年1月7日現在未公表。

(2) 信用格付機関の改革と会計制度の見直し

a 信用格付機関の改革

投資家がRMBSやCDOなどの証券化商品を購入するに際しては、信用格付機関による格付に依存するところが大きいといわれ

る。これは、証券化商品の仕組みが複雑であることや、原資産(裏付資産)に関するデータの利用等にも限りがあり、投資家自らがその信用力を検証することが難しいといった点に起因するものと思われる。

証券化商品の格付については、原資産に関するデータ^(注15)を基にしたデフォルト確率や回収率などにより定量モデルを利用して期待損失を計算し、格付に必要な信用補完比率(シニア、メザニン、エクイティなどに分ける比率)を決定するが、この過程では、信用格付機関とアレンジャー(証券化商品の実質的な組成者でオリジネーターが兼ねることもある)が意見交換をしながら進められる。さまざまなストレステストによる検証を経て、所定の格付が付与される。

07年春から夏にかけて信用格付機関による証券化商品の大量の格下げが行われたが、裏付資産のローンプールにおける延滞発生^(注16)の増加により、エクイティなどの下位のトランシェにおいて損失が発生し、上位トランシェにおける信用補完のレベルが低下したことによるものと思われる。

証券化商品の格付の引下げによる価格の低下で、金融機関は多額の評価損の計上を余儀なくされたが、この結果、格付に対する信頼が大きく揺らぐこととなった。信用格付機関が適切なデータ分析やモデルに基づいて格付を行っていたのかどうか、信用格付機関は証券の発行体から収入を得て格付を行うことから、取引確保のために甘い格付を行ったのではないかと、といった利益相反の問題などが指摘された。

信用格付機関に対しては、エンロン倒産事件（01年）を契機に、IOSCOが03年に証券規制に関するガイダンスとしての「信用格付機関の活動に関する原則」を定め、04年にこれの詳細な指針である「信用格付機関の基本行動規範」を定めた。一方、米国では75年に導入されたSECによる信用格付機関の認定制度（NRSRO制度；Nationally Recognized Statistical Rating Organizations）が存在したが、上記エンロン事件後06年に格付機関改革法が成立し、SECへの登録とSECによる監督規制が導入され、07年の同法の施行とともにそれを具体化したSEC規則が策定された。

今回の金融危機を受けて、米国では08年3月に大統領作業部会（PWG）が証券化商品の原資産の情報開示や格付手法に関する情報開示、証券化商品の格付と他の格付の区分の明確化などを提案し、FSFも08年4月のFSF報告書において、証券化商品の情報開示や格付会社の説明責任などを求めた。こうしたなかで、IOSCOは08年5月に「ストラクチャード・ファイナンス市場における信用格付機関の役割に関する報告書」（英文名は参考文献9）を公表し、これを踏まえて「信用格付機関の基本行動規範」（英文名は参考文献10）を改訂した。

改訂された基本行動規範では、利益相反を回避するための措置として、格付対象者との間の報酬契約の性質の開示、アナリストの独立性の確保などを規定しており、格付内容の情報開示として、格付手続きや格付手法、損失やキャッシュフロー分析に関

する情報開示などを十分行うこととしている。また、伝統的な社債格付との差別化を図るために、できれば異なる格付符号を使用することなどを規定している。

FSFやIOSCOなどの動きを受けて、米国でも08年6月に格付機関に関するSEC規則の改訂案（参考文献11）が発表され、利益相反を回避するための措置として、証券化商品のストラクチャーに関するアレンジャーへの提案行為の禁止、原資産やストラクチャーに関する情報の一層の開示などが提案されている。

（注15）原資産のデータには、住宅ローンの元本や利率などの借入条件のほか、住宅の構造や地理的状況などの担保情報、債務者の借入履歴や返済履歴、クレジットスコアなどが含まれる。

（注16）ストレステストとは、想定外の事態が生じた場合の損失を計測して対応策を講じる目的で行うテストのことで、発生確率が低いと思われるリスクシナリオをいくつか用意してシミュレーションし、事態に備えるもの。

b 会計制度の見直し

証券化商品の価格下落によって金融機関が多額の損失計上に追い込まれるなかで、時価会計をめぐる問題がクローズアップされた。時価会計は、期末の資産・負債を時価で評価し、その損益を財務諸表に反映させるものであるが、この場合、時価としてどのような価格を用いるべきかという点と、どのような資産・負債に時価が適用されるべきかという点が問題になる。

世界の主要な会計基準設定主体はIASBとFASBである。欧州ではIASBが定める基準が適用され、時価会計を定めるIAS39号が05年1月に導入され、07年1月からは時

価に関するディスクロージャーをより広くしたIFRS7号が導入された。一方、米国では、FASBが06年にSFAS157号を導入し、金融資産の公正価値（Fair Value）を「測定日において市場参加者間の秩序ある取引により資産を売却して受け取り、または負債を移転するために支払う金額」と定義し、金融資産を株式や債券など市場取引が活発なレベル1資産、取引は活発ではないが価格が比較的求めやすいレベル2資産、取引が少なく価格の設定が難しいレベル3資産に分けて、は当該資産の市場価格、は当該資産の市場価格ないしは類似資産の市場価格、についてはの価格が入手不可能な場合に評価モデル等に基づく内部価格によるものとした。SFAS157号の適用は07年11月からであったが、大手金融機関は07年1月から導入していた。

07年夏ころから、証券化商品の価格下落が顕著となり、市場の流動性も極端に低下した。証券化商品の多くは、レベル2資産に分類されていたが、取引が極端に少なくなり価格が下落するなかで、監査法人が保守的な対応をしたため^(注17)、多額の評価損が計上された。こうしたなかで、流動性が低下した市場における金融資産の時価として、投げ売りのな価格を市場価格として採用することに疑義が叫ばれ、IASBやFASBによって会計制度の見直しが行われた。

08年9月末にFASBとSECは、SFAS157号の解釈を明確化するガイダンスを発表し、活発でない市場における公正価値の測定について、将来キャッシュフローやリス

ク調整後割引率などにより算出される価格がふさわしい場合もあり、レベル2資産からレベル3資産への移行もあり得ることを示した。このガイダンスは同年10月10日に正式なガイダンスとして公表された。また、10月3日に成立した金融安定化法でもSECがSFAS157号を一時停止する権限を持つことが確認された。一方、IASBは同年10月13日にIAS39号とIFRS7号を改正し、時価評価の対象となる売買目的の債券を時価評価しない満期保有目的の債券へと振り替えることなどを容認した。

こうした流れを受けて、日本のASBJ（Accounting Standards Board of Japan、企業会計基準委員会）は、08年10月28日に市場における取引が活発でない金融資産の時価の算定について、合理的に算定された価格も時価に含まれるとした（実務対応報告第25号）。また、12月5日には、市場環境の著しい変化による流動性の低下等を踏まえて、債券の保有区分の変更を容認した（同第26号）。

このほか、08年12月にIASBがオフバランスシートリスクにかかる新たな連結基準案を公表している。

（注17）監査法人の保守的な対応の背景には、エンロン事件（01年）以降、投資家の批判が厳しいことや訴訟リスクなどが存在するためといわれている。

（3）国際的な金融監督機関の設置

今回の金融危機では、証券化ビジネスに深く関わっていた米国や欧州の大手金融グループが、大きな影響を受けた。これらの金融グループは世界的に事業を展開してい

るため、本部がある国の金融当局だけでは、監督や監視を十分に行うことは難しい。こうした反省もあり、世界的に事業を展開する大手金融機関に対して、関係する国の金融当局が連携して金融監督を行う機関（カレッジ）の創設が提案された。FSF報告書においても、当局間の情報交換および連携の一つとして大手金融機関ごとにカレッジを設置すべきであるとしており、G20首脳宣言でもカレッジの設置が支持されている。

国際的な監督カレッジは、監視の対象となる大手金融機関ごとに、関係する国の金融当局によって構成される見込みであるが、具体的にどのような内容の監督が行われるかは現状では明らかでない。^(注18)

(注18) 日本の金融機関では、三菱UFJフィナンシャル・グループ、みずほフィナンシャルグループ、三井住友フィナンシャルグループ、野村ホールディングスが対象となる予定である（08年12月27日付日本経済新聞）。

(4) 米国と欧州における金融監督と 金融制度の改革の方向

米国における金融監督や金融制度の改革の方向を示すものとして、08年3月に財務省が公表したブループリント（参考文献2）がある。これはサブプライムローン問題への対応だけでなく、米国の金融・資本市場の国際競争力の維持・向上をめざすもので、短期的、中期的な提言と、長期的な金融規制構造改革の提言から構成されている。

短期的提言はサブプライムローン問題への対応を中心としたもので、財務省やFRB、

SECなどの金融関連当局の横断的組織である大統領府金融市場作業部会（PWG）の機能強化、モーゲージ市場の監督体制の強化、FRBの新たな流動性供給への要請などが提言されている。中期的提言としては、貯蓄金融機関制度の見直し、証券規制に関するものとしてSECとCFTC（商品先物取引委員会）の統合、連邦レベルの保険規制の導入などが提言されている。さらに、長期的な視野から、現在の複雑な米国の金融規制構造を規制の目的別に分けて行う枠組みとして、市場の安定性を担う規制機関、ブルーデンスを担う規制機関、業務行為を監督する規制機関の三つの機関への集約が提言されている。

このほか、米国ではNY州のインターコンチネンタル取引所にCDS清算機関が設置される予定であるなど、市場整備が進められている。

欧州における金融行政は、全域にまたがる監督当局は存在せず、EU指令（Directive）を基にして各国別に制定された法制度の下で、各国の当局が行うこととなっている。EU指令は立法機関である欧州理事会や欧州議会で制定され、その下部機関である欧州委員会から出状される。今回の金融危機では欧州の金融機関も大きな影響を受けており、ECBや各国政府も多くの対策を行ってきたが、金融監督や金融制度に関する対策として主要なものをあげれば次のようになる。

08年10月に欧州委員会は銀行の資本要件に関するEU規則の見直し（英文名参考文献

11)を提案した。これは、現行の資本要求指令(Capital Requirements Directive)の改正案であり、金融危機の再発防止を目的としたものである。主な内容として、大口エクスポージャーの管理強化、特に、インターバンクエクスポージャーに対しても一定の制限を設けることを提案している。また、証券化商品については、オリジネーターやスポンサーが投資家に移転するリスクの5%以上を保持することを義務づけている。この改正案は、各国での実施までに2年の猶予が設けられている。

また、同じ10月に、会計制度見直しに関する決議がなされ、銀行による金融商品のトレーディング勘定からバンキング勘定への振替や、流動性が低下した市場における時価としてリスク調整後価格の採用が容認された。さらに、同年11月には信用格付機関の規制に関する提案が採択されている。

3 金融監督の新たな 枠組みへの展望

以上でみてきたように、各国や国際機関において、今回の金融危機に対するさまざまな対策がとられており、こうした危機対応は、危機が収束するまでは続けられるものとみられる。^(注19) パーゼル委員会やIOSCOなどの国際機関による改革(基準やガイダンスの改訂等)は、基本的には、各国の金融当局によって、各国の実情を踏まえつつその国に適用されることになる。これらが実施された後の金融監督のフレームワークを

展望すれば以下のようなだろう。

第一は、リスクに対する自己資本の賦課がより大きくなることが予想されることである。国際的に活動する銀行に対する規制としては、パーゼル委員会の自己資本比率規制が引き続き中心的なものとなり、CDOなどの複雑な証券化商品に対する自己資本要件の引上げなどが行われる方向にある。今回の金融危機では、米国や欧州の銀行に多額の公的資金が投入されており、こうした状況を背景に自己資本の充実などに対する金融当局の監視も厳しいものとなるだろう。

第二は、流動性リスクなどリスク管理に対する要請がより強いものとなることが予想されることである。流動性リスク管理については、パーゼル委員会によりガイダンスが改訂され、リスク許容度の設定や流動資産クッションの創設等が盛り込まれた。

第三は、証券化商品などに対しては、オリジネーターやアレンジャーなどの責任の明確化のほか、信用格付機関に対する規制が強化される方向にある。投資家にとっても、商品の内容を十分に理解し、その信用力等をチェックする態勢が求められよう。

第四として、金融監督においてもグローバル化がより進むことが予想されることである。国際的に事業展開する大手金融機関に対しては、国際的な監督カレッジが設置される予定であり、パーゼル委員会やIOSCOなどの国際機関が定める基準やガイダンスが各国で採用されていくという流れが太くなっていくものとみられる。

日本の金融機関においても、国際機関等

で進展しているこうした動きを念頭において対応が求められよう。

(注19) 直近では、09年4月にG20による2回目の金融サミットの開催が予定されており、これに向けて、各国や国際機関による種々の改革が進められるものと予想される。

なお、本稿の脱稿後の09年1月16日に、バーゼル委員会から、トレーディング勘定のエクスポージャーにかかる自己資本の取扱いの強化案として二つの市中協議文書が公表され、また、CDOなどの複雑な証券化商品にかかる自己資本要件の引上げなどを含むバーゼルの枠組み強化に関する市中協議文書が公表された。

<参考文献>

- 1 FSF (2008), *Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience*, April (提言の概要にかかる金融庁仮訳も参照)
- 2 The Department of The Treasury (2008), *The Department of the Treasury Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*, March
- 3 *Declaration: Summit on Financial Markets and The World Economy, Action Plan to Implement Principles*, November 2008
- 4 Basel Committee on Banking Supervision (2008), *Basel Committee on Banking Supervision announces steps to strengthen the resilience of the banking system*, April (金融庁仮訳も参照)
- 5 Basel Committee on Banking Supervision (2008), *Consultative document, Guidelines for Computing Capital for Incremental Risk*

in the Trading Book, July

- 6 Basel Committee on Banking Supervision (2008), *Consultative document, Proposed revision to the Basel market risk framework*, July
- 7 Basel Committee on Banking Supervision (2008), *Liquidity Risk: Management and Supervisory Challenges*, February (金融庁仮訳も参照)
- 8 Basel Committee on Banking Supervision (2008), *Principles for Sound Liquidity Risk Management and Supervision*, September (金融庁仮訳も参照)
- 9 Technical Committee of the IOSCO (2008), *The Role of the Credit Rating Agencies in Structured Finance Market*, Final Report, May (金融庁仮訳も参照)
- 10 Technical Committee of the IOSCO (2008), *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*, May (金融庁仮訳も参照)
- 11 Securities and Exchange Commission (2008), *Proposed Rules for Nationally Recognized Statistical Rating Organization, 17 CFR Parts 240 and 249b, Release No.34-57967; File No.S7-13-08*, June
- 12 Commission of the European Communities (2008), *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directives 2006/48/EC and 2006/49/EC as regards banks affiliated to central institutions, certain own funds items, large exposures, supervisory arrangements, and crisis management*, October

(専任研究員 鈴木 博・すずきひろし)

