

平成 26 年度 証券ゼミナール大会

第 2 テーマ A ブロック

「日本の証券・銀行における
リスクマネジメントの今後について」

明治大学 坂本ゼミナール 小甲班

目次

序章	・・・p.1
<u>第1章 金融リスク・金融リスクマネジメントの定義</u>	・・・p.2
第1節 金融リスクの定義	
第2節 金融リスクマネジメントの定義	
<u>第2章 国際的な金融危機・規制の動向</u>	・・・p11
第1節 金融危機（リーマンショック）に至るまで	
第2節 金融危機（リーマンショック）が起きた背景	
第3節 金融危機（リーマンショック）を受けて	
<u>第3章 我が国の金融機関・金融システムの問題点</u>	・・・p.19
第1節 リーマンショック後の日本のリスクマネジメント	
第2節 国際的金融規制と日本の現状	
<u>第4章 日本の証券・銀行におけるリスクマネジメントの今後について</u>	
第1節 日本に適した新規制の作成	・・・p.25
第2節 「物言わぬ投資家」から「責任ある投資家」へ	
終章	・・・p.42
参考文献	

序章

1970年代以降、大規模な金融の自由化が進むことによって、金融機関は国境を越えて様々な業務が行えるようになり、収益性が高まった一方で、金融リスクが多様化、複雑化していった。この金融リスクの多様化、複雑化は結果として、サブプライムローン問題を発端としたリーマンショックを招き、アメリカの金融機関を中心に世界的金融危機に陥った。これを受けて世界ではバーゼルⅢをはじめとした、新たな金融規制の強化や金融システムの環境整備が図られている。

日本でもバーゼルⅢなどによる金融規制が敷かれつつも、銀行を中心とした規制緩和が行われている一面もある。これは、日本の金融機関による収益性は欧米と比べ著しく低く、日本における政策課題は規制ではなく、むしろ、資本市場の育成にあるからである。こうした背景のある日本では、銀行が世界の金融機関と競えるよう、メガバンクを中心とした収益拡大のための、金融機関の規制緩和やデリバティブ市場の拡大が進んだ。その結果、日本の銀行は欧米と比べて周回遅れの投資銀行化が起き、銀行が大きすぎて潰せないという、いわゆる **Too Big To Fail** 問題が進むことで金融危機以前の欧米の銀行に近づいている。

我々は、日本の銀行がこのまま、周回遅れの投資家銀行化や **Too Big To Fail** の問題が進む今の状況に対し強い懸念を抱いている。投資銀行化が進めば、金融危機以前の欧米の金融機関のように、様々なリスクを抱えることとなり、リーマンショックの二の舞になりかねないからである。そこで我々は、日本の課題である資本市場の育成を考慮したうえで、リーマンショックによって見えた問題点を明らかにし、その問題点に対応し得る、日本に適した新たな新規制、金融システムの環境整備が必要だと考えた。なお、我々がこれから中心に述べていく銀行とは金融システム上重要で、社会への影響が特に大きいメガバンクを主な対象として考えていく。

我々は先の金融危機の問題点として、**OTD** モデル及びシャドーバンキングシステムの存在、**ROE** への意識の高さにあると考えた。こうした点から顧み、現在、世界の各国が行おうとしている規制を参考に、日本の金融システムに適した新規制・環境整備について述べていく。

本論文ではまず、第 1 章で、金融リスク・金融リスクマネジメントの定義づけを行い、リスクの種類と管理方法について論じる。第 2 章では、国際的な金融危機・規制の動向として、金融危機を中心に、金融危機以前と危機を受けて明らかになった問題点、危機を受けてのその後について述べる。第 3 章では、前章で見た、欧米の金融動向を踏まえ、日本の金融機関・金融システムの現状と、そこからわかる課題について述べる。最後に第 4 章では、今後の金融機関の在り方について、2 つの視点から提案を述べる。第 1 の視点として、再び金融危機が起こらないように、これまでの規制緩和によって、投資銀行化・Too Big To Fail 問題が進んだ日本の金融機関に対し、新たな規制を設ける。第 2 の視点では、リーマンショックが起きた原因として考えられる、機関投資家のガバナンスについて述べ、既存の日本版スチュワードシップ・コードが銀行に対し、より効果的に作用するように提案をする。

15 第 1 章 金融リスク・金融リスクマネジメントとは

本章では、金融リスク・金融リスクマネジメントとは何かを定義し、存在する様々な金融リスクをカテゴリーごとに分類した後、それら各リスクに対しての管理法などについて講じていく。

20 第 1 節 金融リスクの定義

金融機関は様々な「リスク」を抱えている。金融機関におけるリスクとは、損失を被る危険性や結果が予想されにくい不確実性を指す。金融機関は、資金の貸付やデリバティブ取引、株式や国債の保有などの様々な業務を行っており、これらの業務にはリスクが内在している。本稿では金融リスクを「資金の貸借、有価証券の売買、それらの派生商品の取引といった金融取引およびその結果生じる金融商品の保有に伴う損失など、経済主体の資産や所得等に影響を与える可能性のある不確実性」と定義する。

図 1 金融リスクの種類とその影響

リスクカテゴリー	定義	
市場リスク	<p>金利、為替、株価などの価格変動の要因となる様々なリスク・ファクターの変動により、金融資産の価値が変動することで損失を被るリスク。</p> <p>市場リスクは以下の3つのリスクからなる。</p> <p>① 金利リスク：金利変動に伴う損失を被るリスク</p> <p>② 為替リスク：為替価格の変動により損失を被るリスク</p> <p>③ 価格変動リスク：有価証券等の価格変動に伴って資産価格が減少するリスク</p>	
信用リスク	<p>金融取引の与信先や金融商品の発行体が倒産、あるいは、財務状況の悪化や、信用状態の悪化等により、資産の価値が減少ないし消失して、損失を被るリスク。</p>	
カウンターパーティ・リスク	<p>金融商品の取引において相手方がデフォルトすることで損失を被るリスク。</p>	
流動性リスク	市場流動性リスク	<p>保有している金融商品の反対売買、または取引残高のある金融取引の解消が通常よりも不利な条件でしかできなくなるリスク。</p>
	資金調達リスク	<p>金融商品の保有や金融取引の残高維持にあたっての資金調達が、通常よりも不利な条件でしかできなくなる、もしくは困難になるリスク。</p>
オペレーショナルリスク	<p>内部プロセス・人・システムが不適切であることもしくは機能しないこと、または外生的事象が生起することから生じる損失にかかるリスク。</p>	
決済リスク	<p>決済の履行が予定通り出来ず、そこから問題が</p>	

	起きて損失を被るリスクである。
IT 戦略	システム障害や情報資産の窃盗等によるリスク。

出所：金融検査マニュアル等参考に坂本ゼミ作成。

第 2 節 金融リスクマネジメントの定義

金融機関は一般の私企業と異なり社会と密接につながっているため、社会的責任が大きい。つまり、公共性を意識した経営が求められる。一方、今日の金融機関を取り巻く金融リスクは多様化し、ますます複雑化している。本稿では金融リスクマネジメントを「金融機関が社会への配慮をすると同時に、様々なリスクや危険因子を把握・認識し、リスクを削減・回避することによって経営の健全性を保つ活動」と定義する。

10

第 1 項 市場リスク管理

グローバル化が進む現在、リスク・ファクターである金利や為替、株価などはあらゆるものの影響を受けており、予測するのが難しい。すなわち保有する金融資産への損失を被る可能性は免れない。そのため、市場リスクの管理は予想外の事態が発生した際にも、損失が各部門に配分されたリスク資本の範囲内に収まる対策を構築しておくことが重要となる。リスクの度合いを計量化するための方法として VaR (Value at Risk) があげられる。VaR とは、統計的手法を使って現在から将来までのある一定期間において、現在保有しているポートフォリオが金利、株、為替等のリスク・ファクターの相場変動によって被り得る最大損失額を表示する指標である。これにより、市場リスクのリスク・ファクターとしてあげられる金利、為替、株価などのリスク量を把握することができる。予想外の事態が起きた際に対応するための資金を準備することができる。しかし、VaR は稀に起きる想定外の事態については考慮されておらず、予想されていたリスク量を超える可能性がある。そのため、市場リスクをリスク資本の範囲内に収めるためには VaR はリスク評価に関する 1 つの手法であると位置づけ、市場リスクへの対応として依存しすぎることを避ける必要がある。こうした VaR のみでは把握しきれないリスクへの対応としてストレステスト

25

およびシナリオ分析という手法を利用していく。

5 ストレステストやシナリオ分析は、金融危機やテロ発生、景気の予想以上の
下振れといった特定のイベントにより発生するリスク評価に優れている。その
ため、過去に起きたリーマンショックなどを想定したリスクの計量化を行うこ
とができる。また、仮想シナリオとして景気の上振れによって生じる金利の上
昇、景気の下振れに伴う株価の下落や企業信用力の悪化等のリスクの軽量化も
行うことができる。すなわち、基本的には VaR によって予想外の事態によって
生じるリスク量を把握し、それを超える想定外の事態に対してはストレステ
ストやシナリオ分析でリスク量の把握をし、その結果に応じた対策をすることで、
10 損失を資本の範囲内で収めることができる。

 このような VaR やストレステストなどによるリスクの計量化以外の市場リ
スクの管理手法として、通常の財務運営を行う上での管理手法として ALM
(Asset Liability Management) がある。これは一般的に「資産・負債の総合
管理・運営」と紹介されており、表現を変えるとするとバランスシートそのも
15 のを運営していくことであり、金融機関に限らず一般の企業であっても通常の
財務運営として行われている。この ALM の具体例として金利スワップと通貨
スワップを利用したリスクマネジメントがあげられる。金利スワップとは固定
金利と変動金利といったキャッシュフローを交換する取引である。金利スワ
ップは貸出先から受け取る固定金利と預金者に支払う変動金利の差がなくなる、
20 または預金者に支払う金利が貸出者から受け取る固定金利を上回るといった金
利リスクを抑えるために、スワップ取引を行うことで預金金利が変動しても確
定利益が得られるようにすることである。通貨スワップは円とドルといった異
種通貨間で発生するキャッシュフローを交換する取引である。簡単に言うと、
ある通貨に対する元本および利子相当額の支払いをほかの通貨の元利金と交換
25 する取引である。これらの手法を使うことにより、相対的に期間の長い金利や
為替の変動に伴う金利リスクおよび為替リスクを回避することができる。また、
スワップ契約によって当事者は単独で行うより安いコストで目的を達成するこ
とが可能となる。

30 第 2 項 信用リスク管理

信用リスクを計量的に把握する手法として、企業の財務諸表などの信用情報を基に、点数付けを行うクレジットスコアリングという手法が存在する。クレジットスコアリングとは、一定の統計的データに基づき、個人または企業の信用度を点数化（スコアリング化）することで、与信可否を迅速かつ客観的に判断することができるというものである。

また、信用リスクを管理する際には、デフォルト事象がどの程度発生するか、デフォルトが発生起きた場合にはどの程度の損失が発生するかを把握する必要がある。信用リスクを評価するにあたり、金融機関は企業の財務状況と経営状況、定量的分析及び定性的分析による情報を考慮しなくてはならず、これらを踏まえた信用評価を行う方法として信用格付が挙げられる。この信用格付には、格付けを専門的に行うことを生業とした機関が行う外部格付けと、金融機関自らが格付けを行う内部格付に分類される。外部格付は、格付機関が調査対象である企業の財務内容、事業の収益性、経営者の質、経営管理能力等を分析し、総合的な判断のもと作成される。外部格付は信用リスクを把握する指標として有益なものである。

内部格付は、借り手の財務分析、借り手の経営力分析、業界内における借り手の絶対的・相対的位置の分析、財務情報の質の分析、カントリーリスクの分析等によって得られた情報からつけられた格付と外部格付との比較分析、貸出構成がデフォルト確率に与える影響の考慮、債務者格付とは独立したデフォルト時に損失格付けの付与という段階を踏まえながら付与される。銀行における内部格付の正当性を得るには、以上のことが確実に実行され、また、定期的に格付の見直しが行われることが重要である。こうしたプロセスによって、付与された格付を基に、貸出に限度額を設けることで信用リスクを管理することができ、管理法を補完するものとして担保、保証、ネットィングが挙げられる。

次に、銀行は保有するローンポートフォリオ全体の信用リスクを評価する必要がある。これは、銀行経営の安定性が保有する全ポートフォリオの信用に起因する損失額の大きさと影響範囲に依存しているためである。ローンポートフォリオ全体の信用リスク量を把握する手段として、信用 VaR がある。信用 VaR では、実際にリスクが顕在化した場合に損失額が自己資本と引当金の範囲内に収まるようポートフォリオに制約を設定する。

この信用 VaR は、市場リスク管理の際に用いられた VaR の考え方を信用リスク管理に応用されたものであるが、リスク性質の違いから市場 VaR とは異なる。リスク変動が正規分布で表され、エクスポージャーが大きくなるにつれ損失の発生確率は徐々に小さくなっていく市場リスクに対し、信用リスクの場合、利益の可能性は非常に高いが金額は小さく、デフォルト等の損失の可能性は非常に低い金額は大きい。このような性質の違いから、信用リスクを VaR で正確に把握することには限界があるといえる。また、デフォルトが起きる確率は非常に低いため、VaR を使用する上で必要な過去のデフォルト事象を収集することが困難である。そのため、信用 VaR を補う手法としてストレステスト・シナリオ分析が挙げられる。

マクロ経済に甚大な影響を及ぼすマクロイベントの中で、グローバル金融危機や欧州債務危機などマクロ経済事象のシナリオを出発点として、ポートフォリオに対するシナリオのインパクトを分析する方法に、トップダウン・アプローチとボトムアップ・アプローチがある。

トップダウン・アプローチは、民間銀行のバランスシート上のエクスポージャーに基づいて、金融当局（監督当局、中央銀行）が金融システムに対するショックのインパクトを「マクロ経済モデル」と「金融モデル」を使用して評価するアプローチである。

これに対して、ボトムアップ・アプローチは、金融当局が、あるストレスシナリオを設定し、テストに参加する銀行は、そのストレスシナリオに対する信用リスクパラメーターを推定し、自己のポジションあるいはエクスポージャーに対するシナリオのインパクトを評価し、最終的には、金融当局は、ストレスシナリオのシステミックなインパクトを評価するために参加銀行の評価結果を合算するアプローチである。一般には、中央銀行あるいは監督当局が設定したストレスシナリオに対して、テストに参加する銀行が自己の金融ポジション・エクスポージャーに対するシナリオのインパクトを、銀行内部で開発したモデルを使用して行うテストである。

第 3 項 流動性リスク管理

流動性リスク管理の手法としては、マチュリティー・ラダー表の使用やコン

ティンジェンシー・プランの作成がある。

マチュリティー・ラダー表とは、資産と負債・資本を「現在の資金運用と調達」、または「将来の資金流入と流出」と捉えて、それぞれ残存期間を区切って並べた表であり、資産と負債・資本、または資金の運用と調達を総合的に管理

5

するためのものである。そして作成した表により、運用と調達の期間のミスマッチを把握するのである。流動性リスクの管理とは、この期間のミスマッチを

10

流動性リスク管理にあたっては、いざというときの対応を明確にしておく必要があるが、この対応をコンティンジェンシー・プランや流動性危機対策とい

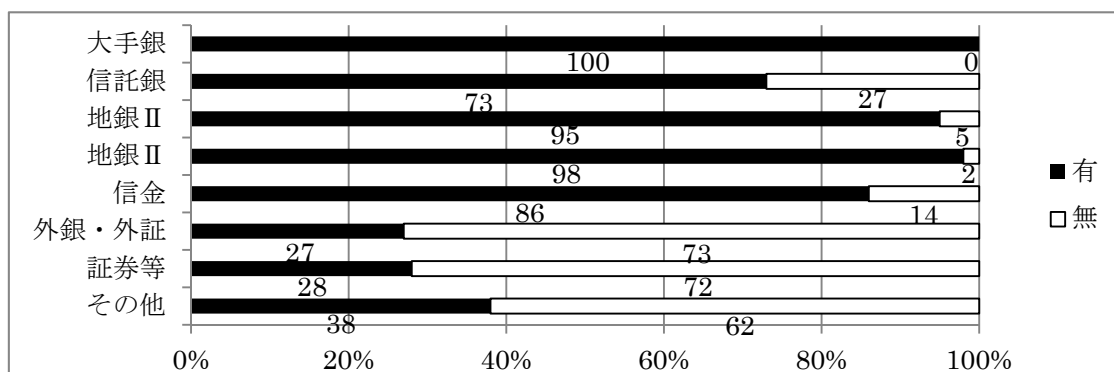
15

い、市場の混乱や自社の信用力の低下といった事態が生じた場合を想定してあらかじめ決めておく対策のことである。実際のコンティンジェンシー・プランは、第一に、自社の信用力の低下といった危機的状況において、有価証券等の保有資産の市場流動性がどうなるか、資金流出がどの程度起こるのか、資金調達はどの程度困難になるのかという想定を行う。第二に、その想定をもとに有

20

価証券その他の資産の売却手順をどうするのか、コミットメント借入の引き出しをはじめとした資金調達をどうするのか、という構成で行われる。以下の図1を見てわかるように、多くの金融機関が流動性危機対応訓練を実施していることがわかる。大手銀行においては、市場からの調達訓練、中央銀行からの借入訓練、地域金融機関では、現金輸送訓練や営業店における預金払戻訓練など

図2 流動性危機対応訓練の実施状況

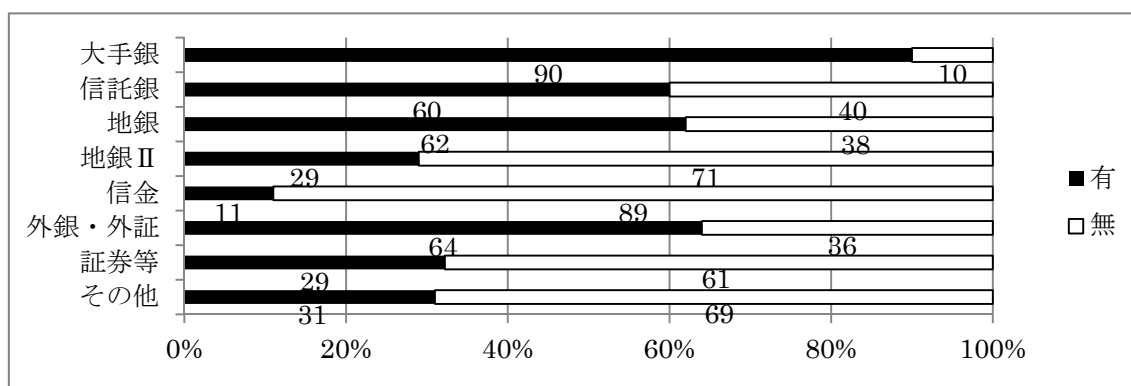


出所：日本銀行金融機構局金融高度化センター（2013）「流動性リスクの把握と

管理」より坂本ゼミ作成

資金調達環境が急速に悪化した場合、金融機関は状況の変化に応じて、追加的な資金調達やより保有資産の売却等の踏み込んだ対策を迅速に行う必要がある。そのため、様々なシナリオのもとで想定される資金流出に対して、どのような流動資産をどの程度保有する必要があるかを、流動性ストレステストを定期的に実施することによつて的確に把握しておくことが重要である。しかし、流動性危機対応訓練の実施数に比べて、未実施の割合が高くなっている。(図3)

10 図3 流動性ストレステストの実施状況



出所：日本銀行金融機構局金融高度化センター（2013）「流動性リスクの把握と管理」より坂本ゼミ作成

15 第4項 オペレーショナルリスク管理

2006年にバーゼルIIが導入され、市場リスクや信用リスクに加えて、新たにオペレーショナルリスク（以下、オペリスク）に対しても自己資本の割り当てが必要となった。こうした変化を背景に、オペリスク管理にはより一層の高度化が求められているが、その中で我が国では大手銀行を中心に、「オペリスク統括部署の設置」や「計量化」に対する取り組みが進行している。

「計量化」とは、金融機関に内在するオペリスクの状況を定量的にリスク量として把握することであるが、これにはオペリスクの特性からその全てを定量的に評価することが容易ではないことや、損失データの収集や計量モデルの開発などにコストがかかるため、各金融機関のリスク状況に応じて、費用対効果

を踏まえた上で判断する必要がある。バーゼルⅡの中ではオペリスクを計量化するための具体的な方法として、「基礎的手法」、「粗利益分配手法」、「先進的計測手法」の3つの選択肢が認められている。「基礎的手法」は、粗利益に15%の掛け目を、「粗利益配分手法」は業務区分毎に、というように粗利益に業務区分により異なる掛け目（12～18%）をかけて算出する手法である。この2つの手法では、事務品質向上のインセンティブとして働かないことや、粗利益に関して計測するものであるため、経営の指針として不十分である。しかし、「先進的計測手法」は前述の2つとは異なり、リスクを計量する方法が限定されておらず、各行の業務の特性に合った手法を構築するものとされている。方法が限定されていないことは、オペリスクの計量化モデルの構築が困難であることを示しているとも言えるが、この手法を用いることで、統制を強め、業務プロセスの品質を高めることでリスクを減らせば所要自己資本を削減でき、その分を他のビジネス拡大に活用することができる。ただし、この手法はバーゼルⅡの要件を満たし、金融庁からの承認がないと利用できない。先進的計測手法は、過去の損失実績等をベースに内部のリスク計測手法を用いて想定されるオペリスク相当額を算出する方法だが、「損失分布手法」という手法の枠組みを用いることが一般的である。これは、金融機関で過去に発生した損失事例やシナリオ分析に基づく仮想的なデータ等を統計的に処理し、リスク量を見積もる手法であり、具体的には以下の4段階で行われる。①一定期間当たりの損失事例発生件数の頻度分布を、損失データをもとに推定。②損失事例「一件あたりの損失金額分布」を、損失データをもとに推定。③「頻度分布」と「1件あたりの損失金額分布」を組み合わせ、モンテカルロ・シミュレーションを用いて「1年間の累積損失金額分布」を作成。④「1年間の累積損失金額分布」のVaRを算出し、それを「オペリスク量」とする。これによって、1000年に1度発生すると考えられる損失額を算出することができる。

第5項 決済リスク管理

決済リスクの管理には金融機関同士での円滑な決済を行うことが必要不可欠である。金融機関同士の決済ではその他金融機関の間の資金決済と中央銀行とその他金融機関との間の資金決済では性格が異なる。民間同士の資金決済は多

量の傾向があるため、一つ一つ決済を行わず、振替指図を順次蓄積し、あらかじめ定められた時点にそれらを集中計算し、差額部分のみを振替決済する仕組みの時点ネット決済が中心になっている。一方、中央銀行とその他金融機関の間は決済が大口で少量の傾向にあるため、即時グロス決済、いわゆる

5 RTGS(Real Time Gross Settlement)という振替指図が中央銀行に持ち込まれ
次第、一つ一つ直ちに決済を行うシステムが導入されている。これは、もともと使われていた時点ネット決済の未決済残高すなわち決済リスクが積み上がって
10 しまうという問題を解決した。さらに、この決済システムをより効率的にするために流動性節約機能の導入、および外為円決済取引の RTGS 化が 2011 年
に実現した。

第 6 項 IT リスク管理

IT リスクを最小限に抑えるには災害対策、不法侵入などの汎愛対策、ハードウェア障害対策などの物理的面からの対策と誤操作対策や新規アプリケーションなどへの対策を常に万全にし、最新の状態にしておくことが重要である。そのためには経営陣の関与や IT 部署、ユーザー部署、外部委託先間での情報共有体制の整備をすることでシステムの障害の可能性の抑制や対応の迅速化を行うことで IT リスクを軽減している。また、不法侵入などに備え、ファイアウォールを複数台設置するなどの強固なセキュリティーシステムの構築を行って

15
20 いる。

第 2 章 国際的な金融危機・規制の動向

本章では、サブプライム問題を発端とした世界的金融危機が起きた背景、そこから浮かび上がった問題点について触れる。そしてこの金融危機を受け、その対応策として行われつつある国際的金融規制について、アメリカの金融動向を中心に講じていく。

25

第 1 節 金融危機（リーマンショック）に至るまで

30 金融リスクマネジメントは今日に至るまで、世界的な金融の自由化と国際化

の流れの中で、さまざまな失敗を繰り返し高度化していくことで発展してきた。

1933年にアメリカで施行された「グラス・スティーガル法」（以下、GS法）は、長きにわたりアメリカの金融システムの根底を規定する法であった。1920年代のアメリカは金融的不正が横行しており、それが大不況の到来に大きな責を有することがルーズベルト政権によって認識され、金融機関の行動に強力な規制をかけるべく施行されたのがGS法である。しかし、1960年代に入ると銀行が市債市場への参入を求めて、ロビー活動をはじめとするGS法の適用緩和を求める動きが見られるようになった。だが、1970年代になると、逆に、証券会社が利子を支払う貨幣勘定、小切手の利用、信用の提供などを始めるかたちで銀行の領域に参入していくこととなったのである。このことが銀行を焦燥感に駆り立てることになった。1980年代からはGS法を緩和しようとする法案がいくどか出されて、ついにGS法は撤廃されることとなった。こうした背景のもとでアメリカの「金融の自由化」が展開されたのである。

この流れは世界中に広がり、金融機関に大きな変化をもたらした。複雑化する資産負債管理により、金融機関経営における金利リスク、為替リスクの管理の重要性が増したのである。また、金融の自由化・国際化によって、デリバティブ取引が行われるようになり市場業務が拡大した。市場業務の拡大は収益をあげることを目指す一方、市場リスクや信用リスクといった、顕在化したリスクへの対策が重要となっていたのである。

こうした金融の自由化・国際化が進む中で、国際競争上の公平性の維持のための共通の規制基準、とりわけ自己資本規制を重視する動きが見られた。その結果として、1988年に合意文書、「自己資本の測定と基準に関する国際的統一化」が公表され、この合意をもっていわゆるBIS規制、ないしバーゼルIがバーゼル銀行監督委員会を構成する各国で開始されることになった。BIS規制は、国際的な活動を行う銀行に対して、銀行が保有する「リスク・アセット」の8%相当額を、最低所要自己資本として常に保有することを義務づけるものであった。しかし、リスク・アセット計算の対象が、貸出資産などの与信業務のみを対象としており、当時すでに業務拡大が顕著であった、トレーディング業務を対象として含んでいないといった批判が相次ぎ、バーゼル銀行監督委員会は、1993年4月に市中協議文書を公表。最終的に1996年1月、BIS規制における

自己資本比率の算出方法に従来の信用リスクに加えて、市場リスクも考慮に入れることにした市場リスク規制について合意がなされたのである。これによる
5 自行の VaR モデルを所要自己資本計算に使用できるようになったことで、金融
機関のリスクマネジメント手法高度化に大きなインセンティブを与えることと
なった。

10 バーゼル I における BIS 規制は、策定されてから 10 年が経過しており、金融
業務の高度化・複雑化により完全に対応しきれなくなってきたため見直しの
必要が出てきた。従来の BIS 規制では、信用リスク・アセットの計算について、
そのリスクウェイト分類が取引先の信用力を反映していないことについての批
15 判が挙がり、また、新しく顕在化したオペレーショナルリスクなどに対応でき
ていないなどの課題が現れた。そして金融活動が国際化する中で、国際的に活
動する銀行の健全性を確保するために、銀行の経営が健全であるかどうかを示
す自己資本比率規制の大幅な改訂が求められた。その結果、バーゼル銀行委員
会によって 2004 年バーゼル II が確定し、2007 年から適用されたのである。

20 バーゼル II では「3 つの柱」という考え方が導入された。銀行の保有するリ
スク・アセットに対して、8%の最低所要自己資本を求めるという従来の BIS 規
制の枠組みは維持しながら、これを「第一の柱」とした。これに対し「第二の
柱」では、銀行自身が自らのリスクプロファイルを評価し、それに対して自己
25 資本が十分であるという自己資本充実度を確認するプロセスをもち、その評価
に基づいて資本戦略を策定する、という枠組みを運営することを求めた。監督
当局は、この銀行の枠組みが十分機能しているかを確認検証することとし、こ
うした一連のプロセスを「監督上の検証」として、バーゼル II における第二の
柱として位置づけた。さらに「第三の柱」では、銀行のもつリスクプロファイ
30 ールをさまざまな切り口で開示させ、市場関係者の目にさらすことで、市場関係
者からの監視機能を高め、自己資本比率規制を補完させることを目指した。第
三の柱では、従来に比べてはるかに詳細なリスク情報を開示項目として求める
ことになった。

第 2 節 金融危機（リーマンショック）が起きた背景

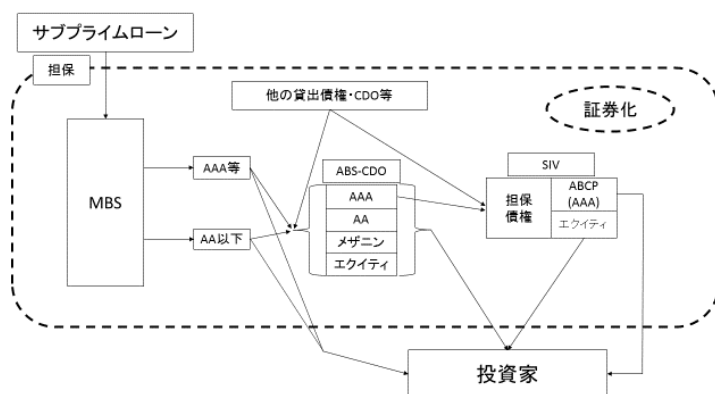
30 2006 年から 2010 年に至るまでの後半 5 年間は、金融リスクマネジメントを

取り巻く環境が大きく変化した。2007年に問題が表面化した米国のサブプライムローン問題が、証券化商品を通じて全世界に波及し、翌2008年には米国大手証券会社であるリーマン・ブラザーズが経営破綻して起きたリーマンショックを発端とした金融危機が、世界の金融システムを揺るがしたのである。

- 5 サブプライムローンとは、米国において主に住宅ローン専門会社が専門に扱っていた、信用度が相対的に低い借り手（サブプライム層）を対象とする住宅ローンのこといい、2002年頃から爆発的に残高が増加した。これは、銀行や投資銀行が、住宅ローン専門会社が組成したサブプライムローンを証券化して広く販売したためである。こうした市場の急速な発展を強力に後押ししたのが、
- 10 米国の金融機関を中心に顕在していた、OTD(Originate-to-distribute)モデル、およびそれを可能にした証券市場であった。OTDモデルとは、金融機関が証券化による売却(distribute)を前提としてローンを組成(originate)し、その過程から利益を得ようとするビジネスモデルである。ローン組成のための原資は、レポ市場やCP市場を經由してMMFから流入した短期資金であり、組成されたローンは、借り手の家計を通じて再びMMFに流入し、銀行とは別の自己完結的な信用創造のシステム(シャドバンキングシステム)を形成した。
- 15 シャドバンキングシステムとは、通常の銀行とは異なり、投資銀行(証券会社)やヘッジファンド、証券化のための特殊な運用会社など(総称して「シャドバンキング」)を活用した仕組みのことである。シャドバンキングシステムは、厳しい規制からの回避を動機の一つとして「正規の銀行システムの外側での諸々の事業体や活動を含む信用仲介システム」として発展した。

20 シャドバンキングシステムとは、通常の銀行とは異なり、投資銀行(証券会社)やヘッジファンド、証券化のための特殊な運用会社など(総称して「シャドバンキング」)を活用した仕組みのことである。シャドバンキングシステムは、厳しい規制からの回避を動機の一つとして「正規の銀行システムの外側での諸々の事業体や活動を含む信用仲介システム」として発展した。

図4 サブプライムローンと証券化のメカニズム



出所：金融リスクマネジメントバイブル(p55)より坂本ゼミ作成。

5 サブプライムローンから始まった証券化は、何度も複雑に組み合わされ、途中様々な業者が関わることで証券化された商品を保有する機関投資家にとっては、
5 5 は、どういうローンがどのように組み合わされて自分の保有する有価証券になっているか、まったくわからない状態になっていた。それを支えていたのは、
5 6 そういった構造を作り、証券化を繰り返すたびに手数料を抜くことを可能とした、
5 7 OTD モデルおよびシャドーバンキングシステムであった。

10 また、銀行がサブプライムローンのようなリスクの高いものに対し、積極的
10 10 に取り組んだ背景として ROE (株主資本利益率または自己資本利益率) の意識
10 11 が高過ぎたということが挙げられる。

15 銀行には多くの株主が存在する。銀行は私企業とは異なり、株価は比較的安定
15 16 しており、突発的に下落をすることはそうない。その安定性から多くの機関
15 17 投資家は銀行に投資するのである。一方で安定性が高い分だけ、株価の急激な
15 18 上昇もそうそうに起きないのである。しかし、こうした銀行の特性をわきま
15 19 えず、機関投資家は銀行に対し短期で ROE を上げることを強く要求したので
15 20 ある。ROE とは企業の収益性を測る指標で、株主資本 (株主による資金 = 自己
15 21 資本) が、企業の利益 (収益) にどれだけつながったのかを示している。ROE の
15 22 計算式は $ROE(\%) = (\text{当期純利益} \div \text{自己資本}) \times 100$ である。計算式より、ROE の
15 23 値が高いほど株主資本を効率よく使って利益を上げていることがわかり、能力
15 24 の高い経営がなされていると判断される。逆に、ROE があまりにも低い場合は、
15 25 資金をうまく使えておらず、経営下手ということで、企業の存在価値が疑われ
15 26 るのである。機関投資家はこの指標をととても重要視しており、投資先にはこの
15 27 ROE を上げるよう口を出すのである。

25 ROE を上げるためには 2 つの方法がある。まず、計算式の分子である当期純
25 28 利益を増やすことである。しかし、銀行の収益性を上げさせるのはそう容易で
25 29 はなく、相応の時間を要するため期待できない。よって、短期での成果を求め
25 30 られる銀行は、もう 1 つの方法である、分母である自己資本の削減を余儀なく
25 31 されるのである。

30 しかし、銀行はバーゼル II により最低所要自己資本比率を 8% に保つように

定められている。そもそも銀行は何よりも健全性・安全性が求められる組織であり、自己資本を多く持つべき機関のはずである。だが銀行は、機関投資家に ROE を上げるよう言われ、自己資本比率を保ちつつも自己資本を減らさなければならぬというジレンマに悩まされたのである。その解決策としてとられたのが資産の圧縮である。資産自体を圧縮することで、相対的に自己資本を減らし、自己資本比率 8%を保ったのである。平たく言えば、100 の資産を持っている銀行は最低でも自己資本 8 を持っている。この資産を 50 に圧縮することで相対的に自己資本を 4 まで減らすことができ、なおかつ自己資本比率 8%を保つことができるのである。そして銀行が資産を圧縮するのに行ったのが、サブプライムローンをはじめとした「資産の証券化」だったのである。そしてこの資産の証券化を可能にさせたのがシャドバンキングシステムであった。

ところが、2007 年初めから、サブプライムローンの延滞率が上昇、同時期に住宅価格が大きく下落し始めた。これを受けて、住宅ローン専門会社の経営破綻が目立ち始め、サブプライム問題が金融機関の経営を揺るがすのではないかと、という不安心理も募り、金融市場全体が麻痺へと陥った。金融市場に対する不安を抑えるため、各国の中央銀行は政策金利を下げて対応したものの、市場の動揺は収まらず、9 月にはノーザン・ロック銀行が経営破綻。翌 2008 年 3 月には、米国第 5 位の証券会社であるベア・スターンズの経営が行き詰まり、大手銀行 JP モルガン・チェースが救済合併をするなどした。そして 9 月 15 日に米国第 4 位の大手証券会社であるリーマン・ブラザーズが経営破綻。同日にバンク・オブ・アメリカが同 3 位のメリルリンチの買収を発表。翌 16 日には、米国最大の保険会社である AIG が公的管理に入ることとなった。

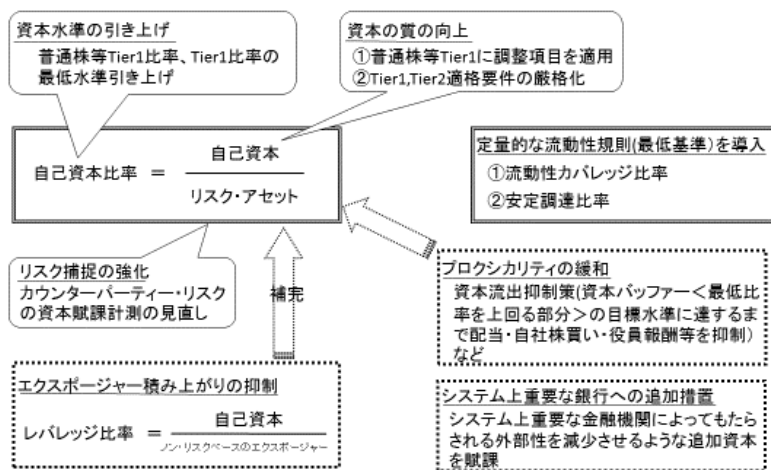
第 3 節 金融危機（リーマンショック）を受けて

金融危機を通じて明らかとなった、金融機関の経営およびリスクマネジメントの問題点に対し、金融機関の健全性強化と将来における経営危機再発を防ぐため、金融当局は、各国ごとの金融規制に加え、国際的なバーゼル II 規制を強化することにより、国際的な金融監督・規制の枠組みを抜本的に改革する方向性を持打ち出した。バーゼル銀行監督委員会は、2009 年 12 月にバーゼル II の抜本的見直し案として、「銀行セクターの強靱性の強化」と「流動性リスクの計

測、基準、モニタリングのための国際的枠組み」の2つの市中協議文書を公表した。それぞれ、金融危機で問題とされた、規制資本の抜本的強化と、国際的な流動性規制の強化を目指したものであるが、これらバーゼル規制の抜本的改正案は、その改定の大きさから「バーゼルⅢ」と呼ばれた。

- 5 バーゼルⅢでは、損失吸収力を向上すべく、自己資本比率を算出するうえで算入可能な「自己資本」、すなわち自己資本比率の計算式の分子に大きな変更が加えられた。自己資本の定義を厳格化するほか、株主資本等から構成される Tier 1 を「普通株式等 Tier 1」と「その他 Tier 1」に区分し、それぞれに最低所要水準を設けたのである。また、自己資本比率の計算式の分母では、デリバティブ等の取引相手が破綻し、カウンターパーティ・リスク等のリスク捕捉の強化も施されている。そして、自己資本比率とは別に、定量的な流動性規制（流動性の高い資産の確保を求める「流動性カバレッジ比率」、「安定調達比率」とレバレッジの過大な積み増しを制限する「レバレッジ比率規制」）が導入された。
- 10

15 図5 バーゼルⅢの全体像

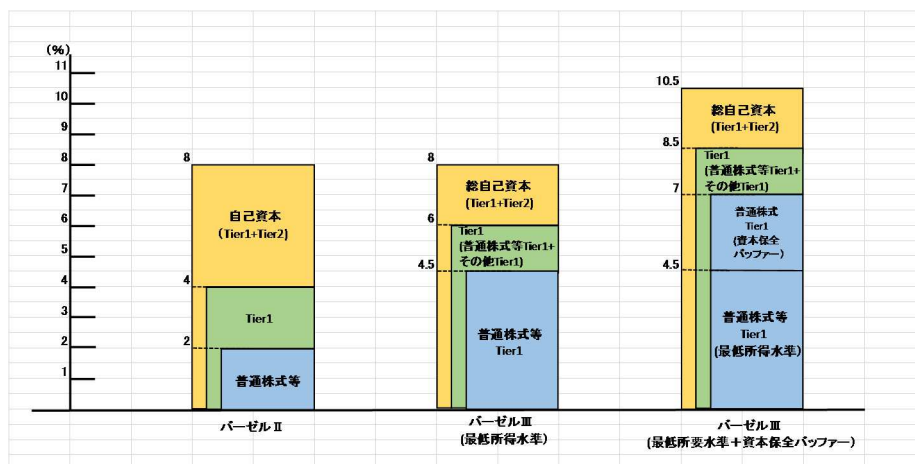


出所：金融庁「バーゼルⅢ（国際合意）の概要より坂本ゼミ作成。

- 自己資本の質の向上及び、その水準が従来よりも引き上げられているバーゼルⅢでは、Tier 1 を「普通株式等 Tier 1」と「その他 Tier 1」に区分し、それぞれに最低所要水準を設け、さらには、新たに「資本保全バッファー」を積み上げる
- 20
- ことが求められている。これは、資本の社外流出を制限し、内部留保の

蓄積を促すべく、バッファーとして最低所要水準に上乗せで備えることが求められる資本区分である。このほか、G-SIBs（グローバルなシステム上重要な銀行）には、その破綻がもたらす金融システムへの影響力（システムック・リスク）の大きさを考慮して、普通株式等 Tier 1 の上乗せとして、G-SIBs サーチャージ（1.0～2.5%）の積み上げが求められている。

図 6 バーゼルⅢ：バーゼルⅡとの比較（自己資本の水準）



出所：大和総研「なるほど金融 バーゼルⅢの初歩」より坂本ゼミ作成。

10

また、アメリカではオバマ大統領が 2010 年 7 月 21 日に 1930 年代以来の米国の包括的な金融制度改革を図る「ドッド・フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法（以下ドッド・フランク法）」に署名し、同法が成立した。

ドッド・フランク法とは、金融危機を踏まえ、如何にシステムック・リスク
15 に対処するかが重点に置かれている。

システムック・リスクとは、「システムの一部が崩壊するのではなく、システム全体が崩壊するリスクまたはその可能性」のことを意味し、システムを構築するすべての要素が連動するという性格を持ち合わせている。システムック・
20 リスクは、初期のトリガーから発生した小さな危機が、銀行や金融市場へと広がり、それが一国さらには世界中へと波及するという形態をとるものである。

このシステムック・リスクを把握するための新たなレギュレーターを設け、予防をするために、システム上重要な金融会社にはより厳格なプルーデンス規制を課し、システムック・リスクが生じた場合の対応として、破綻処理の枠組

5 みを導入するというのが、ドッド・フランク法によって導入される金融危機再発防止のためのアメリカの政策対応である。具体的には、①システミック・リスク・レギュレーターとして「金融安定監督カウンスル」を設置、②FRB（連邦準備制度理事会）はシステム上重要なノンバンク金融会社、総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に対して厳格なプルーデンス規制を賦課、③FDIC（連邦預金保険公社）による大規模金融会社に対応する秩序だった破綻処理の導入、④ボルカー・ルールの適用が手当てされている。

10 バーゼルⅢ及びドッド・フランク法は、内容の抜本性に加え、多くの金融機関において追加的資本調達が予想されるなどから、導入に向けては、相当な経過期間と段階的な導入を行うことが示された。

第 3 章 我が国の金融機関・金融システムの問題点

15 本章では第 2 章のリーマンショックの金融危機、およびバーゼルⅢやドッド・フランク法などの金融規制などの国際的金融動向の背景や問題点を踏まえ、日本における日本の金融機関の現状と問題点を論じる。

第 1 節 リーマンショック後の日本のリスクマネジメント

20 第 2 章で述べたようにリーマンショックはサブプライムローン問題が証券化商品を通じて全世界にひろがり、リーマン・ブラザーズの経営破綻することによって世界の金融システムを揺るがすような金融危機が発生したことである。第 1 節では、このような国際金融危機を起こした原因として考えられるのはシャドバンキングによるシャドバンキングシステムと機関投資家による過度な ROE 追及だと考えられる。そこでシャドバンキングと ROE 追及について
25 日本の現状について述べる。

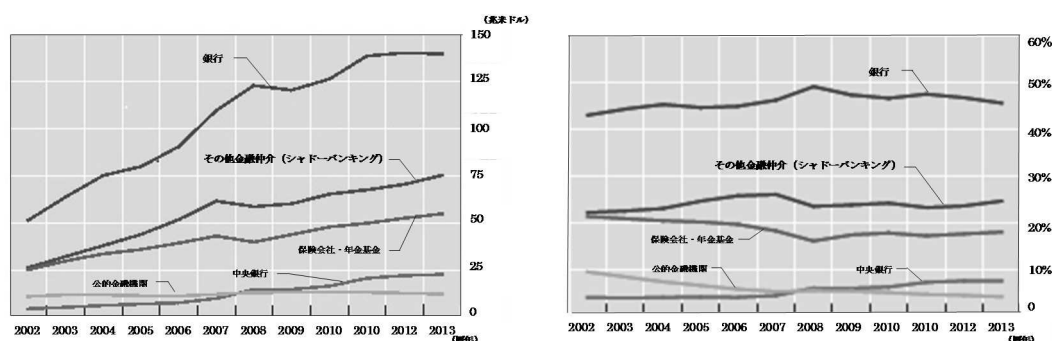
第 1 項 シャドバンキング

30 シャドバンキングは第 2 章でも述べたように銀行とは異なり、投資銀行（証券会社）やヘッジファンド、証券化のための特殊な運用会社であり、このような正規の銀行システムの外側での諸々の事業体や活動を含む信用仲介システム

である。このようなシャドバンキングはリーマンショック後も世界的拡大傾向が続いている。

現在、世界の主要国・地域の金融仲介に占めるシャドバンキング資産は 60 兆ドルを超え、銀行に次ぐ大きさである。また、金融仲介のシャドバンキング資産の割合は全体の約 25%を占めている。

図 7 主要 20 国における金融仲介でのシャドバンキング資産
資産の合計 資産の割合

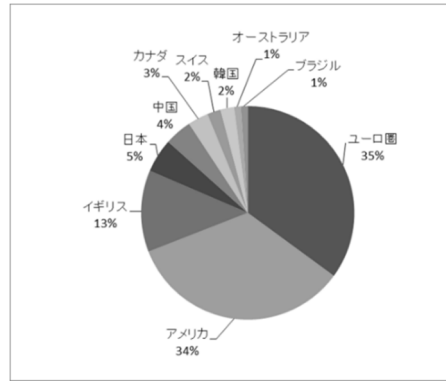


10 出所：FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2014 を参考に坂本ゼミが作成。

国別で見ると、主要 20 国の国・地域別のシャドバンキング資産の保有割合はユーロ圏 34%、アメリカ 33%で全体からみて圧倒的な割合で占めている。

15 そして、大きな差が広がり、イギリス 12%、日本 5%の順で占めている。このことから日本においてシャドバンキングは世界に比べるとまだまだ未熟であることがわかる。

図 8 主要 20 国の国・地域別のシャドバンキング資産の保有割合



出所：FSB Global Shadow Banking Monitoring Report 2014 を参考に坂本ゼミが作成。

- 5 シャドバンキングはリーマンショック以後、金融危機を拡大させた原因として考えられている。その結果、現在ではシャドバンキングの規制や監視の強化をする傾向が強い。

- 10 日本の経済は、近年アベノミクスによるデフレ脱却から成長戦略により資本市場の活性化が重要な課題の1つとしてあげられる。そのような状況においてシャドバンキングは、投資の促進を進める一つの手段として数えられる。これから金融・資本市場の活性化を行っていくにはドッド・フランク法による
- 15 シャドバンキングの規制は逆効果であり、国際的に検討されている規制が日本に導入された場合、規制によるメリットよりもデメリットの方が大きくなってしまふ危険性がある。つまり、資本市場の未熟な状況では、シャドバンキングを規制するよりも市場の育成のために促進するべきであると考えられる。しかし、シャドバンキングがアメリカのように過度に拡大されれば、第2の
- 20 リーマンショックを起こす原因になりかねない。そのため、日本のシャドバンキングは現在国際的に検討されている規制よりも、緩和された市場の育成の妨げにならない規制を行っていくことが重要であると考えられる。

第2項 機関投資家によるROEの追及

リーマンショックの原因の2つ目として、第2章の機関投資家によるROEの追及についてあげた。これは銀行の株価上昇を目的として、主に海外の機関

投資家が銀行に対して ROE の追及をしたことや、バーゼルⅡにおける自己資本比率の制限が原因となっている。これにより、銀行は過度なリスクテイクによる収益の追及、および自己資本を 8 % 以上にするために圧縮をせざるを得なくなる。そして、リーマンショックの原因となるサブプライムローン問題における「資産の証券化」を行うことに至った。

5 一方、日本の機関投資家は古くから「株式持ち合い」が根付いており、「物言わぬ投資家」として常態化していた。つまり、株価、ROE の上昇などについて追及しない機関投資家がほとんどであった。しかし本来、機関投資家は顧客、受益者の資金を運用しており、受託者責任を果たすために、投資先企業の株価の上昇、および利益の追求を行う必要がある。そこで日本政府は現在、「物言わぬ投資家」から「責任ある投資家」への移行を目指している。しかし、リーマンショックの原因となったような、ROE の追及を推し進めるような機関投資家を増やそうとすることは望ましくない。そうなってしまうと、リーマンショックの時と同様に、過度なリスクテイクによる収益確保と自己資本の圧縮によって、銀行の健全性が失われてしまう。そこで、日本の機関投資家は銀行に対して、コーポレート・ガバナンスを行うと同時に、銀行の特性に合わせた機関投資家の姿勢を維持することが、銀行にとってのバックアップとして作用し、我が国における銀行のリスクマネジメントの基盤として重要であると考えられる。

20 第2節 国際的金融規制と日本の現状

第 2 節では、第 2 章であげたバーゼルⅢやドッド・フランク法などの金融規制を参考に日本の金融機関がどのような現状にあり、どのような課題があるのかについて述べていく。

25 今、世界の金融機関はリーマンショックなどの国際的な金融危機を契機にバーゼルⅢ、ドッド・フランク法などにより規制化の流れが起きている。バーゼルⅢでは「銀行セクターの強靱性の強化」として主に自己資本の質・水準などを従来のバーゼルⅡよりも強化した。また、「流動性リスクの計測、基準、モニタリングのための国際的枠組み」として定量的な流動性規制とレバレッジの過大な積み増しを制限するレバレッジ比率規制などが導入された。ドッド・フランク法では、第 2 章で述べた「金融安定監督カウンスル」の設置やノンバンク

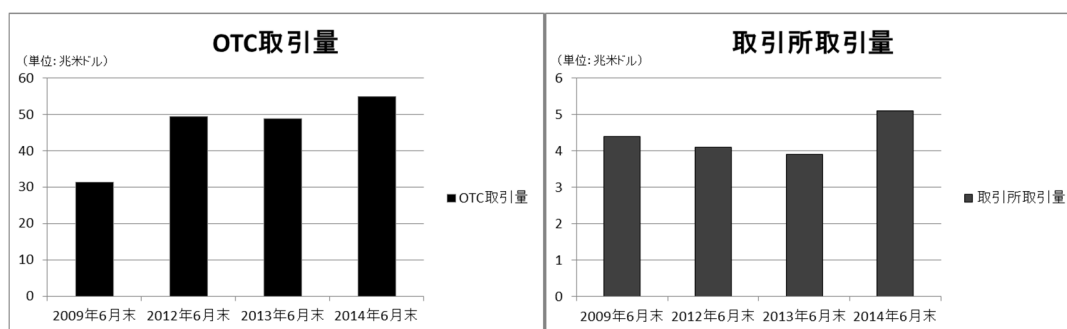
金融会社の規制、破綻処理制度の導入、ボルカー・ルール⁵の適用、OTCデリバティブの規制などの適用などが行われている。これらの規制を行った目的は、巨大化しすぎた金融システム上重要な金融機関が破綻するのを防ぐとともに、もしそのような金融機関が破綻した場合に、金融市場から一国、世界中へと広がって世界経済の大混乱へと繋がることからそのような金融機関を破綻させることができずに莫大な公的資金の注入を引き起こさないことがあげられる。すなわち、破綻を防ぐことと「Too Big To Fail(大きすぎて潰せない、以下 TBTF)」問題の解決である。TBTF問題は金融機関が金融システム上重要であるとされた場合、そのような金融機関は経営を失敗しても、破綻させないように政府から莫大な資金注入が行われると考え、本来よりも高いリスクをとりながらリターンの追求をするようになるというモラルハザードが発生する可能性があるである。また、そのような金融機関が政府からの資金注入が行われることによって、失敗していない金融機関よりも信用力が高くなる可能性もある。このような金融規制はリーマンショックにより重要な金融機関の破綻の危機が訪れ、国民から徴収した税金によって投機的な業務を行っていた金融機関を救済することによるモラルハザードが起きてしまった反省から、金融機関をつぶさないための自己資本などの充実と、規制による過度なリスクテイクの防止、政府からの資金注入が起こさないための破綻制度の整備が行われたのである。

これから、日本が上記のような金融規制や金融機関の状況と比較し、日本の金融規制の方向性や金融機関がどのような活動を行っていくべきなのか述べていく。現在、日本の金融規制は国際的な金融規制とは逆に規制の強化というより、規制緩和の方向に向かっている。これは日本の金融機関が国際的な金融機関に対抗するために銀行と証券業務などの相互乗り入れがどんどん進められていることなど挙げられる。日本では1993年に銀行と証券会社、信託銀行の業態別子会社方式による参入が認められ、銀行や証券業務の間の最低限の境界であるファイアーウォール規制が決められたが、それは段階的に緩和されて証券会社・銀行・保険会社間のファイアーウォール規制の緩和が進んでいる。このような規制緩和は日本の金融機関のリスクテイクや巨大化につながり、TBTF問題を助長させているように思われる。また、利益相反やセーフティ・ネットの漏出につながる可能性がある。日本の金融機関は米国の投資銀行が行ってい

て損失を出し、ドッド・フランク法によって規制の流れが強まっているデリバティブ取引の増加傾向がみられる。デリバティブ取引には取引所を経由する取引所取引と取引所の外で取引される OTC デリバティブ取引にわけられる。OTC デリバティブ取引に関してはドッド・フランク法で規制の対象になっている。

- 5 OTC デリバティブは取引相手の倒産などによるリスクであるカウンターパーティ・リスクを含んでいる特性や、デリバティブの持つ少ない資本で高いリターンを狙える一方、失敗した場合の膨大な損失を出す特性を含んでいるために、貸出よりリスクが大きい。また、OTC デリバティブ取引は取引所を介さないために政府などが把握しづらい特徴を持つ。日本のデリバティブ取引残高について
- 10 想定元本ベースでみると、OTC 取引はリーマンショック前後の 2009 年 6 月末では 31.4 兆ドルであったが、2012 年 6 月末における取引量は 49.5 兆ドル、2013 年 6 月末は 48.8 兆ドル、2014 年 6 月末は 54.9 兆ドルとリーマンショック後でも増加傾向にある。また、取引後取引においても 2009 年 6 月末の 4.4 兆ドルから 2012 年前後で下がるものの 2014 年 6 月末には 5.1 兆ドルまで上
- 15 がり、再び拡大傾向が強まっている。

図 9 日本の主要ディーラーのデリバティブ取引残高の推移



- 20 出所：日本銀行デリバティブ取引に関する定例市場報告を参考に坂本ゼミ作成。

- 25 日本の金融機関はデリバティブなどを使ったリスク拡大、および日本の金融機関の規制緩和に伴い収益拡大を目指す投資銀行化が進行し、TBTF 問題が悪化している。これは現在外国で進められている金融規制の強化の流れと真逆である。日本は元々証券業務に対する技術の遅れや伝統的な金融業務である貸付

業務による収益を中心とした経営により、リーマンショックにおいて大規模な損失は追わなかったが、もしこのまま投資銀行化が続けば日本の金融機関はリーマンショックの二の舞になってしまう。そうなる前に日本の金融機関は規制緩和から方向を変え、投資銀行化を防ぎ、TBTF問題を解決することが必要である。

第4章 日本の証券・銀行におけるリスクマネジメントの今後について

本稿ではこれまで、金融危機が起きた背景や日本の金融機関が抱える問題点について触れてきた。世界では金融危機を受けて、バーゼルⅢをはじめとした新たな金融規制が敷かれようとしているが、アメリカ・ヨーロッパの金融形態を中心に向着て作成されている新規制では、日本の金融機関・金融システムは欧米と比べて異なるため、真の意味での日本の金融機関・システムにとって有益な規制となりえない。そこで我々は他国の金融規制などを参考にしながら、「日本に適した新規制、金融システムの在り方」として2つのテーマを掲げ提案する。

第1節 日本に適した新規制の作成

まず、日本の金融システムに適した新規制を提案する。世界では先の金融危機を顧み、世界基準の規制であるバーゼルⅢをはじめ、自国に合わせた新規制を敷き移行しようとしている。しかし、日本は先の危機では他国と比べ被害は少なく、日本の課題はむしろ、資本市場の育成にある。それによってか、日本の銀行は投資銀行化が進んでおり、金融危機が起こる前の欧米の銀行へと近づいているところがある。資本市場の育成も重要だが、こうした銀行の投資銀行化は抑制しなければならない。そこで我々は、アメリカの新規制であるドッド・フランク法などを参考に、日本の金融システムに考慮した新規制を作成すべきと考えた。以下では、その新規制の概要を述べていく。

a. システミック・リスク・レギュレーターの設置

ドッド・フランク法ではシステミック・リスクを特定・監視し、システミッ

ク・リスクに対処するため、財務長官を議長として「金融安定監督カウンスル」を設置することが定められている。また、このカウンスルをサポートする組織として、システムック・リスクを評価するための情報を収集し分析する「金融調査庁」を財務省内に設けることを規定している。カウンスルの目的・義務として、①大規模かつ複雑な金融会社の重大な金融ストレスや破綻、金融業務から生じるまたは金融サービス界以外で発生する米国の金融の安定に対するリスクの把握、②大規模かつ複雑な金融会社の破綻時の政府による損失の遮断に対する株主、債権者、カウンターパーティーの期待を否定することによる市場規律の維持、③米国の金融システムの安定性に対して生じる脅威への対応が挙げられている。

日本にもこれを応用し、システムック・リスク・レギュレーターを設置すべきだと考える。日本は先述したように、銀行の投資銀行化が進んでおり、また、デリバティブ取引は増加傾向にあり、リスクテイクが増えている。そうした日本において、金融危機は起こりづらいにせよ、絶対に起こらないというわけではなく、また、他国で発生した危機が日本にも影響がないというわけではない。そして先のような金融危機がひとたび起きてしまえば、とんでもないところまでシステムック・リスクが波及するのである。そういったことを未然に防ぐためにも、日本にもシステムック・リスクを明確にし、把握・管理を行うシステムック・リスク・レギュレーターを設置すべきだと考える。

具体的にまず、金融庁長官を議長とした「金融安定監督カウンスル」を設置し、このカウンスルをサポートする組織として、システムック・リスクを評価するための情報やその他金融に関するすべての情報を一括して収集し分析する「金融調査庁」のようなものを金融庁内に新たに設ける、または、既存する金融庁内のいずれかの局に強い権限を与え、その役割を担うことを提案する。そしてこの金融庁下における「金融安定監督カウンスル」、「金融調査庁」が中心となって、大規模かつ複雑な金融機関の金融ストレスや破綻、金融業務または金融サービス界以外で発生するリスクの把握を行い、日本の金融システムの安定性に対して生じる脅威への対応を行うべきだと考える。

30 b. モニタリングの強化

先述したように、日本ではメガバンクが世界と競えるよう投資銀行化が進んでおり、TBTF 問題が顕在化してきている。金融危機から顧みるに、TBTF 問題には大きなシステミック・リスクが孕んでおり、日本の金融システムに大きな損害を与える可能性がある。また、公的な救済が確実に見込まれるようなメガバンクは、その救済を見越して高いリターンを得るため本来とるべきではないリスクを取りがちになるというモラルハザードが発生する可能性もある。こうした観点を踏まえ、TBTF 問題は解消するべきだと考える。

5

TBTF 問題を解消する方策として、日頃から不適切な行動が取られていないか、様々な視点からのきちんとした監視（モニタリング）を行うことが必要であると考える。この点においては、先述したシステミック・リスク・レギュレーターにもこの役割を担ってもらい、日本の3大メガバンクをはじめとした金融機関にモニタリングを行うことを推奨する。そのため、日本の金融機関は金融庁に対しきちんとした情報を定期的に報告することが求められる。

10

15 c.破綻処理制度の整備

本節では、TBTF 問題の解決のためのリビング・ウィルの導入と破綻処理制度の強化を提案する。そこで金融機関の破綻処理制度と通常の事業体の倒産処理の違いを述べ、それぞれの主張を説明していく。金融機関の破綻処理制度は通常の事業体の倒産処理の違いを比べると下記のような相違点がある。

20

図 10 : 事業会社の倒産処理と金融機関の破綻処理の特徴

	通常の事業会社倒産処理	金融機関の破綻処理
手続の開始	債務者自らまたは債権者が 裁判所の申立	金融監査当局の危機認定に基づき 措置を実施
手続遂行の主体	裁判所が選任する管財人	金融監査当局 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、手続のなかで弁済	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	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
--	--	-----------------------

出所：みずほ総研編集「Too Big To Fail 問題と金融規制」をもとに坂本ゼミ作成。

図 10 のような相違点があるのは金融機関がその他の事業体に比べて、金融
5 機関の破綻が金融システムや経済に与える影響が大きいからである。そのため、
金融機関の破綻処理にはスピードと強制力が必要であるために、強力な制度が
必要である。我々はリビング・ウィルの導入による破綻処理の迅速化やメガバ
ンクなどの銀行グループ内での強制的な解体・清算によって強制力を強め、シ
ステミック・リスクの拡大を防ぐことを目的とする。そして、このような破綻
10 処理制度の強化によって TBTF 問題の解決へと繋げていく。

リビング・ウィルとはあらかじめ対応や処理が円滑になうように、システム
上重要な金融機関が危機に陥ったことを想定した組織の解体、事業の売却・縮
小などを平常時に計画することである。このようなリビング・ウィルを導入す
ることにより、破綻の危機に陥った金融機関があらかじめ決めた計画に従い、
15 迅速な破綻処理を行うことでシステミック・リスクを抑制することができる。
さらに、システミック・リスクをよくせいすることができるため、政府は資金
注入をせず、金融機関の破綻処理の選択肢を選択しやすくなる。これにより、
金融機関は資金注入を前提としたモラルハザードを防ぐことにつながる。すな
わち、TBTF 問題の解決につながる。また、金融機関が計画を立てる際に、自
20 身の組織や業務の構造、内容、抱えるリスクを把握する機会につながるなどの
メリットもある。

次に銀行グループ内での強制的な解体・清算による破綻処理制度の強化につ
いて述べる。これは第 3 章で述べたように、銀行と証券会社の乗り入れが多く
なっている現状から、もし証券会社などが経営危機に陥った場合、金融監督局
25 が強制的にグループ企業の解体・決済を行うことである。この経営危機につ
いてはグループ企業内の証券会社などが立て直し不可能な損失を負い、グル
ープ企業内へ影響を与えると金融監督局が判断した場合である。ただ、すで
に銀行も立て直し不可能であれば、証券会社などへの強制的な解体・清算ではなく、

グループ全体の破綻処理を行う必要がある。そうでなくては銀行のモラルハザードに繋がるからである。この制度の導入による利点は3つある。1つ目はシステムミック・リスクの軽減である。これは証券会社などがリスクテイクを行い、莫大な損失を負ったときにグループ内の銀行などへの影響を遮断することで影響が広がることを防ぐことができる。2つ目はモラルハザードの防止である。すなわち、破綻処理の明言を行うことによって、資金注入を前提としたモラルハザードの防止につながるのである。そして、3つ目はセーフティ・ネットの漏出の防止である。セーフティ・ネットは銀行に対して行われる保護である。しかし、銀証の相互乗り入れが進むと、グループ内で証券事業の損失を補填するケースや、証券事業の失敗で銀行が破綻の危機になった時に銀行だけを保護する預金保険基金がグループ全体を保護してしまうケースが考えられる。実際に、リーマンショック時では政府からの資金供給を受けられるように投資銀行(証券会社)が持株銀行の傘下に入る例もあった。

このようなリビング・ウィルの導入と破産処理制度の強化により、システムミック・リスクの軽減、モラルハザードを防ぐことによるTBTF問題の解決することを提案する。

d. シャドーバンキングシステムの活用と制限

先の金融危機が起きた背景として、シャドーバンキングシステムの存在が挙げられるのは2章で述べた通りである。そして3章で述べたように、今日の金融活動の発達があるのはシャドーバンキングによるところが大きい。しかし、日本の金融市場は欧米等に比べると、圧倒的にシャドーバンキングシステムの規模が小さいのである。日本の資本市場の育成の観点からも見るに、日本はこの規制されつつあるシャドーバンキング分野を改めて活用し、信用拡張を促すべきだという意見がある。しかし、欧米と比べ圧倒的にシャドーバンキングの活用が少ない日本が、これから積極的に活用することは大いに結構ではあるが、先の金融危機からも明らかのように、行き過ぎたシャドーバンキングの活用は、新たな問題を起こしかねないのである。我々はシャドーバンキングに対し、ある程度の制限を設けるべきだと考える。そこで提案するのはアメリカのボルカー・ルールを参考に、日本に適した規制を設けようというものである。

ボルカー・ルールとは、ドッド・フランク法の中核となる「銀行の市場取引規制ルール」のことであり、銀行による自己勘定取引の禁止、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへの出資等禁止を規定したものである。

5 自己勘定取引とは、バンキング・エンティティがプリンシパルとしてトレーディング勘定において行う証券、デリバティブ等やその他金融商品の取引とされる。トレーディング勘定は、主に近々に売却すること、もしくは、短期的な価格変動で利益を得るべく転売することを目的として上記金融商品を保有する勘定とされる。

10 ボルカー・ルールの基本理念は、金融システムの安定を図るために、預金を通じて資金調達を行う商業銀行は、顧客のためになる場合を除き、投機的投資の実施が制限されるべきというものであり、近年発展したシャドーバンキングシステムを否定し、伝統的な金融システムへ原点回帰することを通じて銀行機能を回復させるというものである。

15 しかし、資本市場の育成が当面の課題である日本の金融機関において、自己勘定取引に禁止によるシャドーバンキングシステムの全面否定は好ましくない。日本は自己勘定取引の禁止ではなく制限を設けることを提案する。つまり、日本においては基本的には行ってもよいとするのである。しかし、いくつかの例外を用意し、禁止しなければならない金融商品取引もあるだろう。邦銀の中には、金融危機を引き起こしたものと似たような証券化商品を取扱っていたが、
20 取扱う商品を限定し、各取引の上限を設定する等の管理を行った結果、損失は限定的となったところもある。このような事例を参考に、先ほどから述べているシステミック・リスク・レギュレーターにより、取り扱ってよい金融商品と禁止すべき金融商品を明確に分ける役割も任せたいと考える。

25 また、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへの出資等に関しても、システミック・リスク・レギュレーターが収集した様々な情報をもとに制限の作成も任せたいと考えている。

e.デリバティブ取引の在り方について

30 日本では、年々デリバティブ取引が増加しており、資本市場の育成や銀行の強化が当面の課題である日本では、今後さらにデリバティブ取引が行われるこ

とが見込まれる。しかし、デリバティブ取引には多くのリスクが含まれており、デリバティブ取引の増加の分だけ、リスクが増加していることを意味する。中でも、OTC デリバティブ取引はその代表例である。そこで我々は、OTC デリバティブ取引を多く行っている日本に対し、新たに厳格な制度を設けるべきだと考えた。

日本では 2012 年までに、OTC デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきであるという、G20 の勧告を受け、金融商品取引法の一部を改正する法律では、金融商品取引業者等や清算機関に対し、取引上法の保存および金融庁への提出を義務付けた。金融商品取引業者等は、自らに代わり、金融庁が指定する取引情報蓄積による保存か、金融庁へ直接報告かのどちらかを選択することが求められる。取引情報蓄積機関に対し報告をした場合には、当該取引情報蓄積機関が取引情報を保存し、金融庁に報告をする義務を負い、金融庁は入手した取引の概要を公表しなければならないとされている。清算機関または取引情報蓄積機関に公表を命じることも可能であるとされている。

従って、金融商品取引業者には、取引の情報を報告する方法が 3 つの選択肢があり、清算機関に対するもの、取引情報蓄積機関に対するもの、そして、金融商品取引業者自らが金融庁に対して行うものである。清算集中の対象となる取引は、清算機関に対して行うことが取り決められている。

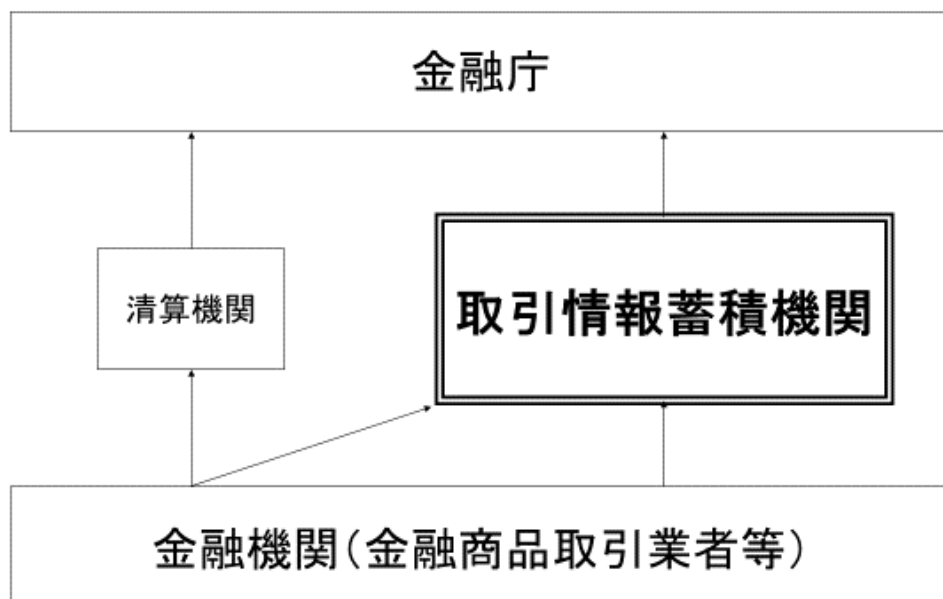
しかし、上記のような選択肢を与える制度では、複雑化している現代の金融リスクに対し素早く対応できないと我々は考える。現代金融リスクは包括的で迅速な管理が求められているはずである。

これを受けて我々は、取引情報蓄積機関に取引報告を一元化し、各金融機関は取引情報蓄積機関に取引情報を報告しなければならないという規則を設けることを提案する。OTC 取引に関する情報を取引情報蓄積機関に全て蓄積することにより、全ての情報を把握することが可能となり、システミック・リスクに対し何かあった場合は迅速に対応することができ、リスク管理の効率を上げるのではないかと考えた。

また、現在では清算集中の対象となる取引は清算機関に情報を保存しているが、この場合も清算機関と取引情報蓄積機関の両方に報告することを義務付けることで、OTC デリバティブ取引に関わる金融機関の全ての取引先の情報を蓄

積し、高度なデータ管理と幅広い連携を図るよう、取引情報蓄積機関に義務づけたいと考える。情報を速やかに記録することで、生じ得るリスクの発見が早まり、リスク管理がより効率的になると考えたからである。

5 図 11 新たな取引情報蓄積機関の仕組み



出所：「店頭デリバティブの清算機関・取引情報蓄積機関・電子取引基盤」より坂本ゼミ作成。

10 他にも、取引情報蓄積機関は、原則として参加者から受け取った取引先情報を、同営業日中に記録し、データを後続処理に利用できるよう、適切な手続きおよびスケジュールで管理し、また、効率的、正確かつ信頼性の高い取引情報の交換及び記録を容易にするため、国際通信手順と標準を利用すべきである。

取引先情報蓄積機関の参加者は世界の様々な国・地域に所在する可能性が高いことを考え、情報伝達にはオープン技術を用いたアーキテクチャを採用し、データの表現方法、アプリケーション・インターフェース、通信リンクについて、統合的な業界標準を利用しなければならない。通信システムの充実は、データの情報収集の効率を上げ、よりデータの分析にかかる時間を確保することができる。

20 以上のように、OTC デリバティブに関わる全ての取引情報を取引情報機関が

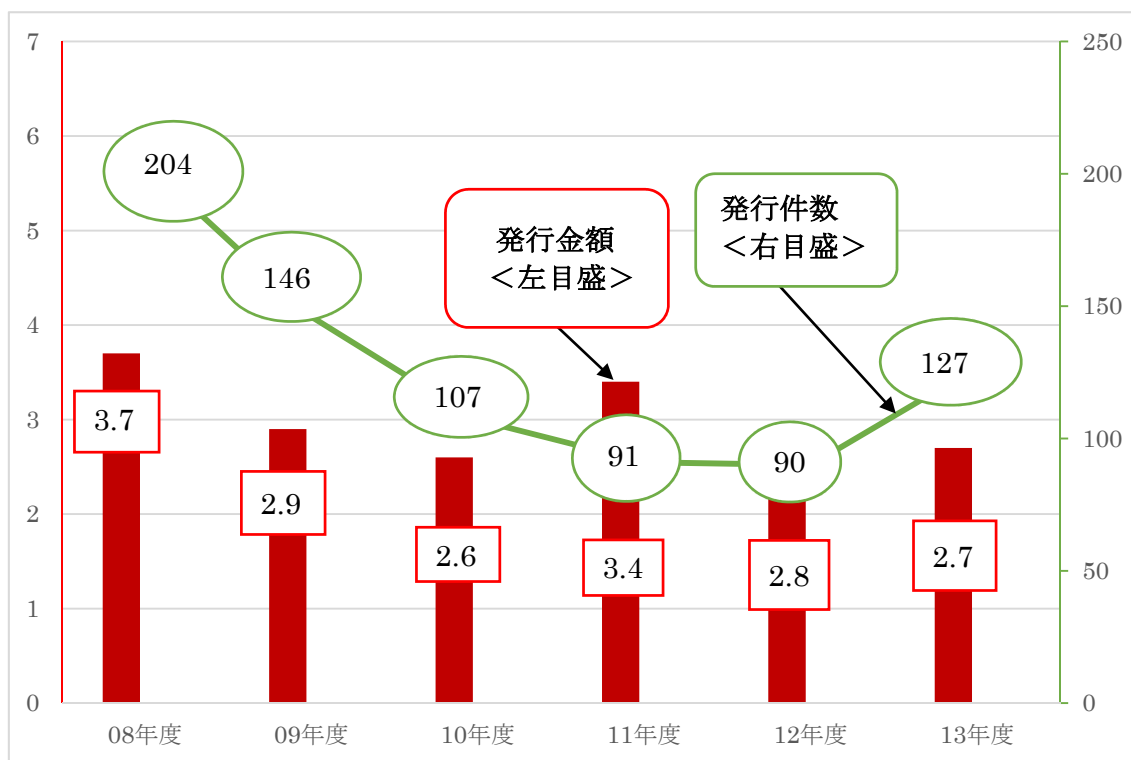
網羅することにより、システミック・リスクの網羅がしやすく、よりリスクマネジメントを効率化することができると思う。

f. 資産担保証券の在り方

- 5 資産担保証券の在り方についても触れておこう。アメリカでは住宅ローンから始まった金融危機を顧み、証券市場の改革に乗り出している。ドッド・フランク法では、証券化の OTD モデルにおけるオリジネーター等と投資家のインセンティブの調和を図るために資産担保証券に関して定量保有義務を導入している。具体的には、資産担保証券を発行し、または、資産担保証券の取引を起
- 10 こす証券化事業者に対して、資産担保証券の発行を通じて譲渡、売却、移管した資産の信用リスクの 5%を保有することを規定している。

図 12 日本の証券化市場の発行金額・件数

(兆円) (件)



15

出所：「証券化市場の動向調査」より坂本ゼミ作成。

それに対し、金融危機による損害が少なかった日本は、米国と比べ証券化市

場がさほど活発ではなかったと言える。金融危機後も日本における証券市場の発行額、発行件数はともに下がっていたが、リーマンショックが起きてから3,4年してから徐々に上がっていることが図12からも読み取れる。これは周回遅れの投資銀行化とも言われる銀行中心の規制緩和が進んでいるからであろう。

- 5 現代の銀行にとって証券業務などによる収益の確保は必須である。しかし、行き過ぎた証券業務は大きなリスクを招く要因にもなりうる。日本にもこれに倣った規制が必要だと考える。例えば、日本においても資産担保証券を発行し、または、資産担保証券の取引を起す証券化事業者に対して、資産担保証券の発行を通じて譲渡、売却、移管した資産の信用リスクの一部を保有するという
- 10 という取り決めを決め、オリジネーター等と投資家のインセンティブの調和を図るべきである。

第2節 「物言わぬ投資家」から「責任ある投資家」へ

- 我々は「大きすぎて潰せない」といわれるように、銀行の規模が拡大すること
- 15 とで、最終的に国民がリスクを被ることを危惧した。そこで、銀行の大株主であり、銀行自身もその一つである「機関投資家」に着目して、リスクマネジメントを行うことが必要であると考えた。なぜなら、機関投資家によるガバナンスを強化・改善することが、今後のリスクマネジメントにおいて重要であるからである。そして、現在日本でも進行中である「スチュワードシップ・コード」
- 20 に焦点を絞った。このスチュワードシップ・コードを導入することで、これまでの日本的慣習であった「物言わぬ投資家」から「責任ある投資家」へと構造を変化させ、機関投資家と銀行の関係性を改良し、銀行の今後におけるリスク削減と加えてROEの向上を図ることもできると考える。まず、日本で進められている「日本版スチュワードシップ・コード」について説明し、その発祥である
- 25 イギリスの内容と比較した上で、我々の提案を述べたいと思う。

第1項 日本と英国のスチュワードシップ・コード

- 第二次安倍内閣が発足後、「アベノミクス」といわれる成長戦略を掲げ、日本産業の活性化を目指しているが、その中の「日本再興戦略（第二の矢）」において、イギリスで発祥した「スチュワードシップ・コード（以下、本コード）」を
- 30

参考にして、日本に導入している。

本コードは、企業の株式を保有する機関投資家向けに定められた行動規範のことで、『資産運用の委託者の利益を実現すると同時に、投資先企業の長期的な成長を経済全体の発展へ繋げるために、機関投資家は積極的に役割を果たすべきだとする概念に基づいている。』（日経新聞 Web より引用）

5 本コードはイギリス発祥であり、1990年代のイギリスにおいて会社を主体とするコーポレート・ガバナンスの議論が大きく発展したことを背景に、2000年代に入り、コーポレート・ガバナンスの質を向上させるため、株主の観点から議論が進められていった。そして2008年の金融危機を契機に、コーポレート・ガバナンスにおける機関投資家の役割や責任の重要性が再認識されるようになった。2009年にウォーカー報告書において機関投資家のためのコードを策定すべきとの勧告があり、2010年に本コードが策定された。本コードを採用した機関投資家の数は、策定された2010年には74機関であったが4年後の2014年には185機関に増加している。しかし、未だ明確な効果は表れていない。

15 本コードを日本が導入するに至る過程としては、日本の平均ROEが6%であり、他国の平均と比較して半分ほど低いという現状から回復するという企業の持続的成長のために、大規模な資金を動かす機関投資家のガバナンスを改善することを目指したためである。

現在、安倍政権下で進行中の「日本版スチュワードシップ・コード」では、
20 「日本版スチュワードシップ・コードに関する有識者検討会」を2013年8月に設立し、機関投資家向けに『「責任ある機関投資家」の諸原則〈日本版スチュワードシップ・コード〉～投資と対話を通じて企業の持続的成長を促すために～（以下、当原則）』を作成した。その中で、イギリスの事例を参考に7つの原則（図13）を設けて機関投資側に受け入れを求めており、2014年8月末まで
25 に年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）を含む160の機関投資家から受け入れ表明がある。受け入れ表明のある機関投資家の中で、あすかグループの中核企業で日本の独立系として有数の規模をもつ投資顧問会社である「あすかアセットマネジメント」は既に、投資先との面談頻度を「最低四半期に1度」と定めるなど方針を定めている。

30

図 13 当原則における 7つの原則（日本版）

1.機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たすための明確な方針を策定し、これを公表すべきである。
2.機関投資家は、スチュワードシップ責任を果たす上で管理すべき利益相反について、明確な方針を策定し、これを公表すべき
3.機関投資家は、投資先企業の持続的成長に向けてスチュワードシップ責任を適切に果たすため、当該企業の状況を的確に把握すべきである。
4.機関投資家は、投資先企業との建設的な「目的を持った対話」を通じて、投資先企業と認識の共有を図るとともに、問題の改善に努めるべきである。
5.機関投資家は、議決権の行使と行使結果の公表について明確な方針を持つとともに、議決権行使の方針については、単に形式的な判断基準にとどまるのではなく、投資先企業の持続的成長に資するものとなるよう工夫すべきである。
6.機関投資家は、議決権の行使も含め、スチュワードシップ責任をどのように果たしているのかについて、原則として、顧客・受益者に対して定期的に報告を行うべきである。
7.機関投資家は、投資先企業の持続的成長に資するよう、投資先企業やその事業環境等に関する深い理解に基づき、当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。

出所：「責任ある機関投資家」の諸原則より坂本ゼミ作成。

- 5 その他、当原則において、本コードを機関投資家に提示する上でのベースの考えとして、細則を設定して守ってもらうのではなく、機関投資家の多様性に基づき原則主義をとる「プリンシプルベース・アプローチ」と、その原則に従うか、従わない場合には適切な理由を述べるべきであるという「コンプライアンス・オア・エクスプレイン」の2つがある。また、本コードが対象とする機関投資家は、英国も日本も基本的に自国の上場株式に投資する機関投資家である。
- 10 以上、スチュワードシップに関する定義、過程、現状を説明したが、我々が銀行のリスクマネジメントに対して、本コードが活用できると考えた経緯と

具体的な提案について述べたいと思う。

第 2 項 日本版スチュワードシップ・コードの改定

我々は、銀行自体が機関投資家であるという立場と銀行の大株主が機関投資家であるという双方の観点から、機関投資家が責任を持った行動をとることによって、銀行がサブプライムローン問題の原因となったようなリスクテイクを犯さないようになると考え、これ以降話を進めていきたいと思う。そこで、当原則にある 7 つの原則について、改善の必要があると考えられた項目に関して、日本とイギリスの 7 原則（図 14）と比較しながら、銀行のリスクマネジメントにより効率的に働く提案をまとめたいと思う。

図 14 当原則における 7 つの原則（英国版）

1. 機関投資家は、スチュワードシップ責任をどのように果たすかについての方針を公に開示すべきである。
2. 機関投資家は、スチュワードシップに関連する利益相反を管理するために、堅固な方針を策定して公表すべきである。
3. 機関投資家は、投資先企業をモニタリングすべきである。
4. 機関投資家は、スチュワードシップ活動を強化するタイミングと方法について、明確なガイドラインを持つべきである。
5. 機関投資家は、適切な場合には、他の投資家と協調して行動すべきである。
6. 機関投資家は、議決権行使および議決権行使結果の開示について、明確な方針を持つべきである。
7. 機関投資家は、スチュワードシップ活動および議決権行使活動について、委託者に対して定期的に報告すべきである。

出所：「英国スチュワードシップ・コード（仮訳）」より坂本ゼミ作成。

原則 1 と 2 に関しては、英国版と差異がなく、おもに本コードを果たすための方針の策定と、受託者責任論に基づいて利益相反を適切に管理するために、公表するべきであるという趣旨が述べられているため、改善する必要性はない

とする。原則 5 は英国版の原則 6 と、原則 6 についても、英国版の原則 7 とリンクしており、前者は議決権行使に関して公表するべきであるとの内容、後者は顧客・受益者に対して定期的に報告をするべきであるという内容のため、改善する必要性はないとする。

5 そこで我々は、日本版の原則 3、4、7 について銀行にとってより効果的になるように、様々な事例をもとに考察し、最後にまとめとして提案を述べたいと思う。原則 3 では、投資先企業の状況の把握、原則 4 では状況の把握をした上での「目的を持った対話（エンゲージメント）」、原則 7 ではスチュワードシップ責任を果たしていく上での「実力」について述べられている。我々は、この 3 点に対して重点的に着目する。英国版では状況を把握するための「モニタリング」に関して、ある程度の項目が監視方法として設けられており、エンゲージメントについてはスチュワードシップ活動を強化するタイミングや経営関与の方法、水準についてまで細かく規定されている。実力に関する内容は英国版には存在しない。

15

① 「モニタリング」強化

まず原則 3 で述べられている「モニタリング」を強化するためには、機関投資家による「社外取締役」を派遣し、適切なガバナンスや内部監査を行う必要があると考える。英国版では、会社業績や会社の価値やリスクを左右するような会社内外の変化に関する最新情報を把握することや、取締役とのミーティング、適切かつ可能な場合には株主総会への参加などが列挙されている。そこで、以上の内容を実現可能にし、より高度なリスクマネジメントを考えた場合、社外取締役として企業内部に設置することが有益である。日本における社外取締役の設置に関しては、2014 年 6 月に会社法の改正案が参議院で可決され「社外取締役設置の見直し」や、上場企業に対して「社外取締役を置いていない場合の理由開示」が法制化された。社外取締役の設置が義務付けられてはいたため、今後スチュワードシップが広まることで、より多くの企業が社外取締役を設置することを望む。

30 ② 「目的をもった対話（エンゲージメント）」の高度化

次に、目的をもった対話（エンゲージメント）に関して、「集团的エンゲージメント」と「外部委託・専門部署の設置」を行うべきである。集团的エンゲージメントに関しては、次に紹介する第三項の中で詳しく触れることとする。まずエンゲージメントを行う場合、株主総会の時期が重なることや、情報収集などに係るコストが懸念される。しかし、英国で取り入れられている「外部委託」や「専門部署の設置」という形をとることで、エンゲージメントに係るコストを軽減できる。英国では専門部署を設けているが、日本では一部しか設置しておらず、5~20名のファンドマネージャーが対応している。がよる投資先企業とのエンゲージメントや議決権行使のために情報収集に負担が掛かると、株主全体での情報の共有がなされず、対話の時間が減り、企業成長に対しての効率が悪くなってしまう。こういったことを改善するために英国では運用やエンゲージメントをサービス・プロバイダーに委託し、その委託先が投資方針に基づいて運用しているかを監視する企業が増えた。議決権行使を行う機関投資家の多くは、基礎的な情報収集作業を外部サービスに外注し、海外株などの情報を自ら収集できない場合には、リサーチサービスを活用している。また、企業に代行インタビューを行い詳細なレポートを提供するサービスもある。これらのサービスにより、コストが軽減され全体効率化されるだけでなく、最も重要である深い分析や企業との対話により時間を割くことができる。従って、このサービス・プロバイダーにも本コードが拡大適用されている。英国には「F & C」というファンドに、資産総額 600 億€のエンゲージメント代行を行う部署も存在する。最後に、エンゲージメントの詳しい内容と成功の定義に関して触れておくが、内容は、国連責任投資原則署名投資家などを対象とした 2012 年の年次レポートによると、全般に関してやモニタリング目的、影響目的などの質問が挙げられている。成功の定義としては、まず何をもって成功とするかだが、それは企業が達成すべき目標を定め、それに関して定量可能 KPI (Key Performance Indicator) を設け、それに達したかどうかで判断される。しかし、数値化が難しいため、この目標設定方法は画一的ではない。そして成功の要因としては、「相手との信頼関係」、「文化に対する理解」「相手が行動するまでエンゲージメントを継続すること」「ディスカッションの質」などが挙げられる。

③ 「実力」に対する具体的提言

原則7において、「当該企業との対話やスチュワードシップ活動に伴う判断を適切に行うための実力を備えるべきである。」とあるが、この「実力」については詳しくは述べておらず「実力」という言葉だけでは曖昧すぎる。そのため、

5 銀行としてどのような実力を付けることが妥当であるか考え、「投資先企業の資金の運用方法に関して、マネーロンダリングや資産縮小のための証券化、不正会計などを行っていないかどうかを把握する力を備えるべきである。」とする。

また「実力」については、機関投資家によって差が出てくると考えられる。

- 10 実力を備える能力が足りない機関投資家のためにも、機関投資家同士の対話が有効だと考える。指針には「必要に応じ、機関投資家が、他の投資家との意見交換を行うことやそのための場を設けることも有益である」と書かれているが、「機関投資家が意見交換を行うための場を設けるべきである。」という表現にすることが適切である。なぜなら日本では馴染みが薄いですが、英国版の原則5で
- 15 提示されているような「集团的エンゲージメント」を行うことが必要であるからである。スチュワードシップ活動の中心は、海外の機関投資家や国内の運用機関であると考えられるため、この両者の協働が有効性の高いエンゲージメントを可能にするからである。こうすることで、機関投資家がスチュワードシップ責任に関して個別で考え、様々な意見が投資先企業に影響して混乱を招くこと
- 20 を防ぎ、機関投資家同士での情報の共有、平等化を図ることができる。機関投資家が定期的に集まり情報交換をすることで、効率よく実力を備えられると考える。そして、2012年に英国の本コードが改正されたポイントにおいて、集団エンゲージメントに参加する機関投資家は、他の機関投資家と協力する必要性があるため、個人の姿勢や考え方についても、詳しく明らかにするべきである
- 25 と指摘されている。そこで、「オーバーレイ」という新しいサービスもあり、これは自ら資産を運用し対話や議決権行使に力をいれている機関投資家が、他の投資家の議決権行使や対話を助けるもので、12年は利用者が前年比1.5倍に増加している。この集团的エンゲージメントは、英国の事例を参考にすることや、第一項で提案した機関投資家による社外取締役の設置によって、より実用
- 30 性の高いものになるといえる。

図 15 我々が考える“日本版「スチュワードシップ・コード」改善点”

① モニタリングを強化するための、機関投資家による社外取締役の設置
② エンゲージメントを行う際のコスト削減に対する、「外部委託型」「専門部署の設置」
③ 銀行がスチュワードシップ責任を果たしていく上で必要な「実力」＝「投資先企業の資金の運用方法に関して、マネーロンダリングや資産縮小のための証券化、不正会計などを行っていないかどうかを把握する力」
④ 機関投資家同士が、意見交換を行う場の設置
⑤ 機関投資家同士が、意見交換を行う場の設置効率よく「集团的エンゲージメント」を行う目的で、参加する投資家によるその姿勢や考え方についての公表

5 全体的に日本とイギリスを比較すると、日本は抽象的な原則を各機関投資家それぞれに対して「自分で考えて、自分で決めてください」という内容が多い。そこで、銀行が本コードを活用してリスクマネジメントをしていくためには、以上のような、具体的な提案が必要である。

10 また、2014年5月に日本経済再生本部が公表した「日本再生ビジョン」の中で「強い健全企業による日本再生」を謳っているが、これには経営者への適切なモニタリングが重要とされており、来年に導入される予定である「日本版コーポレートガバナンス・コード」に関しても提言している。これも英国が発祥であり、コーポレート・ガバナンスの強化に向けて、企業が尊重すべき事項を
15 定めた「規範」のことである。我々が注目した「日本版スチュワードシップ・コード」と「日本版コーポレートガバナンス・コード」の両輪がうまく回った時、日本企業の持続的成長という希望が見えてくるだろう。

終章

我が国の証券・銀行の今後におけるリスクマネジメントは、金融機関が社会と密接に繋がっているために、マクロな視点で考えることが重要であると考え
5 問題が悪化しているという現状について二つの視点から考察し、日本に適した問題解決を提案した。

一つ目の視点として、日本の市場の現状を理解した上での金融規制が必要というものである。現在、日本では銀行を中心とした規制緩和が図られ、周回遅れの投資銀行化が進んでおり、それによって日本の金融機関はますます TBTF
10 問題が進行している現状である。それを受け我々は、日本が先の金融危機以前の欧米の金融機関に近づいているのではないかと考え、第二の金融危機が起こりかねないと懸念を示した。だがしかし、日本の金融市場を考慮しないでの厳しい規制を、ただ敷くだけでは日本の市場にとって好ましくない。邦銀は他国の金融機関と比べ、収益性が低く、邦銀を世界の金融機関と競えるようにする
15 のが当面の課題であると言える。こうした面を配慮しつつ、投資銀行化が進む邦銀が、肥大化し過ぎないようにするための日本に適した新規制を設けることを提案した。

二つ目の視点としては、「物言わぬ投資家」から「責任ある投資家」への変化が、日本の金融機関の国際化を支えるというものである。我が国では、金融機
20 関同士やメインバンクと企業間の株式持ち合いによる安定株主の形成が常態化しているが、有価証券報告書による株式保有状況の公開と国際会計基準(IFRS)の導入などを背景として、08年のリーマンショック以降、株式のリスクが強く認識されたことや翌年の株式市場の上昇が影響し、銀行を中心に解消に向かっている。そして、機関投資家を中心に日本経済を再生しようとする現在の政策
25 においても「日本的慣習改善の必要性」が見込まれている。それに加えて、海外の機関投資家の参入も配慮しなければならない。こういった流れを受けて、今までの「馴れ合い」から脱却した先にはリーマンショックのような事態が危惧される。そういった今後のリスクに対処し、バックアップするようなシステムとして、「日本版スチュワードシップ・コード」を基盤とした銀行版の改善案
30 を提案した。

このような世界的な動きを捉えた上で、様々な視点で考え、日本独自のリスクマネジメントを行うことが重要である。

5

10

15

20

25

30

参考文献

- ・大山剛 (2009)「グローバル金融危機後のリスク管理—金融機関および監督当局がなすべき“備え”」社会法人金融財政事情研究会
- ・岡正生,楠本博編. (1989)「ALM とリスク管理」有斐閣,
- 5 ・小野覚 (2002)「金融リスクマネジメント」東洋経済新報社
- ・可児滋 (2006)「金融リスクのすべてがわかる本」日本評論社
- ・東京リスクマネジャー懇談会 (2011)「金融リスクマネジメントバイブル」金融財政事情研究会
- ・堀江康熙 有岡律子 (2012)「テキスト金融論」 新世社
- 10 ・三菱東京 UFJ 銀行円貨資金証券部著「国債のすべて：その実像と最新 ALM によるリスクマネジメント」(2012) きんざい
- ・安田嘉明 貞松重 林祐 (2006)「金融入門」 税経印刷
- ・FSB(2014.8)「Global Shadow Banking Monitoring Report 2014」
http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_141030.pdf
- 15 ・PwC Japan (2011.9)
「ドッド・フランク法 成立 2 年目をむかえて」
<http://www.pwc.com/jp/ja/japan-knowledge/archive/assets/pdf/dodd-frank-reform-protection1109.pdf>
- ・有馬 敏則 (2008)
- 20 「金融リスクとリスクマネジメント」『彦根論叢 第 342 号』
www.biwako.shiga-u.ac.jp/eml/Ronso/342/arima.pdf
- ・内田善彦、中村毅史 (2009)
「VaR の活用と留意点” ワークショップ討議資料」
http://www.boj.or.jp/announcements/release_2010/data/fsc1001a2.pdf
- 25 ・金融庁 (2012) 英国スチュワードシップ・コード
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryoku/20131018/04.pdf>
- ・大前研一 (2010.7)「日本にこそ新金融規制法が必要ではないか」
<http://www.nikkeibp.co.jp/article/column/20100728/238976/?rt= nocnt>
- ・金融庁 (2014) 主なパブリックコメント (和文) 概要及びそれに対する回答
30 <http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/02.pdf>

- ・ガバナンス・フォー・オーナーズ・ジャパン（2012）「日本株長期機関投資家からみた資本政策面の課題」
<http://www.fsa.go.jp/frtc/kenkyu/20120529/01.pdf>
 - ・金融庁（2014）「機関投資家等の皆さまへ」
5 <http://www.fsa.go.jp/status/stewardship/kikan.pdf>
 - ・日本経済新聞 Web「スチュワードシップ」
http://www.nikkei.com/money/investment/toushiyougo.aspx?g=DGXNASFZ25038_25072013K10600
 - ・原田喜美枝（2013）
- 10 「規制強化とマーケットへの影響」
http://www.zenginkyo.or.jp/news/entryitems/news260919_6.pdf
- ・金融庁「英国スチュワードシップ・コードについて」
<http://www.fsa.go.jp/singi/stewardship/siryou/20130918/01.pdf>
 - ・金融庁金融研究センター（2013）
- 15 「シャドバンキングの発展とそのリスクの蓄積、日本のシャドバンキング・セクター」
<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2013/05.pdf>
- ・金融庁（2014）「責任ある機関投資家の諸原則」
<http://www.fsa.go.jp/news/25/singi/20140227-2/04.pdf>
- 20 ・全国銀行協会（2013）
「証券化市場の動向調達～2013年度の発行動向～」
https://www.zenginkyo.or.jp/stats/other/details/cont_2013_00.html
- ・大和総研
「社外取締役に関する会社法改正と日本版コーポレートガバナンス・コードの導入議論について」
25 http://www.dir.co.jp/consulting/theme_rpt/governance_rpt/20140604_008610.pdf
 - ・大和総研（2012.8）「バーゼルⅢではどのような見直しがされた？」
http://www.dir.co.jp/research/report/finance/basel3/20140804_008818.pdf
- 30 ・大和総研（2014.10）

「バーゼルⅢでは、自己資本の水準はどのように引き上げられている？」

http://www.dir.co.jp/research/report/finance/basel3/20141020_009043.pdf

- ・ 全国銀行協会（2010）「米国ボルカー・ルールに対するコメント」

<http://www.zenginkyo.or.jp/abstract/opinion/entryitems/opinion221145.p>

5 [df](#)

- ・ 永田裕司「システミック・リスクと金融の脆弱性」

<http://www.adm.fukuoka-u.ac.jp/fu844/home2/Ronso/Shogaku/C57->

[3+4/C5734_0253.pdf](http://www.adm.fukuoka-u.ac.jp/fu844/home2/Ronso/Shogaku/C57-3+4/C5734_0253.pdf)

- ・ 日興フィナンシャル・インテリジェンス株式会社「ESG エンゲージメントに関する考察」

10

<http://www.b.kobeu.ac.jp/~keieizaimu/uploads/files/zenkokutai/38/s83.pdf>

- ・ 日経研（2010）「ボルカー・ルールの解釈について」

http://www.jeri.or.jp/membership/pdf/research/research_1005_01.pdf

15

- ・ 日本銀行（2010）「金融セーフティ・ネットの重要性と中央銀行の役割」

<http://www.fsa.go.jp/frtc/seika/discussion/2013/05.pdf>

- ・ 日本銀行（2014）「決済の実行」

<https://www.boj.or.jp/paym/outline/kg75.htm/>

- ・ 日本銀行（2010）「店頭デリバティブ市場における取引情報蓄積機関および関係当局のための考慮事項（案）」

20

https://www.boj.or.jp/announcements/release_2010/data/bis1005a3.pdf

- ・ 日本銀行（2014）「デリバティブ取引に関する定例市場報告 時系列データ」

<http://www.boj.or.jp/statistics/bis/yoshi/yosil01.zip>

- ・ 日本銀行金融機構局 金融高度化センター（2010）

25

「わが国金融機関の流動性リスク管理に関するアンケート調査結果」

https://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2010/data/ron1010b.pdf

- ・ 日本銀行金融機構局 金融高度化センター（2012）

「環境変化への対応と市場リスク管理への課題」

http://www.boj.or.jp/announcements/release_2012/data/rel120815a6.pdf

30

- ・ 日本銀行金融機構局 金融高度化センター（2013）

「流動性リスクの把握と管理」

http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/data/rel130802a5.pdf

・日本証券協会（2011）「わが国の証券化市場の現状と課題-市場活性化の観点から-」

5 <http://www.jsda.or.jp/shiryo/houkokusyo/files/wagakuni0808.pdf>

・野村資本市場クォーターリー 2010 summer

「米国における金融制度改革法の成立-ドッド=フランク法の概要-」

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2010/2010sum08.pdf>

・野村資本市場クォーターリー 2012 winter 「発表されたボルカー・ルール規則案」

<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2012/2012win09.pdf>

・福本 葵（2014.3）「店頭デリバティブの清算機関・取引情報蓄積機関・電子取引基盤」

http://www.jsri.or.jp/publish/research/pdf/85/85_03.pdf

15 ・日経研（2012.5）「ボルカー・ルールの解釈について」

https://www.jeri.or.jp/membership/pdf/research/research_1005_01.pdf

・みずほ総研「Too Big To Fail 問題と金融規制」

<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/argument/mron1006-1.pdf>

20 ・みずほ総合研究所（2013.9）「シャドーバンキング規制が日本にもたらすもの」

<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt130910.pdf>

・みずほ総合研究所（2012.4）

「ボルカー・ルールとは『日本の銀行になれ』？」

<http://www.mizuho-ri.co.jp/publication/research/pdf/today/rt120411.pdf>

25 ・三菱 UFJ リサーチ & コンサルティング HP(2014)

<http://www.murc.jp/>

・山崎元

「アメリカの心配をする前に、日本の金融規制は適切なのか？」

<http://diamond.jp/articles/-/1259>

30 （上記 URL はすべて 2014 年 11 月 3 日にアクセス確認済み）。