

平成 27 年度 証券ゼミナール大会
第 4 テーマ B ブロック

「金融のグローバル化について」

長崎県立大学国際情報学部
シーボルト企業研究会 B (寺本班)

目次

序章	4 頁
I. 金融のグローバル化とは何か	5 頁
1. 金融のグローバル化の概要	5 頁
2. グローバル金融制度の変遷	8 頁
II. 金融のグローバル化の利点	13 頁
1. 金融のグローバル化の恩恵	13 頁
2. 金融グローバル化の下での国際資本移動	15 頁
3. 先進国・新興国の影響とその相違	16 頁
(1) 先進国	16 頁
(2) 新興国	17 頁
III. 金融のグローバル化の弊害	19 頁
1. グローバル金融危機	19 頁
2. Too big to fail	25 頁
3. タックスヘイブン	26 頁
(1) タックスヘイブン税制	26 頁
4. 情報の非対称性	28 頁
5. 先進国・新興国の影響とその相違	29 頁
(1) 先進国	29 頁
(2) 新興国	29 頁
IV. 望ましい金融システムのあり方	31 頁
1. 金融機関の業態	31 頁
2. 国際資本移動の是非	32 頁
3. 金融監督の比較	32 頁
(1) 米国	34 頁

(2) 欧州	36 頁
(3) 日本	38 頁
4. 提言	39 頁
終章	42 頁
参考文献	44 頁

序章

金融市場におけるグローバル化の流れは、今や常識ともいわれ、もはやこの大きな市場の流れを止めることはできないだろう。この数十年の間に、金融市場は国際的拡大を続け、外国為替市場や資本市場での取引は飛躍的に増加した。また、情報や通信技術の進歩、資本市場の自由化、金融取引手法の多様化などは金融のグローバル化を加速させ、国際的な資本移動を活発化・効率化させたのである。

しかしながら、金融のグローバル化には弊害も多い。リーマン・ブラザーズの破綻に始まる世界金融危機は、世界中に大きな影響を与えた。2009年末、危機は一応収まった。その後、ギリシャ政府が財政赤字の粉飾を発表して欧州で金融危機が始まった。それ以来、欧州では慢性化した危機が多発した。米国と欧州で起こったこれらの巨大な金融危機は、国際的に伝播して、各国で实体经济の深い落ち込みを引き起こしたのである。3月に発表されたFOMC¹声明によると、失業率を除き成長率などが下方修正となり、物価上昇率もFOMCの長期目標を下回る低水準であった。一方で雇用は改善しているものの、依然として賃金は伸び悩み、非自発的パートを含めたU6²はまだ高く、労働生産性も上がっていない。

多発する甚大な国際金融危機の対抗策として、世界的に「規制の滝」とも形容されるほど連続的かつ多様な国際規制強化が進展している。国際的規制機関や各国の監督当局に加えて各種の市場規制団体や消費者保護機関などがそれぞれに規制強化策を打ち出すため、国際的な活動をする金融機関は日々発表される新規制や草案を把握するだけでも専門のコンサルタント会社に依存せざるを得ない。規制の複雑化、多様化、重層化が進み相互の矛盾やマクロ経済に対す

¹ 連邦公開市場委員会（Federal Open Market Committee）の略で、米国の公開市場操作に関する方針を決定する

² 米労働省(DOL)による6種類の失業率のうち最も広義のもの。国際労働機関(ILO)が定める全世界共通の失業率指標（U3失業率）における失業者にpart-time workers（正社員になりたいがパートタイム就業しかできない人）、marginally attached workers（縁辺労働者）discourage workers（職探しを諦めた人）等を加えた広義の失業者の16歳以上の労働可能総人口数に占める割合で表される

る累積的副作用が懸念される状況に至っている³。

これらの流れを変えるべく、2009年4月、ロンドンでのG20サミットで設立した金融安定理事会（FSB）は、金融システムをより安全なものにするための改革を進める。この理事会には、G20の財務相、中央銀行総裁、金融監督当局のトップが参加しており、改革の課題を模索している。我々はこのFSBに注目し、金融のグローバル化に対する意見を展開する。

本論文の構成は次の通りである。第1章では、ここでの金融のグローバル化の定義・概要を示し、グローバル金融制度の変遷をたどる。第2章では金融のグローバル化の利点、第3章では弊害について考察する。第4章では米国や欧州における金融機関の業態を簡潔にまとめ、それから国際資本移動の是非について我々の意見を述べる。その意見を基に、米国、欧州、日本の金融監督の比較をする。これらのことを踏まえて、金融のグローバル化について賛成の立場から、統一的なグローバル金融監督機関であるFSBの監督権限の強化することにより、グローバル化を維持する提言を述べる。

15

I. 金融のグローバル化とは

本章では、金融のグローバル化について考察する。まずは、いくつかの機関の定義を参考にして、本論文における金融のグローバル化の定義を確立する。その定義を踏まえ、金融のグローバル化を市場、金融機関、制度・ルールという3つのレベル⁴で捉えた。そして、金融のグローバル化について、金融規制、金融監督制度といった面から変遷をまとめていく。

20

1. 金融のグローバル化の概要

世界銀行によると、グローバル化は「個人や企業が他国民と自発的に経済取引を始めることができる自由と能力」と定義付けられている。IMFによると、金融のグローバル化は「国々が国境を越えて資産を保有することで関係を深める度合い」と定義している。これらを参考にして、金融のグローバル化を「各国それぞれ固有の金融市場が国境で分断されるのではなく、世界全体が相互依

25

³ 清水（2014）29頁

⁴ 藤田（2002）

存を深め、1つの市場となること」と定義する。

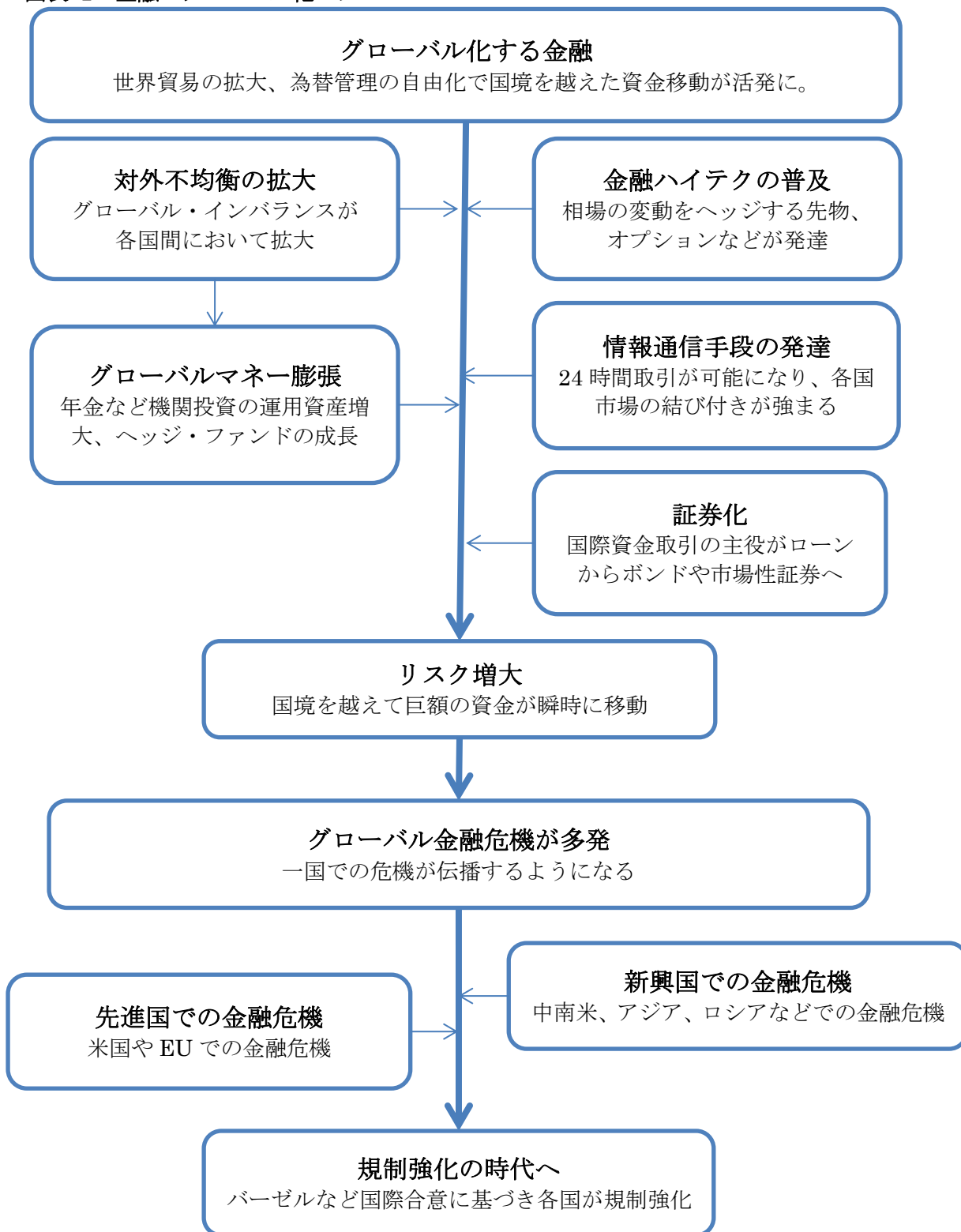
金融のグローバル化は古くて新しい現象である。例えば、第1次世界大戦以前は基軸通貨国イギリスを中心として国際資金移動は活発であった。日本は日露戦争で巨額の戦争費用をロンドン市場での外債発行によって、資金を調達した。南アフリカなどのイギリスの植民地であった国では、インフラ整備のために本国から巨額の資金が投入された。こうした自由な資本移動を遮断したのが第1次世界大戦と、それに伴う金本位体制の崩壊、および中期的な為替レートの不安定化だった。1929年の世界大恐慌で、自国経済の建て直しを目的に関税障壁などの経済のブロック化が進むと同時に、為替レートの切り下げ競争が生じて⁵、資本移動は大きく制限された。これらは財・サービス、資本の自由な移動を制約し、世界貿易は収縮して世界経済は大きく縮小した。

第2次世界大戦後の世界の貿易・通貨体制は様変わりした。ブレトンウッズ体制の下で、貿易自由化や為替の安定、通貨の交換性の回復が世界経済の持続的発展のために必要不可欠だと認識された。為替の安定のためには資本移動の規制は重要であるという認識の下、IMF協定第4条では、為替規制の必要性も示されている。

戦後の金融のグローバル化は以下のようなプロセスで進展した。

⁵ 近隣窮乏化政策

図表 1 金融のグローバル化のプロセス



出所:日本経済新聞社編 (2006) 124 頁を参考に著者作成

金融のグローバル化には「自由化」と「国際化」という 2 つの大きな流れが存在した。金融の自由化とは、第 2 次世界大戦後、金・ドル交換と固定為替相場制の両輪から成り立っていた旧 IMF 体制が 1971 年に崩壊し、変動相場制へ移行したことに始まる。管理通貨制度において、通貨価値安定化の外的制約が外れたところから、各国内ではインフレに対するリスクヘッジを理由に、金融秩序は規制金利から自由金利の体系へと転換していった。こうして始まったのが「証券化⁶」の流れであり、銀行・証券そして保険にまで至る業際規制の緩和であった。もう一方の金融の国際化とは、国際間の金融取引⁷が増大する状態を指す。一国の貯蓄・投資バランスの不均衡と他国のそれとを貸借・投資で結び付けるべく、各国金融資本市場の取引規制・外資参入規制が緩和され、国際的金融資本取引と為替取引が自由化されることをいう。市場のレベルで、金融・資本市場が世界的に統合され、国際間の資金フローがグロスでもネットでも巨大化することにより、各国の金利水準の連動性が高まる。加えて、金融機関のレベルであり、世界的に統合された市場において、国境を越えた金融機関の競争が行われる結果、市場間の優位とともに金融機関の優位も明確化される⁸。こうして世界各国金融市場は、ICT⁹に支えられて 24 時間結び付き、世界中の取引を目の前の画面で見ることができ、しかも取引参加も可能になったのである。¹⁰つまり、世界全体で 1 つの金融市場が存在するかのようになる。このように金融の国際化が深化した状態が「金融のグローバル化」である。

20

2. グローバル金融制度の変遷

第 3 は制度・ルールのレベルである。市場間および金融機関の競争の結果、制度やルールが国際的に統一されるという傾向が現れる。

戦後の国際通貨制度は、IMF を中心に構築されてきた。これを、首脳会議、

⁶ 銀行から証券へという資金仲介機関の主役交代

⁷ 居住者の外貨建て金融取引や、非居住者の円建て金融取引、オフショア市場での金融取引などが含まれる。

⁸ 勝（2011）230 頁

⁹ Information and Communication Technology（情報通信技術）を指す。

¹⁰ 鳥谷（2013）1－2 頁

G20、経済協力開発機構（OECD）、国際決済銀行（BIS）が支援する形をとっている。IMF は戦後多くの金融危機において活躍した。1970 年代の中南米危機、1990 年代のアジア通貨危機、2010 年代のユーロ危機などの解決において、主導的な役割を果たした。

- 5 歴史的に、国際通貨制度やグローバル金融規制の多くは、英米主導で作られてきた。例えば、金本位制、金ドル本位制はいずれもポンドやドルを一定比率で金と交換するという制度である。バーゼル規制は米国が提唱したものであり、国際財務報告基準（IFRS）はイギリスの会計制度を発展させたものである。現在、議論しているグローバルな金融機関の破綻処理、マネー・ロンダリングの
- 10 規制なども基本的に英米主導である¹¹。

グローバル金融規制の歴史はもっと浅く、本格的なグローバル金融規制機関は 1975 年に発足したバーゼル銀行監督委員会（BCSC）が最初である。規制の方も、そのバーゼル規制が初めてのものである。

¹¹ 藤田（2015）53－54 頁

図表 2 バーゼル規制の変遷

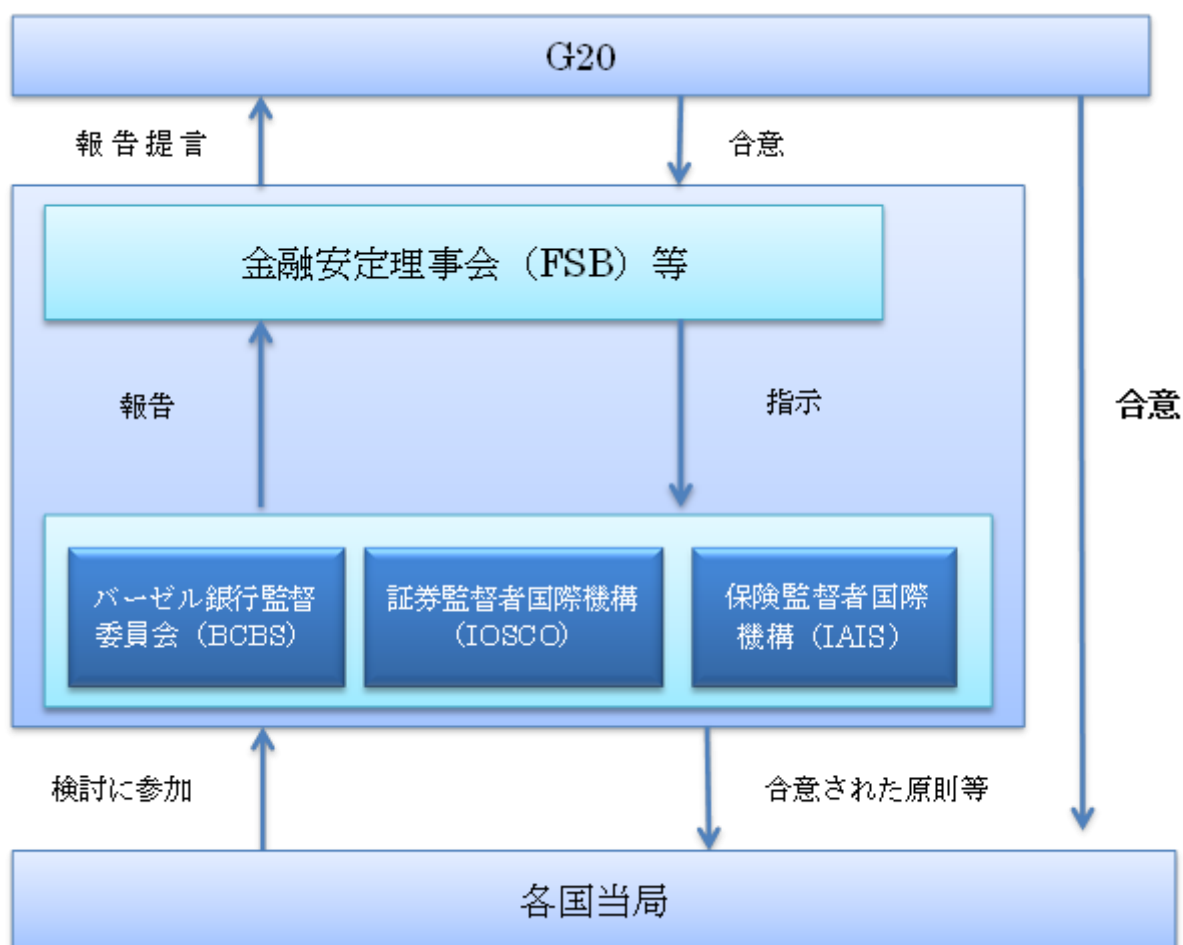
年	規制	内容
1988年	バーゼル I (BIS 規制)	最低所要自己資本比率 8% 自己資本 / (信用リスク + 市場リスク)
2004年	バーゼル II	①最低所要自己資本比率 8% 自己資本 / (信用リスク + 市場リスク + オペレーショナルリスク) ②金融機関の自己管理と監督上の検証 ③市場規律
2009年	バーゼル III	①自己資本規制 ・資本の質・一貫性・透明性の向上 ・リスク補足の強化 ・レバレッジ比率の導入 ・カウンターシクリカル・資本バッファ設定 ・世界的大規模銀行間のリスク連鎖の重要性の認識 ②流動性規制 ・流動性カバレッジ比率 ・安定調達性比率

出所：藤田（2012）304－311 頁を基に著者作成

5 1980年代以降に世界的な金融規制緩和が進行したにもかかわらず、それに対応する金融監督体制が構築できていなかったという指摘があった。しかし、本格的な整備が進んだのは 21 世紀に入ってからのものであり、それも世界金融危機後、ようやく現在の体制になった。

グローバル金融規制・監督体制は、大きく G20 サミットを中心に基本方針を決める場と、FSB を中心に制度や規制の詳細を決定する場に分かれる。

図表 3 国際的な金融規制・監督体制



出所：目黒（2014）19頁を基に著者作成

- 世界全体で経済を議論する場として、1975年に発足した先進国首脳会議が重要な地位を占めてきた。2008年にはG20が新設され、世界経済、金融に関してはG8より影響力が大きくなった。ここで出される首脳宣言や行動計画は、世界の首脳全員が合意したものであるため、ソフトローではあるものの事実上強い拘束力がある。ここで金融規制の大枠を決め、詳細の決定をFSBに対して要請する。
- 10 世界金融危機を契機にG20サミット、FSB、IMF、BIS、BCBS、IOSCO、IAISと、グローバル金融規制を構築する体制が固まった。グローバル金融規制に関わる国際機関は数多いが、近年特に重要性を増しているのがFSBである。FSBは金融安定化フォーラムを強化・拡大する形で設立され、グローバル金融規制策定の中核機関となった。FSBの役割は、大きく以下の3つに分けられる。

図表 4 FSB の主な役割

1.国際金融システムに影響する脆弱性評価と対処に必要な措置見直し	2.金融の安定性に責任を有する金融規制当局間の協調及び情報交換の促進	3.規制上の基準遵守におけるベスト・プラクティスの助言・監視
----------------------------------	------------------------------------	--------------------------------

出所：藤田（2015）63 頁を基に著者作成

金融機関や金融市場がグローバル化する一方で、金融規制のグローバル化が遅れていたため、米国のいち証券会社であるリーマン・ブラザーズの破綻が世界に波及して、世界経済は歴史的な不況に陥った。1990 年代末のアジア通貨危機、世界金融危機を経て、FSB などグローバル監督機関が強化されてきた。これらの国際機関により、金融に関して国際合意が策定された。それが国内法化するプロセスが 2010 年代に定着した。特に、2008 年以降、世界的にハードローによる金融規制が強化されている。その中でも、FSB の果たす役割が徐々に大きくなってきている。FSB は、グローバル金融規制策定のリーダー役として、G20、IASB、BCBS、IMF などの国際機関と連携を強めた¹²。

世界金融危機後、FSB と並んで重要性を増しているのが BCBS である。世界の銀行業務の監督に関する制度などを整備し、それらを監視する役割を持つ。ブレトンウッズ体制の崩壊や第 1 次オイル・ショック後における経済の混乱の中で、1974 年には欧州の銀行の大型経営破綻が発生した。そこで、BCBS が銀行のブルーデンシャル規制の基準設定主体であり、銀行監督問題を世界的に議論する場として設けられた。

IOSCO は世界の証券監督当局が中心となり設立された組織である。ここでは、証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールが策定されている。ただし、こうした原則・指針に法的拘束力はなく、加盟機関の国内法に優先する文書ではない。

IAIS は、保険監督者間の協調促進、国際保健監督基準の策定、加盟国における監督基準に則った保険制度確立の支援、他の金融分野の監督機関との連携が主な任務である。約 140 カ国の保険監督当局と約 130 のオブザーバー¹³によっ

¹² 藤田（2015）57 頁

¹³ 保険会社、業界団体、国際機関等

て構成される¹⁴。

II. 金融のグローバル化の利点

1980年代以降、経済のグローバル化が進むことに伴って、金融のグローバル化も進展した。金融のグローバル化は、ブレトンウッズ体制下の固定相場制は変動相場制へ、金融・資本規制は規制緩和を経て金融・資本の自由化への移行によって進展してきた¹⁵。これにより、ヒト・モノ・カネの国境を越えた移動が活発化するとともに、貿易を通じた商品・サービスの取引や海外への投資が増大し、世界各国の経済規模は拡大した。この結果、世界における経済的な結び付きが深まり、分業によって経済活動の専門化が進み、技術革新を伴いながら経済成長がもたらされる。所得水準の上昇によってさらなる分業が可能となり、経済成長との好循環が実現する。それに、市場が拡大することによって、新たな文化が生まれ、それが新たな経済を生むことに繋がる。消費者の立場に立てば、より安くて質の高い財やサービスを選択することが可能になり、生活水準が向上するのである¹⁶。

1. 金融のグローバル化の恩恵

1974～75年の世界不況以降、先進諸国は低成長の時代に突入し、企業の設備投資も大きく落ち込んだ。実物投資の減退により資金不足主体が企業部門から政府部門へと転換し、大規模な国債市場が各国に形成された。他方で資金の運用側においても先進諸国における最大の資金余剰主体＝家計部門の資金を、企業部門以外において有利に運用できる投資先の開拓が必要となった。こうして70年代から80年代にかけて内外の資本移動を遮断してきた「外国為替管理」が緩和・撤廃された。規制緩和に加え、IT革命などの技術進歩が、自由化された資本の国際移動をいっそう容易にし、取引コストを低下させた。資本は瞬時に世界の金融市場間を移動するようになった。今日では国内での金融取引のみならず、国境を越えての金融取引が活発に行われている。金融の国際化とは国

¹⁴ 藤田（2015）54－66頁

¹⁵ 矢野（2012）79頁

¹⁶ 内閣府（2004）

境を越えた資金の取引の活発化である。金融の国際化は1980年代から始まり、今日に至るまで進展している。

世界的な価格調整メカニズムが働くことによって、国境を閉ざしている場合に比べ、資金の出し手はより高い利回りで運用する機会を、資金の取り手はより安い資本コストで調達を行う機会が与えられる。資本の自由移動は世界各国の貯蓄のより効率的な配分をもたらす¹⁷。これはマクドゥーガル＝ケンプモデルとして知られているモデルで、資本ストックが大きく資本の収益率が相対的に低い国から、資本ストックが小さく、資本の収益率が高い国へと資本が移動することで、収益率の格差は解消に向かい、世界全体の生産量も拡大するとされる。このモデルは、相手国における実物投資による利益もしくは株式の長期保有による利益を目指した投資を説明したものである¹⁸。

また、図表5からも分かるように、国際金融市場は様々な国の居住者の様々なリスクをプールすることが可能となるため、国内金融市場が果たすよりもさらに効率的な保険機能を提供することができる。国際金融市場が存在することは、国際的な資源配分の効率化、情報の蓄積、経済主体の資金調達・運用の自由度増大等を通じて、世界経済主体の厚生を増大させる。国際的な分散投資や調達により、一国内よりも、より適切なリスクの分散や引き受けが可能になるからだ。さらに、企業経営者にとって国境を越えたM&Aは、より高い経営効率を求めるには魅力的である。

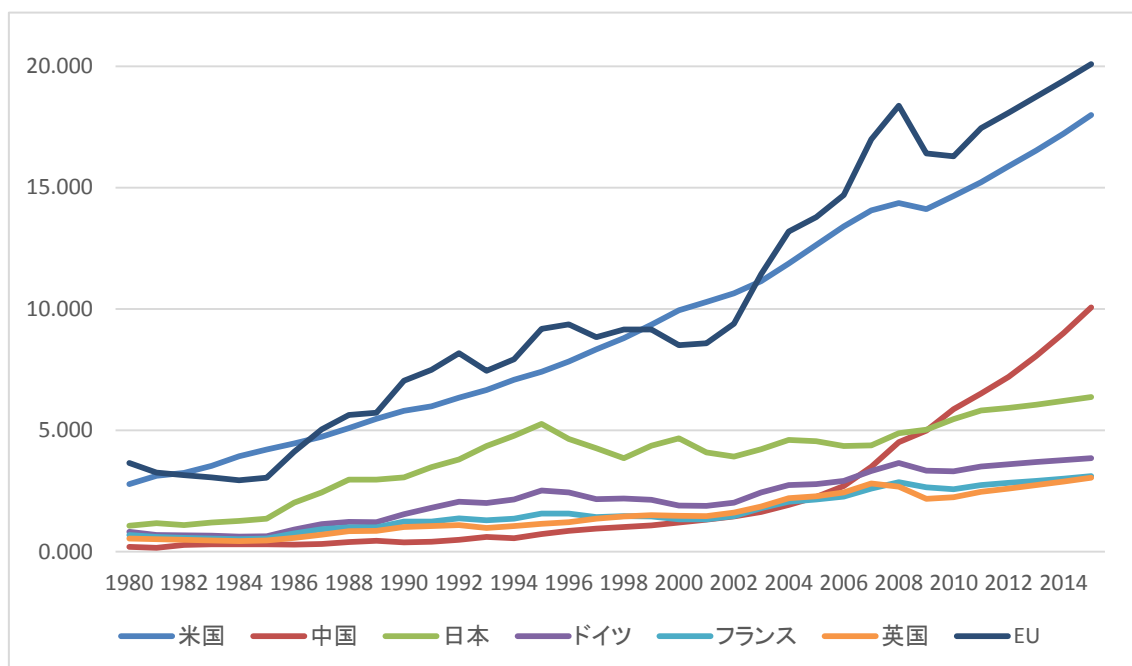
こうしたメカニズムを通じて、金融グローバル化は、世界の経済成長にプラスの貢献を果たすものと考えられる¹⁹。

¹⁷ 上川（2012）258頁

¹⁸ 上川（2012）258頁

¹⁹ 藤田（2008）114頁

図表 5 主要各国の名目 GDP の推移



備考：2011年以降は予測値。名目GDPの世界第2～6位の国について掲載

出所：IMF, "WEO, April 2011"より著者作成

5

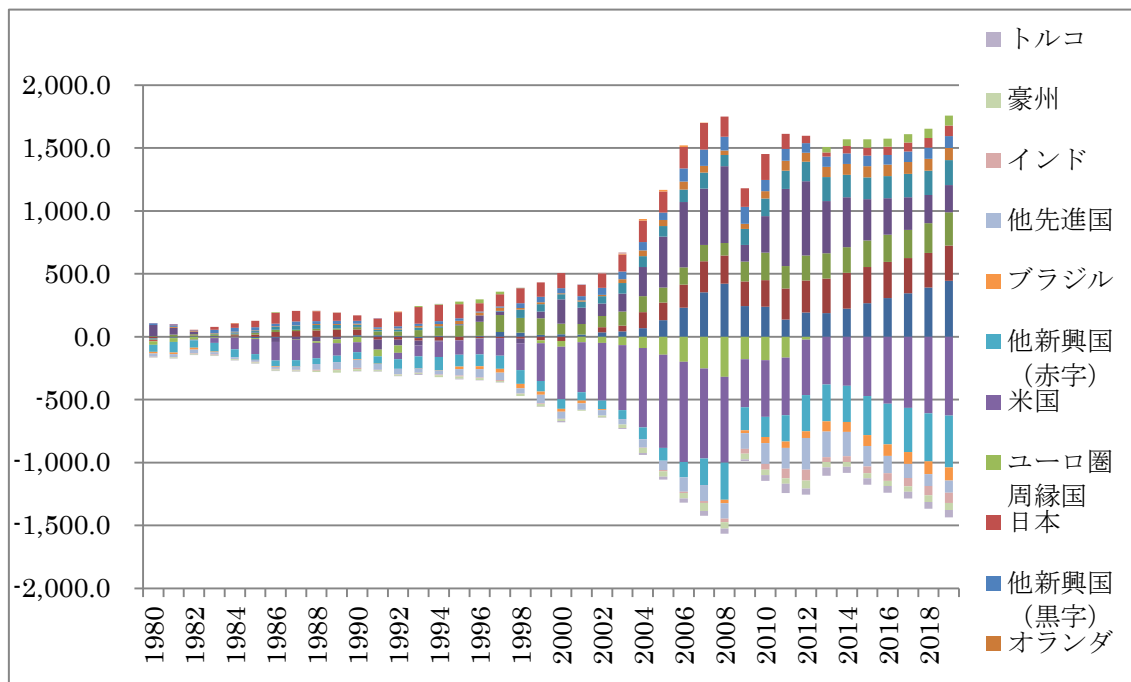
2. 金融グローバル化の下での国際資本移動

国際資本移動の活性化によって、ある国の貯蓄は国内の投資に使われるだけでなく、より収益性の高い海外の投資へと融通される。逆に、国内に収益性の高い投資があれば、海外の貯蓄を使って投資を実現させられる²⁰。

- 10 金融グローバル化の下での国際資本移動の特徴として次の4つが挙げられる。第1に、国際資本移動の主役が機関投資家やヘッジ・ファンドなどの資金運用側にあること。第2に国際資本移動の主要な形態が従来の銀行貸し出しから証券投資へと変化すること。第3に「流動性」が重視されること。第4に先進国間では双方向の資本移動が拡大することである。規制緩和により巨大な貯蓄の一部を国外で運用できるようになった先進各国所在の機関投資家による流動性の高い先進各国の国債市場への双方向かつ直接的な資本移動が重要性を増している。

²⁰ 谷内（2015）238頁

図表 6 各国の経常収支



備考：2010年以降は予測値。

出所：AMECOより著者作成

- 5 金融市場がグローバル化するとともに、金融の証券化が進展した。証券化の進展には、債務証券化の動きや先進各国での金融資産の蓄積の増大から機関投資家によるリスク分散、運用の多様化の要請が高まったこと、デリバティブの発展により為替リスクの管理が容易になり、投資信託などが国際投資の対象となってきたことがある。
- 10 米国や欧州のほか、発展途上国においても株式市場や証券市場の発展が続き、国際機関を中心とした途上国の資本市場育成のための努力が続けられている。

3. 先進国と新興国の影響とその相違

(1) 先進国

- 15 金融グローバル化の影響として、直接投資が拡大したことを挙げた。先進国の直接投資の大部分は、M&Aタイプの投資、すなわち外国企業の買収ないし外国企業への出資である。IT技術の発達もあり、外国に投資をすることが難しくなくなった。これが、企業としては経済的合理性を求めることができるほか、株式や自国以外の通貨に投資ができることはリスクを分散するという意味でメ

リットとして挙げられる。

次に、証券投資の拡大による影響を述べる。国境を超えた証券投資の主体は先進国の機関投資家が重要な役割を果たしている。多くの機関投資家にとって安全な資産として他の先進国の国債は重要な投資先となっている。また、2000
5 年代以降、中国の外貨準備が巨額化しており、そのほとんどが米国国債などの先進国の国債で運用されている。国境を越えた証券投資の活発化は、日本の証券市場にも大きな影響を与えている。まず株式市場について見ると、日本の上場企業の外国人持ち株比率は、1990年にはわずか4.2%であったが、その後上昇を続け2011年には26.7%まで高まっている。日本は貯蓄率が低下しており、
10 国内での国債消化余力が減少しつつある。そのため日本政府は以前から、日本国内の投資家だけに頼らなくても済むよう、投資家の間口を広げる政策を進めてきた。多様な投資家が国債を買うことは、国債の安定消化に繋がる。

(2) 新興国

15 先進国同士では M&A タイプの直接投資が非常に活発に行われる一方、先進国から新興国・途上国への直接投資が非常に活発に行われる。

今日の途上国の開発金融では、外国金融機関や海外金融市場の役割が極めて重要になってきている。途上国の経済発展を進める上で海外直接投資をはじめとする外国企業の活動は事実上不可欠の要素となっている。これらの企業が世界貿易を基盤とする国際的な生産ネットワークの一部として途上国で活動していることを考えると、金融サービスは国内だけでなく国外の市場や機関からも適切に提供されることが望ましい。かつては国内金融部門の機能障害を補完するために政策金融機関が活用されるべき領域が増加している。

1990年代から、中欧諸国やラテン米諸国の新興市場経済では急激かつ大規模に外国銀行の進出が進んだ²¹。外国銀行の進出のメリットとして次の3つが挙げられる。第1に、外国銀行が進出することによって国際金融市場へのリンゲージが強化され、海外資金の流入が拡大し投資が促進されることである。第2は、外国銀行の進出が国内の市場競争を促進し、新しいスキルや経営技術が導入されることである。この結果、銀行の提供する金融サービスの質が改善さ

²¹ 奥田（2006）68頁

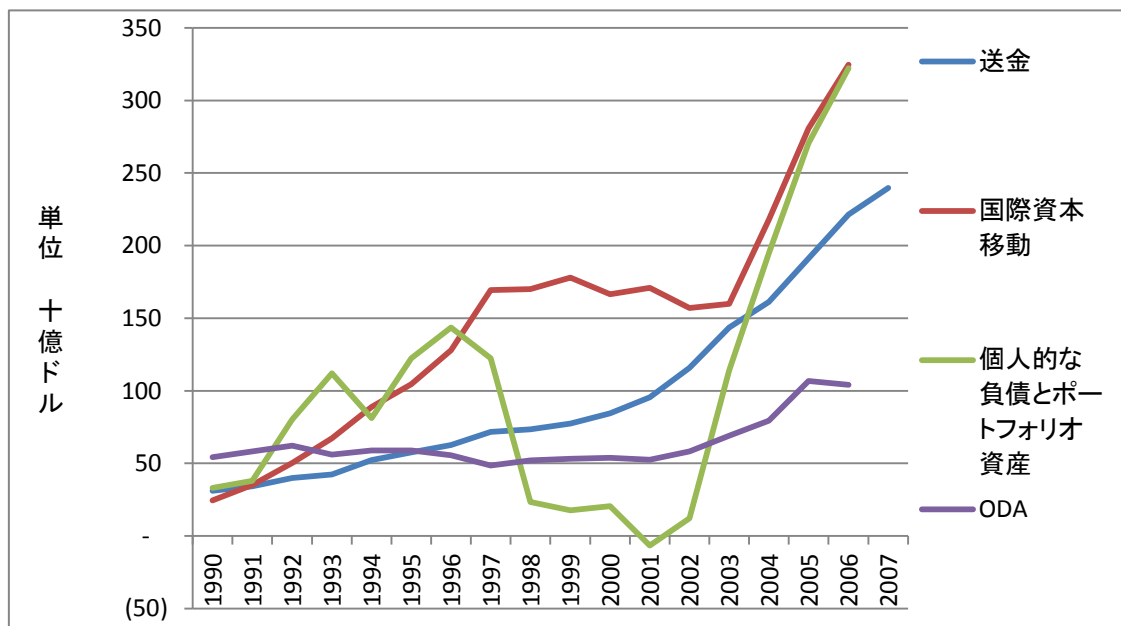
れ同時にサービスが利用しやすくなるというメリットが生まれる。第3に、外国銀行の参入が国内の金融取引をより高度なものにさせ国際的な取引も活発化させることを通じて、国内の金融政策手段が多様化し法制度や金融監督、規制といった制度インフラがレベルアップを促されるという効果である。

- 5 外国銀行が途上国へ進出すると企業への銀行の貸出供給量が増加するため、市場競争を通じて金利が低下する。金利が低下すると外国銀行と国内銀行顧客企業層の分化が現れることとなる。外国銀行は情報の得やすい大企業や情報開示の進んだ企業を顧客とする。これは中小企業など情報開示が遅れた企業については、国内銀行と比べて情報収集がしにくいためである。一方、国内銀行は
- 10 中小企業の情報も収集できるため中小企業を顧客とすることとなる。

外国銀行がこれまでにないサービスを提供するようになれば、途上国の金融当局が監督・規制の能力を上げたり、国内企業が情報開示や企業統治を改善する契機が生まれやすくなると考えられる。国内銀行の経営は改善し、貸出金利も低下するという状況が実現される。

- 15 直接投資は途上国への資金フローの中でも安定した資金として比重を増している。直接投資は、途上国のより高い経済成長に役立つ。特に輸出可能な製品の生産拡大は貿易収支を改善させ外貨獲得にも資する。また、直接投資は生産、雇用を拡大するとともに、投資国の経営資源の途上国への移転を促進し、現地の経営者や労働者の技術、ノウハウの習熟に役立つ。図表7から、近年先進国
- 20 から途上国への資本移動が活発になっていることが分かる。

図表 7 先進国から途上国への資本移動の推移



出所：Global Economic Prospects 2006: Economic Implications of Remittances and Migration (World Bank), World Development Indicators 2007, and Global Development Finance 2007. より著者作成

Ⅲ. 金融のグローバル化の弊害

グローバル化の利点に続いて、本章ではグローバル化の弊害についていくつか述べる。ここではグローバル金融危機、タックスヘイブン、そして情報の非対称性に焦点を当て、背景とそれにおける規制・対策をまとめる。さらに先進国・新興国間の影響とその相違について考察したい。

1. グローバル金融危機

はじめに、金融のグローバル化と金融危機の関係性について述べる。より自由な資本移動と銀行危機の発生率の間には、驚くべき相関性が認められる。資本が国境を越えて自由に移動する時代には、国際的な銀行危機が繰り返し起きている。このことは、銀行危機の多発で名高い1990年代だけでなく、どの時代についても言える。1990年以降については、カミンスキーとラインハートの研究に危機と金融自由化の関係性を示す公式データが提示されている。この研究が取り上げた26件の銀行危機のうち18件は金融部門の自由化から5年以内で発生した。1980年代、90年代には、深刻度の差はあるものの、金融自由化の大

半が危機を伴っている。金融部門の自由化が混乱なく進んだのはカナダと一握りの国だけであった。カミンスキーとラインハートの研究は、金融自由化という条件下での銀行危機の発生確率が無条件での発生確率より高いとの証拠を示した点が特に注目されている。また、デミルギュス・クントとデトラギーシュは 1980 年から 95 年の期間について 53 ヶ国の標本を用い、多変数ロジット・モデルによって、金融自由化が銀行部門の安定性に独立のマイナス効果をもたらすこと、この結果が様々な状況で確実に成り立つことを示した。カプリオとクリングベールは規制緩和と銀行危機がこれほど密接に関連付けられるのはなぜか、説明を試みた。この研究が提示した定型化されたデータは自由化の際の不適切な規則や監視体制の不備が重要な要因となりうることを示唆している。これもまた、先進国、新興市場国のいずれにも共通する。

銀行危機の前段階に共通する特徴の 1 つに、資本流入がかなりの期間にわたって急増することが挙げられる。C・ラインハートと V・ラインハートはこれを「資本流入ラッシュ」と名付け、それを定義する基準を解説している。1960 年～2006 年の流入ラッシュを国別に列挙し、銀行危機との関連性を調べた。その結果、ラッシュ前後 3 年間の条件付きの銀行危機発生確率は、無条件の発生確率より高いことが分かった。条件付き発生確率が無条件の発生確率より高かった国の比率を見てみると、61%の国でラッシュ前後 3 年以内に銀行危機の発生確率が高まっている。2007 年以降のデータを加えれば、この比率はさらに高まると考えられる。なぜなら、極めて深刻な銀行危機に見舞われた多くの国は、危機の直前には巨額の経常赤字を抱えていたからである²²。

グローバル金融危機の例として、第 1 にアジア通貨危機の例について述べる。金融のグローバル化が加速した 1970 年以降、1997 年に発生したのがアジア通貨危機である。この危機は、タイの通貨バーツがまず投機の標的となり、主要貿易相手国 8 通貨からなる通貨バスケット・ペッグ制を中止して変動相場制に移ったことが発端だった。はじめに、アジア地域には 1990 年代前半に巨額の民間資金が流入していた。80 年代に危機に陥った中南米諸国が輸入代替工業化²³

²² Reinhart and Rogoff (2011) 219–264 頁

²³ 輸入する工業製品を国産化することにより国内産業の保護、そして発展を図

を目指したのに対して、アジア諸国は輸出指向型工業化²⁴を目指した。1990年代前半に景気が過熱した背景として、海外からの資本流入が挙げられる。資本流入が加速した第1の要因は、アジア諸国における資本取引規制の自由化であった。第2に、BIS規制の下で外国銀行のアジア向け短期貸出が急増した。第53に、ドルペッグの通貨制度が資本流入を加速させた。

高成長が続く中で金利は高水準となり、内外金利差の拡大からさらに資本流入が加速し、自国通貨には増加圧力が加かった。固定相場制を維持するために各国当局はドル売り自国通貨買いの為替介入を余儀なくされ、外貨準備の増大とベースマネーの増大がもたらされた。過剰流動性の下で不動産ブームと株価上昇が同時に起こり、1990年代前半にはバブル経済ともいえるほどに景気が過熱していた。一方、ドルペッグ制の下で1995年以降急激な円安が進行した。ドルペッグ諸国においては、実質実効為替レートは急激に増価し、輸出競争力が衰退した。自国通貨高による競争力の低下に伴う輸出の伸び悩み、過剰流動性に伴う内需拡大による輸入の増大を背景に経常収支赤字の拡大は急増し、タイではGDP比7.9%（1996年）、マレーシア、フィリピン、インドネシア、韓国でも同5%程度の経常赤字がみられた。経常収支赤字の拡大は持続不可能とみなされ、いずれ固定相場制は放棄されるだろうといった思惑から、ヘッジ・ファンドを中心に空売りが活発化した。危機が深刻化したのは、通貨危機が金融危機へ変質したからである。過剰流入していた短期資本は危機後急激に逆流し、通貨危機を引き起こした。その多くはドル建てで、マチュリティ²⁵は短期だった。銀行や企業において、債務サイドのバランスシートは短期でドル建て、債権サイドは長期で自国通貨建てという2つのミスマッチにあった。このため、自国通貨がドルに対して大幅に下落すると、ドル建て債務は自国通貨建てで急激に膨張し、多くの金融機関が債務超過に陥った。短期債務が中心であったため、流動性危機も生じた。この時点で通貨危機は金融危機へと変化し、クレジット

る政策

²⁴ 途上国が世界市場進出のために工業化を進める際、自国への外資系企業の誘致を促し生産および輸出を行う政策。

²⁵ 満期

クラッチが発生して景気を押し下げる要因となった²⁶。

アジア通貨危機後、一部の国で資本取引規制が強化された。マレーシアは1998年9月に国民経済再生計画の一環としてマレーシア・リングットの対ドル固定相場制へ復帰して、2か月後に資本取引規制を導入した。これは、不安定な国際金融市場からマレーシア経済を遮断して、財政・金融政策の安定性を取り戻すことが目的だった。国際資本移動には多くの便益があり、資本取引規制の是非については様々な議論がある。マレーシアの資本取引規制は、資本流出規制であり、「無利子の準備金」を課すチリの事前防止型の資本流入規制とは異なる。マレーシアの資本取引規制は、1999年2月に緩和され、制度自体も2001年に廃止された。

金融危機が生じて不良債権が増加すると、まず不良債権が優先的に処理され、その後各国では金融システム強化のために様々な施策が講じられた。韓国では、銀行、ノンバンクの清算、既存金融機関による整理・再編が進んだ。危機前に27あった商業銀行は整理統合を経て1999年には17行となり、さらに外資銀行とのM&Aが進み、現在では大手7行となっている。また、99年には金融監督院が旧監督当局の合体という形で新設されるなど、金融監督機能も強化された。最も債務再編が難航したのは民間対外債務が大きかったインドネシアで、インドネシア債務再編庁を創設して官民一体となってリスケジュールなどを含む対外債務再編が推進された。1998年には新破産法が整備されたものの、法的インフラの未整備、裁判所の機能不全などから債務再編は思うように進まず、2000年には再びデフォルトの危機に直面した。マレーシアや対でも金融機関の整理・再編、公的資金の供与、資産買収会社の創設とそれへの整理対象債権の移管などにより、不良債権処理が進んだ。それから、バーゼル・コア・プリンシプル²⁷の下に、金融監督機能の強化も同時に進んだ²⁸。

先進諸国間のみならず、アジア地域においても地域の為替投機等の動きを牽制して金融支援体制を構築する目的で、多国間の通貨スワップ網を構築する動きがある。アジア通貨危機後の2000年5月には、チェンマイで開催された

²⁶ 勝（2011）275－282頁

²⁷ 実効的な銀行監督のためのコアとなる諸原則

²⁸ 勝（2011）286－292頁

ASEAN+3 の財務大臣クラスの会合で、加盟国間の外貨融通により地域の支援体制ネットワークを構築する「チェンマイ・イニシアティブ（CMIM）」が合意された。日中の外貨準備が巨額となっている現在、有事の際の安定装置として、外国為替市場の安定化のためにもこのスワップ取り決めはますます重要になると考えられる。その CMIM は以下のように改革が進んでいる。

第 1 に、CMIM の規模の拡大で、当初の 800 億ドルから 2010 年には 1200 億ドルへと増強された。

第 2 に、CMIM のサーベイランス・メカニズムの強化で、経済モニタリング促進のため独立した地域サーベイランス・ユニット、ASEAN+3 マクロ経済リサーチ・オフィス（AMRO）がシンガポールに設置された。AMRO の設置により、アジアのマクロ経済の分析を通じたモニタリングの強化・精緻化や CMIM の意思決定を効果的に行うことなどが期待される。

第 3 に、IMF デリンク割合の引き上げで、現行では 20%以上が ASEAN+3 で独立して決定することができるが、この比率を引き上げることが検討されている。

第 4 に、CMIM のマルチ化である。これは、CMIM の 2 国間スワップ協定の取り決めを一本の多国間契約にまとめ、域内の国際収支危機、流動性に機動的に対応すること、既存の国際的枠組みを補完することなどが目的となっている。マルチ化については 2010 年 3 月にマルチ化契約が発効し、マルチ化契約の資金規模は 1200 億ドルとなっている²⁹。

グローバル金融危機の例として、第 2 に 2008 年のリーマン・ショックについて触れたい。その原因となったサブプライムローンとは、金融機関によって低所得者あるいは信用度の低い個人向けの住宅ローンのことである。通常のローンに比べ、サブプライムローンは審査基準が緩く低利固定金利で利用者の負担を軽減している。しかし、借り入れから数年後、変動金利へと移行し返済額が増加するという性質を持つ。利用者は、住宅ブームを理由に購入した住宅価格は将来上昇すると見込み、借り入れを実施した。しかしながら、実際には住宅価格は限界に達し、それ以上の増加はなかった。このため利用者は優良ローン

²⁹ 勝（2011）351－352 頁

へ借り換えができず返済に行き詰まり、サブプライムローンが不良債権化した。米国では住宅ローン債権の証券化が行われ、欧米ではサブプライムローンを組み込んだ証券化商品に多く投資していた。リーマン・ブラザーズもそのうちの

5 一銀行であり約 6000 億ドルという市場最大級の倒産だったため、世界的な金融危機に陥った³⁰。この金融危機をリーマン・ショックという。リーマン・ショック後、米政府と米連邦準備理事会（FRB）は連鎖倒産の危機にあった大手保険会社米国ン・インターナショナルグループ（AIG）を救済した。さらに、欧米各国は主要な銀行に公的資金を援助し、危機を全力で回避しようとした。しかし、それでも市場の不信は晴れず、米政府はシティグループを個別に救済し、

10 FRB が国債買い入れを含む流動性供給策を打ち出した。そして、米政府は 2009 年に米大手金融 19 社に対する資産査定（ストレステスト）を行い、そのうちの 10 社が不合格となり、資本不足額は 746 億ドルであると公表した。それに対し、モルガン・スタンレーなどが資本増強に動いた。これにより、リーマン・ショックはひとまず落ち着いた³¹。

15 その後、国際金融規制は格段に強化されたともいえるであろう。まず、現在行われている取り組みについて整理する。リーマン・ショックが生じた結果、金融規制の改革が進行・具体化している。米国では自己勘定での証券売買やヘッジ・ファンドへの出資を禁止する「ボルカー・ルール」が整備された。それによる国際規制強化として、第 1 に銀行グループに対する自己資本比率規制（バーゼル規制）などの強化がある。これにより、自己資本の質と量の引き上げ、

20 流動性規制の導入により健全性を高める。そして第 2 に、グローバルな金融システムの中で重要な金融機関（G-SIFI）に対する破綻処理の枠組み整備の動きがある。2011 年には金融安定理事会（FSB）が、G-SIFI も破綻処理できる環境整備が必要との方針を打ち出し、日本を含む各国で破綻処理制度を整えてきた。

25 第 3 に、銀行の業務範囲規制の強化がある。ドイツやフランスでは、銀行から高リスクの業務を分離するルール、英国では預金貸し出しや決済などの小口金融業務とその他のリスクの高い業務の組織を分けるルールなどが導入される予

³⁰ 杉山（2008）183 頁

³¹ 羽土（2010）183 頁

定だ。第4に、取引の透明性向上や清算の集中また清算集中されない取引に関しては担保を求めるという店頭デリバティブ取引規制強化、証券化商品の規制強化などの動きもある³²。

5 5 6
しかしながら、現時点で国際的合意に基づく各国の金融規制にはばらつきがある。そして、国際同意とは別に独自に規制を導入する国も存在する。その上、独自の規制をその国に進出している外国銀行の業務全体にも適用する域外適用を行うところもある。多くの規制が導入された結果、実体経済や市場への影響が懸念されるようになった。規制の複雑化や多くの規制の間で整合性が取れていないことが背景にある。また、規制強化の必要性が低い国に、国際同意に対応する形で規制が強化される。それによって市場の成長を妨げることもある³³。

2. Too big to fail

15 先ほど述べたように、米国ではリーマン・ショックで混乱する中、政府は銀行に多大な資金を注入した。イギリスではロイヤルバンク・オブ・スコットランドやロイズバンクへ、またスイスでは UBS へ、各国市場で上位の銀行に対し資金援助が行われた。特にイギリスの両行は政府が過半の株式を保有し、実質国有化されている。この資本注入は「bail out」と呼ばれている、銀行救済である。清算すれば債務超過が疑われる銀行を破綻させた場合、債務超過に絡む損失が国境を越え他の金融機関に影響を及ぼし、金融システム全体が崩壊しかねない、つまりとらざるを得ない手段ともいえる。これらの銀行は破綻させるには大きすぎる、「Too big to fail」なのである。

25 26
しかし、巨大な銀行が金融システムの崩壊を逆手にとり、政府から多大な援助を引き出すことができる、と考えられているとすれば問題は深刻である。経営が失敗し、金融システムの崩壊を引き起こしたとしても、誰もその責任を取らないという事態に陥る可能性がある。これは経営の規律という点で深刻な問題といえよう。さらに、経営を失敗した金融機関の信用力がなんら失敗をしていない金融機関よりも政府資金により高くなるという皮肉な結果もある、これ

³² 翁（2015.7.7）25頁

³³ 翁（2015.7.8）26頁

らは資源配分を市場の働きに委ねることにより進化を目指す資本主義（市場主義）とは相容れない³⁴。

これらの深刻な問題から判断すると、今後の金融規制は十分な資本準備金の確保に関するものだけでなく、巨大化する金融機関に対する規制も増加していくと見込まれている。

3. タックスヘイブン

モナコやサンマリノ共和国、カリブ地域のバージン諸島、ケイマン諸島、アジアでは香港やマカオ、シンガポール、中近東ではドバイやバーレーンなどはタックスヘイブンで有名な国である。これらの国々では、産業が厳しい状態にあり、そのままでは国自体が弱体化していく恐れがある。そのため税金をかけない、あるいはきわめて税率を低く抑えることで国外の企業等を集めて自国経済の維持を図っている。企業や個人も税金の安い国に資産を移し、遺産形成を行っている。

G20 では、金融や財政出動に関しては、参加した国の間で温度差があったため足並みをそろえるのは大変な状況だった。しかし時刻の景気刺激や金融危機への対応などで巨額の財政支出を余儀なくされる国の税収奪還を図りたいという思惑は一致した。もともと脱税や、資金洗浄で問題視されていたタックスヘイブンから各国は G20 を期に資金を取り戻したい考えであった。

世界金融危機をきっかけにタックスヘイブンを通じた不透明なファンド資金が世界を混乱させた。そのことから金融機関の透明化は避けて通ることができない。グローバル化された経済と金融において、世界貿易の約 6 割が何らかの形でタックスヘイブンを経由しているといわれる。そして、それは今なお膨張しており、ケイマン諸島では、銀行資産 1.5 兆ドル、ファンド預かり資産 1.7 兆ドル。世界の市場を揺るがすに十分な規模にある³⁵。

(1) タックスヘイブン税制

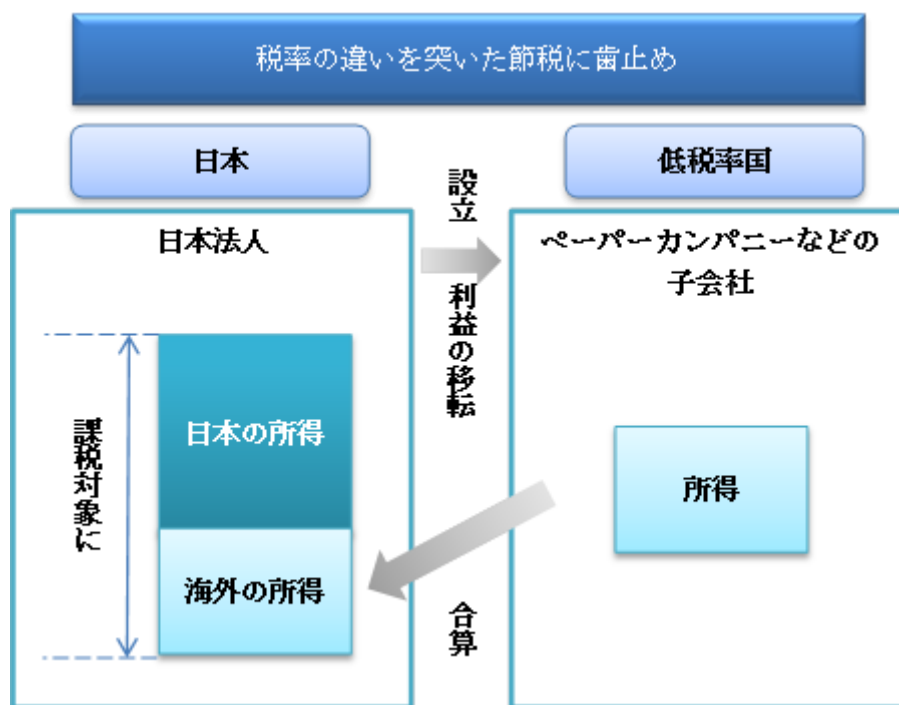
近年、経済協力開発機構（OECD）と 20 カ国・地域（G20）に加盟する国を

³⁴ 片瀬（2009）

³⁵ 財経新聞（2013 年 9 月 2 日）

合わせて 40 カ国余りが、タックスヘイブンをを使った企業の過度な節税策を防ぐ税制を全面導入する見通しとなった。日米英などの主要国が採用している課税の仕組みを、インドやオランダなどの 10 カ国以上が導入する。G20 や OECD 加盟国でタックスヘイブン対策税制を導入していない国は日本などの仕組みを参考にして法改正を通じて、新制度を入れる。その日本での仕組みをあらわしたのが図表 8 である。低税率国において節税された所得は、日本での課税対象になり、合算されるといふ仕組みである。これによって税率の違いを突く節税策を防ぐ国際的な取り組みの抜け穴をふさぐ狙いだ。この仕組みに加盟国の事務レベルでは大筋で合意しており、11 月の G20 首脳会合で首脳が採択する見通しである。

図表 8 タックスヘイブン対策税制の仕組み



出所：日本経済新聞 電子版 2015 年 8 月 13 日より引用

15 タックスヘイブン対策税制を導入していない国の中には、あからさまに低い税負担をアピールしてグローバル企業の本社を自国に呼び込もうとする動きも少なくない。しかしながらグローバル企業の公平なビジネス環境を整えるためには、世界の主要の約 40 カ国が一致して導入し、国際的な課税逃れへの取り組み

みの抜け穴をふさぐ必要があるという指摘もある。

図表 9 タックスヘイブン対策税制の導入状況

OECD・G20 加盟国	
導入済み	日本、米国、英国、ドイツ、中国、韓国など
未導入（今後導入が想定される）	インド、オランダ、ベルギー、オーストラリア、チェコ、エストニア、アイルランド、ルクセンブルク、スロバキア、スロベニア、スイス、サウジアラビア

出所:税理士法人 PwC 調べより著者作成

5

図表 9 は、現在タックスヘイブン対策税制を導入済みまたは未導入の国の一
覧である。今後、G20 と OECD は加盟国以外の国にも導入を促す方針である。
しかしながら、加盟していないシンガポールやマレーシアなどでは、低い税負
担を企業誘致の重要な柱と位置づけており、国の収益として大きな幅を占めて
10 いるために、今後とも対策税制に応じるかは不明である。このため、国際協調
の抜け道になる可能性があり、問題の解決にはまだ時間がかかるであろう。

4. 情報の非対称性

15 情報の非対称性とは、情報優位者の行動を情報劣位者が認知できないこと
である。

この情報の非対称性による問題の中でも最も代表的なものが、モラル・ハザ
ードと逆選択である。モラル・ハザードとは、情報の非対称性を利用すること
によって、情報優位者である受託者が事故の利益を優先するために、不正な行
動をとることで情報劣位者である委託者の利益を害することである。金融取引
20 におけるモラル・ハザードは、企業が金融取引で得た資金の使用を資金提供者
である貸し手がすべてを監視できない。このため貸し手は、企業に提示したリ
スク以上に多大なリスクを負うことになる可能性がある。規制、制度、ビジネ
ス態様などから派生する要素が、銀行経営者や従業員のインセンティブに働き
かけ、リスクを増大させることがある。サブプライム問題の背景として、資産

運用者の報酬の非対称性³⁶の存在があることは広く知られている。

一方、逆選択もまた情報の非対称性に関する現象である。これは、例えば①安定的な収益を得る一方で収益の低いプロジェクトを持つ企業、②高い収益をもたらすかもしれないが、収益の変動が激しくマイナスになる可能性のある企業。これら2つの企業を、資金提供者である貸し手は一般的に判断できない。これら等の問題によって市場メカニズムが正常に機能しないことがある。これらの点から、モラル・ハザードは隠された知識による契約であり、逆選択は隠された行動により起こるといえる。金融のグローバル化が進む中でこれらの問題も拡大しており、群集行動によるショックの波及も一段と生じやすくなっているとみられる。このため、他の市場参加者がどう行動しているかを観察しながら、将来の価格変化を推測するという行動をとっていることが多い。その結果、相対的に情報の少ない投資家は、情報のある投資家に従って行動する傾向をもち、一旦危機が発生すると、投資先のリスクの再評価において、他の投資家の評価に連動しやすくなる。このようにして、群集行動を通じた危機伝播が発生する³⁷。

5. 先進国・新興国の影響とその相違

これまで述べた金融のグローバル化に加え、新興国そして先進国における弊害の相違について着目する。

20

(1) 先進国

ボラティリティ³⁸と伝染効果が健在行動を変化させ、これが経済トレンドのパフォーマンスの悪化をもたらした可能性がある³⁹。先進国経済では、このような経済行動の変化が政府部門と民間部門の双方に見られる。金融危機のリスク上昇により、政府部門では経済成長と雇用増加という目的以上に、金融の安定性という目的を優先するという金融に対し保守的な姿勢をとった。民間部門では、金融のボラティリティがリスクを上昇させ、長期的な投資を阻害してい

25

³⁶ 儲ければ多額の成功報酬が得られる一方で失敗すれば報酬ゼロで済む

³⁷ 古賀（2009）

³⁸ 価格変動の度合いを示す

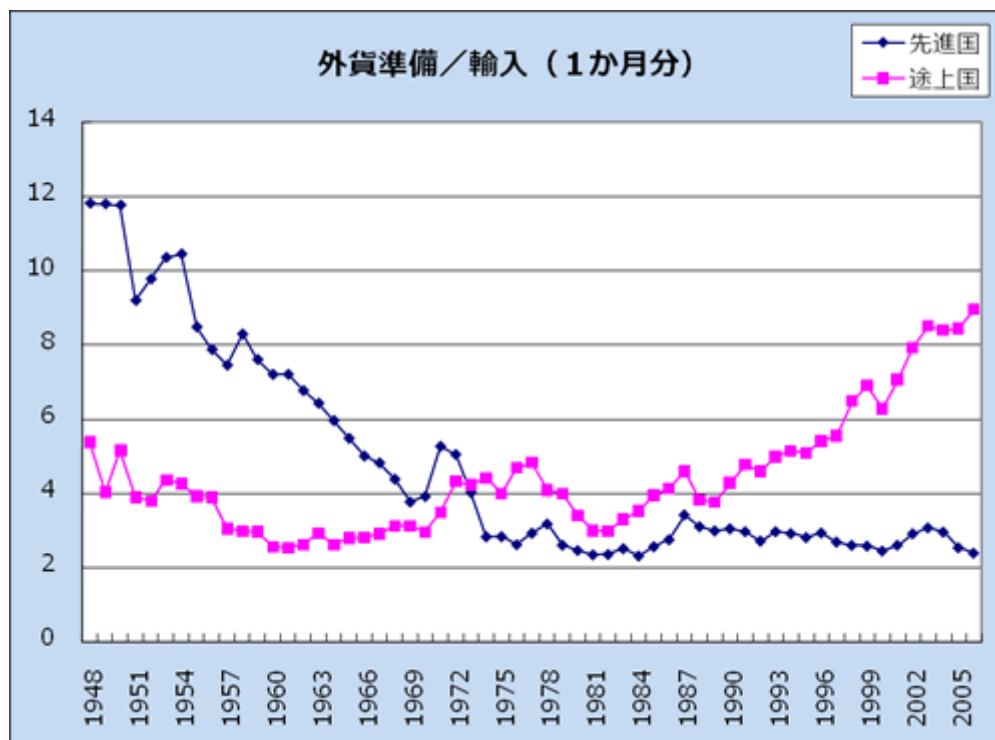
³⁹ イートウェル、テイラー（2001）67頁

る。そして、不安定な高金利は企業のキャッシュフローに直接関係し、投資に利用可能な資金の供給を減少させている。

(2) 新興国

- 5 途上国経済では、自由化は金融システムに対し金為替本位制にある欧米と同様の対応を行おうとした。金融危機のうちのいくつかのケースでは、このような対応の結果として生じた脆弱性のために悲惨な結果となった。例として、ブラジルでは経済成長率と所得再分配の両方が悪化した。ブラジル経済は 1982 年の債務危機後、失われた 10 年間に切り抜けたが、1999 年の通貨危機後には
- 10 また失われた 10 年間を経験するかもしれない。他の例として、サブサハラ・アフリカなどでは先進国政府は新しい財政規律の結果として対外支援プログラムを減額した。民間部門は、このような公的資本の流出に取って代わりとはせず、被援助国は苦しんだ⁴⁰。

15 図表 10 外貨準備と輸入に関するグラフ



出所: IDE-JETRO 日本貿易振興機構 (ジェトロ) アジア経済研究所より引用

⁴⁰ イートウェル、テイラー (2001) 68 頁

上図は、先進国と開発途上国それぞれについて、外貨準備が輸入の何カ月分あるかを示したものである。90年代以降、先進国は外貨準備を断続的に引き下げてきた。その一方で途上国は外貨準備を断続的に引き上げてきたことが分かる。その結果、2006年には先進国の外貨準備は輸入の約2カ月分程度まで引き下
5 げられ、途上国では輸入の9ヶ月分に相当する大きさとなっている。また、80年代には世界全体の外貨準備保有高のうち途上国は、その約4割を保有していた。2006年には、約7割を占めるまでに引き上げられている。

先進国では、企業や金融機関といった民間の経済主体が、積極的に国際金融
10 取引に乗り出す一方で、政府は外貨準備を減らしていた。一方、途上国では、金融グローバル化は政府の警戒心を高める効果があった。万一の事態に備えて外貨準備を積み増ししたのだと考えられる。

外貨準備は、万一の場合の備えとしての役割が期待される。そのため比較的
15 に換金が容易で安全な資産⁴¹の形で保有される。こうした資産は収益率が低いという特徴がある。外貨準備の対象となる通貨は米ドルをはじめとする先進国通貨である。そのため、途上国政府は、先進国に対して低利での融資を行っているのと同じことになる。

このようにグローバル化と金融危機は密接に関係しているといえる。そして、
20 グローバル化は情報の非対称性、タックスヘイブンなどの問題も複雑にしている。また、その影響はグローバル化をリードする先進国とそれに従う新興国との間で大きくことなることが分かる。

IV. 望ましい金融システムのあり方

25 本章では、第II、第III章で述べた金融のグローバル化の利点と弊害を踏まえて、国際資本移動の是非を考察し、主要国の金融監督制度を比較しながら、規制強化と世界金融危機の関係を述べる。そのうえで、グローバル金融規制監督機関の権限強化が必要だと結論付ける。

⁴¹ 米国債など

1. 米欧日の金融機関の業態

国際的に移動する資本のかなりの部分について、金融機関が直接的もしくは間接的に関わっている。そのため、資金を取り扱う金融機関の業務も必然的に国際化が進んだ。1990年代から2000年代にかけての規制緩和により、銀行業と証券業の垣根が低くなっており、国際取引においては多様な業務展開がみられる。大手金融機関の姿は大きく変化し、メガバンクと呼ばれるところでは普通銀行、信託銀行、証券会社などによるグループ化が進み、金融コングロマリットが次々と誕生した。米国では、グラム・リーチ・ブライリー法の成立によって、金融持株会社が誕生し、ブロード・バンクとしての総合力を備えた。欧州の主要国では、ユニバーサル・バンクが大手金融機関の業態であった。さらに、保険会社や年金基金等の機関投資家の国際資本市場に占める比重が非常に大きくなっている。こうした銀行、証券会社、機関投資家などの金融機関は、多国籍金融機関として海外に多数の拠点を設け、グローバルな金融活動を積極的にしている。そして、業務の国際化と多様化を軸に合併や提携も模索しながら、市場獲得を巡る激しい競争をしている⁴²。

2. 国際資本移動の是非

金融のグローバル化やイノベーションの流れを止めることは望ましくないうえ、金融機関のコングロマリット化も重なって実質不可能だろう。

金融のグローバル化により、国境をまたいだ資金フローの量がきわめて急速に拡大した。また、従来からの多国籍企業や金融機関の活動に加え、90年代にはヘッジ・ファンドが登場し、プレーヤーが多様化した。その結果リスクの分散や引き受けが可能となった。あわせて、先進国から発展途上国への資金の流れに加えて、BRICsをはじめとした新興国や産油国から、豊富な資金が先進国へ流入するなど、より多元的で双方向のものとなっている。国境を越えた金融取引を通じてある国の貯蓄が他の国のより収益性の高い投資をファイナンスする。逆に収益性の高い投資があっても国内の貯蓄が十分でない国は、外国の国の貯蓄を使って投資を実現することができる。すなわち資金フローの対象や手段が多様化した。これらのことを踏まえると世界金融、各国の経済成長のため

⁴² 上川（2012）135－141頁

金融のグローバル化は必要である。

3. 金融監督の比較

個人の保護を目的とした金融規制・監督上の課題は、今回新たに生じた問題
5 ではなく、危機が生じるたびにいくつものほころびが明らかになるものである。
新たな金融商品やサービスの登場や景気の局面で問題がある取引が拡大しても、
規制や監督が十分タイムリーに事態を把握できなかつたり、対応が遅れてしま
つたりという批判が毎回生じる。この背景には、複数の役所に管轄がまたがっ
て機動的な対応ができなかつたり、どちらの管轄が不明確であることが原因で
10 野放しになってしまつたりすることがあるという事情がある。さらに、当局に
対してレギュラトリー・キャプチャー⁴³という批判がなされることもある。業
界を監督・規制する立場にある当局は、情報収集などの必要性もあり、どうし
ても業界との接点が多いため、業界の影響を受けやすくなり、金融サービスの
利用者の目線からずれてしまいがちになるという問題である。真に守るべきは
15 国民のはずなのに、である。⁴⁴

FSB などグローバル金融規制機関は、実質的にその規制の策定作業を世界各
国の金融監督機関に大きく依存している。そのため、グローバル金融規制にお
いて、日米欧の金融監督機関の果たす役割は大きくなる。欧米の金融監督組織
は、リーマン・ショックの反省から大きく変化を遂げている。一般に、中央銀
20 行、金融監督当局、財務省が連携してプルーデンス政策にあたるが、どの組織
が中核になるかによって、4 形態に分類できる⁴⁵。

① シングルピーク・モデル

単一の組織が強い権限を持つ。(日本など)

② ツインピークス・モデル

25 プルーデンス政策と不正の摘発など 2 つの役割に権限を分割する。(イギリス
など)

⁴³ 政府あるいは規制当局に業界の専門知識がないため、専門知識で優位にある業界側がロビイイングを通じてプレイヤーのいう通りのルールを作ってしまう現象

⁴⁴ 淵田 (2009) 344-345 頁

⁴⁵ 藤田 (2015) 66 頁

③ マルチプルピークス・モデル

銀行、証券、保険等業態別に監督組織を持つ。(イタリアなど)

④ ハイブリッド・モデル

上記に当てはまらず、多くの監督組織を持つ。(米国など)

5 図表 11 主要国の金融監督体制

	銀行セクター	証券セクター	保険セクター
フランス	中央銀行 (1800 年) ACP (2010 年)	中央銀行 (1800 年) ACP (2010 年) AMF (2003 年)	ACP (2010 年)
ドイツ	中央銀行 (1875 年) BaFin (2002 年)	BaFin (2002 年)	BaFin (2002 年)
日本	金融庁 (2000 年) 中央銀行 (1882 年)	金融庁 (2000 年)	金融庁 (2000 年)
イギリス	中央銀行 (1694 年) PRA (2013 年) FCA (2013 年)	中央銀行 (1694 年) PRA (2013 年) FCA (2013 年)	中央銀行 (1694 年) PRA (2013 年) FCA (2013 年)
米国	中央銀行 (1913 年) 等	SEC (1934 年)	州保険当局、連邦 保険当局 (2010 年)

※括弧内は設立年

出所:藤田 (2015 年) 67 頁より引用

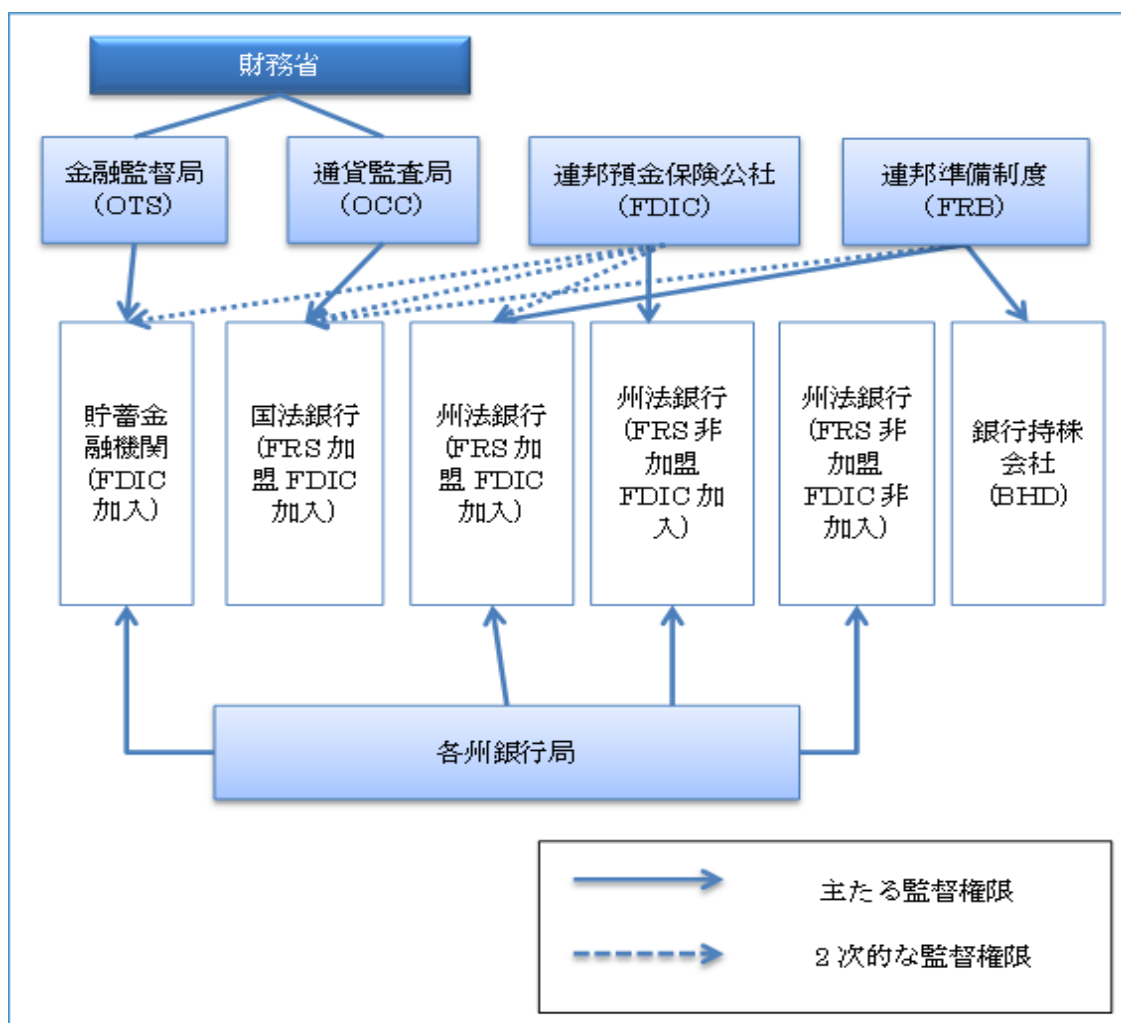
(1) 米国

米国の金融監督体制は世界で最も高度で複雑である。その理由は、主に 2 つ
 10 ある。1 つ目が連邦と州による二元監視体制である。大恐慌を機に連邦規制が
 生まれ、その後の危機や不祥事を重ねるごとに連邦規制が強化された。2 つ目
 が市場の巨大さと高度さである。日欧の証券市場では株式、国債市場、投資信
 託が主体だが、米国ではそれら以外に社債、デリバティブ、証券化商品などの
 15 市場が発達している。このため、米国の金融監視体制は、高度で複雑で多様で
 ある。米国は FRB と SEC が金融規制や監督において強い権限を持つが、同時

に州当局や証券取引所等の自主規制機関などの権限も強い。このため、ハイブリッド・モデルに分類される。

米国の金融監督体制は、各金融商品別、連邦と州に加えて、自主規制機関（SRO）により行われ、複雑な体制となっている。連邦や州レベルで金融監督機関が 100 以上も存在し、管轄権が重複している場合も少なくない。

図表 12 米国の銀行監督機構



出所:日本経済新聞社 (2009) 247 頁より引用

10

歴史的に、金融行政・監督組織は分散型であり、特定の組織の権限が突出して強力であることを避けている。特に、連邦国家である米国は強力な中央銀行を嫌う傾向が強い。FRB ができたのは、日銀に遅れること 31 年の 1913 年の

ことであった。ECBを除くと、世界の先進国の中では最も歴史の浅い銀行である。ドット・フランク法により、FRBには大手銀行グループの監督だけではなく、FSOCの認定により銀行以外の金融機関を監督する権限も付与された。SECは証券会社を監督する権限を持つが、融資などの決済手段は持たない。このため、リーマン・ショック時に、大手投資銀行ゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーなどは銀行免許を取得することで、FRBの監督下に入った⁴⁶。

今回の国際金融危機では、証券会社であるリーマン・ブラザーズが経営破綻し、保険会社であるAIGが経営危機に陥った。その結果、信用リスクが大きく上昇し、多くの大型銀行が経営不振に陥った。リーマン・ショック時には公的資金注入の制度が整備されておらず、プルーデンス監督体制も不十分であった。そこで、金融危機時にはFRBを中心とする強力なプルーデンス監督体制の機能を拡充することになった。マクロ・プルーデンス政策⁴⁷を担当する金融安定監視審議会(FSOC)を設置し、その議長は財務長官が務める。メンバーはFRB、SEC、連邦預金保険公社(FDIC)などの金融監督機関などの代表15名から構成される。ただし、FSOCの権限は制限されており、米国の金融監督体制が基本的にハイブリッド・モデルであることに変わりはない。

(2) 欧州

欧州においては、ユニバーサル・バンクやバンカシュアランスなど銀行、証券、保険にまたがる金融グループ、いわゆる金融コングロマリットが多数存在している。このため、規制・監督面でも業態別の規制という発想ではなく、グループ全体の健全性を規制するために2002年12月に金融コングロマリット指令が導入され、その後EU各国で国内法化されている。規制の主な内容としては、自己資本比率の算出におけるダブル・ギアリング⁴⁸や高度なレバレッジ⁴⁹の禁止などが要請されている。各金融コングロマリットを規制する当局としては、単一のコーディネーターが規定されている。コーディネーターは、コングロマリットを構成する各業態を監督する国内外の当局との情報交換や調整を行う。

⁴⁶ 藤田 (2015) 68-71 頁

⁴⁷ 金融システム全体または個々の金融機関の健全性を維持することが目的

⁴⁸ グループ内で資本が二重計算されること

⁴⁹ 負債で調達された資金がグループ会社に資本計上されること

米国では、規制・監督の不備が重大な問題をもたらした。そこで、システム上重要な金融機関への統一的な規制の必要性が認識されている。ただ、欧州においても、金融機関の巨額の損失が計上されて深刻な破綻も生じた。また、ロンドンには多くのストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV）⁵⁰の設立拠点となっていたが、これら SIV が金融機関に多大な損失をもたらした⁵¹。

そこで欧州におけるシステムック・リスクの予防策の議論としては、既存の欧州レベルの銀行、証券、保険それぞれの監督体制を強化すること、新たに欧州レベルでヘッジ・ファンド、格付会社、OTC デリバティブに対する規制・監督の枠組みを導入することなどに焦点が当たっている。すなわち、2009 年 5 月に発表された金融監督制度改革に関するプロポーザルで、マクロ・プルーデンスについては欧州システムック・リスク理事会が設立されることとされたが、ミクロ・プルーデンスを監督する新しい仕組みとして、欧州金融監督者制度（ESFS）を設置することが提案された。EU にはこれまでも欧州銀行監督者委員会（CEBS）、欧州保険・年金監督社会（CEIOPS）、欧州証券規制当局委員会（CESR）という業態別の委員会（ラファエルシーレベル 3 委員会）があり、機能の強化を実施してきたが、欧州委員会にアドバイスを行う「コミティ」という位置付けであったため、実際に EU の金融市場を各国当局がコーディネートした形で監督するという面では不十分であった。例えば、EU 指令で設定された規制の内容を国内法化する場合や実際の執行において、多くの相違が生じるという問題が起きていた⁵²。

そこで、今回設置が提案された ESFS においては、アドバイスに留まらず、実際に各国当局の監督活動について協調を促し、共通の監督や規制執行の枠組みを整備する機能を持つ。既存の 3 つのコミティは衣替えをし、法人格を持つ 3 つの「オーソリティ」、欧州銀行機構（EBA）、欧州保険年金機構（EIOPA）、欧州証券機構（ESMA）となる。金融機関に対する日々の直接の監督については、各国の監督機関がこれまで通り実施するが、これらの機構は法的な権限が付与され、次のように責任もこれまでより強化されている。第 1 に、EU 指令

⁵⁰ 長短金利差に着目して利鞘を稼ぐ特殊な形態の資産運用会社

⁵¹ 淵田（2009）70 頁

⁵² 淵田（2009）71 頁

を国内法に落とししていく場合のテクニカルな解釈基準を設定することができるようになる。基準は欧州委員会の承認を受けた後に法的な拘束力を持つ。第 2 に、各国の金融当局から情報を収集し、当局間で共有する仕組みが導入される。第 3 に、加盟国の当局間で、監督を巡る争いなどが生じた場合、仲裁機関として
5 5 の役割を果たすことができる。第 4 に、金融危機時に当局間の連携を促し、場合によっては国際的な対応を決定する。第 5 に、EU レベルで監督するのが望ましい期間について直接の監督機能を担う。当初想定されているのは格付会社であるが、決済機関なども含まれる可能性がある。

ESFS を構成する監督機構は、監督カレッジの会議にもオブザーバーとして
10 10 参加することを通じて、監督カレッジの対象となっているシステム上重要な金融機関に対する欧州レベルの金融監督・規制の調和を図ることになる。米国の AIG で問題となったように、保険会社もシステミック・リスクをもたらさうるわけだが、欧州ではソルベンシー II の導入に向けて準備が進展している。また、過去に比べて健全性が向上し、今回の金融危機でも、一部の保険会社でサブ
15 15 ライム関連商品への投資や米国での変額年金保険販売の損失が膨らんだが、システミック・リスクと見なされるほどの深刻な問題は、保険会社発で表面化していない。このこともあり、大手保険会社をシステム上重要な機関として、別途規制・監督しようという議論も目立たない。ヘッジ・ファンドについては、別途一定規模以上のヘッジ・ファンドの規制が導入される方向にある。同規制
20 20 においては、オルタナティブ・インベストメント・ファンドマネージャーは、ESMA に登録されることとなる。

このように、欧州の新たな規制・監督の枠組みは、一見すると業態縦割りのな色彩があるが、もともと金融コングロマリット規制が確立していることに加え、業態別の 3 つの監督機構の連携、及び監督水準の調和を図り、金融コング
25 25 ロマリットの監督を効率的に行うことを目的として、3 つの機構の代表で構成される運営委員会が設置されることとなっていること、またそれぞれの監督機構は、他の機構の会議にオブザーバーとして参加することとされていることなど、統一的な運営がなされるように配慮された設計となっている⁵³。

⁵³ 淵田（2009）72 頁

(3) 日本

日本の金融法制は、戦後に米国法体系を持ち込んだものが中心である。金融監督体制は、かつて財務省（銀行局、証券局）と日銀がその中核であった。日本は1990年代後半に厳しい金融危機を経験したため、他国よりも早くプルーデンス監督体制が整備された。1998年に汚職が起きた時には、破綻処理法制や包括的なセーフティ・ネットが未整備であり、不良債権問題が最終的に解決されるまでに長期間を要した。これを機に、財政・金融分離を目的として、大蔵省から銀行局や証券局などの金融監督組織を分離し、金融庁の前身である金融再生委員会が設置された。1998年に金融再生法成立に伴い、金融再生委員会が設立された。2000年に金融再生委員会の下に金融庁が設置され、2001年には金融再生委員会が廃止され、内閣府の外局として金融庁が発足した。金融庁発足後、総理大臣を議長とする金融危機対応会議などのプルーデンス監督体制が完成した。加えて、金融庁を実質的に所管する金融担当大臣が設置され、預金保険機構による公的資金注入権限なども明確にした。リーマン・ショック時には公的資金注入の対象となった日本の金融機関はなく、日本のプルーデンス監督体制は相対的に有効に機能しているといえよう。

現在のプルーデンス監督は金融庁の権限が圧倒的に強い。その一方で、日銀や財務省の権限は相対的に小さい。1998年の不祥事を契機に、財務省と金融庁の分離が実施され、財務省の監督権限が金融庁に移った。日銀についても、以前は日銀考査を背景に個別金融機関に対する影響力が高かったが、金融庁の発足後はその重要性は低下した⁵⁴。

4. 提言

以上のことを踏まえたうえで、我々は統一的な金融監督機関が必要であると考え、金融システムの安定には、流動性の最終供給者と金融監督者が必要となる。この2つの権限を中央銀行に集中させた方が効率的のように見えるが、流動性の最終的供給者と金融システム安定性の管理者を兼務した時、中央銀行には後者の監督責任を逃れるために流動性を安易に供給して銀行破たんを回避

⁵⁴ 藤田（2015）79－82頁

しようとするインセンティブが生じる⁵⁵。伝統的に、金融システムの監督と規制は国内ベースで行われてきた。金融市場のグローバルな統合が進み、クロス・ボーダーの取引をする金融機関が増えたことは、国際的な金融監督と監視の向上が必要になったことを示している。金融市場が国際的である今日、一国政府は自国の社会がさらされている金融リスクを、有効に規制できないのである。これは、政策立案と政策の法的強制の権限を持つ国際機関だけができるのである。国際機関の発展には政治的困難を伴うが、今日の金融管理と金融規制に関する国際協力において必須なものは、国際市場で行動できる権限が明確に規定された単一の機関である⁵⁶。

5 しかし、一国政府は自国が持っている金融規制の役割を国際機関に引き渡すという考え方には賛成しない。だからこそ、金融安定化理事会により強力な権限を求める。この権限とは、情報、許認可、監視、指導、法的強制、政策方針である。

15 情報システムの問題は、監視というより広範な問題の一部である。IMFは協定で定められているように、加盟国の経済パフォーマンスに関する監視レポートを作成する責任を持っている。FSBにも、それが定める規制制度に調印した国の規制パフォーマンスを監視するような、同様の責任を持たせるべきである。ピア・プレッシャーではなく、FSBは参加国の監視システムをチェックする権限を持つべきなのである。そうすることによって、FSBは改善された基準を維持するように勧告したり、新しい展開を知ることで最新の情報を広めたりすることができるのである。このために必要なことは、G20の規制当局間でさえ達成されていない水準での公開性が必要になると同時に、国際金融市場全体で最善の実務を維持することも重要である⁵⁷。

25 監視には厄介な問題が伴うが、それは法的強制力に伴う厄介な問題と比べると大した問題ではなくなる。もちろん、法的強制の問題の多くは、国内規制当局によって扱われるだろう。FSBの任務は、自らの法的強制部門を確立して、国際金融上の治安維持機能を担うことではない。むしろ、FSBの仕事は国際的

⁵⁵ アチャリア、リチャードソン（2011）5頁

⁵⁶ イートウェル、テイラー（2001）287頁

⁵⁷ イートウェル、テイラー（2001）288頁

な蘇峰に関わる国内規制当局の法的強制活動と強調することにおいて、その先導役を務めることにある。新しい国際金融秩序は、複数の司法管轄区域に及ぶ訴訟に対して簡潔かつ迅速で明解な法的強制手続きを必要としている。こうした訴訟はまだ少ないが、今後は無視できない件数になるだろう。FSBは法的強制力を先導し、それに一貫性と整合性を与える代理機関となるだろう⁵⁸。

FSBの最も重要な機能は、政策方針の開発機能である。この分野では、これまでBIS委員会が多くの専門的知識を有し、BISのコンセンサス・アプローチがその提案に正当性を与える点で非常に重要であった。しかし、ある重要な点でBIS委員会は国内規制当局の後追いをしてきた。それは、最善の実務を国際経済の分野に適応させる際に表れている。今必要なことは、国内規制当局を先導し、規制の範囲と内容を国際市場の構造や企業の性質の変化に絶えず適応させる政策方針の開発機能である。この機能によって、FSB及び国内規制当局の性質は決定づけられるはずである。FSBの主な業務はシステミック・リスクの管理であり、これによって国際金融市場の安定性と効率性は向上する。また、国際的な金融犯罪とマネー・ロンダリングの防止においても、重要な役割を果たしうるだろう⁵⁹。

第1章で、「FSBの役割は、①国際金融システムに影響を及ぼす脆弱性評価とその対処に必要な措置の見直し、②金融の安定性に責任を有する金融規制当局間の協調及び情報交換の促進、③規制上の基準遵守におけるベスト・プラクティスの助言・監視等である」と述べた。それらの役割に加えて、政策方針を開発して法的強制力が行使される必要がある。実行して法的に強制する権限こそ、強く求められているのであり、それはFSFに著しく欠けているものであった。監視・法的強制・政策立案・及び行動について、適切な権限を持つ世界金融機関の創設は、金融安定化フォーラムの創設によって始まったプロセスの論理的な帰結である⁶⁰。

米国では消費者金融保護庁の設置が提案されている。そこでも、現行の銀行監督機関は、「消費者ではなく、金融機関や金融市場というレンズを通じて世界

⁵⁸ イートウェル、テイラー（2001）289頁

⁵⁹ イートウェル、テイラー（2001）291頁

⁶⁰ イートウェル、テイラー（2001）8-35頁

を見るように設計され、その専門スタッフもそのように訓練されている」との表現がある。このことから、金融利用者保護という観点から、業界、消費、サービスを横断的に規制・監督する当局が存在していないことが根本的な問題であるとの指摘もある⁶¹。EU においては、欧州システミック・リスク理事会と

5 ESFS でマクロ・ミクロ両面においてプルーデンス監督体制が構築される。このように見ていくと、世界は統一的な監督機関を作る方向に進んでいる。日本は一足先に統一したことで、リーマン・ショックのダメージをより小さく抑えることができた。だからこそ、グローバルな視点で見ると、各国の金融監督機関をまとめる機関を創設する必要があると私達は考える。

10

終章

本論文において金融のグローバル化の利点、弊害を考察し、主要国の金融監督組織を検討した。

まず、金融のグローバル化を定義し、金融のグローバル化を 3 つのレベルで

15 捉えた。金融のグローバル化の利点としては世界各国の貯蓄のより効率的な配分をもたらすこと、資金の先進国、発展途上国の流入がより多元的で双方向のものとなることなどから世界金融・各国の成長のために金融のグローバル化は必要であること、また、実質的にグローバル化を止めることはイノベーションの流れを止めることは望ましくないうえ、不可能である非常に困難であることを挙げた。弊害という点からは、金融のグローバル化と金融危機の関係性につ

20 いて述べ、これまでに発生したグローバル金融危機のメカニズムを考察した。また、現時点で規制が多すぎることや、規制が各国・各機関で統一されていないため金融危機が肥大化・グローバル化したことを挙げた。これらのことを述べたうえで、最後に望ましい金融システムのあり方を述べた。現代の金融機関

25 はグローバル化により、コングロマリット化し、世界中でビジネスを展開している。そのイノベーションは経営者にとって国境を越えた M&A を可能とし、より高い経営効率を求めるには必要不可欠である。それが、世界各国の貯蓄をより効率的に配分させ、世界経済の発展へと繋がる。しかしながら、グローバル化によって一国の金融危機が世界中に伝播するようになってしまった。サブ

⁶¹ 淵田（2009）344－345 頁

プライムローン危機では規制の穴が反省材料となっており、国際金融規制の必要性は認識されている。ただ、規制にも問題はある、それはリスク・ウェイト算定や多様性に富む金融システムを1つのモデルに収斂させようとする点である。それに、金融危機は規制の強化に繋がり、強化の流れは行き過ぎに通じる。

- 5 行き過ぎた規制強化は弊害をきたし、再び緩和方向へ進み、これまた行き過ぎる傾向があり、再び危機を生む。監督当局と金融機関の間には、規制強化と金融イノベーションといういたちごっこが繰り返されている。また、マクロ・ブルーデンス監督体制の不十分さも明らかとなった。IMF、世界銀行、国際決済銀行、OECD、G20、金融安定化フォーラムなど数多くの国際機関が存在していたにもかかわらず、世界金融危機が発生した。以上のことを踏まえて、我々はグローバル金融監督機関が必要だと考える。現代ではFSBが監督の機能を担っているが、FSBの権限強化を提案する。
- 10

参考文献

論文

- 古賀麻衣子『日銀レビュー世界的な金融危機の波及とグローバルな銀行活動～既存研究からのインプリケーション～』、2009年
5 https://www.boj.or.jp/research/wps_rev/rev_2009/data/rev09j15.pdf
- 清水啓典『グローバル金融規制の動向』（金融規制の新展開金融危機後のグローバルな金融規制改革の実体経済・金融市場への影響分析）、2014年
http://www.zenginkyo.or.jp/fileadmin/res/news/news260919_4.pdf
- 内閣府『平成16年度 年次経済財政報告』、2004年
10 <http://www5.cao.go.jp/j-j/wp/wp-je04/04-00301.html>
- パウロ・マウロ、ジョナサン・D.オストリー『金融グローバル化の進展に向けて』2007年（Putting Financial Globalization to Work）
<http://www.imf.org/external/japanese/pubs/ft/survey/so/2007/res0816aj.pdf>
- 15 • 藤田誠一『グローバリゼーションと金融問題』2002年
http://jsie.jp/Tohoku_Univ/1_2.htm
- 矢野修一『国際政治経済学からみた金融グローバル化－E.ヘライナーによる分析を中心に－』、2012年
20 http://www1.tcue.ac.jp/home1/k-gakkai/ronsyuu/ronsyuukeisai/54_4/yano.pdf

書籍

- 石山嘉英、野崎浩成『グローバル金融システムの苦悩と挑戦－新規制は危機を抑止できるか』金融財政事情研究会、2014年
- 25 • ヴィラル・V.アチャリア、マシュー・リチャードソン編、大村敬一監訳『金融規制のグランドデザイン－次の「危機」の前に学ぶこと』中央経済社、2011年（Restoring Financial Stability－How to Repair a Failed System）
- 奥田英信、生島靖久『開発金融論』日本評論社、2006年

- カーマン・ラインハート、ケネス・ロゴフ著、村井章子訳『国家は破綻する 金融危機の 800 年』日経 BP 社、2011 年 (This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly)
- 勝悦子『新しい国際金融論－理論・歴史・現実』有斐閣、2011 年
- 5 • 上川孝夫、藤田誠一『現代国際金融論』有斐閣、2012 年
- ジョン・L.イートウェル、ランス・J.テイラー著、岩本武和、伊豆久訳『金融グローバル化の危機－国際金融規制の経済学』岩波書店、2001 年 (Global Finance at Risk: The Case for International Regulation Paperback – February 1, 2001)
- 10 • 杉山敏啓『図解ビジネス実務辞典 用語でわかる金融の基本としくみ』日本能率協会マネジメントセンター、2008 年
- 谷内満『入門金融の現実と理論 (第 2 版)』センゲージラーニング、2015 年
- 鳥谷一生、松浦一悦『グローバル金融資本主義のゆくえ－現代社会を理解する経済学入門』ミネルヴァ書房、2013 年
- 15 • 中空麻奈、川崎聖敬『グローバル金融規制の潮流－ポスト金融危機の羅針盤－』金融財政事情研究会、2013 年
- 日本経済新聞社『金融入門 (第 5 版)』日本経済新聞社、2006 年
- 日本経済新聞社『金融入門 (第 6 版)』日本経済新聞社、2009 年
- 20 • 羽士力『日本経済の基本 100』日本経済新聞社、2010 年
- 淵田康之『The New Global Financial Order グローバル金融新秩序 G20 時代のルールを読み解く』日本経済新聞出版社、2009 年
- 藤田勉『グローバル金融規制入門－厳格化する世界のルールとその影響』中央経済社、2015 年
- 25 • 藤田勉『グローバル金融制度のすべて－ブルーデンス監督体制の視点』金融財政事情研究会、2012 年
- 目黒謙一、栗原俊典『金融規制・監督と経営管理』日本経済新聞出版社、2014 年
- 30 その他

- 翁百合「国際金融規制一層強化へ㊤」『日本経済新聞』2015年7月7日
- 翁百合「国際金融規制一層強化へ㊦」『日本経済新聞』2015年7月8日
- 片瀬恵次郎「蔓延する「Too big to fail」」『大和総研』2009年7月29日
<http://www.dir.co.jp/library/column/090729.html>

5

Web サイト (最終閲覧日)

- IMF (2015年10月26日)
<http://www.imf.org/external/index.htm>
- PwC 税理士法人 (2015年11月1日)
<http://www.pwc.com/jp/ja/tax.html>
- 10 • 経済産業省 (2015年10月26日)
<http://www.meti.go.jp/>
- 財形新聞 (2015年11月1日)
<http://www.zaikei.co.jp/>
- 15 • 週刊ダイヤモンド (2015年10月26日)
<http://dw.diamond.ne.jp/list/magazine>
- 世界銀行 (2015年10月26日)
<http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD/countries/1W?page=6&display=default>
- 20 • 大和総研グループ (2015年10月26日)
<http://www.dir.co.jp/>
- 日本貿易振興機構 (ジェトロ) アジア経済研究所 (2015年11月1日)
<https://www.jetro.go.jp/>
- 内閣府 (2015年10月26日)
<http://www.cao.go.jp/>
- 25 • 日本経済新聞電子版 (2015年10月26日)
<http://www.nikkei.com/>
- 野村証券 (2015年10月26日)
<http://www.nomura.co.jp/>
- 30 • みずほ総合研究所 (2015年10月26日)

<http://www.mizuho-ri.co.jp/index.html>

[注記]本論文の多くは小原ゼミとして作成したものである。全日本証券研究
学生連盟にはシーボルト企業研究会+小原ゼミで申し込んだが、提出までに
確認ができていないため、表紙から、小原ゼミを外して、シーボルト企業
研究会とした。

5