

金融システム危機と 国際金融アーキテクチャーの再構築

公益財団法人 日本証券経済研究所 理事兼主任研究員

佐賀 卓雄



はじめに

危機は変化への触媒作用を持つ。国際金融の分野では、ブレトン・ウッズ体制は世界経済の1930年代の大不況から第二次世界大戦に至る混乱からの復興を目指したものであるし、1997-98年のロシア経済危機および東南アジア通貨危機、さらにはアメリカのヘッジ・ファンドLTCMの破綻は、G7の開催、

目次

はじめに

1. 金融システム危機と国際金融アーキテクチャー
2. IMFの総括
3. FSFのFSBへの改組
4. IMFなどの他の国際金融機関とのFSBの協力関係

終わりに

IMF改革と金融安定フォーラム（FSF）の創設の契機となった。そして、今回の深刻な金融システム危機はG20の開催、IMF（International Monetary Fund）改革、FSFの金融安定化理事会（FSB）への改組とIMFなどの国際金融機関との連携の強化、そして銀行規制についてのバーゼル規制の強化（バーゼルⅢ）をもたらした。

IMFは第二次世界大戦以降の世界経済の安定性を回復することを目的に創設されたが、その活動は国際収支の不均衡の是正と為替の安定に重点が置かれていた。しかし、ロシア経済危機、アジア通貨危機を契機に、グローバルな金融システムの安定性に向けた取組みを強化してきたが、これまでは発展途上国に対する資金援助と経済改革の推進が主であった。

このため、今回のグローバルな金融危機はアメリカのサブプライム問題が発端で欧州諸国に波及していったという経緯もあり、IMF

の対策も後手に回る結果となったことは否定できない。かくして、G20はグローバルなシステミック・リスクに対する対処が喫緊の課題であることを認識したのである。

他方では、1997-98年のアジア通貨危機を契機に1999年に創設されたFSFは、国際金融の安定化の促進、金融市場の機能の改善、金融危機の衝撃が波及して世界経済を揺るがす傾向の縮小を目的に創設された。しかし、今回の国際的な金融システム危機に対して有効な対策を打ち出すことができず、G20はその機能の強化を目的に2009年にFSBに改組した。FSBはメンバーと任務を拡大するとともに、IMFなどの国際金融機関との連携の強化によって金融システム危機の再発の予防体制の構築に向けた取組みを続けている。

以下では、これらの取組みをサーベイするとともに、国際金融アーキテクチャーが抱える今後の課題について検討する。

■ 1. 金融システム危機と国際金融アーキテクチャー

国際金融アーキテクチャー（注1）という言葉は、1997-98年のロシア経済危機、東南アジア通貨危機、そしてアメリカのヘッジ・ファンドLTCMの破綻にともなう世界経済の混乱を契機に、グローバルな金融システム危機への対応を目的とした国際的な協力体制の構築の動きを指して使われるようになったものである。それほど厳密な定義なしに使用さ

れているのが現状であるが、アイケングリーン [2011] が指摘するように、本来は一定の体系を有する国際金融の規制・監督の体制を意味している。このような国際的な規制・監督体制の構築に向けた取組みは、グローバルな金融危機によって国際金融体制が大きく動揺し、その再発に備えて国際的な協力体制の必要性が当時のG7首脳の間で共通の認識となったことがある。その結果として創設されたのがFSFであった。FSFは基本的に調整機関であるが、12の基本基準を策定し、それらの実施状況をIMFと世界銀行が「基準と規則の遵守に関するレポート」(Reports on the Observance of Standards and Codes, ROSCs) と「金融部門評価プログラム」(Financial Sector Assessment Programs, FSAPs) を通じて達成状況をモニターしてきた。また、今回の金融システム危機の原因についても評価の高い分析を行っている。

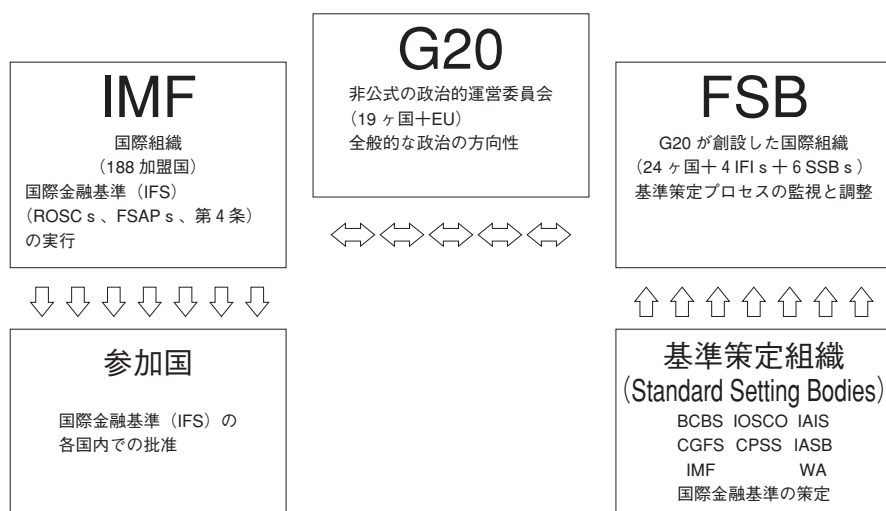
しかし、FSFの創設の経緯からも分かるように、参加国が基本的にG7という先進国クラブに限定されていることから、この間急速に経済成長を遂げ存在感を高めてきたBRICSを中心とする発展途上国からの不満が強まったこと、また2007年以降のグローバルな金融システム危機に有効に対処することができなかったことから、2008年11月に開催されたワシントンG20においてその改革の必要性が了解され、翌09年4月のロンドンG20においてFSFのFSBへの改組が決定された。危機以前のグローバルな金融安定性維持のための枠組

(図表 1) 危機以前のグローバルな金融安定性の維持のための枠組み

防衛策	クロスボーダーのシステミック・リスクの源泉			
	グローバル金融機関	グローバル市場	規制を受けない金融活動	経済・金融安定化政策の失敗
市場規律と透明性	部分的	重要	まったく該当せず	委員会の構造、ピア・プレッシャー、明確性・透明性の欠如
金融規制	資本規制についての国際協調	フォーマルな規制の欠如	規制はない	明確な枠組み、および効果的な協調と協力の欠如
マイクロ・ブルーデンス監督	バーゼル・プロセスに沿ってベスト・プラクティスについての協力	適用されず	監督はない	SIFIsの監督をめぐる不適切な国際協力
マクロ・ブルーデンス監督	システムの重要な場合	各国内の市場監視、IMFの多国間監視、FSBの脆弱性についての評価	各国内市場と金融機関の監視を通じたもの	各国監督当局と国際的な協力は、システムの圧力に先んじてマクロ経済的および監督政策を実行することに失敗した
危機管理と破綻処理	各国の規定と方向性	中央銀行の協力と協調による各国の方向性	枠組みはない	枠組みはなく、協力と協調は効果的ではない

(出所) Schinasi and Truman [2010]

(図表 2) 国際金融アーキテクチャーの構造



(出所) Giovanoli [2009]

みについては図表 1 に整理されているが、基本的に体系性に欠けるパッチワーク的な性格が特徴であったことが分かる。

FSBはより広範囲な参加とグローバルな金融システムの新しいリスクに対応した任務を持つ国際的な体制の構築を目指したものであ

り、IMFや基準策定組織 (Standard Setting Bodies, SSB) との緊密な協力関係を構築している^(注 2) (図表 2 を参照)。

■ 2. IMFの総括

IMFは2009年2月にグローバルな金融システム危機の原因、その教訓、そして今後の課題を検討した4本のレポートを公表している(注3)。

この内、IMF [2009d] は、危機の背景となる要因として、世界的な低金利、国際収支の不均衡、過度のリスク・テイクを指摘しながら、ドットコム・バブルのようにレバレッジと金融機関の関与が限定的なブームは深刻な経済破綻を伴わずに終焉に向かっていているとして、今回の危機が以前のそれと異なる4つの要因を指摘している。それらは、①バランス・シートの不透明性とホールセールの資金調達がシステムの脆弱性を高めた、②金融機関と市場の相互連関性(interconnectedness)が市場間および国境を越えた波及を促進した、③様々な部門での高レバレッジが支払能力の問題に対する危惧を強めた、④家計部門が果たした重要な役割が危機の解決を複雑にした、である。したがって、マクロ・プルーデンス政策にとっての問題は、金融仲介の安定的な成長となるクレジット・ブームと、泡に終わるそれとの事前的な区別であると指摘している。

また、IMF [2009c] は、国際金融アーキテクチャーにおいて改革が必要な4つの分野を指摘し、将来の改革に向けた取組みにおいてIMFが支点(fulcrum)としての役割を果

たすと述べている。4つの分野とは、①システムミック・リスクの監視、②システムミック・リスクへのマクロ・プルーデンス対応の国際的な調整、③金融規制のクロスボーダーの調整、④流動性の支持あるいは外部調整のためのファンディング、である。

さらに、その独立評価局(IEO [2011])は危機が顕在化する過程で、その主要な刊行物である*World Economic Outlook*や*Global Financial Stability Report*などにおいて、危機の兆候に気付きながらも先進国における危機の感染リスクに十分な注意を払わなかったことを指摘し、監視機能の強化が必要であると提言している。

■ 3. FSFのFSBへの改組

FSFはアジア金融危機を契機にG7の支持の下に創設された。その任務は「国際金融システムにおける脆弱性に対処し、それらの脆弱性を処理するために必要な行動を確定、監視し、金融安定性に責任ある監督当局の間での協力と情報交換を改善する」(注4)ことである。しかし、各国の監督当局、基準策定組織(SSB)、および国際金融機関が脆弱性を特定し強力な規制上、監督上、およびその他の政策を遂行するためのメカニズムとして有効性を高めるために、より強力な制度的基盤が必要であるという認識がG20を構成するリーダーの間で共有されるに至り、ロンドンG20の会議において、FSFの参加者を拡大し、

任務を拡大したFSBに改組することを決定した。

FSBは、FSFのメンバーにG20の他のメンバー、それにスペインと欧州委員会（EC）が新たに参加が認められた。また、任務として、従来の、グローバルな金融システムに影響を及ぼす脆弱性の評価、金融の安定性に責任のある規制・監督当局間の調整と情報交換の促進に加えて、以下の項目が新たに加えられた（FSB Charter, Article 2）。

- ①規制政策に対する市場の発展と意味について監視し助言する
- ②規制基準に適合するベスト・プラクティスについて助言し、監視する
- ③国際基準策定組織の作業が優先順位に従いギャップを処理するように適時に調整されて行われるように、その方針発展作業の合同戦略評価を行う
- ④監督団体の設立のためのガイドラインを策定し設立を支持する
- ⑤特にシステム的に重要な企業に関してクロスボーダーの危機管理のためのコンテンジェンシー・プランを管理する
- ⑥早期警報措置（Early Warning Exercises, EWE）を行うために、IMFと協力する

これらの任務を遂行するために、FSBは総会、運営委員会（Steering Committee）、議長、および事務局から構成される（Article 6）。総会はFSBの意思決定機関であり、その方法はコンセンサスによる（Article 7）。運営委員会は総会とFSBの方向性の間の業務上のガ

イダンスを提供する（Article 13）。総会は必要に応じて常任委員会（Standing Committee）とワーキング・グループを設置する。2012年6月時点では、4つの常任委員会（①脆弱性の評価、②監督上、規制上の協力、③基準の実施、④予算）と7つのワーキング・グループが設けられている。これらの常任委員会とワーキング・グループにはIMFも参加し、連携して取り組んでいる（注5）。

■ 4. IMFなどの他の国際金融機関とのFSBの協力関係

G20の要請を受けて、IMFとFSBはEWEと情報ギャップ分析（information gaps analysis）の2つの分野において協力関係を促進させた。EWEは確率こそ低いもののグローバル経済への大きなリスクを評価し、それらを和らげるための政策を特定し、システムミック・リスクに対するマクロ経済および金融面からの展望を統合することを目的にしている。IMFは早期警報グループ（EWG）を通じてマクロ経済およびマクロ金融の脆弱性について分析し、FSBは「脆弱性評価に関する常任委員会」を通じて金融部門の脆弱性を規制上の課題として取り組むことになった。

情報ギャップ分析は、2009年4月にG20の第2ワーキング・グループがIMFとFSFに対し次回の会合までにデータ収集強化のための適切な提案を行うことを求め、両者の合同レポートが提出された。

同レポートは、危機が金融安定性分析に関連した主要な金融部門の脆弱性についての多くのデータ・ギャップを明らかにしたとして、特に①金融部門におけるリスクの増大、②クロスボーダーの金融の関連性、③国内経済のショックに対する脆弱性、の3分野の改革が必要として、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)や証券監督者国際機構(IOSCO)と協力しながらデータ収集についての20項目にわたる提言を行っている^(注6)。その後も、G20に対して定期的にプロGRESS・レポートを提出している。

また、ロンドンG20はすべての体系的に重要な金融機関、金融市場、そして金融商品を適切な規制と監督下に置き、「規制裁定」を防ぐために、IMFとFSBに対してそれらを特定するためのガイドラインを定めることを指示した。これを受けて、IMF、FSB、BISは2009年10月にG20に対してペーパーを提出した。この中で、システミック・リスクは「(i)金融システムの全体あるいは一部の損傷によって引き起こされる、(ii)実体経済に深刻な負の結果をもたらす、金融サービスの混乱のリスク」と定義され、金融機関、金融市場、金融商品が体系的に重要であるかは、規模、代替可能性(substitutability)、そして相互関連性(interconnectedness)の3つの基準に基づいて各国の監督当局が判断している。そして、ネットワーク分析、マーケット・データに基づくリスクのポートフォリオ・モデル、ストレス・テスト、シナリオ

分析のような分析ツールと方法論を提示している^(注7)。

このように、改組されたFSBは他の国際金融機関、とりわけIMFとの協力関係を強化しているが、いくつかの課題も抱えている^(注8)。第一に、両機関の任務の一部が重複していることである。この点については、IMF自体も認識しており、責任が共有される分野については緊密な調整が必要である。第二に、各国の国際金融基準の遵守について、両機関のアプローチは衝突する可能性がある。すなわち、IMFのFSAPsとROSCsは任意のプログラムであるが、FSBの「非協力国」アプローチ(“non-cooperative jurisdiction” framework)はFSBが定めた基準を遵守しない国に対しては懲罰的な措置(negative measures)が採られるからである。この調整も必要である。第三に、FSBのコンセンサス方式による意思決定は参加国の意見対立によって行動を阻害する可能性がある。これはハード・ロー的な組織である世界貿易機関(WTO)では加盟国の利害対立から、懸案の解決に向けた試みがほとんど成果をあげず、それとは別にFTAやTPPなどの地域経済協力の動きが活発になっていることに象徴的に現われている問題である。国際金融の分野においてソフト・ロー的なアプローチが優勢であることの理由でもあるが、拘束性を強めて取り決めの実効性を高めようとするれば、同じような課題に撞着することになる。

■終わりに

FSBが創設された時、アメリカのガイトナー財務長官は、それがIMF、世界銀行、世界貿易機関（WTO）と並ぶ「第四の柱」（fourth pillar）と評した（US Treasury [2009], *Press Briefing by Treasury Secretary Tim Geithner on the G20 Meeting*, Pittsburgh, Sep. 24）。しかし、これまで見てきたように、この評価は国際金融の分野でのソフト・ロー的なアプローチの優位性に対する不十分な理解を示すものである。

そもそも国際金融の分野においては、何故、条約や罰則規定を備えるハード・ローではなく、コンセンサス方式に基づくソフト・ロー的なアプローチが優位を占めてきたのであろうか。国際金融の取決めのほとんどがグローバルなコミュニティに対しての協議事項や基準を定める非公式な政府間の組織によるものである。IMFや世界銀行は規制上の基準を策定することはないし、規制活動をモニターすることもない。ただし、両組織の場合、融資とセットになった改革の要請などが行われるため、監視が強く働くという側面がある。これに対して、WTOの場合には、加盟国間での利害対立から両者の間で報復措置（tit-for-tat）が採られることがある。WTOはこのような参加国間での係争問題を処理するために、パネル手続き、上訴手続きが定められている。

このように比較すると、ソフト・ロー的なアプローチははなはだ頼りなさそうに見えるが、バーゼル規制、国際会計基準（IFRS）など、ほとんどの国際金融基準はこの方法で実施されてきた。このアプローチの有効性を担保しているものとして次のような要因が考えられる（注⁹）。第一に、金融分野のように変化が激しく規制環境が急速に変化する場合、各国の監督当局のリーダーシップによる柔軟な対応の方が望ましいという側面がある。第二に、評判（reputational discipline）がある。国際基準は各国の国内承認手続きを経て国際的な基準として有効になるが、ある国がそれに失敗すると、監督・規制上に問題を抱えていると見られることになる。第三に、市場規律（market discipline）が考えられる。コーポレート・ガバナンス、情報開示、投資家保護などについて国際的基準を満たしていることは国際金融市場での競争力の最も基本的な条件であることはいうまでもない。そして、最後に制裁措置である。これにはIMFや世界銀行の融資の中止ないし停止といった措置があるが、もっと一般的なものはルールや基準を批准できなかった国を公表するということがある（これは「名前と恥」戦略（“name and shame” strategy）と呼ばれている）。

これらの枠組みに照らしても、FSBは初めて「国際金融アーキテクチャー」としての実質を備えた機関と判断される。国際金融システムに対するセーフティ・ネットとして一層整備・強化していくことが必要であろう。

(注1) 「国際金融アーキテクチャー」という言葉は、クリントン大統領時代のロバート・ルービン財務長官が1998年に初めて使ったと言われている。この言葉を著書のタイトルに借用したバリー・アイケングリーン (Barry Eichengreen) は、それがプロセスの性格について誤った印象を与えるとして注意を促している。つまり、アーキテクチャーという言葉は辞書的には形式や構造の統一性や首尾一貫性を意味し、金融について使われる時には現実には備えていない金融市場、金融制度そして政策が持っていない統一性や首尾一貫性を意味することになる。しかし、現実の国際的取決めは過去の行動の意図せざる帰結として展開してきたものであり、誰かの意図的な行為の結果ではないからである (Eichengreen [2011])。

アイカングリーンの指摘する通りであるが、その後、この言葉が一般的に使用されていることと、指向性としては統一性と首尾一貫性を持つ体制を追求していることから、本稿でもこの言葉を使用している。

(注2) Helleiner [2010] は、FSFとFSBの任務、参加国、内部ガバナンス、説明責任、コンプライアンス・メカニズムなどについての比較を一覧表に整理している (Appendix参照)。ここで特に際立った違いは、FSBは国際基準策定組織 (SSB) との関係性を明確にしているのに対して、FSFにおいては特定されていないことである。この点を捉えていえば、FSFは「国際金融アーキテクチャー」としての実質を備えていなかったといえよう。

(注3) IMF [2009a], [2009b], [2009c], [2009d]

(注4) Draghi [2009]

(注5) IMF [2010]

(注6) IMF and FSB [2009]

(注7) FSB, IMF, BIS [2009]

(注8) Castillo [2011], pp. 103-07

(注9) Brummer [2010]

[引用・参考文献]

- ・ Brummer C. [2010], "Why Soft Law Dominates International Finance-and not Trade", *Jour. Of International Economic Law* 13 (3) (<http://ssrn.com/abstract=1742512>)
- ・ Castillo F.R. [2011], "The International Monetary Fund and the Financial stability Board: Strengthening International Supervisory Coordination in the New International Financial Architecture", *International Finance Seminar, Harvard Law School*, Apr.
- ・ Draghi M. [2009], *Re-establishment of the FSF as the Financial Stability Board*, Prepared remarks by Chairman of the Financial Stability Forum, at conclusion of London Summit, 2 April
- ・ Eichengreen B. [2011], *Reforming the International Financial Architecture, 2011 ed.* (Keynote address delivered to the annual research conference of the Bank of Korea, Seoul, May 26)
- ・ FSB, IMF, BIS [2009], *Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments : Initial Considerations*, Oct.
- ・ Giovanoli M. [2009], "The Reform of the International Financial Architecture after the Global Crisis", *International Law and Politics*, Vol. 42: 8
- ・ Griffith-Jones S., Helleiner E. and Woods N. (ed.) [2010], *Special Report, The Financial Stability Board : An Effective Fourth Pillar of Global Economic Governance ?*, The Centre for International Governance Innovation (CIGI), June
- ・ Helleiner E. [2010a], "The Financial Stability Board and International Standards", *CIGI G20*

Papers, No. 1, June

- IMF [2009a], *Lessons of the Financial Crisis for Future Regulation of Financial Institutions and Markets and for Liquidity Management*, Feb. 4
- _____ [2009b], *Initial Lessons of the Crisis*, Feb. 6
- _____ [2009c], *Initial Lessons of the Crisis for the Global Architecture and the IMF*, Feb. 18
- _____ [2009d], *Lessons of the Global Crisis for Macroeconomic Policy*, Feb. 19
- _____ [2010], *IMF Membership in the Financial Stability Board*, Aug. 10
- _____ and FSB [2009], *The Financial Crisis and Information Gaps*, Oct. 29
- Independent Evaluation Office (IEO) of _____ [2011], *IMF Performance in the Run-Up to the Financial and Economic Crisis ; IMF Surveillance in 2004-07*
- Lombardi D. [2011], “The Governance of the Financial Stability Board”, Brookings Institution, *Global Economy and Development*, Sep.
- Schinasi G.J. and Truman E.M. [2010], “Reform of the Global Financial Architecture”, Peterson Institute for International Economics, *Working Paper 10-14*, Sep.

