

ユーロシステム下の金融の安定性再考*

Financial Stability in the Eurosystem Revisited

春井久志¹⁾

Financial instability in the 1990s, as experienced in Japan and Sweden as well as in East Asia, may give some lessons for Europe to manage their potential financial crises in the near future. This paper examines the unfinished agenda of the institutional design for financial stability in Europe. Increasing integration in the EU gives rise to cross-border spill-over effects or externalities. The present system of financial supervision by the NCBs does not incorporate these externalities. What is the best way to choose an appropriate model for Europe? Responding to the trend of cross-sector integration, two main models have emerged: a functional model (separate supervisors for prudential supervision and conduct of business) and an integrated model (a single supervisor). It will also review the theoretical foundations of prudential policy which inspired the institutional design of financial safety nets. Finally, we explore the appropriate combination of cooperation among national supervisors and minimal centralization for improving the financial stability.

Hisashi Harui

JEL : D18, E52, E58, G18, D21, D28

キーワード：中央集権化、補完原則、金融の安定性、最小限の調和、規制・監督の本国主義、金融セーフティネット

* 本稿は、2005年3月に関西学院大学（西宮市）において開催された日欧経済シンポジウム「産業イノベーションを通じた地域統合への貢献」で報告された共同研究（英語での報告）“Financial Stability in the Eurosystem”（「ユーロシステム下の金融の安定性」）を日本語に翻訳したものであり、春井（2004c）に追補したものである。

1) E-mail: haruchan@kwansei.ac.jp

1 はじめに

1.1 監督権限を伴わない金融システムの安定化

2004 年に 10 カ国の新規加盟国を受け入れた欧州連合 (EU) は、単一通貨「ユーロ」が流通する経済通貨同盟に参加する 12 カ国といまだ参加していないそれ以外の 13 カ国からなる。前者の 12 カ国は単一の金融政策と「安定成長協定」を遵守する義務を課された経済通貨同盟 (EMU) を形成している。これを「ユーロシステム」と呼ぼう。他方、通貨同盟に参加していないイギリス、デンマーク、スウェーデンおよび新加盟 10 カ国では、単一通貨「ユーロ」がそれぞれの国の「法定貨幣=法貨」ではないが、「ユーロ」銀行券や銀行預金としての「ユーロ」そのものが流通しており、商品やサービスの価格がユーロ建てで表示されている。なによりも、銀行・証券・保険などの金融商品は加盟国の国境を越えて深く相互に浸透している。これに伴い、これらのユーロ圏と非ユーロ圏との間の国境を越えた金融取引を決済するために、ペイメントシステムとして EU 諸国間には即時グロス決済システム (TARGET) が稼動している。このようにユーロを単一通貨とする 12 カ国からなるユーロシステムと区別する意味で、残りの 13 カ国を含む EU 地域全体を「ユーロ地域」と呼ぼう。

このユーロシステムにおける今もっとも論議を呼んでいるトピックの 1 つが、日本の金融システムの動揺とその処理をめぐる経験に照らした、ユーロシステムの金融の安定性をいかに維持するかという問題である。

1997 年にイギリスの労働党政権が銀行の監督責任を新しく設立された金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA) に移管したときに、労働党政権は同時にイングランド銀行 (BoE) が「全体的な金融システムの安定性」に対する責任を保留することを再確認した。しかしながら、個々の金融機関を規制・監督する権限を持たないで金融秩序 (systemic financial stability) を維持することを要請されている中央銀行の実際的な機能と責任とはいったいなにであろうか。殊に、日本を始めスカンジナビア諸国など、1990 年代後半に深刻な金融危機を経験した多くの主要国では、イギリスのケースに追随している状況が展開している。

日本では、特に巨額の不良債権を抱えて経営破綻に危機に瀕した銀行を救済して金融システムの回復に取り組むために金融庁 (Financial Service Agency) が政府機関として 1998 年に設立された。しかし同時に、日本銀行 (BoJ) は新しく制定された日本銀行法によって、国内決済システムの円滑な運営とともに、全般的な金融システムの安定性の維持にも責任が付託された (同法、第 1 条を参照)。言い換えれば、金融庁は金融機関に対する監督責任を付与され、中央銀行である BoJ は全般的な金融システムの安定性の責任および国内決済システムの円滑な運営責任を付与されたことになる。

他方、ユーロシステムでは、EU 加盟各国に所在する多数の個別の国内の金融監督機関 (場合によっては、もしくは中央銀行) がその管轄地域内の個々の金融機関を監督する責任を付託された唯一の規制機関として位置づけられている。この場合には、金融秩序の進展や動揺にともなう規制・監督権限の分割はきわめて微妙かつ複雑で錯綜したものとなる。たとえば、イギリスの場合には、2000 年に成立した金融サービス・市場法は、イングランド銀行のみならず金融サービス機構 (FSA) にもイギリスの金融市場の信頼性を維持する責任を並行的に付与している。日本の場合も、このイギリスのケースに類似している。

しかしながらユーロシステムの場合には、各加盟国を横断する組織体である銀行監督委員会 (Banking Supervisory Committee: BSC) も、あるいはユーロシステムの「法貨」を独占的に発行する権限を有する欧州中央銀行 (European Central Bank: ECB) もユーロシステム内の個別の金融機関の安定性についても、またユーロシステム全体の金融システムの安定性についてもその責任を引き受ける準備が整えられているようには見えない。

したがって、ユーロシステムのみならず経済通貨同盟を包含するユーロ地域全体の金融システムの安定性の維持を目指した規制監督制度の設計のために、日本の金融危機から若干の教訓をえることは意味のあることであろう。しかし本稿では、ユーロシステムを中心に議論を展開する。

1.2 日本の金融危機と公的資金

2005 年 4 月 1 日にいわゆる「ペイオフ解禁」が実施され、それ以降日本の預金保険機構はすべての国内銀行の預金に対する全面的な元利保証を停止した。国内銀行が破綻した場合には、1 銀行 1 口座当たり元本 1 千万円を上限とする銀行預金の元利金の完全な保証という制度は、1990 年代半ばの日本の金融危機の勃発に対応して、預金保険機構がすべての預金に対して、元利金の払い出し、すなわち「ペイオフ」を凍結・禁止した。いわば、日本の金融当局（大蔵省 [現在の財務省]、金融監督庁 [現在の金融庁]、預金保険機構、産業再生機構など）は 10 年にわたって、預金保険制度による「預金者保護」の本来の機能である「ペイオフ」を凍結してきた²⁾。

しかしながら、このような画期的な出来事が大きな混乱もなく実施されたという事実は、1990 年代半ばに勃発した「日本の金融危機」にやっとその終止符が打たれようとしている証左であるとみなすこともできよう。もしもこの判断が正しいとすれば、日本経済は不良債権や金融システムの再構築などを含む銀行制度の諸問題を解決するために、10 年間を要したことを意味する。しかしながらこの金融システムの再構築は決してコストを払わずに達成されようとしているわけではない。1992 年以降、政府や日本銀行が金融危機回避のために費やした金融機関向けの「公的資金」は約 51 兆円にのぼる。破綻金融機関の預金保護のために約 18 兆円、破綻金融機関の保有株や貸出債権の買い取りに約 10 兆円、国際決済銀行 (BIS) が要請する自己資本比率が低下した銀行への資本増強に約 12 兆円超などを投入してきた。そればかりではなく、銀行経営を資産価格などの相場変動や信用リスクから遮断するために、政府や日本銀行は銀行が保有する株式や過剰債務企業向け貸出債権まで購入した。日本の金融当局による金融危機回避のための公的資金投入金額は合計で約 51 兆円に達している³⁾。

2) 当初は、本来は預金保険の対象外であった金融商品（金融債など）までが預金保険のペイオフの対象と認定されるほど、日本の金融当局は混乱していた。なお、日本の預金保険機構の変遷については、春井・大塚（2003）（2004）を参照。

3) 2005 年 12 月 23 日付け『日本経済新聞』の表（表 1・1）を参照。

このうち日本長期信用銀行（現在の新生銀行）や日本債券信用銀行（現在のあおぞら銀行）などの金融機関の破綻で 2000 年までに約 10 兆円の「損失」が出た。これは、今後とも回収が不可能であり、国民（納税者）負担として確定した金額である。それを除いた約 41 兆円のうち、約 22 兆円はすでに回収済みである。残る約 19 兆円が今後どの程度回収でき、また 2003 年半ば以降の株式市場の回復による政府・日本銀行の買い取った資産の「含み益」の発生で、回収額をどの程度まで上乗せできるかで、最終的な「国民負担」の大きさが決まることになる（図 1 参照）。

政府・日本銀行が銀行から買い取った株式は 2005 年夏の「景気の踊り場脱出」宣言以降、日経平均株価（「日経 225」など）の急速な上昇により、株式の含み益が大きく膨らんだ。日本銀行が保有している株式の含み益が 1 兆数千億円、銀行等保有株式取得機構の含み益は数千億円に達したといわれている。さらに資本増強のために銀行が発行した優先株式を引き受けた分も、普通株式の価格上昇に見合っただけでその「評価額」があがり、含み益は約 3 兆 5 千億円に達した。これらすべてを足すと含み益は合計で約 5 兆円に増大している。これに加えて、政府の預金保険機構が破綻金融機関から買い取った貸出債権の資産価値も一部は景気回復とともに上昇し始めている。

破綻金融機関から引き受けた債権のうち、まだ損失が確定していないが、回収が進まずに損失の懸念がある公的資金はいまだ約数千億円から数兆円あるとされている。しかしその分が仮にそのまま損失となったとしても、上記の含み益などが実現すれば十分にその穴を埋めることができる。またそれだけではなく、すでに損失が確定している約 10 兆円の一部までも補うことができる可能性が高まってきている。日本経済の本格的な回復を受けて預金保険機構は取引企業の再建状況や不動産市況をにらんで、貸出債権の資産価格が高まるタイミングを見計らって回収を進める方針を示唆している。日本銀行や銀行等保有株式取得機構も株式相場の動向をにらみつつ、来年以降、順次株式など保有資産を売却していくと言われている。株式売却は、その株価自体を引き下げる要因であるから、約 10 年という長期間にわたって徐々に売却を進め、投下した公的資金の回収を完了させる考えのようである。

1.3 日本の金融危機管理

以下では、日本の金融当局による破綻金融機関や借り手企業の救済作戦を概観しておこう。

2003 年 5 月、日本で第 5 位の規模を誇る大手銀行のりそな銀行の救済のために約 2 兆円に上る公的資金が追加注入された。しかしそのほかの 3 大メガバンク（三菱東京 FG、みずほ FG、住友三井 FG）のすべてがその不良債権を大幅に削減することに成功した。日本経済のデフレからの転換が銀行の不良債権の管理を容易にし、同時に銀行の借り手である事業法人の保有株式の価値を増加させた。3 大メガバンクは、2003 年 3 月までの 1 年間に巨額の損失を計上したが、その後 2004 年 3 月末までの 1 年間にその収益を大幅に増大させた。日本の 4 番目に大きな銀行である UFJ 銀行に対する買収劇は日本の銀行業界における自信の回復を象徴する出来事であったといえる。⁴⁾ 経営破綻に瀕している最大手の流通業者であるダイエーの救済に二の足を踏んでいる UFJ 銀行の姿勢は、日本の銀行業界がやっと過去の失敗から教訓を学びつつあることを如実に示唆しているといえる。

言い換えれば、日本の銀行が 1990 年代の日本経済の長期低迷や「デフレ・スパイラル」に陥る危険に対してその大半の責任を問われる事態は不可避であろう。日本の銀行はバブル経済下の「放漫な貸出」の結果生じた、バブル崩壊後の不良債権を処理するための十分な資本を保有せず、また弱体化した企業（いわゆる「経営破綻に瀕した企業」）を生き延びさせるという社会的な圧力に直面せざるを得なかった。そのために銀行自体が 126 兆円もの不良債権を抱え込み、自らも経営破綻の危機にさらされたからである。この不良債権の総額は日本の GNP の約 4 分の 1 にまで達した。

統一通貨「ユーロ」が流通するユーロシステムにイギリス、スウェーデン、デンマークの 3 カ国を加えた欧州地域の最大の関心事の 1 つは、日本の金融危機の経験を教訓として、ユーロシステムの安定性をいかにして達成するかであ

4) 現在（2005 年 12 月）のところ、三菱東京フィナンシャルグループと住友信託銀行との間の UFJ 争奪の買収合戦は、一応前者の勝利に終わったかの印象が強いが、後者は今後とも法廷闘争を継続する意向が報道されている。

ろう⁵⁾。現在、EU25 カ国のうち 12 カ国だけが欧州経済通貨同盟 (EMU) に参加していることは周知の事実である。これら諸国は、EMU にいまだに参加していない 3 カ国とともに、欧州中央銀行制度 (ESCB) を構成している。欧州中央銀行 (ECB) はユーロを唯一の統一通貨または共通通貨として発行する独占的な権限を有している。また ECB は、EMU の第 3 段階でユーロを受け入れた加盟諸国の中央銀行とともに構成するユーロシステム内の物価の安定性 (monetary stability) を維持するという命令 (mandate) を与えられている。他方、『欧州中央銀行制度および欧州中央銀行の定款に関する議定書』(以下、『定款』) にも『マーストリヒト条約』(以下、『条約』) にも、「最後の貸し手 (lender of last resort: LLR)」機能に関してはまったく明確な条項が見あたらない。この事実は、EU 加盟各国の中央銀行および各国の金融監督機関が金融システムの安定性に対して、最終的にはそれぞれの加盟国が個別に責任を取ることが暗黙のうちに前提とされていることを示唆している。本稿の主たる目的は、ユーロシステムにおける金融システムの安定性あるいは金融秩序をどのようにして達成するか、あるいはどのような制度設計がもっともふさわしいのかについて検討を加えることである。

以下、第二節ではユーロシステムにおける中央銀行とその最後の貸し手機能について考察する。第 3 節では、欧州中央銀行制度のセーフティネットについて、その問題と課題を指摘する。続く第 4 節では、ユーロシステムにおける金融システム安定性のための調和のとれた制度設計について検討し、また危機により生じた損失の分担問題が重要であることを指摘する。最後に、第 5 節では本稿の結論を要約して結びとする。

2 ユーロシステムにおける最後の貸し手機能

2.1 中央銀行の 3 つの設立目的

春井 (2004b) は、中央銀行の設立目的を 3 つに分類し、以下のように要約している。

5) 2004 年に新しく EU に加盟した新たな 10 カ国を含むユーロ地域 (the Euro area) の金融システムの安定性をどのように維持するべきか議論は、別途検討する必要がある。

第 1 は通貨価値（物価水準／為替レート）の安定であり、第 2 は金融システムの安定であり、第 3 は政府に対する財政支援（たとえば戦費調達など）であった。イギリスの中央銀行であるイングランド銀行は戦争による政府財政の逼迫を緩和する目的で 1694 年に設立された（春井 [1992]、Capie et al. [1994]）。イングランド銀行は、いわゆる「政府のための銀行」として設立された民間の銀行であった。一般にこの第 3 の機能は、平常時には副次的な位置に置かれたため、中央銀行は最初の 2 つの機能に専念した。

約 100 年前、金が通貨価値の安定を達成するための名目アンカーとして機能していた金本位制度の下では、中央銀行を設立する意図がもっぱら第 2 の目的である金融恐慌（危機）を回避し、その悪影響を緩和することに置かれていた（春井 [1992]）。1907 年の銀行恐慌の後に創設されたアメリカの中央銀行である連邦準備制度はその典型的な事例である。19 世紀および 20 世紀の初めにおいては、金融危機（あるいは金融恐慌）は多くの国でしばしば発生した。この金本位制度の下では銀行取り付けが中央銀行からの金の流出をもたらした。一見自然な中央銀行の対応のように思われる、中央銀行による信用の収縮はかえって危機を悪化させた。それと正反対の政策、すなわちパニックを未然に防止するために中央銀行が銀行に流動性を供給することを学んでから以降は、銀行危機はまれな出来事となった。「最後の貸し手 (LLR)」として機能することによって中央銀行は流動性ショックに対する安定化メカニズム提供することが出来るようになった。この機能が、今では「バジヨット原理」と呼ばれるようになった。

しかしながら、第一次世界大戦後の金本位制度の崩壊とそれに代替した管理通貨制度（名目貨幣を裁量的に管理しうる貨幣制度）の 20 世紀は、慢性的なインフレーションに見舞われ、特にその最後の 20 年間は金融危機や通貨危機の頻発によって特徴付けられた時代であった。そのために、物価安定を達成することを中央銀行の第一義的な目的と見なす傾向が強くなり、それを達成するために中央銀行に政治的な影響からの独立性（主として、政策手段の独立性）を付与する動きが世界的な傾向となった（Fischer

[1994]。『欧州連合条約』（『マーストリヒト条約』、第 108 条、第 109 条 e(5)）によって創設された欧州中央銀行制度（European System of Central Banks: ESCB）はこの種の代表的な事例である。

他方、これに関して Padoa-Schioppa（2000）は次のように述べている。

「過去数世紀にわたって、貨幣は 2 つのアンカーを持っていた、商品（通常は金）と主権（国家の権限）である。」⁶⁾

このうち、第 1 のアンカーの金と米ドルとの結びつきが 1971 年のいわゆる「ニクソン・ショック」によって切断され、さらに約 30 年後の 1999 年には欧州で、第 2 のアンカーである主権と各国の国民通貨との結びつきまでが放棄された。欧州経済通貨同盟（European Economic and Monetary Union: EMU）は金融政策の管轄領域と銀行監督（正確には、金融機関一般の規制・監督）の管轄領域とを分離した。EMU の統一通貨、ユーロは国家から断絶された貨幣として誕生し、金融政策（貨幣管理）と銀行監督という 2 つの公的機能が分離されるという前代未聞の事態が生じた。

ユーロの法的な基礎は、上述の『マーストリヒト条約』と『欧州中央銀行制度および欧州中央銀行の定款に関する議定書』という 2 つの法律である。これらの法律は EU を構成する 15 カ国のすべてがユーロに参加することを前提に作成されていた。EU15 カ国の中央銀行を包摂する単一の中央銀行制度には ESCB という名称が与えられたのである。しかしながら、ユーロに参加しない加盟国（イギリス、スウェーデン、デンマーク）が現われたために、単一中央銀行制度を「ユーロシステム」と呼ぶこととし、15 カ国の中央銀行を包摂する組織である ESCB と区別することにする。もともと、2004 年 5 月には中・東欧や地中海の 10 カ国が EU に加盟し、EU は 25 カ国に拡大したが、これらの新加盟国のユーロシステムへの参加は未定である。

このユーロシステムは「連邦型」の組織体である。上部機関である欧州中央銀行（ECB）は非ユーロ参加国を除く、12 カ国からなるユーロシステムの金

6) Padoa-Schioppa (2000)、p.13. 但し、括弧内は引用者補足。

融政策を決定し、下部機関であるユーロ参加各国の中央銀行 (NCBs) が ECB の決定を実施する。ESCB の機関としては、一般理事会があるが、これは未加盟国のユーロ参加や金融政策・為替レート政策に関する協議や調整を行なう機関であり、ECB の金融政策の決定には関与しない。ECB は、1988 年 6 月にドイツの金融中心地フランクフルト・アム・マインに設立された。その執行機関は役員会 (Executive Board) であり、総裁、副総裁各 1 人と理事 4 人の合計 6 人からなる。また、ECB の最高意思決定機関は政策理事会 (Governing Council) であり、役員会の 6 人とユーロ参加 12 カ国の中央銀行総裁からなる 18 人で構成される。政策理事会は総裁を議長として審議し、単純多数決で政策金利などを決定する。役員会はここで決定された政策執行をユーロ参加の各国中央銀行 (NCBs) に指示し、かつ NCBs の活動を監督する。これ以外にも、政策理事会は為替レート政策を運営し、決済システム (TARGET) の円滑な運営を行なう (図 2 参照)。

2.2 金融政策と銀行監督との制度上の分離

このようにユーロシステムの金融政策は ECB によって中央集権 (centralization) 的に決定・運営されるのに対して、金融システムの安定化政策は各国の中央銀行や金融監督当局に委ねられている (「補完性原理 (principle of subsidiarity)」)。このユーロ圏の金融安定化システムの複雑性を EU の「政治統合の不完全さ」にその原因を見出した高山 (2000) は、次のように述べている。

EMU は、すでに独立発展した中央銀行と国民通貨をもって国民経済を営んできた諸国が、ユーロ国家というような政治統合を現実化しないまま、… 金融政策とユーロの発券を『連邦』・中央集権と分権の原理におくことに対し、財政主権および銀行監督・金融安定を各国責任の補完性原理におくユーロシステムの特徴は、未解決の課題を提起する。⁷⁾

1957 年の『ローマ条約』制定・ユーラトム設立から 40 年余を経て、やっ

7) 高山洋一 (2002)。

と 12 カ国が参加する EMU の成立と単一通貨ユーロの発足が実現した。ヨーロッパにおける経済統合の歩みは想像を絶するような長い時間の経過のなかでしか進展しない。国際的な金融取引や金融市場のグローバル化の進展は、その必然的な副産物として金融機関同士の競争の激化を伴いつつ、金融システムが内包するリスクを大幅に増大させている。ヨーロッパでは、補完性原理が必然的に伴う穏便な妥協が金融システムのセーフティネットの必要な改革を阻害してきた。

他方、金融市場や金融機関の国際的統合がかなり進展してとはいえ、まだまだ不完全な状態にとどまっている。銀行貸し付けや社債などの債務市場については、統合計画は着実に進捗し、金融機関の国内の金融ポジションを強化した。しかしながら、銀行のリスクがますますクロスボーダー化するのに対して、銀行の規制・監督システムは各国の金融当局に委ねられたままである。その結果、各金融市場の相互依存関係から生じる内生的なリスクは市場の脆弱性を金融システム全体の不安定化、すなわちシステムミック・リスクにまで発展させた。

このような国際金融市場の環境変化に対する金融機関や金融当局の対応はまちまちである。2001 年の「9・11 同時多発テロ」による明確なシステムミック・リスクに直面して、ECB は最後の貸し手機能としての責務を果たす用意があることを宣言した。しかしながら急激に増大しつつある債務圧力が必然的に生み出す、水面下で徐々に増殖する金融システムの不安定性については、ECB はその問題に関する情報を入手することが困難で、問題を分析し、機動的にかつ実効性のある形で介入する人材にもこと欠いている。その主たる原因は金融規制・監督システムが過度に分権化されていることにある。金融機関の規制・監督が各国レベルで行なわれ、多角的な国際的協力のメカニズムが整備されていないために、マーケット・エクスポージャー（市場の予期せぬ変動による損失可能性）は問題が危機的な状態にまで発展するまで発見されずに経過する。ESCB 内に設置されている銀行監督委員会（BSC）は単なる「協議機関」の域を出ず、ヨーロッパ全体に及ぶ金融危機に対して十分に対応する能力に欠けていることはすでに春井（2004）が指摘した通りである（図 2、表 2 参照）。

3 ユーロシステムの金融安定化のための制度設計

3.1 『マーストリヒト条約』と金融安定化のメカニズム

Lastra (2003) は、ヨーロッパの金融機関の監督制度の特徴を 3 つに要約している。すなわち、分権 (decentralization)、協力 (co-operation) および金融業務の専門化 (segmentation) である。このうちの専門化は銀行、証券、保険などの金融業務の規制・監督が明確に区別されていることを意味する。しかしこの現行の金融制度設計を加盟各国レベルで金融機関の監督当局を統合しようとする傾向が見られるだけでなく、EU レベルにおいても監督機能を中央集権化しようとする動きも見られる。

1999 年 1 月のユーロの発足以来、ECB は EMU に参加している各国の金融政策を運営している。この金融政策については中央集権化が実現しているものの、銀行をはじめその他の金融機関の監督は分権化が原則とされている。上述のとおり、Padoa-Schioppa (2000) は金融政策の管轄領域と銀行監督の管轄領域との一致が放棄されたことは EMU の出現がもたらした大きな変化である、と指摘している (表 2 参照)。

ヨーロッパにおける金融機関の規制・監督に関する権限の配分の仕方、すなわち「中央集権化」か「分権化」かの論争は、「補完性の原則」の条件を考慮する必要がある。『条約』の第 5 条は、中央銀行の金融政策機能と監督機能とを分離するか否かは金融機関の規制・監督の制度設計上、もつとも議論の分かれる問題である。中央銀行は貨幣管理 (monetary stability) と金融の安定性 (financial stability) とに関してもつとも重要な役割を果たす。物価安定は金融政策の主要な目的となった。「金融の安定性」に関する中央銀行の責務は、銀行制度の安全性と健全性の維持に特に関係する。健全な銀行制度は中央銀行のその他の 3 つの機能と密接に関連している。すなわち、銀行の銀行、監督当局 (但し、国によってはこの機能が中央銀行以外の組織体に移管されている場合もある)、および最後の貸し手である。たとえば、イギリスの場合には、金融制度の安定性はイングランド銀行の職責として留まっている。しかし金融危機が発生した場合には、イングランド銀行は『覚え書き』に規定されている原

則に基づいて金融サービス機構 (Financial Services Authority: FSA) および大蔵省 (Treasury) と協議することになっている⁸⁾。

これに対して ESCB は金融政策については明確に定義された指令 (mandate) を与えられているが、金融システム安定性の維持 (金融秩序の維持) については限定的な役割しか与えられていない。『条約』の第 105 条 5 によれば、「欧州中央銀行制度は銀行の慎重な監督と金融システムの安定とに関して所管の当局によって遂行される政策の円滑な実施に寄与しなければならない。」

『定款』の草稿では、金融機関の健全性監督 (prudential supervision) が ESCB の第 5 番目の主要な責務として含まれていたが、物価安定目的という「聖域」との利益相反を懸念したいくつかの国 (特に、ドイツ) の反対のより、『定款』(第 25 条) および『条約』(第 105 条 5) の最終版は ECB に限定的な監督機能しか付与しなかった。したがって規制・監督は ESCB の主要な責務とはならなかった (『定款』第 105 条 2)。しかしながら、同第 105 条 2 は簡単な手続きを踏めば、そのような監督機能を将来拡張することの可能性を残している。『条約』の第 105 条 6 はしばしば「可能性条項」と呼ばれている。すなわち、

閣僚理事会は、欧州委員会の健全性監督提案に基づいて、欧州中央銀行と協議した後、かつ、欧州議会の同意を得た後、全会一致により、保険事業を例外として、銀行およびその他の金融機関に対する慎重な監督 [健全性監督] に関連する政策に関して、欧州中央銀行に特別な任務を授与することができる (括弧内は筆者が補足)。

『条約』第 105 条 2 によれば、ESCB は「決済制度の円滑な運営を促進すること」を付託されている。決済制度は多くの場合、銀行制度を通して運営されるために、決済制度の監督 (ESCB の基本的な責務) を銀行監督 (その大部分が依然として各国固有の権限として留まっており、共同体固有の権限では

8) 大蔵省、イングランド銀行および金融サービス機構との間の『覚え書き』は 1997 年 10 月 28 日に公表された。www.fsa.gov.uk を参照。

ない) と分離することは難しい。この分離は法的な効力を有しており、その影響は無視できない重要性がある。たとえば、決済制度が明白に破綻したときには、ECB は最後の貸し手としての機能(「日中流動性」の供給)を果たす権限を有すると見なす場合がある。このことは、ユーロ非加盟国の中央銀行であるイングランド銀行が汎欧州即時決済制度(TARGET)に加盟する際に、ECB に対して相当額の担保資産を提供することを要請されたことから明らかである。しかし、ECB の代理として TARGET に参加している「ユーロ加盟諸国」の NCBs はこれを要請されることはなかった。⁹⁾

しかしながら、決済制度以外で発生した金融危機の場合には、ECB は最後の貸し手として機能する権限があるか否かについては『条約』や『定款』の文言は不明確である。「最後の貸し手」という文言自体が、『条約』や『定款』の条文には明記されていない⁹⁾。最近、銀行監督委員会(BSC)は、金融危機の管理の際に、EU の銀行監督当局と各国中央銀行との間のより高度の協力原則に関して『覚え書き』を公表した¹⁰⁾。もっとも、現行の協力措置が有効に機能するのかどうかについては、未だ経験していないために不明である。その有効性を確かめるためには、ヨーロッパ全体を巻き込むような金融危機を経験してみることも必要かもしれない。

3.2 主要国の規制・監督制度と EU の制度設計

(1) EU 主要国の規制・監督の現状

以上では、ヨーロッパにおける金融機関の規制・監督の制度設計あるいはその統治構造が未決定状態に留まっていることを考察してきた。規制・監督機能が各国レベルで確固として維持されているのに対して、EMU の発足以来、金

9) EU 域内の金融機関を均一に扱わなければならないと規定した「第二次銀行指令」(1989年12月採択)との整合性を保つために、ユーロ不参加国の中央銀行については ECB が「日中流動性」を供給する際の担保として、一定の準備金の拠出を義務付け、その範囲内で当該国の金融機関に ECB が流動性を供給することになった。準備金の上限はイギリスで 30 億ユーロ、デンマークとスウェーデンが各 10 億ユーロである。藤井(2002)、39 ページ参照。

10) この『覚え書き』は 2003 年 5 月 10 日に公表された。www.ecb.int 参照。

融機関の規制・監督機能を EU レベルで中央集権化することの是非をめぐって激しい議論が展開されるようになった。

イギリスやドイツのような EU 加盟国のなかには、すべての金融機関を包摂する単一の金融規制・監督機関を自国内に創設する方向に動きだした国もある。このような動きが単一のヨーロッパ金融サービス機構 (European Financial Services Authority: EFSA) を創設する道を準備するかもしれないという議論がある。『ラムファルシー報告』(Lamfalussy Group, 2001) は、加盟国の多くが単一の規制・監督構造を採用すれば、そのような可能性が実際上高くなる可能性に言及している。他方、そのような強大な権限を集中的に付与された巨大な単一の規制・監督当局は「レバイアタン」の誕生を意味し、権限の過度の集中という点で極めて好ましくなく、またアカウントビリティや透明性の点でも懸念が生じるとする批判も存在する¹¹⁾。

(2) 外部規制の根拠

私的な経済主体である民間の金融機関に対する外部規制が時には失敗するにも関わらず、私的な自主規制によって完全には代替されないことには理由がある。規制のない金融システムにおける倒産の悪影響に対して国民が強く反対し嫌悪するため、預金保険機構や外部規制システムの導入を不可避とするからである。外部規制が支持される理由はそれだけではない。規制のないシステムでは「市場の失敗」が発生し、その結果は最適状態には及ばない (suboptimal results)。またその結果は外部規制がもたらす結果よりもはるかに悪いものとなるからである。

私的な金融機関に対する外部規制の理論的根拠は 3 つある。すなわち、

- ① 独占力、もしくは寡占力の濫用を防止すること。
- ② 十分な情報を得ることが難しい顧客を搾取から守り、自助の能力が合理的には期待できない投資家を保護すること (情報の非対称性問題)。
- ③ 金融秩序維持または金融システムの安定性確保

11) 春井 (1999a) 参照。

このうち、金融システムに関する限り、規制の問題は①の独占力の抑制に関わることは少なく、むしろ②の金融サービスの消費者保護と③の金融システムの安定性により多く関わっている。以下では、後の 2 つについて考察する。②金融サービスの消費者保護は、健全性（プルーデンス）規制と業務行為規制との 2 つの側面に分かれる。さらに、業務行為規制は、機関投資家が参加する卸売市場よりも小口の個人投資家が参加する小売市場に主として関係する。

また、③で信用秩序もしくは金融システムの安定性の次元が問題とされるのは、金融機関の経営破綻の「伝染効果（contagion effect）」などの金融不安の「社会的コスト」が破綻金融機関の株主や経営者などの「私的コスト」をはるかに超過しうることにある。特に重要なのは、銀行取付の危険が健全な銀行にまで波及する「システミックリスク」が懸念される銀行部門である。金融機関のなかで銀行がなぜ「特殊」で、証券会社や保険会社にはシステミックリスクの懸念がないのかも検討に値する論点である。外部規制や監督は伝統的に一定の要請された基準（たとえば現金準備や資本、流動性などの比率や大口融資比率など）を制定する形態を取ることが多い。なお、論者によっては、規制（regulation）、監視（monitoring）および監督（supervision）を厳密に区別しようと試みるケースがあるが、以下ではこれらの語句の厳密な定義にはこだわらないことにする。ここでは、規制とは、特定の行動規範を制定すること、また監視とは、その行動規範が遵守されているか否かを観察すること。また、監督とは、金融機関の行動をより一般的な立場から管理することを意味するとしよう。

(3) 消費者保護

情報不足の小口の消費者（＝投資家）を保護する理由は 2 つある。その第 1 は、消費者が自分の資金を預ける金融機関が倒産する恐れがあることである。第 2 は、金融機関が消費者にとって不利益をもたらす行動（不適切な業務行為）をとる場合があるからである。個別の金融機関の倒産は金融システムの安定性に悪影響を及ぼすばかりでなく、同時に倒産後に自らの利益を確保する能力のない小口の預金者に損害をもたらすからである。これは、いわゆる「買い

手責任 (*caveat emptor*)」が妥当しないケースである。もともと金融機関はそれが金融機関であるという理由だけで救済を正当化するものではない。しかし金融機関の倒産の影響が消費者や金融システムの安定性に及ぶ場合には、規制・監督当局は個別の金融機関の流動性や支払い能力、リスクの程度、一般的な健全性に関して金融秩序維持の観点から関心を持たざるを得なくされる。この意味で健全性（プルーデンス）規制（*prudential regulation*）とシステムミック規制（*systemic regulation*）とはともに、金融機関それ自体の規制や監督を要請するのであって、金融機関が行う業務や機能の規制・監督とは異なる。これに対して、業務行為規制はどのような金融機関が関係しようと、金融機関の業務や機能に焦点を当てる。

ここでいうシステムミック規制とは、純粹に金融秩序を維持する上の理由からなされる金融機関の安全性や健全性に関する規制である。前述の通り、その理由は金融機関倒産の社会的コストがその私的なコストを凌駕することにある。一方の健全性（プルーデンス）規制は、たとえば金融機関の倒産がシステムミック・リスク（金融秩序の不安定化）を伴わない場合においても、消費者が損失を蒙る場合に発動されるという意味で、消費者保護を考慮した金融機関の安全性と健全性とに関する規制である。

① 健全性（プルーデンス）規制

健全性（プルーデンス）規制が要請されるのは、金融機関と取引する消費者がその金融機関の安全性と健全性を判断する立場にない場合である。健全性（プルーデンス）規制が必要とされるのは、消費者が不完全な情報しか持ち得ず、金融監督機能の業務に関してエイジェンシー問題が発生すること関係している。したがって、システムミックリスクがほとんど存在しない生命保険会社や個人年金基金の場合にも、健全性（プルーデンス）規制はその意義を失わない。後者の事例としては、1990年代前半にイギリスで公表された「個人年金不正販売事件」がある〔詳細は、FSA（2000）と齋藤美彦（1999）を参照〕。

金融秩序維持あるいは健全性（プルーデンス）を理由に課される規制は類似しているとはいえ、これらの規制は同一の機関によってなされる必要はないし、またなされるべきでもない、とする主張がある。重要なのは規制の目的の

違いにあるからだという。もしも単一の規制機関がシステミック規制と健全性（プルーフデンス）規制の両方を行う場合、規制の目的は異なった規制手段や方法を必要とするのに、異なった金融機関に同一の要請をしてしまう危険性があるという。1997年に成立したイギリスの労働党政権が乗り出した金融監督システム改革は、まさにここで危惧されている単一規制・監督機関（Financial Services Authority）を創設したことが注目される〔春井（1999b）参照〕。

② 業務行為規制

業務行為規制は、金融機関がその顧客である消費者とどのように業務を営むかに注目する。この規制には、情報の公開や金融機関およびその従業員の正直さと誠実性、金融機関の業務遂行能力、公正な業務慣行、金融サービスや金融商品の販売方法などを含む。プリンシパル（金融機関）とエイジェント（消費者）との間に情報の非対称性が存在する場合、金融アドバイスに伴う潜在的なプリンシパル・エイジェント問題を最小限度に抑えるためには、金融アドバイスに客観性についての指針の設定が求められる。この規制は、金融機関の不適切な行動によって消費者の利益が損なわれた場合に行われる補償のための手続きをも含む。総括的にいえば、業務行為規制は金融機関の安全性や健全性を確保することを意図したものではなく、消費者に対する適切な行動や業務慣行に関する規則や指針を制定することを狙いとしている。業務行為規制の理論的根拠は Llewellyn（1995）が詳しい。

(4) モラルハザードと消費者教育

上で考察したように、金融サービスの消費者の要請（需要）が存在する限り、規制・監督当局は金融機関に対する規制サービスを提供（供給）する。しかし重要なのは、規制にはコスト（費用）が不可避であり、またそのコストが直接・間接を問わず、最終的には消費者に転嫁される、ということを十分に認識しておくことであろう。

金融機関に対する規制は市場メカニズムをとおして供給されるものではない。また、消費者はどのような種類の規制が要請されるのか、どの程度までの価格を規制サービスに支払う用意があるのか、あるいはどの程度まで厳しくか

つ有効な規制を要求しているのかを明確に示すことは通常しない。したがって、規制は常に、規制の費用と便益とが比較考量され、両者の間のトレードオフ関係についての不断の判断を必要とする。このような理由のために、時として生じる金融機関に対する規制の中断や規制の失敗などは、有効な規制システムの構築と改良に不可避免的に伴う必要なコストとして認識される必要がある。規制の失敗を 100 パーセント取り除く非常に厳しいかつ完璧な規制システムを確立するのに要する費用（コスト）は、それがもたらすと期待させる便益をはるかに超えてしまうであろう。

したがって、すべてのリスクを回避することは不可能であること、また「最適な規制」のレベルでは消費者が金融サービスを契約する際に、間違った選択をする可能性をすべて除去することはできないことなど、金融機関の規制や監督には限界があることを認識する必要がある。金融は本来、リスクを伴う経済取引であるから、金融サービスの消費者（投資家）からすべてのリスクを除去するような程度の厳しい、完璧な規制システムを構築しようとするのは金融の本質的な機能そのもの、金融サービスに関する契約それ自体を否定してしまうことを意味する。公共政策についての取り決めや制度は金融サービスの消費者が当然払うべき「注意」を払うような誘因を、取り除くようなものであってはならないのである。

既に述べたように、規制にはモラルハザードを必然的に生み出す潜在的な欠陥や短所がいくつかある。そのなかでも、特筆すべき欠陥は金融規制が不可避免的に生み出す「暗黙の契約 (implicit contract)」の危険である。規制・監督機関が創出され、規制のための諸要求基準などが確立されると、金融サービスの消費者と規制・監督機関との間に「暗黙の契約」が締結されたかのような認識や了解が生じる危険が発生するからである。すなわち、金融機関に対する「認可手続き」が存在する以上、何らかの規制が確立され、また金融サービスの供給者は規制当局によって認可・監督されているので、認可された金融機関は「安全」である、と消費者は暗黙のうちにかつ一方的に仮定するからである。この暗黙の契約は消費者が金融サービスを利用する金融機関の安全性について、自分自身では十分な注意を払う必要がなくなるとの印象を醸出するという、明ら

かな危険を生み出す。これが規制のモラルハザードである。規制それ自体が十分な注意を払う必要はない、また金融サービス取引において消費者には「買い手責任」という自己責任原則は妥当しない、どの心象（イメージ）を創り出す。

このようなモラルハザードは、外部から課されるあらゆる形態の規制に不可避的に伴う根本的な弊害であり、金融機関を利用する消費者と規制を受ける金融機関との双方に有害な誘因を生み出すことになる。一方で消費者は規制が安全性と善意の行為を保証するすると仮定し、他方で金融機関は規制・監督者の要請項目の名目的な部分だけを遵守すれば事足りると仮定するからである。これは、いわば規制が生み出す「双子の危険 (twin-risks)」である。

したがって、公共政策の観点からは、規制にはおのずから限度があり、またその限度の範囲内においても「規制の失敗」の可能性があること、リスクを完全には回避できないこと、さらには規制の最適レベルは金融サービスの契約の際に消費者が誤った選択をする可能性を排除するものではないことなど、金融規制・監督の限界について消費者の意識を認識し、かつ消費者意識を促進・向上させる啓蒙・教育を整備し充実させることが重要な課題となる。消費者は、規制や監督があらゆる損失の可能性から彼らを保護するものではないことを改めて認識する必要がある。

4 金融安定化政策の調和・統一

4.1 金融のグローバリゼーションと EU

EU の金融部門は、1980 年代後半以降規制の緩和と再規制とを繰り返してきた。「諸規則の最小限の調和 (minimal harmonization of rules)」と「本国監督主義 (home country control)」を基本とする単一市場制度構想が、銀行、保険および証券の各金融市場で次々と実行されてきた。しかし 1990 年代末までには、EMU の影響を受けて、現行の制度が不十分であり、2005 年までに真に統合された金融市場を創設するために 42 の指令を採用する計画が金融サービス行動計画 (Financial Services Action Programme) によって設定された。さらに、ラムファルシー委員会 (Committee of Wise Men under Chairmanship

of Alexandre Lamfalussy) は EU の金融規制を市場の実状に合わせて緩和する提案を示した (Lamfalussy Group, 2001)。

その間にも、金融機関の規制・監督構造の再設計は進行しつつあった。各国レベルでは、イギリスの金融サービス機構 (FSA) の創設がその典型である。また、EU レベルでは、ECB の創設とともに論争が始まったが、ECB は金融監督の分野ではまったく権限を付与されていない。このために、本国監督主義は進展する金融市場の統合を一致し続けることができるのか、あるいは EU レベルではまったく別の監督構造が必要とされるのかが、問題とされた。

この論争に参加した主役は 4 者である。①各国の金融監督当局、②ECB、③欧州委員会 (European Commission)、④金融機関および証券市場である。そして、論争の主題は 5 つある。すなわち、各国中央銀行 (NCBs) の役割、②金融監督における ECB の役割、③金融規制・監督のシステム (統合型か分離型か)、④本国監督主義の現実妥当性、⑤監督当局間の協力体制の適合性、である。

4.2 分権的金融安定化政策の限界

伝統的には、金融監督の構造は金融サービス部門における金融業務分野別モデルに基づいていた。一般的には、表 6 に見られるような銀行、保険、証券といった金融機関はそれぞれ独自の監督当局を有していた。しかしこれら当局の中央政府からの自律性はそれぞれに異なっていた。監督構造が EU のレベルでもっとも同質的であったのは保険業界であり、もっとも異質的であったのは証券業界であった。1990 年代初めまで、銀行業界は主として中央銀行によって監督されているか、あるいは中央銀行と密接に協力して監督されていた。

しかしながらその間に、中央銀行が銀行の監督に関わる関係が徐々に希薄化していった。その主要な理由は、『マーストリヒト条約』が規定した物価の安定という目的を達成するという中央銀行の役割と銀行監督への関係が利益相反を引き起こすことが懸念されたからである。金融はますます複雑化し、伝統的な金融業務分野を超える取引が増大してきたので、統合型の金融監督当局が望ましいとの主張が有力となってきた。

上で見たように、ここでは金融監督当局は 2 つの目的を持つと考える。第 1 に、金融システムの安定性の維持であり、第 2 に、消費者保護である。統合モデルと分離モデルの図式的な比較は Lannoo (2002、表 4) を参照されたい。

金融機関の監督構造に関する論争は未だ決着を見ていないが、金融市場のグローバル化や巨大な金融コングロマリットの登場を考慮すると金融業務の分離はますます曖昧になって行き、その結果、金融監督の効率を高めるためにはこれまで以上に目的志向別の構造をとる方向に進展して行くのではないかと推察される。すでに上で考察したように、監督目的は 3 つ考えられる。第 1 に、金融システムの安定性を監視すること、第 2 に金融機関の健全性（プルードンス）規制、第 3 に金融機関の業務行為規制である。この業務行為規制は、透明性、情報開示、公明正大な慣行、市場参加者の質の確保などに関わる。第 1 の金融システムの安定に関わる当局は、金融政策の運営あるいは全体的な金融システムの安定性に影響するマクロの健全性問題に集中的に取り組む。他方、金融機関の健全性に関わる当局は、個々の金融機関の支払い能力や経営の健全性を監督すると同時に、消費者保護や投資者保護を遂行する。

このような「水平的な監督構造」は、1997 年の「ウォリス委員会調査」を経て、オーストリアで実際に制度化された。オーストリア健全性規制庁は健全性の観点から金融機関を監督する。中央銀行であるオーストリア準備銀行は金融システムの安定性を監視し、必要になれば流動性支援も行なう。オーストリア証券・投資委員会は金融市場の質と業務行為を監督する。

単一の当局かあるいは専門化された個別の当局かの議論は、その解答が容易でないことを示唆している。監督の視点からは、欧州金融サービス機構 (EFSA) 構想は、各国レベルの単一規制当局と同じ困難をいっそう増大させる。また、規制の視点からは、主要な規則だけが調和しており、その他の規則は各監督領域ごとに競争的に調整されることに任されており、単一市場原則と両立しうるように調整することは難しい。さらに、政治的視点からは、各国レベルの監督よりも連邦レベルの監督の方が効率が良いことが証明されたならば、『条約』を修正するという煩雑な手続きを伴う。

もっと難しい問題は、金融機関の監督はアカウントビリティを意味するう

え、金融危機が生じた際に金融機関を救済するための徴税権が関連してくる。前者は対応が可能だが、後者はきわめて難しい。単一の EFSA は、加盟各国間の救済コストの分担について明確な合意を確立するのに必要な権限を付与されていないからである。

4.3 適切な規制・監督と金融安定化のコストの分担

(1) 適切な規制・監督システム

もしも本国監督主義が EU の基本的な金融監督の原則として温存されたならば、各監督当局は、2 国間および EU 全体の協力関係を円滑に機能させることが必要となる。前述の『覚え書き』は法的権限をもたない各監督間の合意文書であるが、それぞれの関係当局の業務や義務を具体的に設定しなければならない。

EU にはすでに規制・監督当局の協力を促進するための委員会がいくつか設置されている。その大半はヨーロッパにおける欧州統合の開始と共に設置されたのである。表 5 は規制・監督・金融システム安定をそれぞれ担う委員会を列挙したものである。もっともこれら 3 つの業務は明確に定義されていないので、区別は恣意的である。このうち証券業分野が委員会の数では一番多いが、ほとんど権限がない。もっとも進展しているのが銀行業分野である。

銀行業分野には、3 つの委員会がある。「銀行諮問委員会 (Banking Advisory Committee: BAC)」は、主として欧州委員会に対して、銀行業分野における EC レベルの立法の起草や実行における政策問題に関して助言する。

1972 年に設立された「協議会 (Groupe de Contact)」は欧州経済地域 (EEA) の銀行監督当局だけで構成され、過去 30 年近く銀行監督政策や慣行について協議してきた。1999 年の EMU 発足にともない、これを引き継いだ ECB の「銀行監督委員会 (BSC)」は、マクロの健全性問題や金融システム安定性問題を議論するために、ユーロシステム圏内だけでなくすべての EU 加盟国の監督当局を集結させている¹²⁾。

EU にはマクロの健全性監督が存在しないとの批判に答えて、最近 ECB は

12) Cf. ESFRC (1998).

そのような役割を果たすように BSC に対して指示を出した¹³⁾。1999 年の「ロシア危機」の際に、ヨーロッパの銀行は新興市場国に対して巨額のリスクを抱えていたが、これをヨーロッパの視点から監視する機関は 1 つもなかったといわれている。金融危機はインターバンク市場を通して各国市場に瞬く間に波及し、それがもたらす外部性も極めて大きいと考えられる。このような事態に対処するように、欧州システミックリスク監視機構 (European Shadow Financial Regulatory Committee) の設立が提案された。

(2) 金融安定化のコストの分担

EU における適切な規制・監督システムを構築することは EMU 発足当初からの政策課題であったが、あまり切迫した問題だとは捉えられてこなかった。この政策課題は、規則の厳密な執行の必要性、リーテイル金融市場の開放の必要性、および EU における金融システムの安定性監視・金融危機の防止と管理の問題であった。最近、これに加えて①「ラムファルシー報告以降」の各委員会の機能の問題と②「新バーゼル合意 (Basel II)」の実施問題が新しく追加された。

① 規則執行の改善

EU 規制の執行が問題を抱えていることは何年も前から認識されていたが、『ラムファルシー報告』によっていつそう注目されるようになった。この報告書は証券市場の規則の執行を改善するためのかなり複雑な構造を勧告した。この提案された構造は、証券以外の金融部門にも置き換え適用することができる。これに含まれている提案は事実、望ましいものであるが、その成果を評価するにはあまりにも短い時間しか経過していない。

② 消費者金融市場の開放

消費者金融市場の統合の欠落は古くて新しい問題であるが、これは未だ解決にはほど遠い状況にある。問題の核心は、本国監督主義や規則の最小限の調和という下での市場アクセスを自由化する金融市場立法と、主として各国の所

13) Cf. ECB (2001b).

轄であり、市場統合のためには最大限の調和が必要とされる消費者保護立法との調整が困難であるということにある。消費者保護立法は、あまりにも対象範囲が広いため、調整しようとする EU の試みは常に不十分なものとなる。各加盟国は、他の加盟国の金融機関が国境を越えて販売した金融商品は自国の規則に馴染まないと主張する。このような永遠のジレンマを解く方法は、各国がその後者の制度を自国と同等のものと認知し、調整措置のなかに受入国 (host country) の規則の適用に「サンセット」条項を規定することが必要とされる。

③ 金融システム不安定性・金融危機の管理

金融システムの安定性監視や金融危機の管理の問題は、EMU の発足当時から議論されてきた。現在では、金融危機管理において ECB と経済金融委員会 (Economic and Financial Committee) が何からの役割を果たすことが一般に了解されているが、公には公表されていない。しかしこれに関しては 3 つの問題が指摘できる。1) 誰が監視するのか、2) 相互に影響し合うユーロ地域は EU かそれともヨーロッパか、3) 誰が責任主体で、誰がコストを負担するのか。

『マーストリヒト条約』の下では、金融システムの安定性を監視するのは NCBs であり、ECB ではない。ECB の BSC によるマクロの健全性監督についてはある程度の協力があるが、フランクフルトに所在する ECB による監視は弱体であり、国境を越えた金融取引・活動を監督する能力は決して十分ではない。ユーロシステムに関するかぎりは、ECB は明確な役割をもっている。しかしその役割はユーロシステムに限定的されており、EU レベルの協力関係はユーロシステムのそれよりも弱体である。それに対して、リスクの程度は前者に比べて後者の場合がより少ないとは決して言えない。証券の中央決済制度については、ECB はそれがユーロシステム内に設置されるべきである言明している¹⁴⁾。しかし ECB の役割は、決済制度に限定されており、その言葉の厳密な意味では、証券の決済には責任が及ばない。

EMU 発足後 7 年が経過した現在も、金融危機管理に関する曖昧さは依然と

14) Cf. Tygesen (2002).

して改善されていない。金融危機管理の手続きや責任の所在に関する曖昧さは、金融危機管理についての信頼性やアカウンタビリティ、またその有効性をも減じる恐れが強いため、決して「建設的」ではない。現行の危機管理システムは協力関係の改善策の域を出るものではない。したがって、もしもヨーロッパ全体に影響する金融機関の経営破綻が発生すると、各国の金融監督当局や加盟各国の政府（財政当局）は誰が責任を負うのか、あるいは誰が救済コストを負担するのかについて、大いに混乱するものと考えられる。少なくとも、大半の関係者の同意するところとしては、現存の 2 国間における『覚え書き』に金融危機管理の手続きを書き加えることぐらいであろう。また、金融監督当局間の情報交換における法的な障害を除去することも必要であろう。しかしながら、それ以外の項目については、依然として曖昧さが残ることになるであろう。

『ラムファルシー報告』が示唆した画期的な前進策は、欧州金融サービス機構（EFSA）の設立を政策課題から実行に移すことになるかも知れない。同報告書は、提案された方式が実現されない時には、単一の EFSA の設置を検討すべきであると示唆している。

しかしながら加盟各国間の金融監督の機能的協力は EFSA よりもはるかに適切であるとする主張がある。Lannoo (2002) はその理由を以下のように列挙している。第 1 は「補完性原理」に基づく単一市場と単一の EFSA とを調和させることは極めて困難であること、第 2 は規則の最小限の調和であり、第 3 は本国監督主義である。

(3) 「新バーゼル合意 (Basel II)」の実施

バーセルの自己資本比率規制委員会の見直しは、多くの問題を提起している。金融危機管理の観点に関していえば、もっとも重要な見直し点は、①EU 法における Basle II の置き換え適用、②各関連指令を技術的に適用するための BAC の役割、③EU における監督慣行の（非）収斂に関する「監督見直し」の影響である。

見直しの第 1 の柱に関して、ラムファルシー委員会の提案している証券委員会と権限が限定されている BAC とをどのように調和・結合するのは極め

て難しい課題である。監督慣行の収斂も重要な課題の1つである。見直しの第2の柱は、経営困難に陥った銀行にどの時点で当局が介入するのかを決定することである。この権限は監督慣行を協調させないで置くための口実として各国の金融監督当局によって悪用される恐れがある。最後に、見直しの第3の柱として、このような新しい慣行はヨーロッパではまだ新奇で、十分に発達していない。EU内で半年ごとに報告書を公表している多くの上場銀行は、合衆国のその半分程度である。合衆国では基本的な慣行である四半期ごとの報告書を作成しているEUの銀行はほとんど皆無に近い。銀行の情報開示は、さらに、会計基準の相違を反映した問題を抱えている。しかし欧米間では、国際会計基準の統一への動きが活発化しており、近い将来、会計基準の国際的な統一が実現する見通しであるといわれている。

(4) EUの預金保険制度

1994年、預金保険に関するEU指令はある最小限の基準を満たす公的な預金保険制度を1995年までに設計するようにとの命令を出した。その後、1人当たり20000ユーロ（約300万円）を限度額とする預金保険制度が加盟各国ごとに整備された（表7参照）。しかしながら、連邦予算額が大きく制約されているため、連邦レベルの預金保険制度を考えることはできない。しかしいくつかの改善策が考えられる。①現行の官民並存の制度と異なり、公的な制度に統一すること、②事前的な基金の積み立て、③リスクに応じた可変保険料率の採用、である。

5 おわりに

5.1 ヨーロッパの金融安定化モデルは可能か？

あらゆるレベルでの金融監督当局の協力関係の強化は、大きな進展を見た（表5参照）。しかしながら、単一の金融監督当局を創設することがすべての問題を解決するわけではない。将来望まれる金融監督構造は、監督目的を基礎にしたヨーロッパ金融制度の再設計であり、いつそうの中央集権化が必要か否か

の検討であろう。健全性監督の点では、協力の構造はすでに存在しているが、解決すべき問題も多く残されている。たとえば、本国監督主義の簡素化・効率化や『覚え書き』の改良、情報交換のメカニズムと質の改善などである。しかしもっとも重要な課題は、EU における監督慣行の標準化であろう。この点での進捗は未だその緒についたところである。バーゼル合意の見直しも重要な影響を与える。

業務行為規則の点では、調和の必要性は少ないが、加盟各国は自国市場を保護するための口実を探る機会を模索することになる。

5.2 金融監督システムのトリレンマ

国際金融の分野では、有名はトリレンマが指摘される。すなわち、固定為替レート、完全な資本移動の自由、および各国の金融政策の独立性は、同時には成立しない、というものである。欧州通貨制度 (EMS) の経験の中で、金融政策の独立性を放棄して、欧州通貨同盟 (EMU) を創設することになった。EU は金融システムの安定性について、同様の問題に遭遇することになった。すなわち、①統合された金融市場、②安定的な金融システム、および③各国レベルの金融監督制度である。2004 年 5 月以前の段階では、15 カ国からなる EU の金融市場を統合することは、特にリーテイル市場については、十分に完成しているとは言えない。金融サービス行動計画のような政策提案は、残存する障害を除去することを目的としている。しかし金融監督の外部性が増大し、監督システムの統合が進み、汎ヨーロッパ的な金融機関が登場するようにつれて、ヨーロッパ全体の金融監督当局間の協力が望ましいと考えられるようになるであろう。しかしながら、このような統合への動きは、金融危機管理において生じうる金融機関救済の「財政負担」を各国別にどのように分担するかという極めて難しい問題を引き起こす。現状では、救済資金の源泉となる欧州議会の財政規模が小さいことを勘案すれば、少なくとも当面は、救済コストを各国の財政当局が負担することに落ちつくであろうと推察される¹⁵⁾。

15) EU 各国の預金保険制度も依然として調和が取れていないので、「ペイオフ」の発生する場合には各国間の負担の分担問題が生じる。これも、金融システムのセーフティネット構築における未解決の統一問題の 1 つである。春井・大塚 (2003) を参照。

現段階では、ヨーロッパ全体の金融監督システムの青写真あるいはグランドデザインを提示することは時期尚早であり、選択可能なモデルを提示するに留めるべきであろう。金融部門間の統合、あるいは金融業務の垣根の撤廃が進んでいる現状を考慮すれば、ヨーロッパでは2つのモデルが考えられる。①健全性監督と業務行為監督をそれぞれ担う別個の監督当局からなる機能的モデルないしは目的別モデルと②単一の金融監督当局からなる統合モデルである。このいずれのモデルにおいても、ECBは最後の貸し手としての機能を明確に公表する必要がある（表3参照）。

しかしながら、金融監督の目的である金融システムの安定性、金融機関の健全性監督、および金融サービス消費者の保護を達成するという観点から、EUにとってもっとも優れたモデルについての評価を下すには、いまだ時期尚早の感が強い。25カ国に拡大した現状のEUへの適応はなおさらである。

最後に、ヨーロッパ全体の金融監督の政策スタンスとして重視すべきことは、金融システムの効率性と安定性をもっとも良く実現することを目指すことであろう。そのために必要とされる主な要素は、監督技術、市場規律、および民間部門によるコントロールである。このことはまた、ヨーロッパ全体の金融市場の競争条件を公平にすることにも大いに寄与するものと考えられる。

以上を要約するような3つの勧告を以下に記して、結びとしたい。

- 1) 金融監督に関する2本柱、本国監督主義と相互承認は、金融危機時における責任の明確な分担に関して、またヨーロッパで運営されているすべての金融機関が有効な「主たる金融監督機関 (a lead supervisory authority)」を持つことを保証する機構とによって、早急に補完する必要がある。
- 2) システミック・リスクを監視する汎ヨーロッパ的な機構を設立する必要性が高まっている。
- 3) 最後の貸し手機能責任の所在、特にECBとNCBsとの間の責任分担に関する曖昧さを早急に除去する必要がある。

参考文献

- 岩田健治編著 (2003) 『ユーロと EU の金融システム』日本評論社。
- 高山洋一 (2001) 「ユーロシステムの中央銀行論」(2001 年度日本金融学会秋季大会での研究報告レジュメ)、9 月 30 日。
- 高山洋一 (2002) 「ユーロのペイメントシステムと銀行監督・金融安定問題」『大東文化大学経済論集』、第 80 号、12 月。
- 武田哲夫 (2003) 「中央銀行と金融システム」『拓殖大学論集』第 5 巻第 3 号 (5 月)。
- 春井久志 (1992) 『金本位制度の経済学』ミネルヴァ書房。
- 春井久志 (1996) 「中央銀行の独立性：イギリス—金融政策の信頼性確保を目指して—」『月刊金融ジャーナル』、1996 年 7 月号。
- 春井久志 (1997a) 「中央銀行の機能をめぐる諸問題—中央銀行論 (Central Banking Theory) を目指して—」『金融経済研究』、第 11・12 号、3 月。
- 春井久志 (1997b) 「イングランド銀行の独立性」『金融経済研究』、第 13・14 号、11 月。
- 春井久志 (1998) 「中央銀行機能の生成・発展」『経済学論究』、第 51 巻、第 1 号、1 月。
- 春井久志 (1999a) 「金融政策レジームとイングランド銀行法改正」『商学論究』、第 46 巻、第 3 号、3 月。
- 春井久志 (1999b) 「イギリスにおける金融監督システム改革— Financial Services Authority を巡って—」『経済学論究』、第 52 巻 3 号、3 月。
- 春井久志・大塚茂晃 (2003) 「預金保険制度の目的と付保預金限度額」『経済学論究』、第 57 巻 3 号、12 月。
- 春井久志 (2004a) 「イギリスにおける金融サービス消費者の保護システム—金融サービス機構 (FSA) を中心に—」『経済学論究』、第 57 巻 4 号、3 月。
- 春井久志 (2004b) 「欧州中央銀行制度の最後の貸し手機能」、田中素香・春井久志・藤田誠一編『欧州中央銀行の金融政策とユーロ』有斐閣、第 4 章。
- 春井久志 (2004c) 「ユーロシステムにおける金融の安定性」『経済学論究』、第 58 巻 3 号、12 月。
- 藤井良広 (2002) 『EU の知識 (新版)』日本経済新聞社。
- 斉藤美彦 (1999) 『イギリスの貯蓄金融機関と機関投資家』日本評論社。
- 家森信善 (2004) 「ペイオフはグローバルスタンダードか? —米・韓・独の預金者保護制度からの教訓—」『生活経済学会研究』、3 月。
- Aglietta, M. (2000) “A Lender of Last Resort for Europe”, in Goodhart (2000).
- Aglietta, M. and L. Scialom (2003) “The Challenge of European Integration for Prudential Policy”, Special Paper Series, No. 152, LSE Financial Markets Group.

- Benston, G. J. and G. G. Kaufman (1996) "The Appropriate Role of Bank Regulation", *Economic Journal* 106:436, May.
- Bruni, F. and De Boissieu, C. (2000) "Lending of Last Resort and Systematic Stability in the Eurozone", in Goodhart (2000).
- Carletti, E. and P. Hartmann (2002) "Competition and Stability: What's Special about Banking?", Special Paper Series, No. 104, LSE Financial Markets Group.
- European Central Bank (2001a) "The role of central banks in prudential supervision", April.
- European Central Bank (2001b) "The Eurosystem's policy line with regard to consolidation in central counterparty clearing", September.
- European Central Bank (2001c) *Monetary Policy of the ECB*. (小谷野俊夫・立脇和夫訳 [2002] 『欧州中央銀行の金融政策』 東洋経済新報社。)
- Economic and Financial Committee (2001) "Report on Financial Crisis Management", *European Economy Economic Papers*, No. 156, Brussels.
- European Shadow Financial Regulatory Committee (1998) "EMU, the ECB and financial supervision", Statement No. 2, October.
- Financial Services Authority (2000) "Personal pension mis-selling: the facts", April.
- Goodhart, C. A. E. (1993) 'Institutional Separation between Supervisory and Monetary Agents', in C. A. E. Goodhart (1995) *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (1995) *The Central Bank and the Financial System*, Macmillan.
- Goodhart, C. A. E. (1996) 'Some Regulatory Concerns', *Swiss Journal of Economics and Statistics* 132 (4/2).
- Goodhart, C. A. E. (2000) "Introduction", *Which Lender of Last Resort for Europe?*, Central Banking Publications.
- Goodhart, C. A. E. and P. Hartman, D. Llewellyn, L. Rojas-Suarez and S. Weisbrod (1998) *Financial Regulation: Why, how and where now?*, Routledge.
- Goodhart, C. A. E. and D. Schoenmaker, (1995) 'Should the Functions of Monetary Policy and Banking Supervision be separated?' *Oxford Economic Papers* 47.
- Goodhart, C. A. E. (2002) "Myths about the Lender of Last Resort", in Goodhart, C. A. E. and G. Illing eds. *Financial Crises, Contagion, and the Lender of Last Resort : Reader*, Oxford University Press, 2002.

- Harui, H. (1997) "Japan's Financial Problem: Causes and Prospects", *Loughborough University Banking Centre Research Paper* 108, June.
- Heller, H.R. (1991) "Prudential Supervision and Monetary Policy", in J.A. Frenkel and Mervyn M. King, and C. A. E. Goodhart (1989) "Financial Stability and the Lender of Last Resort Function : A Note", Special Paper Series, No. 2, Financial Markets Group.
- Lamfalussy Group (2001) *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 15 February.
- Lannoo, K. (2002) *Supervising the European Financial System*, LSE Special Paper Series, No. 137, LSE Financial Markets Group.
- Lastra, R. M. (2003) "The Governance Structure for Financial Regulation and Supervision in Europe", The London Financial regulation Seminar, LSE, 19 May 2003.
- Lindgren, C. -J., G. Garcia and M. I. Saal (1996) *Bank Soundness and Macroeconomic Policy*, International Monetary Fund.
- Llewellyn, D. T. (1995) 'Regulation of Retail Investment Services', *Economic Affairs*, Spring.
- Llewellyn, D. T. (1996) 'Re-engineering the Regulator', *The Financial Regulator*, 1:3, December.
- Padoa-Schioppa, T. (2000a) "The Eurosystem and financial stability", Speech at the Belgian Financial Forum, Brussels, 10 February 2000.
- Padoa-Schioppa, T. (2000b) "Emu and Banking Supervision", in Goodhart (2000) .
- Schoenmaker, D. (1993) "Contagion Risk in Banking", LSE Financial Markets Group Discussion Paper 239, London School of Economics, March.
- Smaghi, L. (2000) "Who Takes Care of Financial Stability in Europe?", in Goodhart (2000) .
- Tygesen, N. (2002) "Comments on The Political Economy of Financial Supervision in Europe", in J. Kremers, D. Schoenmaker, and P. Wierts (eds.) *Financial Supervision in Europe*, Edward Elgar, Cheltenham.

図1 日本の銀行の不良債権残高

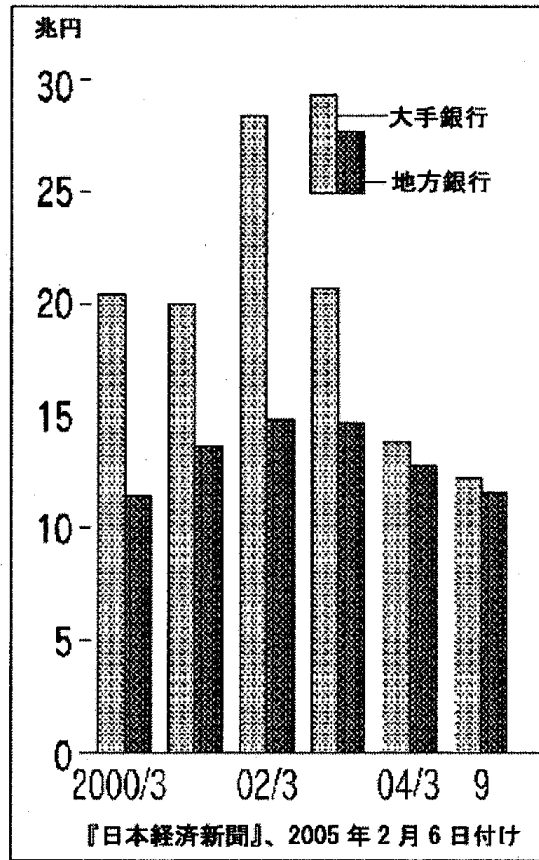
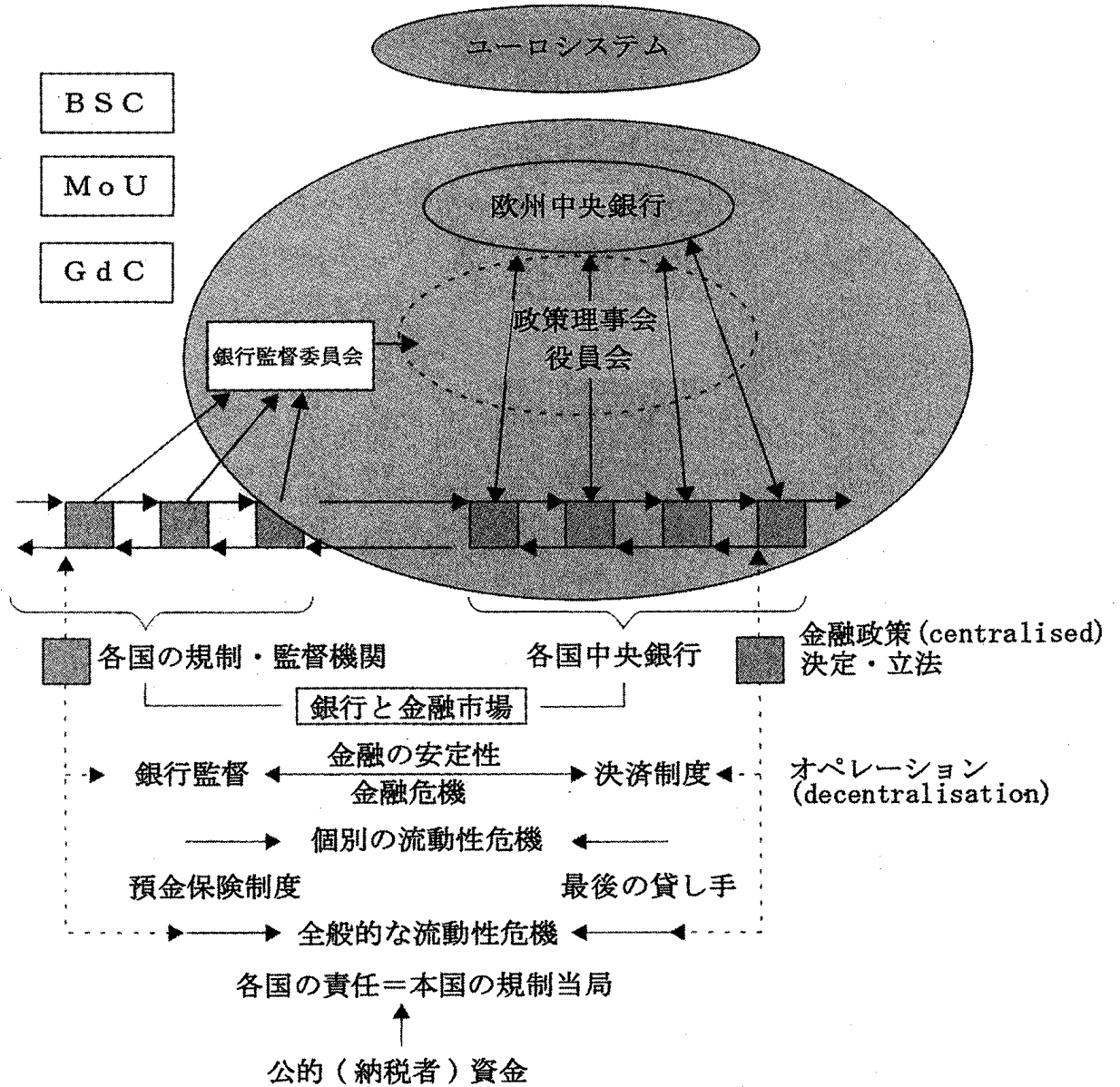


図 2 ユーロ地域と各国の規制・監督機関

(Decentralisation principle · decentralised environment of the Eurosystem)



出所：高山 (2001a).

図 3 危機管理システムの設計（総合的フレームワーク）

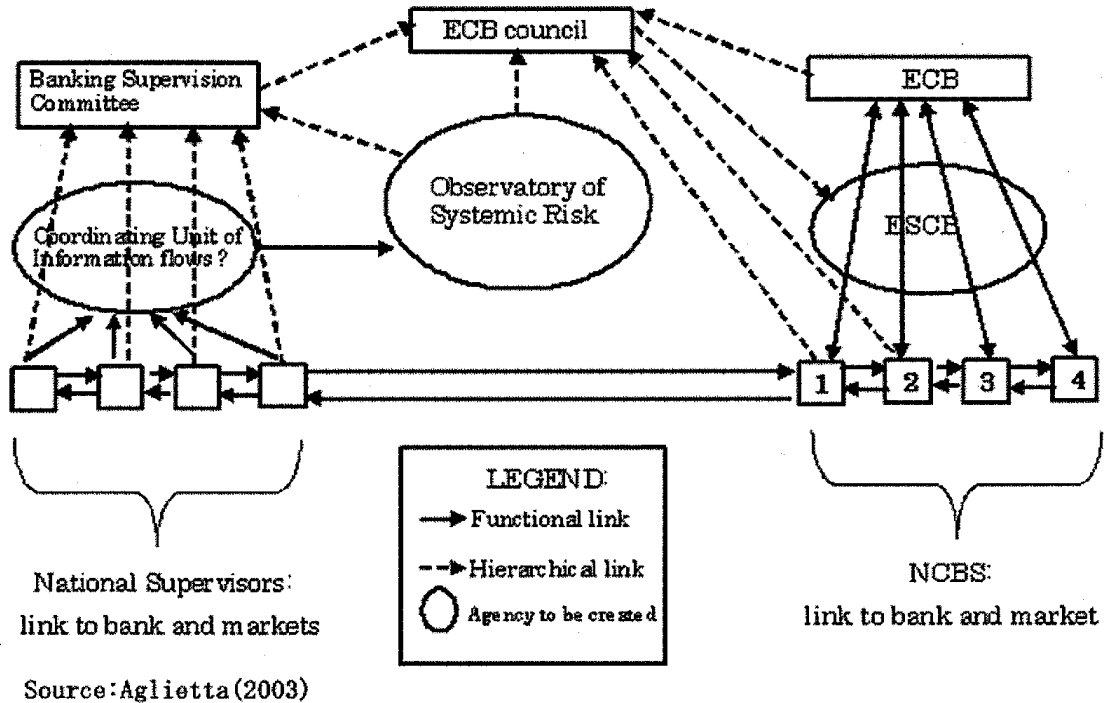
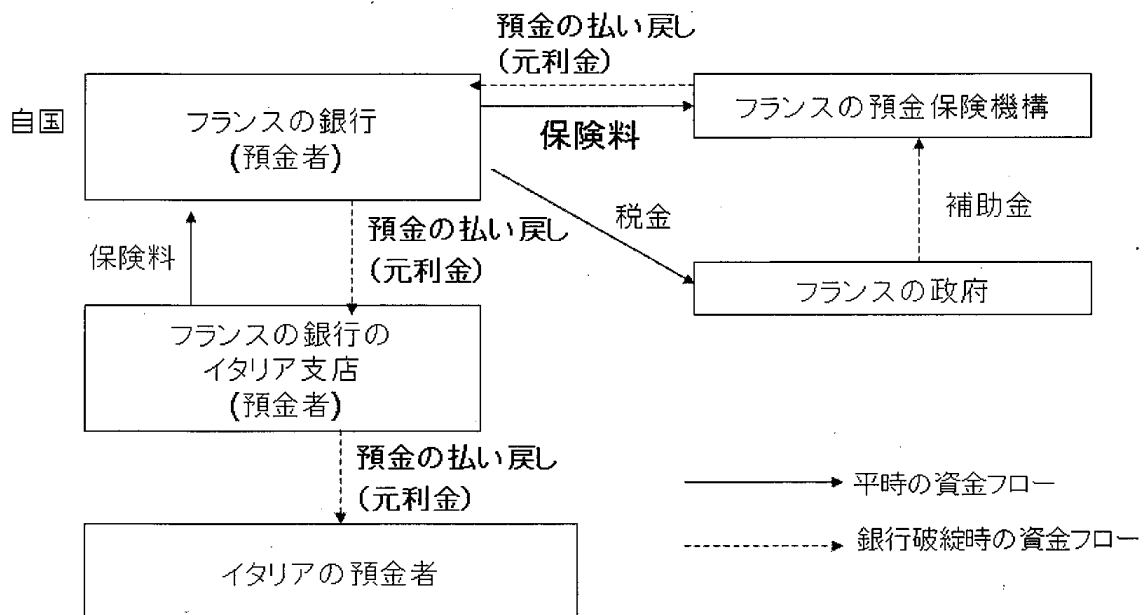


図 4 国境を越えた預金保護のケース



経済学論究第 60 巻第 2 号

表 1 1970 年代に世界で発生した一連の金融危機

1972-73	石油危機とブレトンウッズ体制下の固定為替レート制度の崩壊と世界的なインフレ圧力
1974	ドイツのヘルシュタット銀行の破綻
1974-75	イギリスにおけるセカンダリー・バンキング危機
1982	低開発国の金融危機
1984	メキシコのペソ危機
1997	東アジア危機
1998	ロシア国債の債務不履行とその後のヘッジファンド(LTCM)危機
1999	アルゼンチン国債の債務不履行

表 2 中央集権型と分権型の金融制度

Centralized (Federal) Process	De-Centralized (National) Process
<ul style="list-style-type: none"> ・ 金融政策 ・ 金融市場 ・ 通貨価値の安定性(物価・為替レート) ・ 中央銀行の独立性 	<div style="display: flex; align-items: center;"> <div style="border-left: 1px solid black; border-right: 1px solid black; padding: 0 5px; margin-right: 10px;"> <ul style="list-style-type: none"> 最後の貸し手 規制・監督 預金保険 </div> <div style="font-size: 2em; margin-right: 10px;">}</div> <div style="text-align: left;"> <p>ファイナンシャル 政策</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 納税者の資金(公的資金) </div> </div>

表 3 金融監督の組織構造：ヨーロッパの基本的モデル

European models (cross-border)	Basic models (cross-sector)		
	1. 金融部門	2. 多部門（機能別）	3. 多部門（統合）
A. 分権化と協力	Co-operation in sectoral committees	Co-operation in functional committees	Co-operation between national FSA's
B. 協力	Co-ordination between national sectoral supervisors: ① Harmonisation in sectoral regulation ② Convergence in supervisory practices in banking, insurance and securities respectively	Co-ordination between national functional supervisors: ① Functional EU-wide legislation ② Convergence in supervisory practices in prudential supervision and conduct of business supervision	Co-ordination between national FSA's: ① Single financial services market act within the EU ② Convergence in supervisory practices between national FSA's
C. 中央集権化	Separate systems of European banking, securities and insurance supervisors	European system of prudential supervisors European system of conduct of business supervisors (broad SEC)	European system of FSA's

出所：Kremers, Schoemaker and Wierts(2001)

表 4 金融監督の主要なモデルの比較優位性

Integrated financial supervisor	Specialist supervisor
<ul style="list-style-type: none"> • One-stop shopping for authorisations, and (possibly) a single rule book • Adapted to evolution in financial sector towards more complex financial products and financial conglomerates • Eases cooperation between sectoral supervisors; one lead supervisor or a single supervisory team for conglomerates • Can reduce regulatory arbitrage and deliver regulatory neutrality • Pooling of expertise and economies of scale (certain units could be merged, e.g. authorisations, support services) • Lower supervisory fees • More transparent to consumers 	<ul style="list-style-type: none"> • Lower profile • Clearly defined mandate • Easier to manage • Better adapted to the differences in risk profiles and nature of the respective financial business (e.g. retail versus wholesale), clear focus on objectives and rationale of regulation • Closer to the business (but not necessarily) • Better knowledge of the business, more specialisation • Stimulates inter-agency competition

出所：Lannoo(2000), Table 1.

表 5 ヨーロッパの規制・監督当局の現行協力体制

Objective/ sector	Banking	Insurance	Securities markets	Cross-sector and horizontal matters
Regulatory	Banking Advisory Committee (BAC)	Insurance Committee (IC)	Securities Committee	Financial Services Policy Group (FSPG) Mixed Technical Group on Financial Conglomerates
Supervisory	Groupe de Contact	Conference of Insurance Supervisors	Committee of European Securities Regulators (CESR, formerly FESCO)	Cross-Sectoral Roundtable of Regulators
Financial stability	ECB's Banking Supervision Committee (ESCB plus EU non-central bank supervisors)			Economic and Financial Committee (EFC) ECB's BSC

出所 : Lannoo (2002), Table 3.

表 6 欧日米の銀行・証券・保険業の監督機関（2002年現在）

	銀行業	証券業	保険業
ベルギー	BS	BS	I
デンマーク	FSA	FSA	FSA
ドイツ	FSA	FSA	FSA
ギリシア	CB	S	I
スペイン	CB	S	I
フランス	B/CB	S	I
イタリア	CB	S	I
アイルランド	CB	CB	G
ルクセンブルグ	BS	BS	I
オランダ	CB	S	I
オーストリア	FSA	FSA	FSA
ポルトガル	CB	S	I
フィンランド	BS	BS	I
スウェーデン	FSA	FSA	FSA
イギリス	FSA	FSA	FSA
スイス	BS	BS	I
チェコ	CB	SI	SI
ハンガリー	FSA	FSA	FSA
ノルウェー	FSA	FSA	FSA
ポーランド	CB	S	I
スロベニア	CB	S	G
アメリカ	B/CB	S	I
日本	FSA	FSA	FSA

注：CB= 中央銀行，BS= 銀行・証券監督当局，FSA= 単一金融監督庁
 B= 銀行監督当局，S= 証券監督当局，I= 保険監督当局
 SI= 証券・保険監督当局，G= 政府部局

出所：Lannoo(2002), Table 2.

表 7 EU 諸国における預金保険制度の特徴

国名	設立年	保険範囲 (単位:ユーロ)	外貨建預金	銀行間預金	経営形態	基金の有無
Austria	1979	20000	No	No	Private	Unfunded
Belgium	1974	20000	No	No	Mixed (private/public)	Funded
Denmark	1988	40000	Yes	No	Private	Funded
Finland	1999	25000	Yes	No	Private	Funded
France	1980 (i)	70000	No	No	Private	Funded
Germany	1966	20000	Yes	No	Private/equivalent	Funded
Greece	1995	20000	No	No	Public/private	Funded
Ireland	1989	20000 (ii)	No	No	Public	Funded
Italy	1987	103000	Yes	No	Private	Unfunded
Luxembourg	1989	20000			Private	n. a.
Netherlands	1979	20000	Yes	No	Private	Unfunded
Portugal	1995	25000	Yes	No	Public/private	Funded
Spain	1977	20000	No	No	Mixed	Funded
Sweden	1996	25000	Yes	No	Public	Funded
U.K.	1982 2001 (iv)	22000 30000	No	No	Public	Mixed (iii)

注 (i) : 1999 年に改正。

(ii) : 公的預金保険制度は 2 万ユーロまで保証。地方、民間の預金保険制度が
(自主的な方式で) 各預金者に対して、銀行の利用可能資本の 0.3% まで保証する。

(iii) : 事前の保険料支払と、必要に応じて事後の支払もある。

(iv) : 保護範囲は 2001 年の制度改正により、3 万 1700 ポンドあるいは 30000 ユーロの
大きい金額に引き上げられた。

出所 : Aglietta (2003)