

った。市場参加者に関しては、規模の増大と大きすぎて潰せない銀行の誕生とが銀行を効果的にモニターする市場参加者のインセンティブをさらに縮小させた。銀行監督者についていえば、銀行をモニターするその能力は、とりわけ、ますますトレーディング活動において拡張した銀行の複雑さと相互連関とを理解しモニターし管理するという点において、不適切であることがはっきりした。

したがって、ガバナンスと管理を強化することは不可欠である。現在考慮中のコーポレート・ガバナンスを基礎にして、また上述された改革提案に加えて、さらに次のことが必要になる。(i) 取締役会と経営者の強化、(ii) リスク管理機能を改善する、(iii) 報酬を統御する、(iv) 市場モニタリングを容易にする、そして (v) 所轄官庁による実施を強化する。より具体的には次のようになる。

- **ガバナンスと管理のメカニズム**：すべての銀行のガバナンスと管理のメカニズムに注意を向けるべきだ。経営者と取締役会が巨大で複雑な銀行を経営しモニターする能力にもっと大きな注意を向けるべきだ。具体的にいうと、適格性基準を経営者と取締役会候補者の適切性を評価する際に適用すべきである。
- **リスク管理**：すべての銀行内部のリスク管理機能の地位と権限を改善し、グループ内部の管理メカニズムを強化し、金融機関のすべてのレベルにリスク文化を創出するために、立法者と監督者は CRDIII と CRDIV の提案を完全に実施すべきである。加えて、CRD は多くの場合原則ベースにとどまっているが、迂回を避けるために、レベル 2 ルールが個別銀行に対してさらに詳細に要求を述べなければならない。たとえば、リスク管理者が、CEO と並行してリスクおよび監査委員会に報告する明確な要求があるべきである。
- **インセンティブ・スキーム**：公衆と銀行家との間の信頼を再建するために必要な 1 つのステップは、銀行の報酬スキームを改革し、それが長期の持続可能な実績に比例するようにすることである。可変的報酬の 50% は銀行株または他の証券の形でなければならず、適切な保有額政策に従わねばならないという現在の CRDIII の要求に立脚して、可変的報酬の分配はベイルイン債券の形にすべきである。また、固定所得に対する可変所得の水準に関するさらなる制限（50% まで、のような）が評価されるべきである。さらに、総合的な支払いに対する絶対的な水準をもっと多くすること（たとえば、ボーナスで支払われる総額は支払われる配当を超えてはならない）を契約条項において明記するというような報酬に対する規制的アプローチが考えられてよい。報酬スキームの取締役会および株主による承認には規制的アプローチによって適切に枠をはめるべきである。
- **リスク・ディスクロージャー**：市場規律を高め投資家の信頼を取り戻すために、銀行に対する公開の要求を強め、もっと効果的にして、リスク・ディスクロージャーの質、比較可能性および透明性を改善するべきである。リスク・ディスクロージャーは関連するすべての情報、とりわけ各々の法的事業体と主要な事業分野に対する詳細な金融報告を取り入れるべきである。どのような活動で利益があがりまた損失が出たのかを明示すべきであり、しかも、容易に理解・アクセスが可能で有益な、かつ、これらの事項に関して進行中の国際的な作業を考慮に入れた十分に比較可能な、フォーマットの形で提示すべきである。
- **制裁**：効果的な実施を確保するために、監督当局は、たとえば関係する幹部に対する生涯にわたる専門家（としての活動）禁止あるいは繰り延べ給与の回収のような制裁など、リスク管理の責任を強制する有効な制裁権限を保有すべきである。

## 1 序 論

2007年に米国のサブプライム危機として始まった金融危機は、本格的な経済危機に発展し、欧州では重大な政治的課題を提起することになった。問題の唯一の源ではないが、銀行部門はこの危機の中心であった。銀行の回復力を改善するための重要な政策措置が採られてきたが、銀行は現在でもショックに対して脆弱であり、余りに大き過ぎるか、余りにシステム上重要であるため、破綻させることができないと考えられている。その上、銀行が自国市場に回帰し始めており、能力のある金融当局は自国一国の金融システムの安定性確保を目指した政策措置を採っていることから、銀行業の単一市場は分断されつつある。

こうした背景の下で、欧州委員会委員ミシェル・バルニエは、2012年2月にエルッキ・リーカネンを委員長とする構造的な銀行改革に関する高級専門家グループを組織した<sup>4)</sup>。このグループの課題は、個々の銀行の構造を直接のターゲットとする追加的な改革が銀行破綻の確率や衝撃をさらに弱めるのかどうか、決定的な経済機能の継続をよりよく確保し、立場の弱いリテールの顧客をよりよく保護できるかどうか、を評価することであった。

本グループには、市民やEU経済や単一市場のニーズに応える安全で安定的で効率的な銀行制度を樹立することを目的として、必要に応じて適切な提案をすることが求められた。

作業の過程では、銀行サービスの提供者や利用者、銀行への投資家、政策立案者、学者といった非常に多くの利害関係者に対し、グループはヒアリングを行った。さらにグループは、利害関係者との公開での協議を行い、それへの応答はこのレポートと一緒に出版される。

本レポートには、グループの評価と勧告が含まれており、次のような構成になっている。

第2章では問題の幅広い脈絡が提示され、金融・経済危機に至る時期とその後の銀行部門全体の動向が示されている。危機についての簡単な話で始まり、2007年の危機開始以降のいくつかの別々の波状的な危機の輪郭を述べている。そこでは、金融危機に至る過程での金融システムの大きな膨張、特に銀行システムの膨張が示されている。EUの銀行部門とより広範な経済へ金融危機が与えた衝撃が評価され、最後に、銀行仲介の中断の広範な影響や金融分断のリスク、さらにEU銀行の再編（リスク削減、デレバレッジ）の進展が評価される。

第3章では、EUにおける銀行のビジネスモデルの多様性が提示され、それらの相対的な実績に焦点が当てられる。銀行の異なったビジネスモデルの危機からの回復力を含んだ一般的な実績に関する文献が概観され、その面での小銀行と大銀行との潜在的な違いが評価される。大手銀行のより詳細な評価、たとえば、規模、活動、資本や資金調達構造、所有とガバナンス、組織と法律上の構造、そして活動の地理的範囲（クロスボーダーの業務展開がどのように法的・運営手続き的に組織化されているかを含めて）の面での評価も含まれている。特殊な所有形態モデルや事業目的を持つ銀行（たとえば、公的所有銀行、協同組合銀行や貯蓄銀行）についても、いくつかのユーロ加盟国ではその全体としては重要であることから、評価の対象とされた。最後に、危機の中で破綻したビジネスモデルに関しては、多くのケーススタディが提示されている。

第4章では、構造的な改革が必要かどうかを見極めるために、これまでに合意された規制上の対応策の概観

---

4) 使命や構成を含めたグループについてのより詳しい情報は欧州委員会のウェブサイトを参照：[http://ec.europa.eu/internal\\_market/bank/group\\_of\\_experts/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/bank/group_of_experts/index_en.htm)

と評価が行われている。特に、今日までに合意されたか現在議論されている諸改革が、危機が勃発した時、不可欠な経済機能の継続を確保し、脆弱な顧客を保護し、他方では単一市場を保全しつつ、銀行に危機の状況に耐える抵抗力を与え、銀行破綻の悪影響を最小化し、納税者による支援を回避するのに十分なものがどうかの評価される。

最後に第5章では、それまでの章の分析が統合される。EU 経済における銀行の重要性が再度強調され、EU 銀行部門の主要な問題が要約され、現在の規制改革計画が諸問題に取り組むのにどの程度十分なものが再び議論されている。その後、さらなる改革のためのグループの勧告のアウトラインが提示されている。具体的には、1) 自己勘定売買やその他の重要なトレーディング業務の強制的な分離、2) 再建・破綻処理計画の存在を条件とした上でのその他の業務活動の可能な範囲での追加的分離、3) 破綻処理装置としての債権者損失負担の利用についての可能な範囲での手直し、4) トレーディング資産や不動産関連の貸出に関する資本要件の見直し、そして5) 銀行のガバナンスとコントロールの強化である。

## 2 EU の銀行部門全体の動向

### 第2章の要約

- 「危機の物語」では、次の局面へと転換していったいくつかの危機の局面が分析されている：サブプライムという特定部門の危機から本格的な金融システム危機へ、金融システム危機から経済危機さらにはソブリン債務危機と、欧州では一連の未曾有の政治的・経済的課題へと深刻化していった。
- 銀行部門の規模拡大：EU の銀行部門は危機以前の数年間で著しく拡大し、EU の貨幣金融機関（MFI：monetary financial institutions）全体のバランスシートは2008年までに総額43兆ユーロ、EU の GDP の350%以上にまで達した。危機はこの拡大を停止させたが、これまでのところバランスシート総額を目立って減少させるところまでは行っていない。
- 国際比較で見ても規模が大きい：EU 銀行部門は国際比較で見ても大きく、それはまた欧州経済が他の多くの経済よりも銀行仲介に大きく依存していることを反映している。
- 合併と大規模金融機関の誕生：EU では8000以上の MFI が営業しており、この間合併によりその数は減少した。いくつかの巨大金融機関が誕生した（EU の上位10行の各々の資産は2011年末までに1兆ユーロを超えている）。
- 銀行業務の性格変化：特に大規模金融機関にとっては、銀行業務の相対的比重が預金の受入れ、貸出、証券引受や信託サービスからディーラーやマーケットメイク業務、ブローカレッジ・サービスや自己勘定売買に移ってきた。それに対応する銀行部門の拡張は、資金的には短期のホールセール市場やオフバランスのピークを通じて賄われた。こうした業務内容変化は「シャドーバンキング」の急激な成長、複雑なデリバティブの増大、相互関連の強まり、金融仲介連鎖の延伸やレバレッジの増大を伴っていた。2012年3月時点で、非金融法人と家計への貸出は28%しか占めておらず、非 MFI の預金は EU の MFI のバランスシート総計の30%を占める。ただし、加盟国間で大きな差がある。
- クロスボーダーの市場統合の反転：大規模な欧州銀行は、危機に至る数年間は EU 及びグローバルな業務展開を顕著に拡大していた。また、欧州銀行市場の統合は、主としてホールセール市場においてではあ

るが、大いに進展していた。しかしながら、欧州のクロスボーダー銀行業務の拡大傾向は危機以降逆転し、銀行市場が国境線により分断される恐れがある。

- **明示的および暗黙の支援：**EU 銀行部門を支えるための、2007-08年の金融危機の始まり以降の国家援助の総額は、2010年末までに1.6兆ユーロ（債務保証を含め）に達しており、それは EUGDP の13%を超えている。こうした援助や流動性支援の直接的な財政コストはまだ定かではないが、しかしこうしたコストは危機に関連したより広範な産出や雇用面の損失に追加されることになろう。さらに、システム上重要な EU 銀行は債務に対する暗黙の保証から利益を得ており、競争の公平性確保、競争の歪み、リスクテイクの誘因や納税者負担コストに関する懸念を引き起こしている。
- **再編は限定的：**銀行部門の再編は今日までのところかなり限定的である。EU 全体にわたる破綻処理フレームワークは、銀行部門で危機が勃発した時点では整備されておらず、したがって、清算された EU の銀行はほとんど存在しなかった。銀行のさらなる再編やデレバレッジが必要であり、今後進展することが期待されている。

## 2.1 序 論

第2章の目的は、金融・経済危機に至る数年間と危機以降におけるより広範な事態の推移を示し、銀行部門全体の動向を説明することである。2.2は危機についての簡単な話で始まり、ここでは5つの相互に関連した「局面」または「波」が確定される。

- 第1波：「サブプライム危機の局面」（2007年半ばから2008年9月まで）：投資ポートフォリオの崩壊
- 第2波：「システム危機の局面」（2008年9月時点）：流動性の枯渇に伴い、銀行部門に対する未曾有の国家支援が必要とされる。
- 第3波：「経済危機の局面」（2009年時点）：景気後退に伴い自動安定化装置が作動し、財政による景気刺激や国家支援により財政の持続可能性が危機に晒される。
- 第4波：「ソブリン危機の局面」（2010年時点）：銀行・国家間の信用連鎖の悪循環が、現行の EU の制度的枠組みの下では、深刻な課題を引き起こす。
- 第5波：「欧州信認危機の局面」（現在）：曲がり角にある EU。

2.3では、金融危機に至る過程での銀行部門の主要な動向を確認する。危機以前の10年間において、金融システム、特に銀行部門は大きく拡張した。以下の面に示されるように、このプロセスには行き過ぎがあるという懸念が引き起こされた<sup>5)</sup>。銀行システムの資産規模の急上昇（GDP に比べて）、相互連結の強まりや仲介経路の延長、複雑な証券化やオフバランスシート活動、レバレッジの高さや GDP 比の経済全体の負債の大きさ、銀行のトレーディング業務の著しい拡大等々。その上、消費者の利益のための銀行部門の競争や競争可能性の水準は、参入（や退出）の障壁、透明性の欠如、スイッチングコスト（取引先転換の費用）等に鑑みて、次善的だと考えることができる。これらの動向のいくつかについては、以下でより詳細に記述する。

5) 特に BIS と IMF の最近の次の研究を参照のこと：Cecchetti and Kharroubi (2012), Arcand et al. (2012), Cecchetti et al. (2011).

2.4では、EUの銀行部門に対するだけでなく、より広範な経済に対する金融危機が及ぼした影響に焦点が当てられる。巨額の損失とその後の国による支援が、それと共により広範な経済（失業や産出ロスの累積額等々）に対する金融危機の影響も、概観される。

2.5では、EU銀行の今後の再編（リスク削減、デレバレッジ）と銀行仲介の中断や金融面での分裂のリスクといった点での、より広範な帰結について評価を下す。

## 2.2 危機の物語

### 2.2.1 第1波：「サブプライム危機の局面」（2007年半ばから2008年9月まで）：投資ポートフォリオの崩壊

金融危機は、米国の過熱した住宅用不動産市場での住宅バブルの崩壊で始まった。住宅ローンのオリジネーターや銀行の引受基準の弛緩、金融市場や取引参加者に対する不完全な規制監督、レバレッジが過大な金融システムや低金利環境といったことのすべてが、不動産バブルに油を注いだ。アメリカの住宅価格は1996年から2007年の間に124%値上がりした。2004年から2006年までのバブルのピークでは、住宅ローン担保証券（RMBS）の発行総額の約20%はサブプライムであった。サブプライム住宅ローンの中には、プールされ、まとめられ、証券化の連鎖が繰り返され、RMBSの高格付トランシェを欲しがる投資家に対して販売されたものもあった。その結果、住宅ローンの借り手の返済能力に対する関心は、貸出を行った銀行がローンを満期まで手放さない場合と同じ程度には、高くはなかった。「ローンの組成・販売」モデルはローンの引受基準弛緩の一因となった。

2007年7月30日ドイツ産業銀行 IKB は、危機で打撃を受けた最初の欧州銀行となった。IKB はドイツの中小企業（SMEs）に対する伝統的な貸し手であったが、資産担保コマーシャルペーパー（ABCP）ファンドの巨額のポートフォリオを形成していた。ABCP ファンドの資金はその大部分が RMBS、商業不動産やローン担保証券（CLOs）に投資されていた。IKB の ABCP ストラクチャード・ピークルは CP 市場で短期の資金調達を繰り返し、親銀行からの債務保証を受けていた。この戦略は、2007年7月16日にベア・スターンズが傘下の2つのサブプライム・ヘッジ・ファンドが巨額の損失を計上したことを明らかにした時、深刻なストレスに晒されることになった。数日中に ABCP 市場は閉じてしまい、IKB は傘下のファンドの短期債務の借り換えができなくなった。7月30日に救済計画が発表されたが、それはドイツの中央銀行と規制当局と IKB の所有者である KfW とによって取りまとめられたものであった。

数日で欧州金融市場の状況は悪化した。信認喪失のため銀行間市場は行き詰った。欧州中央銀行（ECB）は、2007年8月9日に市場介入し、950億ユーロもの巨額の流動性を注入せざるをえなくなった。2007年12月には、第2回目の3000億ユーロの注入がそれに続いて行われた。

投資家は RMBS のポートフォリオを売却し始め、RMBS 価格の大幅な下落が生じた。2007年12月までに、ある年次の RMBS 証券化のエクイティ・トランシェは価値の80%も喪失することになった。同様にある年次の RMBS の AAA 格トランシェは価値の60%も失った。価格は2009年まで回復し始めることはなかった。その上、こうしたポートフォリオのヘッジ機会は、損失保証を提供していた米国のモノライン保険会社がこの新しいビジネスを閉鎖し始めていたことから、消滅し始めていた。価格プロテクションの販売者がもはや存在しなかったため、RMBS の価格指数はその価格で現金化できるものではなくなった。

欧州金融業界はこの時期に4つの影響を受けた。

1) いくつかの銀行は債券トレーディング勘定で大きな RMBS ポジションを抱えていたが、それをマーケッ

トメイクのための在庫だとしていた。こうしたポジションは実際のところは、債券部門の業績向上のためのキャリートレードであった。

- 2) 構造的な預金過剰を抱える多くの銀行は、過剰な預金を使って投資ポートフォリオを形成することを選んだ。こうしたポートフォリオには、欧州の国債だけでなく証券化商品つまり MBS も含まれていた。ほぼすべての銀行が投資を銀行勘定で保有していた。IFRS の規則では、銀行は減損の計上を最長12カ月間遅らせることが認められていた。しかし、市場参加者は投資ポートフォリオの会計処理に気づいており、信認は急激に失われた。銀行は資金調達難に陥り、減損計上の先送りが最早不可能になった時、1年遅れて投資ポートフォリオ問題が表面化した。
- 3) 銀行間市場の行き詰まりと金融機関同士の信頼の喪失のために、資金調達構造が短期や市場資金に偏っている銀行は流動性へアクセスすることができなくなった。ECB は継続的な流動性供給により、銀行が破綻せずに業務を続けられるようにした。ノーザン・ロックは、2007年9月イングランド銀行からの緊急流動性支援を要請せざるをえなくなった。結局、2008年2月国有化された（第3章参照）。
- 4) 2007年夏の出来事は、シャドーバンキング・システム（たとえば、ABCP ファンド、CLO ファンド、ストラクチャード・インベストメント・ビークル（SIV））の拡張傾向を急激に逆回転させることになった。スポンサーとなり、投資家と共に ABCP や CLO や SIV の負債に投資していた銀行は、シャドーバンキング業界の部分的な消滅により打撃を受けた。スポンサー銀行に対しては、こうした投資ビークルを本体のバランスシートに戻すよう圧力がかった。

全体として、危機の第一波では、金融業界が被った膨大な損失の根本原因は投資ポートフォリオである。MBS 価格が崩壊した時、相当の評価損計上が必要となった。銀行がバランスシートに何を保有しているか不確定であったことが、オフバランスシート取引がバランスシートに戻されねばならなくなるかも知れないという投資家の不安と共に、著しく銀行の信認を損ない、銀行間市場の機能障害を引き起こした。

### 2.2.2 第2波：「システム危機の局面」（2008年9月時点）：流動性の枯渇

金融的緊張は、リーマン・ブラザーズが2008年9月12-13日の週末に破綻した時（第3章参照）、劇的に高まった。この危機は真の意味で「システムミック」なものとなった。投資家達が、巨大で複雑な金融機関が必ずしも買収されたり、救済されたりするものではないと認識したことにより、銀行の株式やハイブリッド資本の価格は急落した。リーマンの破綻がデリバティブ市場にどの程度ダメージを与えたのかは明らかではなかった。リーマンの世界全体でのポートフォリオ規模や各銀行がどの程度の損失を被るかについての憶測が紙面の見出しを飾った。数日中に世界の資本市場のボラティリティは未曾有の高さに達し、信用スプレッドはさらに拡大し、投資家は保有ポートフォリオを安全な米国財務省証券に移した。そのため、ドル金利は下落し、ドル高となった。

市場での信認喪失という状況の下で、銀行への流動性は消滅し、もっとも巨大で強力な銀行にとってさえも短期も長期も資金調達が不可能になった。短期金融市場から過度に資金調達していた銀行や証券化に過度に依存していた銀行は、2008年の第4四半期には資金が枯渇してしまった。世界中の中央銀行による大量の流動性供給もこの流れを食い止めることはできなかった。流動性危機に直面した多くの銀行は中央銀行の資金操作のための適格担保が枯渇した。直接的帰結として未曾有の国家支援が行われた（ボックス2.1と2.2を参照）。

流動性のストレスは世界の銀行間市場における大きな欠陥も明らかにした。破綻した金融機関に対する銀行