



金融・資本市場委員会 報告書
「米国発金融危機とわが国金融の今後の課題」

2009年4月22日
社団法人 経済同友会

【目次】

はじめに	1
．危機展開の様相と現状認識	1
1．サブプライムの危機	1
2．流動性の危機へ	2
3．信用の危機、そして市場の危機へ	3
4．リカップリング、そしてグローバルな金融危機へ	3
5．金融と実体経済の負のスパイラル	3
．金融危機の背景・原因	4
1．世界経済の成長と不均衡の拡大	4
(1) 世界経済の成長とネットワーク化の進展	
(2) グローバル・インバランスと過剰流動性	
2．金融市場の成長と不均衡の拡大	5
(1) 利回り追求、リスク選好の高まり	
(2) 金融イノベーションの急加速	
(3) 金融仲介のあり方と金融ビジネスの変貌	
3．過剰なリスクの積み上がりが許容された要因	9
(1) 市場参加者のリスク管理の不備	
(2) 規制監督体制の不備	
(3) 過剰なリスクテイクの背景にあったインセンティブ構造	
．喫緊の課題	11
1．非伝統的金融政策の実施	11
2．不良資産の速やかな処理	11
3．自己資本の増強	12
．中長期の課題・今後の方向性	12
1．自由と規律のバランス、規律のあり方	13
2．金融ビジネスのあり方	13

(1) ガバナンスの強化	
(2) 今後の企業金融のあり方	
3 . 規制監督等のあり方	16
(1) 規制監督の再構築	
(2) 金融システムの健全性・安定性の向上	
(3) 会計基準の見直し	
(4) 国際協調の推進	
4 . 国際通貨・金融制度の行方	19
(1) 国際金融機関の改革	
(2) ドル基軸体制の行方	
. 日本の金融の課題	20
1 . わが国金融の現状	20
2 . わが国金融にとっての喫緊の課題	21
3 . わが国金融が抱える中長期の課題	21
(1) ベター・レギュレーションの進展に向けて	
(2) 市場参加者の自己規律の向上に向けて	
(3) 日本における企業金融のあり方	
(4) 資本市場の活性化に向けて	
(5) 今はグローバル化に向けたチャンス	
おわりに	26
2008 年度 金融・資本市場委員会 活動記録	28
2008 年度 金融・資本市場委員会 名簿	30

はじめに

米国を震源とする金融危機が世界経済を大きく揺さぶり、2002年以降続いた世界同時好況とも呼べる状況は急転し、グローバルな経済危機に直面している。いわゆるサブプライム問題が発生して二年を経ようとしているが、依然、混迷は続いており、景気回復に向けた具体的な足取りは明確にはなっていない。

当初、米国内の一部の金融商品の問題と思われていたものが、世界的な金融資産の大幅な価格下落を招き、銀行による巨額の損失計上と大幅な自己資本の毀損に発展し、一部の金融市場の流動性の問題と見られていたことが、企業や個人の資金調達に支障を来す事態へと発展した。そして、これらの金融における諸問題が、実体経済に甚大な悪影響を及ぼしている。

こうしたなか、2008年度の金融・資本市場委員会では、拡大するグローバル経済のもと未曾有の金融危機という今回の特質を踏まえて、「信用バブル」とも呼ばれる成長に伴う歪みがどの様に発生し、なぜそれが看過されてきたのか、そして今後の世界の金融における潮流はどの様なものとなるのか、さらには日本の金融の将来を考える上で何が示唆されるのかといった点について、議論を重ねてきた。しかし、現在進行中の複雑な問題であるため不確定な要素が多く、将来の方向を示すにあたっては様々な意見が存在するため、今回は提言を行うのではなく、今後の議論に資する意味で、2009年3月時点までの当委員会での議論を活動報告書として取りまとめることにした。

本報告書で取り扱うトピックは、主として世界の、危機の背景と原因、喫緊の課題、今後の課題と方向性、そしてわが国について、日本の金融が抱える課題の4つである。

1. 危機展開の様相と現状認識

1. サブプライムの危機

危機の発端は、米住宅市場のピークアウトとサブプライム・ローンの延滞率上昇であった。2007年2月には、一部の住宅金融会社で損失計上が始まったが、当初はサブプライム住宅市場の危機との認識であった。住宅市場全体の規模から考えればその影響はさほど小さくなく、損失も証券化によりリスクが幅広く分散されているので、システミックな問題にはならないと見られていた¹。しか

¹ 例えば、FRBの2007年7月時点の損失見積もりは最大1000億ドル。IMFの2007年9月時点の損失見積もりは最大2000億ドルであった。

し、実際は証券化や再証券化を経て、予想を超える規模と範囲に広がっていたことに加え、サブプライム・ローンの中身が予想以上に悪かったことが明らかになった。間もなく、サブプライム・ローンを含む大量の金融商品の信用格付けが大幅に引き下げられたことで、市場の大混乱が始まった。

2. 流動性の危機へ

2007年7月頃から、金融市場の要であるインターバンク市場にストレスがかかり、金融機関の短期の資金繰りが厳しい状況となった。もともと、大手金融機関が直接間接に関与して立ち上げたSIV²が、サブプライム・ローンを含む証券化商品で格付けの高いものを中心に投資し、それを担保に短期の資産担保証券³を発行することで長短ミスマッチを作り出し、レバレッジも拡大させて、利ざやを稼ぐ構図があったが、大量の証券化商品の格付け引き下げに伴い、短期証券の借り換えが困難となり、資金繰りに窮する事態が発生した。ついに大手金融機関が支援を行うに至って⁴、金融システムの周縁の問題が、銀行という中核的な金融機関の問題に振り替わることになり事態は深刻化した。

大量の証券化商品がその複雑性ゆえ透明性を欠くなか、格付けに対する信頼が失われたことで市場の流動性はほとんど枯渇し、業者による値付けも機能しなくなったことから、商品の価値が不明になった。問題は、金融機関がどれだけの証券化商品をバランスシートに抱えているのか（あるいは今後抱えることになるのか）明らかでないために、金融機関が相互の財務健全性について疑心暗鬼になったことである。結果的に、金融機関それぞれが資金の確保を急ぐことになった。2007年9月には、英住宅金融大手のNorthern Rock銀行で英国では140年ぶりの預金取り付け騒ぎが発生した。同行はサブプライム・ローンには直接関係なかったが、長期ローンを出すために短期の市場性資金の調達に依存していたために資金繰りに困難を来した。

この辺りから、問題の認識は、サブプライムの危機から流動性の危機に変わってきたが、さらに事態が進展するに従って、米住宅価格の一段の下落や、ユーロ圏の住宅ローン証券化商品にも信用不安が生じ、企業向け与信スプレッドも拡大した。そして2008年3月には、大手投資銀行の一角であるベア・スターンズの救済が必要となる事態に至った。

² SIV (Structured Investment Vehicle)。金融機関がオフバランスで設立する投資運用のための特別目的会社。

³ ここでは資産担保コマーシャルペーパー (ABCP) のこと。

⁴ 流動性供給のためのコミットメントラインを設けるなど義務的な支援があった他、実質親会社としての市場における評判を守るために支援を行ったケースもあった。

3. 信用の危機、そして市場の危機へ

2008年4月時点で、IMFによる損失見込みは9450億ドル。損失範囲には、サブプライムだけではなく、米国で組成されたローンと、その証券化商品の全てが含まれるようになり、ここから先は、流動性の危機から信用の危機という様相を呈した。7月に入り、ファニーメイ、フレディマックの経営不安と株価急落、そして9月15日にはリーマン・ブラザーズが破綻したのに続き、翌16日には米保険大手AIGに対する財務省の緊急支援（850億ドルの融資）が発表されるなど、単なる信用の危機を超えた市場の危機が鮮明となった。

なお、リーマン・ブラザーズは、先に救済されたベア・スターンズより事業規模は大きく信用格付けも上であったことから、政府による何らかの救済策を市場が期待していたことは否めない。これを契機に、米銀大手バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの買収、ゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレーの銀行持ち株会社への移行が相次いで起こり、大手投資銀行が全て銀行部門に入る、あるいは破綻という金融の大再編が一気に加速した。

4. リカプpling、そしてグローバルな金融危機へ

それまで新興国市場のリスクは、先進国のリスクから比較的独立しており、投資家も先進国への投資機会が減るなかで投資を振り向けていたことから、新興国に資金が流入していた。しかし、9月以降の市場混乱に伴って、資本流出が続いて危機的な状況になっている。とりわけ、アイスランドや東欧など、海外からの資金に依存していた国は、デレバレッジ⁵の影響を強烈に受ける形になった。特にアイスランドは、小国、相対的に大きな銀行部門、自国通貨、財政的な余裕が無いといった四重苦に陥ることとなった。世界的にドルの流動性が乏しくなり、アジアにおいても、ドル資金に依存していた韓国などでは、資本の海外流出に伴い大幅な通貨安となっている。

5. 金融と実体経済の負のスパイラル

現在、レバレッジを過度に高めていた金融機関のバランスシートに、縮小圧力がかかることで家計や企業への与信スタンスは厳格化するとともに、株式を含む金融資産の価格が大幅に下落し、それらがさらに消費や投資の減少を招き、企業業績の悪化、信用リスクの上昇、不良債権の増加といった負の連鎖が強まっている⁶。

⁵ デレバレッジ (de-leverage) は、自己資本の増加によって、あるいは資産売却等による借入金返済によっても可能だが、今回、信用収縮の引き金となったことで問題となったのは后者である。

⁶ IMF 推計（米国で組成された不良資産により世界の金融機関が被る損失）では、08年10

民間金融機関による信用供与が委縮するなか、金融仲介機能を維持し、実体経済との負の連鎖を止めるための役割は、各国の中央銀行や政府が担っているのが現状である。各国中央銀行は、政策金利の引き下げ、膨大な流動性供給、特定の金融市場への介入、クロスボーダーのドル資金供与など、旧来の常識を大きく超えた手段を相次ぎ講じている。また、各国政府は、金融機関に対する公的資金注入や国有化措置、公的金融の機能強化といった対策を実施している。

II. 金融危機の背景・原因

まず構造問題として、グローバル・インバランスと呼ばれるマクロ的な貯蓄投資の不均衡が急速に拡大したこと、また世界経済の成長や緩和的な金融環境が続くなか、欧米を中心とした国際的な資金の流れがリスク選好を高めながら拡大したことがあげられる。そして直接的な原因として、金融技術の高度化や金融市場のグローバル化が著しく進展したにもかかわらず、金融機関や投資家といった市場参加者や監督当局がその変化についていけず、結果として過剰なリスクを許容し、それが看過されたことがあげられる。

1. 世界経済の成長と不均衡の拡大

(1) 世界経済の成長とネットワーク化の進展

21世紀に入り2007年半ばまで、世界経済は、貿易と投資を拡大させながら、グローバル化が一段と進み、低インフレ率のもとで高成長を遂げてきた。とりわけ、インターネットや通信技術・容量の発展、物流網の拡大等によって、世界的な生産販売の分業・ネットワーク化が現実のものとなり、グローバル企業は、先進国経済の外に開けた巨大な新興経済圏を巡り市場獲得競争を繰り広げてきた。

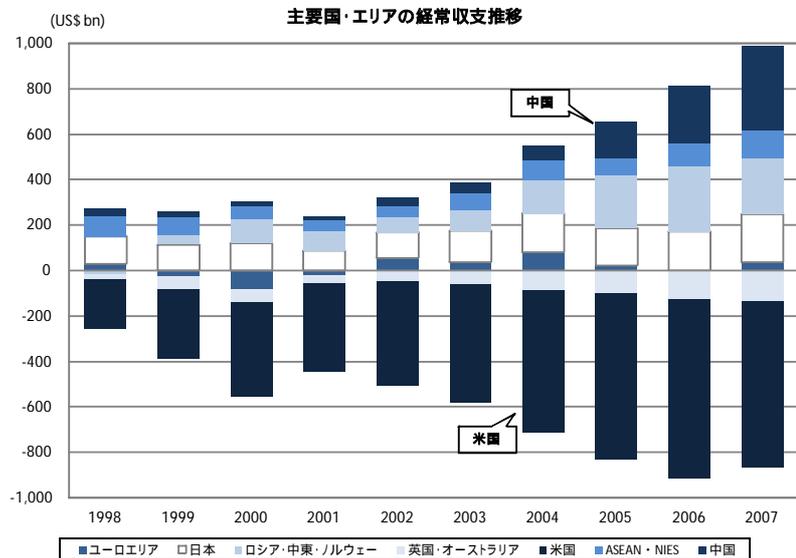
こうした世界経済のネットワーク化を支え、活性化させたのが、グローバル化した金融であった。クロスボーダーのM&A仲介や、巨額の資金調達、1000分の1秒単位で24時間活発に行われる売買取引やプライベート・エクイティなど新たな金融仲介者の台頭、取引所のグローバルな統合などがそうした動きを象徴していた。

月の1.4兆ドルから、09年1月に2.2兆ドルに増加(Global Financial Stability Report)。

(2) グローバル・インバランスと過剰流動性

世界経済が右肩上がり成長するに伴い、グローバル・インバランスと呼ばれる経常収支の不均衡が拡大していた。中国やアジアを始めとする新興国、産油国等の経常収支黒字

が拡大する一方、米国の経常収支赤字は次第に拡大した。経常収支の不均衡自体はかねてから存在していたが、1997年のアジア金融危機以降、それは急拡大した。アジア諸国は輸出主導による経済成長を続けて外貨準備を増加させ、産油国においても原油価格上昇とともに外貨準備が急増した。2000



年以降、中国を含め、ほとんどの新興国が貯蓄超過(過少投資)となる一方、2002年以降の世界経済を需要面で引っ張ったのが米国の消費であった。その背景には、元来消費性向の高い経済に加えて、住宅価格の上昇と、それを担保に借入を増やし消費に回すことを可能にする金融の仕組みがあった。

このように、世界経済の成長の裏側では、米国の過剰消費が新興諸国の製品・資源輸出と経済成長を支え、外貨準備の増加につながり、それが米国債等を通じ米国に還流して低(長期)金利と資産価格上昇を招き、資産効果を通じて、さらに米国の消費が喚起される、といった相互依存の循環構造ができあがっていた。また、日米欧など先進国におけるインフレ率の低位安定と長期金利低下は、緩和的な金融政策を可能にし、その資金の一部は海外に流出し、過剰流動性の一因となった。

こうした膨大な国際資金フローの受け皿となったのが、多様な金融商品と投資機会に溢れる米国の金融市場であり、また、中東諸国等のオイルマネーの中継地となった欧州(特に英国)の金融市場であった。そこを拠点とする、欧米の金融機関は、その資金仲介を行うことで、大きな成長機会を得て収益を伸ばした。

2. 金融市場の成長と不均衡の拡大

(1) 利回り追求、リスク選好の高まり

以上のような環境の下、「借りやすい環境」と「投資しやすい環境」が同時に

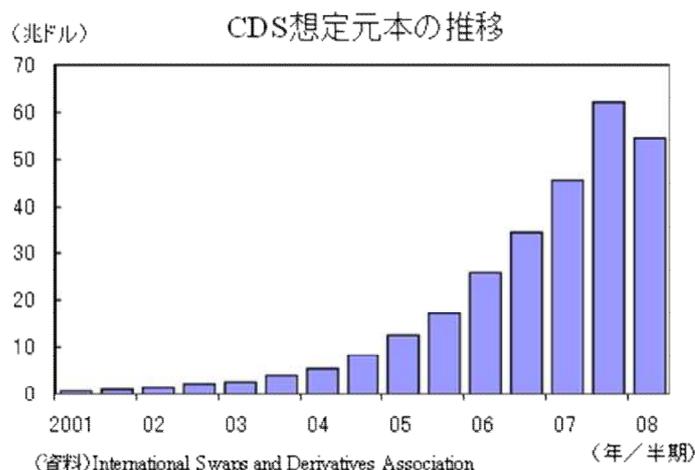
現れ、貸し手側にも借り手側にも緊張感の弛みや、リスクを過小評価する傾向がみられた。サブプライムを含む住宅セクターや、途上国向け、あるいは企業向けでもレバレッジド・ローンに資金が流れるようになり、欧州では、特に東欧諸国に大量の資金が流れ過熱していった。

利回り追求の動きは金融イノベーションを加速させ、また、リスクテイクの機運が盛り上がりとともに、世界中に迅速かつ潤沢にリスクマネーを供給できる仕組みが求められるようになった。そうしたニーズを受けて新たな金融商品が登場し、金融仲介の姿は大きく変貌した。

(2) 金融イノベーションの急加速

金融イノベーションの最も象徴的な例が、信用デリバティブと呼ばれる Credit Default Swap (CDS) である。CDS 市場は、2000 年時点で 1 兆ドルにも満たない規模だったものが、2007 年末には世界の GDP に匹敵する約 58 兆ドル(想定元本ベース) にまで膨らんだ。これにより信用リスクの機動的移転やヘッジが可能となったことは資本市場の活性化に大きく貢献したが、本来はリスクヘッジを目的とした商品がリスクを積極的にとるための商品となったこと、また相対取引で行われることから、最終的なリスクの所在や金額の把握が次第に困難になった⁷。

証券化技術もほぼ同時期に格段の進歩を遂げた。証券化自体は 1970 年代からあるが、金融工



⁷ ヘッジ対象の証券や融資債権を持たなくても取引が可能なこと、また社債や融資債権のセカンダリー市場との連動性が高まることで保証料のトレーディングや裁定による収益機会が拡大したこと、さらに想定元本見合いの資金調達なしでクレジット投資が可能であることから、ヘッジファンドや投資銀行、機関投資家も含めて参加者が増えた。その一方で、相対取引の連鎖が急拡大したために、最終的なリスクの引き受け手が誰で、実際のエクスポージャーが幾らなのか、またリスクが集中した場合にそこに履行能力があるのかという問題を潜在的に抱えるようになっていた。

学の進歩と共に金融のストラクチャリングを高度化・複雑化させ、多様なリスク選好を持つ投資家のニーズにマッチした新しい金融商品が次々と生み出されるようになった。資本市場全体で見れば、資金調達の円滑化やコスト低減、投資機会の拡大に大きく貢献したが、次第にサブプライム・ローンのように信用力に問題がある原債権が組み入れられるようになった。また、CDO

(Collateralized Debt Obligation = 債務担保証券) と呼ばれる証券化商品⁸においてとりわけ特徴的であったが、販売が容易な高格付けの優先部分を作り出すために既存の証券化商品を裏付け資産として、重畳的な証券化を行ったり、CDS を使って債券同様のリスク・リターンの特性を持つ原資産のポジションを合成 (synthetic CDO) したりするなど、難解複雑な商品が 2000 年代以降に急拡大したことである。その結果、オリジネーター以外には評価が困難なものが多く市場に出回るようになった。

(3) 金融仲介のあり方と金融ビジネスの変貌

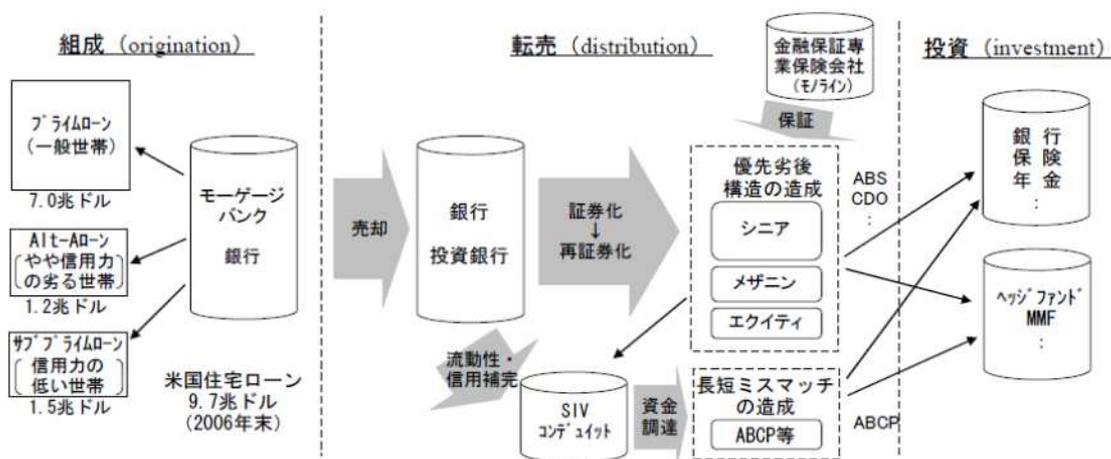
『組成・転売型モデルへの移行』

欧米における金融仲介の主軸は、従来の金融機関のバランスシートだけでは対応できない巨大な金融ニーズが生じたために、自ら組成した貸出債権を、そのまま自身のバランスシートで抱えて金融仲介を行ってきたいわば buy and hold のモデルから、原債権を証券化し資本市場で販売することでバランスシートを回転させ、次々と信用を供与していく Originate to Distribute (組成・転売型) モデルへと移行していった。こうした金融仲介の仕組みは、信用デリバティブや証券化といった金融技術を用いてリスクを色々な要素に分解し、ネットワークでつなぎ合わせることで、多様な参加者が加わった市場で適切にプライシングされて、全体として資源配分を効率化させるというものである。

しかし、組成・転売型モデルは仲介プロセスが長い連鎖となっているために、連鎖の端にいる最終投資家が、原資産に遡って評価することが困難となるリスク (Valuation Risk) が出てきた。それ故、外部格付けに対する依存が高まることになった。また、組成・転売型モデルを中心とする金融機関では、証券化によって債権の転売 (信用リスクの移転) が機能することを前提に、組成時点の十分な審査や組成後の与信管理をしっかりと行うインセンティブがなくなり、原債権の劣化につながったことが指摘されている。

⁸ CDO は、貸出債権や社債など信用リスクのある資産を裏付けとして、発行される ABS (資産担保証券) の一種。近年では、住宅ローン債権やクレジットカード債権を集めた既存の証券化商品や、ハイイールド債、また信用デリバティブも含む多様な資産を裏付けに発行されるようになっていた。

「組成・転売型モデル」の概念図（サブプライム・ローンの証券化を例に）



（資料：日本銀行「金融システムレポート」08年3月号）

『「影の銀行システム」⁹の拡大』

拡大するリスクマネー供給のニーズに対して、既存の銀行システムでは十分に応えられなかったため、銀行に比べれば規制の緩い投資銀行や、特段の規制監督下でない、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ、SIVといった多様な銀行以外のプレーヤーが新たな金融仲介の担い手として台頭した。

『産業資金の仲介から自己投資へ』

とりわけ投資銀行においては、それまで主としていた産業資金の仲介業務に加えて、自己資金を使った証券売買や企業、不動産の買収を積極的に行うことで巨額の収益をあげるようになった。さらに、規制が比較的厳しかった欧米を始めとする商業銀行も、積極的に投資銀行に融資する一方で、自ら連結対象外の特別目的会社を使って銀行本体では出来ないレバレッジをきかせた投資業務を推進するといった構図が見られた。

『レバレッジの拡大』

ROE 極大化のため、外部負債が積極的に活用された。もともと規制のないヘッジファンドは言うまでもないが、投資銀行においても、2004年のレバレッジ規制緩和¹⁰に伴い、当時平均して20倍前半だったレバレッジ比率が一気に30倍台にまで膨らんだと言われている。また、欧州の大手金融機関（ユニバーサ

⁹ Shadow Banking System と呼ばれる。例えば、米国では上記のような新たな金融仲介の担い手が抱える資産が、2007年末時点でおおよそ10兆ドルにも及び、厳しい規制監督下にある銀行システム下の資産額に匹敵していたと言われる。

¹⁰ SECによる大手投資銀行グループ（Consolidated Supervised Entity）に対するレバレッジ規制の緩和（broker-dealer 子会社に対する debt to net capital ratio の上限 12 : 1 が適用除外となった）。

ル・バンク)においても主に投資銀行部門のレバレッジ比率が非常に高かったことが明らかになっている。しかも、預金という安定的な資金調達源がなくても、市場で低利の資金調達が容易に行えたために、市場調達(なかでも短期資金)への依存が深まっていった。その結果、金融システム全般において、実質的な自己資本比率の低下、運用と調達期間のミスマッチの拡大(とりわけ保有資産の市場における容易な売却を前提とした市場流動性への過信)といった面で、潜在的なリスクが積み上がっていった。

3. 過剰なリスクの積み上がりが許容された要因

(1) 市場参加者のリスク管理の不備

金融機関、市場参加者自身が、市場やビジネスモデルの変化に対応するリスク管理ができていなかった。とりわけ金融機関においては、複雑な証券化商品など投資対象に係る信用リスクや流動性リスクが過小に評価されており、また自社の財務管理においても、レバレッジの高さや資金調達の偏りがもたらすリスクが過小に評価されていた。さらに、測定されたリスクを組織的にどう活用するかの体制が整っていなかったとも指摘される¹¹。

投資家においては、自ら投資対象のデューデリジェンスを行わない、格付けの有効性を問わないという意味で、格付けへの安易な依存があった。格付けの前提である、期中の価格変動リスク、流動性リスクは考慮しないという条件に対する理解が浸透していなかったことも指摘されている。

格付け会社においても、特に、新しく複雑な仕組み商品にかかわる格付け手法に問題¹²があったことが明らかになった。とりわけ欧米では、複雑な証券化商品の格付け過程で、格付けモデルに関するコンサルティングをアレンジャーである金融機関に対して行っていたことが、格付けを甘くさせる誘因になったとの指摘がある。そもそも、発行体から格付け手数料を得るビジネスモデル自体が問題との意見もあるが、広範にわたる投資家層からフィーを受け取るようなモデルの成立は事実上不可能といえよう。

(2) 規制監督体制の不備

今回の危機では、市場の変化のスピードに規制監督の枠組みの変化が追いついていなかったことも証明された。とりわけ、金融仲介に重要な役割を果たすようになっていた「影の銀行システム」のほとんどは厳格な規制監督の範囲外にあり、CDS や証券化商品など相対で取引される市場の急拡大に伴うリスクの

¹¹ 数学的モデルの算出結果だけを重視して前提の妥当性を問わない姿勢、リスク管理部門の低い発言力、トレーディング勘定や、簿外、子会社等で抱えるポジションなど統合的なリスク管理等に不備があったと指摘されている。

¹² ヒストリカルデータの不足や数学的モデルに対する過信等。

認識も甘かった。そうした環境下、新たなビジネスを急速に拡大させた金融機関では、規制監督下にある本来の業務に加えてそれが及ばない（あるいは規制対応の負担がより軽度な）業務まで手広く担う実態があった。そして、収益を追求する過程で、規制監督のループ・ホールをつくような形のビジネス展開に拍車がかかっていたことが今回明らかになった¹³。

過去十数年の規制監督の基本的な考え方は、金融機関にも株主に対する責任があり、自らも破綻を望まない以上、きちんとリスク管理を実施しているはずであるという期待であったが、こうした期待にかなったリスク管理は十分になされていなかった。さらに、国境を越えて活動する金融機関に対して、規制監督体制は各国個別、または国内においても縦割りとなっていた問題¹⁴もあった。

(3) 過剰なリスクテイクの背景にあったインセンティブ構造

『報酬体系の問題』

金融機関の経営者報酬の過半はストック・オプションであったために、経営者は株価を上昇させて報酬を増やすために（中長期的な企業価値の向上をさしおいても）レバレッジを上げ、リスクテイクして短期的な収益を向上させようというインセンティブを有した。個別の従業員レベルでも、例えばトレーダーやアセット・マネージャーなどのボーナスが当期の収益に連動していたために、目先の収益を大きくして、今期のボーナスを上げようというモチベーションを有したことが指摘されている。

『pro-cyclicality の問題』

自己資本比率規制¹⁵や時価会計といった制度的な枠組みにおいて、好況の時にはリスク負担の許容度が上がり、投資を促すことで資産価格を上昇させ、それがさらなるリスクテイクを促す（逆に不況時には信用供与が過度に引き締められ、価格も一方的に下落することで実体経済をさらに下押しする）という

¹³ “regulatory arbitrage”（規制裁定）と呼ばれる。例えば、後述の BIS 規制導入後、商業銀行がオンバランスでリスクをとるコストが高くなったことから、規制が緩い領域で金融仲介が活発化したこと（SIV もそうした仕組み）や、州政府によって監督されていた米国の保険会社（AIG）が監督当局の目が及ばない海外金融子会社で巨額の信用リスクの引受を行っていたことなど。

¹⁴ ユーロ圏の金融政策は欧州中央銀行（ECB）が担っているが、金融管理・監督権限は各国に委ねられており、多様な金融管理・監督体制が採られている。米国の金融監督体制は、業態別に監督機関が分かれており、さらに連邦と州に監督当局が分かれるなど、多元的で複雑な形態となっている。

¹⁵ 1988 年に国際決済銀行（BIS）のバーゼル銀行監督委員会において策定された、銀行を対象とする BIS 規制（バーゼル I）と、その後の銀行経営が抱えるリスクの複雑化に対応するために 2004 年に改定ルールが公表された新 BIS 規制（バーゼル II）のことを指す。サブプライム危機が発生した 2007 年 7 月時点では、ほとんどの国でバーゼル II は未実施か、適用開始直後であった。

pro-cyclicality(景気循環増幅性)と呼ばれる構造が内在することが指摘されている¹⁶。

III. 喫緊の課題

中長期的な金融システム改革もさることながら、現状においては金融市場への流動性供給と、金融仲介機能の回復が目下の急務である。以下では、金融危機の震源であった米国と、米国と同様の金融危機に直面した欧州を念頭において、喫緊の課題として想定される論点を簡潔に整理する。

1. 非伝統的金融政策の実施

一連の政策金利引き下げに加え、非伝統的な金融政策として、量的緩和策がとられている。また、米国ではリスクプレミアムが拡大した結果、政策金利引き下げによっても民間の調達金利が高止まりしていることから、リスクプレミアム縮小による企業の資金調達環境の改善を狙いとして、FRBがCPや社債、資産担保証券などリスク資産の買い入れを強化していることが注目される。

2. 不良資産の速やかな処理

民間の金融仲介機能を早期に回復させる観点から、金融機関が抱える不良資産の処理を着実に進めることが大事である。不良資産の処理が進まなければ、金融機関から企業に向かう資金の目詰まりも解消されないことから、財政・金融政策の効果が薄れることが懸念されている。その意味で、米国での以下の動向が注目される。

『「バッドバンク・官民投資基金」構想』

不良資産を金融機関のバランスシートから切り離す必要があるが、金融機関にとっては損失の確定になるため、買い取り価格の決め方が難しい。金融安定化法も、2008年10月の成立当初の趣旨は不良資産の買い取りであったが、価格決定の難しさと政府負担の程度が障害となって、結局立ち消えになったことから同様の問題が懸念される。

¹⁶ バーゼルIIは、バーゼルIに比べて自己資本算出がリスク感応的になっていることから、景気変動に伴う所要自己資本の変動がより大きくなる(pro-cyclicalである)ことが指摘されている。

3. 自己資本の増強

不良資産の処理を進めた上で必要なら公的資金を注入する必要がある。これまでも公的資金の逐次注入を行ってきたが、実体経済の更なる悪化とともに自己資本の毀損が一段と進み、金融仲介機能の回復に向けた目途が立たない状況になっている。米監督当局は、大手行を対象としたストレステストに着手し、自己資本が十分な水準に満たない場合は、公的資金による資本増強を行う方針を示した。厳格な査定の実施で底打ち感を出すことができるのか、国有化まで踏み込む必要があるのか、財源確保の問題もあって今後の動向が注目される。

その他の論点として、とりわけ欧州において、金融機関への公的資金の注入や国有化の動きが先行して見られるが、米国ほど財政に余力がないなか、肥大化した金融を支えることに国といえども相当の困難に直面することが懸念されている（「too big to save」の問題）。また、中東欧、バルト諸国における実体経済の急速な悪化に伴って、（多額の融資残高を抱える）主に北欧や西欧の金融機関の不良債権の急増が懸念されている。

さらに、「金融保護主義」とも呼べる動きが見られることも指摘しておきたい。欧州における預金保護をめぐる国益のぶつかり合いの例や、公的資金を注入した金融機関に自国内での貸出増加を義務付け、結果として外国向け融資を圧縮させる例など、自国にとって望ましい個別の対応が国際金融を混乱させる可能性がある。

IV. 中長期の課題・今後の方向性

100年に一度とも言われる今回の金融危機は、世界経済に大きな混乱をもたらしているが、この危機への抜本的な対応として、持続的な世界経済の成長を支えることができる、金融システムのあり方をめぐり議論¹⁷が進むことは有意義である。

以下では、金融市場の健全性の維持と発展にとって我々が不可欠と考える「規

¹⁷例えば、08年4月のワシントンG20会議のためFSF（金融安定化フォーラム）がとりまとめた“Report of the Financial Stability Forum on Enhancing Market and Institutional Resilience”の他、08年7月に金融機関団体であるIIF（国際金融協会）が発表した“Final Report of the IIF Committee on Market Best Practices: Principles of Conduct and Best Practice Recommendations”、また最近では09年2月に欧州委員会の求めで金融規制監督の枠組みについて諮問委員会が発表した“The High Level Group on Financial Supervision in the EU”（ドラロジェール・レポート）、英FSAが09年3月に発表した“The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis”等がある。

律」について、基本的な考え方を述べた後に、金融ビジネスのあり方、規制監督等のあり方、国際通貨・金融制度の行方について必ずしも網羅的ではないが、当委員会で取り上げられた主な論点を整理し、現時点での当委員会の見解や、それが現時点で明示できない論点についても、今後の世界の金融の方向性を示唆するものとして示したい。

1. 自由と規律のバランス、規律のあり方

今回の危機を受けて規制再構築は不可避の流れである。もともと、市場経済とは参加者の自由に全てを委ねるものではなく、一定のルールや市場監督者としての規制監督当局の存在があって効率的に機能するものである。従って、今回明らかになった規制監督の不備は手当されなければならない。一方で、規制強化に向けた現在の動きは、政治主導の流れのなかで行き過ぎる可能性がある。規制する側も万能ではないし、どれだけ厳しく規制しても危機再発を防げる保証はない。過剰な規制は、公正な価格形成や効率的な資源配分という市場が持つ本来の機能を妨げ、イノベーションの芽を摘みとる恐れがある。自由と規律のバランスは、近年、自由に傾きすぎたのは事実であり、適切なバランスを回復するにあたって、あらためて規律のあり方が問われているといえよう。

「規律」には二つの種類がある。一つは、法令による規制という市場外からの強制力を伴うものである。もう一つは、市場参加者らの自主規制、自主的なルールや自己規律によるものである。今回の金融危機を招いたことに対しては、規制監督当局が市場参加者の自主性に委ね過ぎ、尊重し過ぎたという点は否めない。しかし、今後の方向として、まず規制ありきではなく、市場参加者自らが、インセンティブの歪みや収益相反の解消に向けて努力を尽くし、ディスクロージャーを一層推進することが重要である。その上で、規制監督当局は市場が有効に機能するための基盤整備や違反者を厳しく取り締まる役割を徹底するといった、マーケットベースの規律のあり方が求められる。

2. 金融ビジネスのあり方

(1) ガバナンスの強化

今回の世界的な金融危機において、短期的な収益を追求するあまり、経営のチェック機能が十分に働かなかったことが、危機を招いた重要な要因の一つとの認識が必要である。

サブプライム・ローンの過剰な融資に始まり、リスクを度外視したかのようなレバレッジの積み上げ、格付けへの安易な依存、あるいは利益相反的な行為の看過、さらには“privatization of profits and socialization of costs”

という大きな非対称性¹⁸があるなかでの高額報酬や、短期的な収益向上を求める株式市場からの圧力¹⁹などの問題が存在した。根源的には、欧米金融機関の経営者や従業員の強欲 (greed) といった特性に起因するという指摘も少なくないが、倫理観に問題を帰すだけでは再発の防止は困難であろう。

『報酬体系の見直し』

短期的な収益に連動し、過剰なリスクテイクを促したと考えられる報酬体系の見直しが一つの論点になる。米国の経緯をみると、報酬金額の多寡の議論も避けられないが、成果や貢献度をどう測るのかという点が、より重要な問題となろう。

厳しい競争を勝ち抜くためには、相応の報酬を支払って優秀な人材を確保せざるを得ないのが現実であり、その際、収益に対する貢献度が適切に測定できる仕組みが具備されるのであれば、成果に応じた報酬の合理性は認められる。既に一部の欧米金融機関では、より長期的な収益への貢献度に基づいた形で報酬額を決める制度²⁰が導入されはじめている。

しかし、一社だけが導入しても人材の社外流出につながりかねない難しさがあるため、同様の仕組みを業界内で浸透させるための制度作りが望まれよう。また、米国では公的資金注入行 CEO の年収を 50 万ドル上限とすることが発表された。公的資金返済までの一次的な措置と考えられるが、今後の動向が注目される²¹。その意味で、4 月 2 日開催のロンドン G20 サミットにおいて、FSF (金融安定化フォーラム) が作成した健全な報酬に関する原則²²を支持、実施すると発表されたことは今後の方向性を示唆したものである。

¹⁸ Too big to fail が成り立つ場合、アップサイド (儲け) は経営者や従業員、株主に分配されるが、ダウンサイド (損失) は公的負担となってしまう問題。

¹⁹ 潜在的なリスクを認識していても、目先の収益向上のプレッシャーを受けながら真っ先に競争を諦めることは難しかったとの見方がある。シティグループの前チェアマンであるチャック・プリンス氏が巨額損失発表前の 2007 年 7 月のメディア取材において (現状にリスクを感じないかとの質問に対し) リスクがあるのは分かっているが、流動性が溢れている中ではリスクを取り続けなければならないとの趣旨で “...as long as the music is playing, you 've got to get up and dance. We 're still dancing.” と発言したことは象徴的。

²⁰ 賞与は、リスク調整後あるいは収益 (リスク) が実現する期間に応じて複数年で支払われるのが適切との考え方に基づくもの。例えば、賞与の相当額を 3 年程度かけて分割払いする、あるいは株式で支給して現金化は 3 年程度経たないと行えないといったものである。

²¹ 各金融機関の経営状況は千差万別であるのに、一律、実額で規制するのは、行き過ぎではないかとの意見もある。各社従業員平均給与の何倍までといった決め方も考えられよう。

²² 「報酬についての実効的なガバナンス」、「健全なリスクテイクとの整合性確保」、「実効的な監督と (適時の情報開示による) 関係者の関与」の項目でまとめられている (金融庁ウェブサイト参照)。

『リスク管理体制の強化』

リスク管理に必要な情報がどのように収集・分析され、経営判断に活かされたのか、取締役会などがリスク管理上の役割を十分に果たしていたのか、という意味で、コーポレート・ガバナンスに属する問題の一つである。最終的には、取締役会のリスク管理面でのモニタリングが重要であるが、その前提として、リスク管理部門の社内における発言権強化と経営陣のリスク管理上の責任の明確化が求められる。リスク管理部門の強化によって経営判断に必要な情報が随時提供される体制が整えば、経営トップがアクセルとブレーキを踏み分ける自律的なリスク管理に基づいた経営が可能となるであろう。

『ディスクロージャーの強化』

証券化商品の複雑性や不透明性から、市場の流動性低下や価格評価のバラつきといった大きな問題が生じたこと、また連結対象外の特別目的会社に関するリスク情報の不透明性から、金融機関の財務健全性を巡って市場が混乱したとの認識をもとに、市場関係者には自発的にディスクロージャー拡充に取り組むことが求められる。これについては、開示対象の量的な拡充にも増して、投資家側の使い勝手の観点から、例えば他社との比較可能性の容易さなど質的な拡充が求められる。

(2) 今後の企業金融のあり方

欧米の金融界では近年、企業ニーズを受けての資金仲介や、経営不振企業を地道に立て直す企業再生、事業リスクに対する効果的なヘッジ手段の提供、新産業の担い手を支えるベンチャー・キャピタルといった、顧客の企業価値を高める観点から取り組むビジネスよりも、効率的にレバレッジをかけて自己ポジションで資金を投じて手早く稼ぐという、投資・運用ビジネスの側面が過度に強調されていた。それが規律を失った結果、実体経済に大きな影響を与えたことが批判され、金融と実体経済の調和のあり方が問われている。

『企業価値向上を支える役割』

近年、欧米の金融ビジネスのベースにあった、短期収益の極大化を志向するビジネスモデルは持続不可能なことが明らかになった。しかしながら、あるべき資本市場を通じて企業の資産、負債、資本を再構成することで顧客企業を高付加価値な事業体になることを支援するという、本来の投資銀行のビジネスモデルは、企業金融にとって不可欠の機能であり、今後も質や形を変えながら発展していくであろう。

企業金融の観点からは、おそらく、間接金融と直接金融とが厳格に分離される世界に戻ることはないであろう。商業銀行であれ、投資銀行や投資ファンドといった非銀行であれ、企業のキャッシュフローに基づいた負債や資本の調達

について適切に助言し、リスクを負担し、当該企業の企業価値向上を通じて、自らも収益を上げるビジネスモデルが模索されるのではないか。

『利益相反の解消』

例えば、組成・転売型モデルにおける、オリジネーターの「粗製乱造」を抑えるべく、証券化した債権の一部を自らも保有することが望まれよう。本来は、マーケットの自浄機能が働くことが理想であるが、それが難しいのであれば、規制によるか、あるいはよりモデレートなガイドラインを設定して、その順守を求めるべきとの意見もある。また、格付け会社も同一顧客に対する格付けとコンサルティングの同時提供は制限されるべきであり、こうした利益相反の疑念が持たれる状況は、規制監督下に置かれる流れとなっている。

『原点回帰とその先』

今、欧米金融機関は、生き残りをかけて懸命な状況であろう。当面のトレンドは、Back to basics（原点回帰）を予想する声が多いが、今後のさらなる業界再編、新たな規制監督の枠組みに速やかに適応していくなかで、彼らは再び新しいビジネスモデルを創り出す可能性があることを付言したい。

3. 規制監督等のあり方

(1) 規制監督の再構築

『規制監督体制の強化』

金融システムにとって重要な金融機関と市場に対する規制監督に不備がないように規制体系は再構築される方向にある。金融仲介の重要な担い手には、然るべき監督の目が及ぶことになるであろう。各国においても、縦割りの弊害が生じないように、関係する当局の統合集約や連携の強化が進められるであろう。

金融ビジネスのグローバル化によって、国際的な監督当局の連携強化は不可欠である。また、今回問題を増幅した CDS も、取引実態の把握や価格の透明性を担保するために、集中決済機関の創設に向けた検討が進められ、そこを通して規制監督の対象に含まれることになるであろう。

一方で、グローバルな市場を舞台に、様々な金融仲介機能の分化や統合を進めながら、多様なプレーヤーが競い合う現代の市場において、銀行・証券・保険・ファンドといった単純な線引きに基づく規制の網かけを行うことができるのか、どのように強弱をつけるのか、規制の差異が新たなリスクテイクの契機となりはしないかなど、現実には課題も多い²³。

²³ ロンドン・サミットでは、規制・監督をシステム上重要なすべての金融機関・商品・市場に拡大することが確認され、ヘッジファンドが初めて監督対象に含まれることになったが、

『重要な金融機関の救済ルール』

今回、「銀行」以外を想定した経営破綻時の救済原則²⁴がなかったために、個別の対応を迫られ、それが市場の混乱に拍車をかけた。金融システムの安定に重大な影響を及ぼす金融機関の経営悪化に対しては、何らかの原則的な考え方を事前に示す必要があると思われるが、この問題は規制監督の程度の問題と表裏一体である。事前に救済ルールが定められたものについては、当然、より厳しい規制監督の対象となるであろう。

しかし、わが国もそうであったが、個別金融機関や従業員、役員の救済ではなくシステムを救済する、という説明は非常に難しい。また、金融システムに重大な影響を及ぼす金融機関の破綻は回避されること、Too big to fail（大きすぎてつぶせない）であることが事前に示されることで、金融機関経営にモラルハザードが生じる懸念がある。その場合には自己規律は期待できず、結果的に国民負担が増えるリスクがある。

(2) 金融システムの健全性・安定性の向上

個々の金融機関経営の健全性、安定性の確保に加えて、金融システム全体におけるレバレッジの積み上がりや、リスクの集中といった動静に目を配らせた監督アプローチが強化される方向にある。

『自己資本の充実とレバレッジの抑制』

銀行の自己資本は、損失を吸収するのに十分な水準でなかったことが、今回明らかになった。貸出余力の低下と、景気の減速、信用コストの上昇といった悪循環に陥ることになったため、金融機関の自己資本の質・量の両面における充実に向けた議論が欧米で始まっている²⁵。自己資本比率規制に加えて、金融機関の過度なレバレッジを防ぐべく、レバレッジ比率を補完的に規制対象とする動き²⁶も見られる。

一方、本来必要となる自己資本の量やレバレッジの程度は、金融機関のビジネスモデルや、リスク管理能力によっても異なり、一律の規制ではうまく機能

新たな規制・監督体制の詳細については今後の検討課題である。

²⁴ 米国において、「銀行」の場合、システムック・リスク・エクセプション（連邦破産法の適用除外で連邦預金保険法が適用）が明記されているが、投資銀行や保険会社等についてはそうした原則がなかった。

²⁵ 質の面では、Tier 1（中核的）資本の重視、量の面では所要自己資本比率の引き上げ等。

²⁶ リスクウェイトを考慮しない単純な総資産／自己資本の比率に上限を定めるもの。例えば、スイスでは、レバレッジ比率を新たに監督における補完的指標として導入する方向で議論されている（米国・カナダではもともと併存）。しかし、米国で防げなかったように、単独での効果には限界がある。

しないという問題がある。また、自己資本比率やレバレッジの規制は、経済の下押し圧力、デフレ圧力につながる可能性があるために、導入のタイミングと規制水準には慎重な検討が必要である²⁷。

『pro-cyclicalityの緩和』

自己資本比率規制等が有する pro-cyclicality を軽減する方向で議論が進んでいる。個々の金融機関に関する健全性指標としては効果を発揮するが、マクロでみると比率を維持するための個々の「合理的な」行動が、資産売却や与信の絞り込みを引き起こし、それがさらなる価格下落や景気の冷え込みにつながるという問題がある。好況時に相応の自己資本のバッファが積み上げられ、不況時にはそれを取り崩すことを促すなど、規制順守によって実体経済に増幅的な悪影響を及ぼすことのないような工夫が望まれる²⁸。

(3) 会計基準の見直し

連結対象外の特別目的会社に関わる会計基準やディスクロージャー基準が見直される方向である。さらに、危機時における時価評価のあり方について検討が進められている²⁹。流動性が極端に細り、投げ売りの連鎖の末に市場でついた値段は、ファンダメンタルズと大幅にかい離しているにもかかわらず、時価として決算に強制される問題がある。他方、市場関係者にとって時価は重要な情報であり、これを一切無視することへの葛藤は強い。

守るべきは、多くの市場参加者がサポートしうる fair value (公正価値) であって、その時々のおける投げ売りの状況下での market value (時価) では必ずしもない。時価は公正価値の重要な一部分だが、理論価格も公正価値に含まれる。場合によっては理論価格をもって公正価値と見なすべきケース³⁰もあり得よう。例えば、理論価格でバランスシートに記載し、市場価格との差を欄外注記するなど、折衷点を見出す必要があるとの意見がある。

²⁷ 最低所要自己資本比率の見直しは、景気回復への影響を考慮して、2010年以降に行われる予定(バーゼル銀行監督委員会による3月12日付けプレスリリース)。

²⁸ 2009年末までに、FSFやバーゼル銀行監督委員会等によって、pro-cyclicality軽減のための具体的提言が発表される予定である。なお、新BIS規制においてもpro-cyclicalityに対処する仕組みが内在することが指摘されている。特に、「金融機関の自己管理と監督上の検証」を定める「第二の柱」の枠組みにおいて、各行の経営戦略やポートフォリオのリスク・プロファイルに応じて、または景気変動などのストレステストをもとに適正と考える自己資本を積み増すことが要請されている。

²⁹ ロンドン・サミットにおいて、「公正価値会計の枠組みを再確認しつつ、会計基準設定主体が、流動性及び投資家の保有期間を踏まえ、金融商品の価格評価の基準を改善すべきである」ことが合意されている。

³⁰ 他方、理論価格の問題点は、業者の前提の置き方次第で評価がばらつくこと。監督当局が、原則ガイドラインを示すことも考えられよう。

(4) 国際協調の推進

レバレッジ比率や自己資本比率、会計基準といった制度的な枠組みが各国で統一されていないと、金融機関や投資家の競争条件が揃わなくなる問題がある。またグローバルに活動する金融機関を効果的に監督していくために、関係各国当局の協力は不可欠である。さらには欧州での預金保護をめぐる混乱で明らかになったように、各国の金融保護主義的な動きが世界的な金融システムの回復を遅らせる懸念があるために、一層、国際的な協調が求められる。

4. 国際通貨・金融制度の行方

(1) 国際金融機関の改革

世界的な通貨の安定、金融システムの安定を目的として、IMF を拡張する、あるいは IMF に替えて世界的な金融監督機関をつくってそこが全てを監督する、さらには、世界的な中央銀行が世界中に国際通貨を供給できるような体制になるかということ、現実には問題が多い。

世界経済の勢力図の変化を反映して、新興国が加わる G20 の枠組みの意義が高まっている³¹。IMF においても、新興国の発言権強化に向けた流れは必然である。しかし、今後、有事の際に加盟国に対して、強制力を伴う対応が可能となるのか否か、国家主権との関係もあって難しい問題である。

監督機能の強化は必要であるが、金融制度の実態が各国で異なることを踏まえれば、世界的監督機関への一元化や強制力の付与は非現実的ではないか。むしろ、基本的なレベルでの国際協調の推進（上記）と、事前に危機の芽を察知するモニタリングや事後の危機対応といった面で、国際金融機関と各国監督当局との密な協議体制が求められる。

なお、喫緊の課題でもあるが、信用力の低い国家が市場から資金調達出来ない状況に至っていることから、国際的な資金供給の枠組み強化に向けた取り組みが行われている。IMF では、緊急支援枠の拡大や増資の検討が進められている³²。またアジアにおいても、アジア開発銀行の増資や、ASEAN + 3 による CMI（チェンマイ・イニシアチブ）の枠組み強化³³といった通貨・金融システムの

³¹ 金融安定化フォーラム（FSF）、バーゼル銀行監督委員会では、先行して加盟国の拡大が決定された。なお、前者は、より強固な組織基盤と拡大した能力を持つ金融安定理事会（FSB）として再構成し、早期警戒を実施するために IMF と協働すべきことがロンドン・サミットで合意されている。

³² 融資枠を現行の 3 倍にあたる 7500 億ドルに引き上げること、出資比率見直しについても、2 年前倒しして 2011 年 1 月までに実施することがロンドン・サミットで合意された。

³³ 金融危機対応のため、ASEAN + 3 財務大臣特別会議が 2009 年 2 月にタイで開催された。

安定に向けた地域的な連携強化の動きが強まっていることが注目される。

(2) ドル基軸体制の行方

ドルの一極集中時代は既に終わったという見方がある。また、金融機関の資金繰りの問題から、ドルに対するニーズは底堅いように見える一方、財政赤字の急拡大からドルの信認に神経質になる展開も予想される。

しかしながら、ドルが有する国際通貨としての機能が急激に低下することは世界経済の混乱を招く上、現時点ではドルに代わる有力な通貨が存在しないことから、ドル基軸体制は当分続くと考えるのが妥当であろう。

V. 日本の金融の課題

1. わが国金融の現状

当初、わが国の金融環境は、金融機関のサブプライム関連商品への関与が限定的であったこともあり、全体として落ち着いていたが、リーマン・ブラザーズ破綻後の国際金融市場の混乱を契機に、08年秋以降、急速に悪化した。カウンターパーティーリスクの高まりから短期市場金利は上昇、海外投資家のポジション巻き戻しの影響や景況感の悪化、円高の進行から株価は大幅に下落した。そのため、機関投資家のリスク許容度が著しく低下し、CPや社債の引受は事実上停止状態となり、資本市場は機能不全に陥った。

信用リスクの高まりと大幅な株価下落は、銀行に自己資本比率の維持を強く意識させたが、資本市場での資金調達が困難になった大企業を中心に、銀行借入れへの依存が急速に増大したことで貸出余力は一段と低下、中小企業を中心に資金繰り破綻が増えるなど、企業金融は危機的な様相を呈することとなった。

世界的な経済情勢の悪化を受けて、わが国の実体経済も著しく悪化しており、それが銀行の貸出債権の劣化につながり、さらに貸出が抑制されるといった、金融と実体経済との負の連鎖への危機感が強まっている。

同会議では、チェンマイ・イニシアティブのマルチ化（外貨準備プール方式、一本の多国間取極）の規模拡大（800億ドルから1200億ドルへ）、域内サーベイランス・メカニズムの強化等、アジア地域金融協力を一層強化するという共同宣言が出された。

2. わが国金融にとっての喫緊の課題

金融仲介機能を速やかに回復させるために、日銀が金融危機対応の追加策を相次ぎ実施していることは評価できるが、実際に資金需要のある企業まで十分に資金が回っていないのが現状であろう。資本市場においても、機関投資家は国内外の証券投資の損失から、投資余力を喪失したままである。この様に、民間金融が委縮して資金の循環が滞っている現状では、日銀が金融機関からの受入担保や買い取り対象の拡充など、一步踏み込んだ対応をとらざるをえないであろう。

政府も様々な金融危機対策を相次いで打ち出している³⁴。民が委縮するなか、危機対応の観点から出来ることを進めることは政府本来の役割であり、その結果、一時的に官のプレゼンスが高まることはやむを得ない。しかし、民の補完という本来の原則を越えて、将来にわたって拡張することで市場を歪めたり、市場参加者にモラルハザードを生じさせたりすることのないように注意が必要である。政府による選別、信用の割り振りは、産業の構造転換を遅らせ、企業の新陳代謝を損ねる可能性を否定できないため、両刃の剣となりかねない。

3. わが国金融が抱える中長期の課題

日本経済に関して言えば、金融危機の影響は金融システムを経由したものとよりも、市場構造の問題（外国人投資家への依存）と産業構造の問題（輸出産業への依存）が顕在化したものと捉えることができ、欧米が危機に至った背景・原因とは様相が異なる。

当面の危機対応は勿論大事であるが、日本経済や、金融の将来を考えた時、中長期的に取り組むべき課題は、危機の前後で大きくは変わらない。従って、金融危機後を見据えた時、わが国金融のあるべき姿は、引き続き資本市場を活性化し、間接金融との役割分担あるいは融合のもとで、金融仲介機能を強化することにあると言えよう。

こうした認識の下、前章でとりあげた世界の金融の潮流をも念頭におきながら、わが国金融にとって中長期的な課題は何か、現下においてどのようなチャンスが考えられるのか、当委員会で議論した内容を整理する。

³⁴ 中小企業に対する信用保証枠の拡充、民営化された政策投資銀行を窓口とした特別融資枠の設定（1兆円/08年度）CP買い取り（2兆円）が実施されている他、社債の購入、さらには企業への公的資金注入が検討されている。また、銀行等保有株式取得機構による持ち合い株式の買い取り（20兆円）が3月から再開したが、買い取り対象を拡充することも検討されている。

(1) ベター・レギュレーションの進展に向けて

今回、欧米では、規制監督のルール・ホールが看過され、悪用されたことが問題となっているが、わが国では、サブプライム関連の直接の被害が相対的に少なかったことが示すように、金融機関による過剰なリスクテイクは広く一般には認められないことから事情が異なる。規制再構築に向けた世界の潮流は十分に意識して、国際的な取り決め・枠組みに関する議論には当局が積極的に関与していくべきであるが、国内においては、むしろ過剰規制にならないよう留意する必要もあるのではないか。

わが国では、金融規制の質的向上を目的として、ルール・ベースの監督とプリンシプル・ベースの監督の最適な組み合わせ³⁵によって、規制体系の実効性を確保していくことを主要な柱の一つとした「ベター・レギュレーション」³⁶の方針が2007年から金融庁によって打ち出されている。このプリンシプル・ベースの規制アプローチについて先達といえる英国 FSA（金融庁）が（実際あまり監督していなかったために）躓いたことは教訓としなければならない。

しかし、プリンシプル・ベースを「内部規律重視、経営の自主性の発揮」と捉えればその重要性は依然として変わらないことから、ルールの細分化を進めるよりも、ルールとプリンシプルとを局面に応じて巧みに使い分け、金融機関の自主規制確立へのインセンティブを意識した制度設計を進める³⁷べきである。

(2) 市場参加者の自己規律の向上に向けて

政府・日銀による民の代替、補完を積極的に期待する声もあるが、市場参加者も、単に注文をつけて済む話ではない。市場による自浄機能が期待できない場合には、規制強化の形で自らに跳ね返ってくる可能性を忘れるべきではない。経営全体にわたるコーポレート・ガバナンスを始め、公正価値会計、ディスクロージャーの拡充・強化等に関連して、確たる自己規律を示さなければならない。自らの規律向上に向けた取り組みは、益々重要となるであろう。

個別企業の取り組みを前提として、日々刻々と変化する市場に最も近い立場にある自主規制機関が、まずきちんとした共通の自主規制ルールを作り、それ

³⁵ 前者は、詳細なルールを設定し、それを個別事例に適用していくものであり、後者は、幾つかの主要な原則を示して、それに沿った金融機関の自主的な取り組みを促すもの。

³⁶ その他の重要な柱として、第二の柱「優先課題の早期認識と効果的対応」、第三の柱「金融機関の自助努力尊重と金融機関へのインセンティブの重視」、第四の柱「行政対応の透明性・予測可能性の向上」がある。

³⁷ 2008年12月の規制改革会議答申において、監督指針、金融検査マニュアルの柔軟な見直し、金融検査の透明性向上などについて合意されている（より簡素化、より透明化の方向性）。

を市場参加者が着実に守っていくことも大事である³⁸。

(3) 日本における企業金融のあり方

金融による付加価値創出に過度に依存した欧米とは異なり、わが国の金融は、銀行が金融仲介の要として、産業・企業をサポートする役割に軸足を置いてきた。こうした経緯は尊重しながらも、経済同友会は、社会の成熟化、経済の高度化による多様なニーズへの対応、また、銀行に対する自己資本比率の制約等を勘案した時に、産業・企業の活性化のためには、間接金融中心では不十分との認識のもと、07年度に、経済を活性化する積極的な金融の姿、役割³⁹を主張する提言を行った。金融と事業会社の活動は、本来、車の両輪である。欧米金融の行き過ぎた面は肝に銘じつつ、それとは異なるやり方で、金融が情報生産し⁴⁰、リスクの効率的な配分を積極的に担うことで付加価値を生み出すべきという、当該提言の考えは今も不変である。

銀行（預金取扱金融機関）は金融システムの中核をなす重要なプレーヤーであり続けると思われるが、世界の潮流としては、中核的な金融機関に対する規制が強化され、自己資本の要求水準が高まることが予想される。そうなる（これまでもそうであったが）産業構造の転換や事業再構築に不可欠なリスクマネーをいかに供給していくのが重要な課題となる。その意味で、企業金融の担い手として、銀行に限らず証券会社、（本来の）投資銀行、ファンド、保険会社等がバランスよく発展していくことが望まれる。そして、これらの金融インフラが、確たる自己規律と新たに再構築される規制監督体制の下で、銀行が直接取ることができないリスクを補完する役割を担うことが期待される。こうした担い手についても、金融仲介に占める地位の高まりに相応しい経営の透明性や説明責任の貫徹が求められることは言うまでもない。なお、今回も株価下落によって銀行の金融仲介機能が制約を受けたことに鑑みて、株式保有については何らかの制限が必要との議論があることを付言する⁴¹。

³⁸ 2006年度の金融・資本市場委員会では、「全ての市場参加者や関係者の倫理観・自己規律の向上」、「民間主導による自主規制体制の確立 - 自主規制ルール の明定とその遵守 - 」等をポイントに提言した（2007年4月発表「世界の投資家から信頼される資本市場の確立」）。

³⁹ 「付加価値を生み出す金融の実現」では、金融機関に、企業のグローバル展開のサポート、リスクヘッジ手段の提供、外資の積極的活用も含めた M&A など産業高度化に貢献するビジネス展開を求め、「開かれた質の高い金融資本市場の実現」では、証券化や債権流動化、クレジットデリバティブ等の活用で市場メカニズムを浸透させ、広くリスク分散を行いうる市場型間接金融を推進すべきとし、「金融機関経営の多様化とイノベーション発揮」では、国際競争を勝ち抜くために商品開発力、運用力、リスク管理能力の一層の向上と高度化を期待した。

⁴⁰ 一例として、資金調達者に関する審査や調査分析を通して、資金提供者との間に横たわる情報の非対称性を埋めること

⁴¹ 日銀の金融システムレポート（09年3月号）では、依然として株式保有に関わるリスクが銀行経営における重要な経営課題であることが指摘されている。

(4) 資本市場の活性化に向けて

資本市場が機能不全に陥ったことに伴い、再び間接金融が注目されている。確かに、米国では市場型金融が極めて発達していたがために、収益相反や情報インフラ、規制監督のループ・ホール等の問題が生じたことから、欧米に象徴される市場型金融という手法について懐疑的な見方がある一方で、引き続き市場型（間接）金融の発展は必要との見方もある。

省みれば、わが国においては、銀行にリスクが過度に集中していたことからバブル崩壊後に信用収縮が生じ、間接金融システムの脆弱さが露呈したことは記憶に新しい。市場型間接金融を推進していくことは、健全な金融システムにとって重要な銀行部門に信用リスクが集中する状況を止めようとの要請から生じたものである。金融の役割が「資金の移転」だけであるなら、できるだけ太くて短いパイプで結ぶ方が効率的であるが、もう一つの重要な役割として、「リスクの移転」がある。リスクを分散・再配分する機能においては、市場型間接金融にメリットがあることは疑う余地がない。

経済・産業構造の改革は今後も大きな課題であり、「リスクの移転」機能を重視する必要性は依然として存在することから、資本市場の活性化を目指す我々の基本的な考えに変わりはない。健全な金融・資本市場の発展を志向する場合、検討すべき論点は多岐にわたる⁴²が、以下では、08年度の委員会で指摘された論点から、今後、議論の深まりが期待されるポイントについて整理する。

『リスクマネーの供給』

米国発の金融危機にもかかわらず、日本の株式が大きく売られた原因に、（輸出依存度の高い産業構造もあるが）外国人投資家が中心になっている市場構造の問題がある。投資家層の厚み（とりわけ国内投資家）をどのように増していくのか。

『貯蓄から投資の推進』

国民の長期にわたる資産形成を促す観点に立てば、預貯金に偏り過ぎた個人金融資産のポートフォリオの多様化は、今後も進めていくべきであり、何よりも、金融機関には個人投資家にとって真に魅力ある金融商品の開発が期待される。また、中長期的な投資を促すためのキャピタルゲインやインカムゲイン課税の一層の軽減といったインセンティブの検討も一考に値しよう。同時に投資

⁴² 当委員会ではこれまで資本市場に関わる様々な提言を行ってきた。「多様な投資家層が参加する厚みのある資本市場の構築 - 長期投資する個人の参加促進に向けて -」（04年4月）、「個人投資家から真に信頼される資本市場の構築」（05年3月）、「世界の投資家から信頼される資本市場の確立 - 民間主導の自主規制体制と『日本版 SEC』による自由で規律ある市場の実現を -」（07年4月）

家保護の拡充、金融リテラシーの向上も不可欠である。

『情報インフラの整備』

資本市場が健全かつ有効に機能する上で、格付け会社の果たすべき役割は依然として大きい。価格透明性を向上させる観点から、現在、機関投資家に限られているクレジット市場（債券やCDS）における、売買価格を個人投資家にも公開することで、将来的には為替レートのような価格透明性が担保されることが望ましい。それにはアナリストやリサーチ部門、あるいはメディアの貢献が期待される。

『リスク・リターンのバランス』

わが国では、資本市場におけるプライシングの問題は、銀行の貸出金利設定から始まっていることが少なくない。なぜリスク・リターンがきちんと反映されないのか、この問題は相変わらず続いている。

『国際競争力の強化』

今回の危機をチャンスととらえ、わが国金融資本市場の国際競争力を強化していく必要がある。市場の整備やファイアーウォール規制の緩和、決済の効率化（為替取引の柔軟化）などが進む一方、上場企業のコーポレート・ガバナンスの強化について検討が行われている⁴³。

(5) 今はグローバル化に向けたチャンス

グローバル展開を志向する金融機関にとっては、アジア市場を軸にした経営戦略の重要性がますます高まることから、国内市場にとどまらず、海外での事業を伸ばすことについて、今後も高い優先度を保ち続けるべきであろう。

金融を取り巻くルールが大幅に変更され、彼我の勢力地図が大きく塗り替えられるなか、チャンスは巡ってきている。既に一部の金融機関が進めている資本参加やテイクオーバー（take-over）を始め、欧米金融機関が資本面で制約を受けるなか、日本の金融機関が活動範囲を量的・質的に拡大する可能性がある。さらに、今後、世界の規制・監督・ルールが強化の方向に進むとすれば、比較的保守的かつ堅実な経営を保ってきた日本の金融機関にとって、それはプラスに働くであろう。

成長の源泉としてアジア市場を見渡すと、今回の混乱で、欧米金融機関は一度撤退する可能性があり⁴⁴、そのチャンスを活かすことも考えられる。アジア

⁴³ 経済産業省「企業統治研究会」並びに金融庁「我が国金融・資本市場の国際化に関するスタディグループ」で現在検討されている。

⁴⁴ 大手金融機関が軒並み公的資金を受け入れているが、国内融資優先が条件となっている。

危機と同様に、今回も、欧米経由の資金の流れに問題があったことから⁴⁵、アジア域内の金融・資本市場を整備する動きが本格化する可能性がある。その際、比較優位にあるわが国が官民でイニシアチブを取り、アジアの金融インフラの整備⁴⁶を進めることで域内の金融・経済取引の活性化をはかるというビジョンも描けよう。ハードルは高いが、アジアの持続的成長と互恵的な発展を後押しするチャンスとなる。

今後、アジアの国々で、中国、インドを中心に、社会インフラ整備のための資金需要が増えると予想される。日本の ODA が減少するなか、民間資金の活用によってアジアのインフラ整備を進めることが、日本の金融の成長にもつながるといふ姿が理想である。例えば、わが国の技術を活用した海外プロジェクト物を円建てで起債し、国内投資家にサムライ債として販売するといった発想の転換⁴⁷が求められる。そうした実体経済とのつながりをより意識した形で、07 年度提言において指摘したように、わが国がアジアを代表する国際金融センターを目指すべきという方向性は今も変わらないはずである。

おわりに

今回の米国発の金融危機、経済危機で改めて明らかになったことは、金融、経済のグローバル化の進展と各国の相互依存の深まりであった。21 世紀に入り、世界経済は未曾有の繁栄を遂げてきたが、その成長は不均衡の拡大というリスクと裏腹でなされたものであった。「尻尾が犬を振り回す (the tail is wagging the dog)」と言われたように、米国における金融ビジネスの肥大化は、不均衡の拡大をさらに加速させる要因の一つであった。

自由な市場の重要性は変わらないが、それには市場参加者の自主的な規律の向上と当局による効果的な監督との well-balance が前提になる。これを各国が、

⁴⁵ マクロ的に見ると、わが国を始めとしたアジアの貯蓄が国債等安全資産の購入という形で欧米に流出し、そこでリスクマネーに変換され、アジア域内の投資をファイナンスするために還流する資金循環があったが、危機発生後のドル資本流出に伴い、自国通貨の大幅な減価に見舞われた。域内に資金の受け皿となる金融商品(特に、債券などミドルリスク・ミドルリターンのも)が欠けていたことも理由の一つと指摘される。

⁴⁶ 例えば、投資家から見た、各国のマクロ経済や金融市場に関するデータの利便性向上や、税・会計制度の透明性の向上、クロスボーダーの証券決済機構(アジアクリアー)の設立等。また、格付制度の整備も大事だが、特に民間のイニシアチブが期待されよう。相互の情報提供、技術供与、業務提携等を進めることが可能ではないか。

⁴⁷ 発想の転換の別の例として円建て米国債がある。日本は外貨準備や金融機関の投資ポートフォリオで多額の米国債を保有しているが、今後、大量発行されることを見越し、新規の引き受け分について円建てとすることで為替リスクを米国にとってももらえないかという考えが一部にある。日本円の運用先を広げる副次的な効果も期待されるのではないか。

あるいは国際的な枠組みのなかで探る努力を続けなければならない。G20 の新たな枠組みは、世界経済の多極化を象徴したものと言えよう。

また、世界経済の構造問題として、いき過ぎた貯蓄と投資の不均衡は解消に向かわざるを得ないであろう。現在、米国の消費の急減速に伴い、わが国を始めアジアの生産も急減、経済は大きな落ち込みを見せている。それは一時的なオーバー・シュートにとどまらず、グローバル・インバランスが持続可能なレベルに落ち着くまで調整される可能性も否定できない。

こうしたなか、政府・日銀が進めている緊急対策は、金融の目詰まりや需要の落ち込みを代替・補完するものであり、当面は政府部門の役割は拡大していくであろう。危機後の世界経済を想定した時、G20 の声明にもあるように、財政による景気下支えや金融監督等に関しては、政府部門の役割は継続して一定のポジションを占めるであろう。

しかしながら、効率的な資源配分の基本として、市場メカニズムに勝る仕組みは未だ出現していない。われわれは、プレーヤーの主たる舞台である市場の重要性を改めて認識し、暴走を許さない民間主体の自律的なシステムの構築に英知を結集すべきであろう。

以上

2008年度 金融・資本市場委員会 活動記録

(講師の所属・役職は当時)

■ 第1回正副委員長会議

日時：2008年6月30日(月)8:30~9:30

テーマ：2008年度金融・資本市場委員会の運営について

■ 第1回委員会

日時：2008年7月23日(水)15:00~16:45

テーマ：「アジアの金融市場と日本の金融」

/ 2008年度金融・資本市場委員会の運営と検討課題について

講師：慶應義塾大学経済学部教授 吉野 直行 氏

■ 第2回委員会

日時：2008年9月3日(水)9:30~11:00

テーマ：「グローバル・インバランスの中のサブプライム問題」

講師：一橋大学大学院商学研究科教授 小川 英治 氏

■ 第2回正副委員長会議

日時：2008年9月24日(水)15:00~16:30

テーマ：今後の委員会運営の進め方

■ 第3回委員会

日時：2008年10月10日(金)15:00~16:30

テーマ：「国際金融市場における潮流の変化」

講師：RP テック株式会社 代表取締役 倉都 康行 氏

■ 第4回委員会

日時：2008年11月18日(火)10:00~11:30

テーマ：「グローバル化と日本の金融」

講師：株式会社KKRジャパン 代表取締役社長 蓑田 秀策 氏

■ 第5回委員会

日時：2008年12月1日(月)10:00~11:30

テーマ：「国際金融危機と新たな金融アーキテクチャー」

講師：国際通貨基金 アジア太平洋地域事務所長 有吉 章 氏

■ 第3回正副委員長会議

日時：2008年12月9日(火)15:30~17:00

テーマ：委員会運営の今後の方向性について

■ 第6回委員会

日 時：2008年12月17日（水）10:00～11:30

テーマ：「金融市場再生への筋道について」

講 師：株式会社東京証券取引所グループ 代表執行役社長 齊藤 惇 氏

■ 第4回正副委員長会議

日 時：2009年1月20日（火）10:00～11:30

テーマ：報告書の論点整理について

■ 第7回委員会

日 時：2009年1月27日（火）10:00～11:30

テーマ：「米国金融危機の来し方と行く末」

講 師：慶應義塾大学経済学部 教授 池尾 和人 氏

■ 第8回委員会

日 時：2009年2月3日（火）10:00～11:30

テーマ：「米国発金融危機の背景と今後の金融システム」

講 師：株式会社日本総合研究所 理事 翁 百合 氏

■ 第5回正副委員長会議

日 時：2009年2月25日（水）10:00～11:30

テーマ：報告書案に関する討議

■ 第9回委員会

日 時：2009年3月10日（火）10:00～11:30

テーマ：報告書案の審議

■ 第6回正副委員長会議

日 時：2009年3月24日（火）15:30～17:00

テーマ：報告書案に関する最終討議

2008年度 金融・資本市場委員会 名簿

(敬称略)

委員長

芦田 昭 充 (商船三井 取締役社長)

副委員長

足助 明 郎 (ゴールドマン・サックス証券 取締役会長)

小野 俊 彦 (日新製鋼 取締役相談役)

菊池 廣 之 (極東証券 取締役社長)

辻井 隆 司 (A.T.カーニー パートナー)

戸田 博 史 (野村証券 顧問)

山田 洋 暉 (興和不動産 顧問)

吉田 元 一 (三井物産 取締役)

委員

青本 健 作 (三井物産 プロジェクト本部 参与)

堆 誠一郎 (宝印刷 取締役社長)

荒木 幹 夫 (日本政策投資銀行 取締役副社長)

石井 茂 (ソニー銀行 取締役社長兼CEO)

石橋 博 (住信基礎研究所 取締役社長)

伊藤 秀 俊 (オックジフキャピタルマネジメント 顧問)

岩下 正 (ロン・スター・ジャパン・アソシエーション 会長)

上村 多恵子 (京南倉庫 取締役社長)

植村 裕 之 (三井住友海上火災保険 常任顧問)

江崎 格 (商工中金 相談役)

枝廣 泰 俊 (UBS銀行 東京支店長)

大井川 和 彦 (マイクロソフト 執行役常務)

大江 匡 (プランテックアソシエイツ 取締役会長)

大竹 美 喜 (アフラック (アムカファミリー-生命保険) 創業者・最高顧問)

大多和 巖 (農林中金総合研究所 顧問)

大橋 光 博 (MRI 代表取締役)

尾崎 英 外 (あいおい損害保険 取締役会長)

鹿毛雄二	(企業年金連合会 常務理事)
梶田邦孝	(全日本空輸 常勤監査役)
柏木 斉	(リクルート 取締役社長)
桂木明夫	(リーマン・ブラザーズ証券 取締役社長)
門脇英晴	(日本総合研究所 特別顧問)
蒲野宏之	(蒲野総合法律事務所 代表弁護士)
川本昌寛	(シェルパ・インベストメント 代表取締役)
神崎泰雄	(日興シティグループ証券 特別顧問)
北尾吉孝	(SBIホールディングス 代表取締役CEO)
北山 慶	(ムーディーズ ジャパン 代表取締役)
木原 康	(ひまわり 取締役会長)
木村 剛	(フィナンシャル 取締役社長)
清原 健	(ジョーンズ・デイ法律事務所 パートナー)
金原策太郎	(平和不動産 取締役社長)
児玉正之	(あいおい損害保険 取締役社長)
近藤 章	(AIGイストアーズ・ホールディングスマネジメント 副会長)
近藤龍観	(東京寝台自動車 取締役社長)
斉藤 惇	(東京証券取引所グループ 執行役社長)
酒井重人	(スイ・リー・キャピタルマーケット証券会社 在日代表 取締役東京支店長)
佐藤和男	(三井不動産 顧問)
佐藤義雄	(住友生命保険 取締役社長)
澤 尚道	(ビー・エヌ・ピー・パリバアセットマネジメント 常務取締役)
澁谷耕一	(リッキービジネスソリューション 代表取締役)
白川方明	(日本銀行 総裁)
白川祐司	(あおぞら銀行 顧問)
白鳥惠治	(日本ユニシス 取締役副社長執行役員)
陳野浩司	(グローバルIMAパートナーズ 取締役社長)
神農雅嗣	(セレコーポレーション 取締役社長)
瀬下 明	(あいおい損害保険 特別顧問)
高野和夫	(日立キャピタル 取締役)
竹内 透	(だいこう証券ビジネス 取締役会長)
田沼千秋	(グリーンハウス 取締役社長)

田 幡 直 樹 (R H J インターナショナル・ジャパン シニアアドバイザー)
田 村 達 也 (グローバル経営研究所 代表取締役)
田 谷 禎 三 (大和総研 特別理事)
津 川 清
津 田 晃 (日本ベンチャーキャピタル 取締役)
同 前 雅 弘 (大和日英基金 副理事長)
徳 中 暉 久 (ユーフィナンシャル・ディングス 取締役社長)
外 村 仁 (ブラックロック・ジャパン 取締役副会長)
仲 條 亮 子 (ブルームバーグ L . P . 在日副代表)
中 野 正 健 (日本生産性本部)
中 原 伸 之 (中原事務所 代表取締役)
中 村 雅 信 (BNPパリバジャパン 取締役社長)
永 山 妙 子 (カリヨン証券会社 東京支店 特別顧問)
鳴 沢 隆 (野村総合研究所 取締役副会長)
南 原 晃
野 口 章 二 (飯野海運 取締役会長)
野 坂 正 樹 (TMI総合法律事務所 チーフ・レーティング・アドバイザー)
橋 本 圭 一 郎 (アサツーディ・ケイ 顧問)
畠 山 康 (ラザードフレール 取締役社長&CEO)
早 崎 博 (住友信託銀行 特別顧問)
林 良 造 (帝人 独立社外監査役)
原 丈 人 (デフタ グループ 取締役グループ会長)
原 田 滋 (機械産業記念事業財団)
原 田 靖 博 (格付投資情報センター 特別顧問)
兵 頭 誠 (日本興亜損害保険 取締役社長首席執行役員)
平 井 幹 久 (アトラス・パートナーズ 取締役社長)
平 野 英 治 (トヨタファイナンシャルサービス エグゼクティブ・アドバイザー)
廣 瀬 修 (サーベラス ジャパン アドバイザリー ボード ヴァイスチャマン)
廣 瀬 駒 雄 (ディレクトフォース シニアフェロー)
廣 瀬 勝 (森ビル 監査役)
福 島 吉 治 (F & K コンサルティング 取締役会長)
藤 木 保 彦 (オリックス信託銀行 特別顧問)

藤原 美喜子	(アルファ・アソシエイツ 取締役社長)
堀内 勉	(森ビル 専務取締役CFO)
本田 勝彦	(日本たばこ産業 取締役相談役)
本田 桂子	(マツダ・オート・カパニ・イク・ジャパン ディレクター)
益戸 正樹	(パークレイズ・キャピタル証券 副会長)
増淵 稔	(日本証券金融 取締役社長)
松岡 芳孝	(ステート・ストリート信託銀行 取締役会長)
松村 謙三	(プリヴェファンドグループ 取締役社長)
水上 博和	(ミズカミアンドカンパニー 代表取締役)
水嶋 利夫	(新日本有限責任監査法人 シニア・アドバイザー)
ジャン・フランシスコ・ミエ	(ドレクサー・グライオット証券会社 取締役兼日本における代表者東京支店長)
三宅 純一	(千葉商科大学大学院 客員教授)
村上 一平	(日清製粉グループ本社 取締役社長)
森 敏光	(みずほコーポレート銀行 顧問)
森 稔	(森ビル 取締役社長)
守田 道明	(上田八木短資 取締役社長)
谷代 正毅	(日墨ホテル投資 取締役副社長)
安田 育生	(ピナクル 取締役会長&CEO)
山本 裕二	(ヒューロンコンサルティンググループ 取締役社長CEO)
吉村 幸雄	(日興シティホールディングス ガバメント・アフェアーズ 担当執行役員)
林原 行雄	(日興コーディアル証券 監査役)
チャールズD.レイク	(アフラック (アメリカファミリー-生命保険) 日本における代表者・会長)
ジョン・レグアイ	(CNC JAPAN 取締役社長)
若月 三喜雄	(アクサ生命保険 取締役会長)
若林 勝三	(日本地震再保険 取締役会長)

以上114名

事務局

藤巻 正志	(経済同友会 執行役)
岩本 崇志	(経済同友会 政策調査マネジャー)