

「シャドーバンキングシステム」 に対する規制の議論

鈴木 利光

要約

金融安定理事会（F S B）は、2011年4月12日、シャドーバンキングシステムに関する現時点での見解を示すバックグラウンドペーパーを公表している。

F S Bは、シャドーバンキングシステムを「ノンバンクによる信用仲介システムのうち、システムック・リスクおよび / または規制格差（regulatory arbitrage）の懸念をもたらすもの」と定義し、これに対する規制アプローチの大枠として4つのカテゴリー（①銀行のシャドーバンキングシステムとの相互関連性の規制、②シャドーバンクそのものの規制、③シャドーバンキングの規制、④マクロ健全性手法）を提示している。

バックグラウンドペーパーを見る限り、F S Bは、シャドーバンキングシステムに関連する現行の規制イニシアティブ（立法・規制提案等）を尊重した、「穏健な」スタンスを採っているといえる。

このようなF S Bの「穏健な」スタンスは、金融危機を招いたシステムック・リスクの要因となったシャドーバンキングシステムへの規制アプローチとしては不十分である。銀行類似の信用仲介機能を供給する以上、シャドーバンキングシステムを通常のバンキングシステムと区別すべきではない。

目次

- 1 章 はじめに
- 2 章 従来の議論
- 3 章 F S Bの動向
- 4 章 現行の規制イニシアティブ（立法・規制提案等）
- 5 章 おわりに

1章 はじめに

米国の経済学者、ポール・クルーグマン氏は、ニューヨーク・タイムズに寄稿したコラムにて、次のように述べている。

「金融規制改革が成すべきことのひとつは、ノンバンクを影から表に出すことである。」¹

同氏のコラムが公表された日から2年近くが経過した2011年3月31日に開催されたシンポジウムにて、連邦準備制度理事会（F R B）理事のダニエル・タルーロ氏は、シャドーバンキングシステムに対する規制についてはなすべきことが山積みであるという認識を示している²。

その直後の4月12日、金融安定理事会（F S B）は、“Shadow Banking : Scoping the Issues”と銘打たれたバックグラウンドペーパーを公表している。「シャドーバンキングシステム」という用語が流布するようになったのは、米国発のサブプライムローン問題が顕在化した2007年後半からであるが（後述参照）、今回のバックグラウンドペーパーはF S Bがこれを正面から取り上げた最初の公表物である。

バックグラウンドペーパー公表の背景には、第5回G20金融サミット「ソウル・サミット」（2010年11月11日・12日）において、その規制格差（regulatory arbitrage）をもたらし性質に鑑み、シャドーバンキングシステムの規制および監督の強化のための提言を、2011年半ばまでに策定することをF S Bに対して要求する旨の合意がなされたことがある。

この合意に基づき、F S Bは、タスクフォースを設立し、①シャドーバンキングシステムの定義、②シャドーバンキングシステムをモニタリングするためのアプローチの設計、③シャドーバンキングシステムによってもたらされる規制格差の懸念を手当てするための規制アプローチの開発のための作業をしている。

F S Bは、2011年11月3日・4日に開催される第6回G20金融サミット「カンヌ・サミット」に合わせて最終報告書を提出する予定としている。バックグラウンドペーパーは、シャドーバンキングシステムに関するF S Bの2011年4月時点での見解を提示したものとなっている。

本稿では、バックグラウンドペーパーの内容をはじめとするF S Bの動向を整理するとともに、これまでの議論および規制イニシアティブ（立法・規制提案等）との対応関係を簡潔に整理するものとする³。

2章 従来の議論

1. 用語の語源

シャドーバンキングシステムという用語は、米国債券運用大手P I M C Oのポール・マカリー氏が、2007年8月31日、ワイオミング州ジャクソンホールにて開催された年次の経済シンポジウムにて用いたことが起源とされている⁴。これ以降、この用語はメディアに頻出するようになっており、金融危機対策の政策論議においても用いられてきた。ちなみに、わが国では「影の銀行シス

1) NYTimes.com（2009年6月18日）

2) Daniel K. Tarullo（2011年3月31日）参照

3) 本稿は、2011年9月2日時点で入手可能な情報に基づき作成されている。

4) P I M C O（2007年8月 / 9月）参照

テム」と訳されていることが多い。

ポール・マカリー氏は、シャドーバンキングシステムを、「レバレッジを多用する、ノンバンク⁵のコンデュイット（導管体）、ビークルおよびストラクチャーの総称」⁶と定義している。

そして、ポール・マカリー氏は、このシャドーバンキングシステムに対する取り付け騒ぎこそが、いわゆる「システミック・リスク」であるとしている⁷。

ポール・マカリー氏による定義を言い換えると、シャドーバンキングシステムとは、預金保険の対象とならない短期の市場性資金を資産担保コマーシャルペーパー（A B C P : Asset Backed Commercial Paper）等により調達し、長期の資産担保証券（A B S : Asset Backed Security）や債務担保証券（C D O : Collateralized Debt Obligation）等に投資することによって長短の利ざやを確保することを目的とする、ストラクチャード・インベストメント・ビークル（S I V : Structured Investment Vehicle）等のオフバランスシートのコンデュイットのような、レバレッジを効かせた投資運用スキームの総称であるといえよう⁸。

ちなみに、米国財務省長官のティモシー・ガイトナー氏は、2008年6月9日（当時はニューヨーク連邦準備銀行総裁）の講演にて、ノンバンクによる金融システムを指して「パラレル金融システム」という表現を用いているが⁹、これはポール・

マカリー氏のいうシャドーバンキングシステムと同義であると考えていいだろう。

このようなシャドーバンキングシステムは、（商業銀行が有する）流動性供給や預金保護といったセーフティーネットへのアクセスがないことから、銀行規制の対象からほぼ完全に外れていた。多くの商業銀行が投資銀行、コンデュイット、S I V、ヘッジファンド等のレバレッジを効かせたノンバンクの投融資主体を傘下で運営していたのも、このことが理由であると考えられる¹⁰。

なお、シャドーバンキングシステムの議論は、サブプライムローン問題と密接に関連している。それは、住宅ローンの貸し手が市場を通じて原債権の信用リスクを投資家に分散させるというビジネスモデル（originate to distribute）というサブプライムローン問題の構図に、シャドーバンキングシステムが組み込まれていたためである¹¹。

2. 米国の金融危機調査委員会（F C I C）による議論

米国の金融危機調査委員会（F C I C : Financial Crisis Inquiry Commission）¹²は、2011年1月27日、米国における金融危機の原因に関する調査報告書「The Financial Crisis Inquiry Report」を公表している¹³。

調査報告書は、民主党指名委員6名が賛成したため賛成多数で可決されたものの、共和党指名委

5) 本稿で「ノンバンク」という場合、預金業務を行わない金融機関を総称するものとし、消費者金融やリースにその範囲を限定しないものとする。

6) P I M C O（2007年8月/9月）

7) P I M C O（2007年8月/9月）参照

8) 金融庁（2007年11月30日a）参照

9) Timothy F Geithner（2008年6月9日）参照

10) P I M C O（2009年5月）参照

11) 金融庁（2007年11月30日b）参照

12) F C I Cは、金融危機の原因を調査することを目的に、連邦議会直属の委員会として2009年に設立された。委員は、民主党指名の6名と共和党指名の4名（計10名）から構成された。

13) F C I Cによる調査報告書の概要については、大和総研/奥谷貴彦（2011年4月28日）を参照されたい。

員4名が反対し、反対意見書を公表している。そのため、調査報告書は、民主党指名委員6名が賛成した本編の末尾に、共和党指名委員3名による反対意見「Causes of the Financial and Economic Crisis」および共和党指名委員1名による反対意見「Dissenting Statement」が添付される形で公表されている。

本編では、シャドーバンキング（システム）を、「商業銀行に比して緩やかな規制に服する銀行類似の金融機関（投資信託、投資銀行、ヘッジファンド等）および金融活動」¹⁴と定義している。これは、ノンバンクおよびその金融活動と言い換えることが可能だろう。

そして、シャドーバンキングシステムにおける資金調達的手段としては、コマーシャルペーパー（CP）その他の短期借入、レポ取引、ABS、マネー・マーケット・ファンド（MMF）資産等の短期商品を挙げている。

本編によると、シャドーバンキングシステムにおける資金調達は2000年代に入って急増し、金融危機の直前には通常のバンキングシステムにおける資金調達を凌駕するまでに拡大している。本編は、このシャドーバンキングシステムの拡大が金融危機の原因であったと示唆している。

共和党指名委員3名による反対意見「Causes of the Financial and Economic Crisis」は、本編におけるシャドーバンキングシステムの認識に異を唱えている。この反対意見によると、シャドーバンキングという用語は、「政府支援を得ずに短期借入を長期融資に変換する金融活動」をすべて包含する。そして、この金融活動には、SIV、店頭（OTC：Over The Counter）デリバティブの一つであるクレジット・デフォルト・スワップ（C

DS）、ファニーメイやフレディマックといった政府系住宅金融機関（GSE）、ヘッジファンド、モノライン保険、CP、MMF、そして投資銀行等が該当する。この反対意見は、これらの金融活動にはおのおののメリットがあることから、本編のように、これらが金融危機にもたらした影響をひとくくりにしてネガティブに論じるべきではないとしている。

3章 FSBの動向

1. バックグラウンドペーパーの概要

1) シャドーバンキングシステムの定義

（1）二段階のアプローチ

こうした従来の議論を前提として、バックグラウンドペーパーの概要を簡潔に紹介するものとする。

FSBの使命はシャドーバンキングシステムの規制および監督を強化するための提言をすることである。そのためには、そもそもシャドーバンキングシステムという用語が何を指すのかを明確にすることが不可欠である。

前述のように、シャドーバンキングシステムという用語自体は、2007年夏以降メディアや政策論議の場で頻繁に用いられるようになっているが、いまだグローバルレベルで明確に同意された共通の定義はないといえる。その結果、各国・地域におけるシャドーバンキングシステムの統計データは客観性や比較可能性に乏しいものとなっている。

FSBによれば、その原因は、シャドーバンキングシステムがいまだ新しい概念であること、各管轄における銀行セクターの構造と規制に差異が

¹⁴) FCI C（2011年1月27日）

あること、取引スキームが金融イノベーションや規制変更といった要因により「進化」すること（ムービングターゲットであること）にある。

そこで、F S Bは、シャドーバンキングシステムを定義するにあたって、それを的確にキャプチャーすべく、二段階のアプローチによることを提案している。すなわち、①まず広義のシャドーバンキングシステムを設定し、②そこでキャプチャーされたものから狭義のシャドーバンキングシステムを抽出するというアプローチである。

（２）広義：「ノンバンクの信用仲介」

F S Bは、第一段階として、広義のシャドーバンキングシステムを、「通常のバンキングシステムの枠から外れた事業体及び活動による信用仲介システム」¹⁵と定義している。

F S Bは、これを「ノンバンクによる信用仲介システム」¹⁶と言い換えている。これは、前述したF C I Cの調査報告書（本編）における定義（ノンバンクおよびその金融活動）とほぼ一致するとも考えられるが、対象を「信用仲介システム」に限定している点に留意すべきである。

この信用仲介システムには、オンバランスシートの取引のみならず、デリバティブ等、信用仲介の流れ（“credit intermediate chain”¹⁷）を構成するオフバランスシート取引も含まれるとしている。ここでデリバティブという場合、取引残高のおよそ90%を占めるO T Cデリバティブ¹⁸が念頭にあると考えるのが妥当だろう。

F S Bは、この広義のシャドーバンキングシステムによってキャプチャーされる取引行動の全てが、規制当局によるデータ収集およびサーベイラ

ンスの対象となるべきであるとしている。

（３）狭義：「満期／流動性変換、安易な信用リスク移転、レバレッジによるリスク」

F S Bは、第二段階として、狭義のシャドーバンキングシステムを、広義のシャドーバンキングシステム（ノンバンクによる信用仲介システム）のうち、①システミック・リスクの懸念、および／または②規制格差の懸念をもたらすものと定義している。

これは、ノンバンクによる信用仲介システムのうち、重要なリスクをもたらす局面にフォーカスすることを意図しているものといえよう。

以下、F S Bが考える①システミック・リスクの懸念、そして②規制格差の内容を簡潔に紹介するものとする。

①システミック・リスクの懸念

F S Bは、システミック・リスクの懸念をもたらす主な要因が、安易な信用リスクの移転を伴う、そしてレバレッジを駆使した満期／流動性変換の供給機能にあるとしている。そして、これらの機能が、ノンバンクを銀行類似の存在たらしめることを可能としている。

満期／流動性変換は、伝統的なバンキング機能であり、商業銀行の本来的な役割といえることができる。そこで、これらを、商業銀行のケースを例にして説明する。

満期変換（maturity transformation）とは、短期の資金調達（例：預金）を中長期の資産（例：ローン）に変換することをいう。満期変換の流動性リスクは、中央銀行の「最後の貸し手機能（lender of last resort）」によって担保される。

15) F S B（2011年4月12日 a）

16) F S B（2011年4月12日 a）

17) F S B（2011年4月12日 a）

18) B I S（2010年5月18日）参照

流動性変換（liquidity transformation）とは、非流動的な資産（例：ローン）を、より短期の流動負債（例：預金）に変換することをいう。

近年、満期変換機能の供給ウェイトが相対的に高まっていたが、それは通常のバンキングシステムにおいてではなく、シャドーバンキングシステムにおいて、すなわち投資銀行、コンデュイット、S I V等のノンバンクによるものであったとされている¹⁹⁾。

シャドーバンキングシステムにおける満期 / 流動性変換の特徴として、その短期の資金調達には、預金以外の、MMF資産、C P、A B C P、レポ市場における短期借入等といった負債商品が用いられている。これらの商品は、明示的な政府保証を得ていないこと、および / または通常のバンキングシステムのケースと同等の健全性規制・監督に服していないことから、投資家ごとのリスク・プロファイルはそれぞれ異なるのが通常である。

F S Bによれば、このようなシャドーバンキングシステムにおける満期 / 流動性変換は、証券化を伴う安易な信用リスク移転による高度のレバレッジと組み合わせることで、システムミック・リスクの懸念をもたらすという。なぜなら、とりわけ満期変換においては取り付けという流動性リスクが伴うところ、シャドーバンキングシステムの多くは、銀行や保険会社等による（明示的または黙示的な）流動性補完を受けていたためである。すなわち、レバレッジの高騰によって信用仲介システム全体のリスクが拡大し、そのリスクが銀行や保険会社等による（明示的または黙示的な）流動性補完に伴って通常のバンキングシステムに飛

び火したということである。F S Bは、こうしたシャドーバンキングシステムにおける取り付け騒ぎという現象を、“modern bank-runs”²⁰⁾と表現している。

このような認識は、ポール・マカリー氏の認識、すなわち「シャドーバンキングシステムに対する取り付け騒ぎがシステムミック・リスク」という認識²¹⁾を受け継いだものといえよう。ちなみに、ティモシー・ガイトナー氏は、前述の講演にて、システムミック・リスクの一因を「パラレル金融システムに対する取り付け騒ぎ」に求めているが²²⁾、これもF S Bと同様の認識であるといえよう。

②規制格差（regulatory arbitrage）の懸念

シャドーバンキングシステムは、流動性供給や預金保護といったセーフティーネットへのアクセスがないことから、銀行規制に服することなく、レバレッジを駆使した満期 / 流動性変換の供給という銀行類似の信用仲介機能を果たすことができる。そのため、シャドーバンキングシステムは、通常のバンキングシステムとの間の規制格差の温床となりやすく、それがレバレッジの一層の高騰やリスクの集積を招く結果となったとF S Bは考えている。

加えて、商業銀行自身が、自己資本規制を回避すべく、シャドーバンキングシステムを利用していったというケースも見受けられた。例えば、金融危機以前には、商業銀行は通常のローンに代えてA B C Pによる資金調達をしていた。なぜなら、バーゼルⅠのもとでは、A B C Pをはじめとするオフバランスシート項目の流動性補完等のバックアップラインに対する所要自己資本がより低かつ

19) F S A（2009年3月18日）参照

20) F S B（2011年4月12日a）

21) P I M C O（2007年8月 / 9月）参照

22) Timothy F Geithner（2008年6月9日）参照

た（実質的に不要とされていた）ためである。

そして、F S Bは、バーゼルⅢによる銀行規制の厳格化²³が、シャドールンキングシステムと通常のバンキングシステムとの間の規制格差をより一層助長する可能性があるとしている。

（４）シャドールンキングシステムの構造

以上が、F S Bによるシャドールンキングシステムの定義である。

このシャドールンキングシステムには、その円滑化を促す（拡大に寄与する）存在があった。それは、銀行や保険会社等による（明示的または黙示的な）流動性補完および信用補完と、格付機関のストラクチャード・ファイナンス商品（仕組み金融商品。「証券化商品」を包含）に対する格付付与である（図表１）。

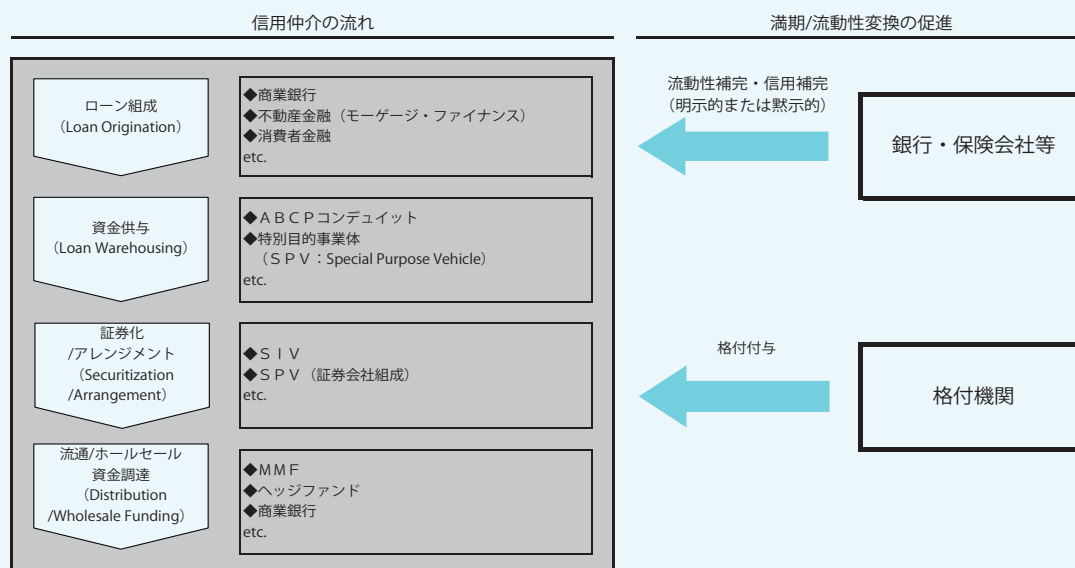
シャドールンキングシステムにおける短期資金の出し手にとって、銀行や保険会社等の流動性補

完・信用補完は擬似的なセーフティーネットとなり、格付機関による格付付与（通常は「AAA」等の高格付）はその信用力に対する「お墨付き」となった。

これらは、短期資金の調達コストを下げるという点で経済に有益であった。同時に、シャドールンキングシステムの短期商品に預金と「同等」の信用を供与し、その満期／流動性変換の供給とレバレッジを促進していたといえる。

なお、図表１はあくまでも簡素化したイメージである。F S Bは、シャドールンキングシステムの構成要素や信用仲介の流れには各国・地域の管轄ごとに様々な整理があり得ることから、シャドールンキングシステムに対するアプローチは法実態ではなく経済実態に基づいたものであることが重要であるとしている。

図表１ シャドールンキングシステムの構造



（出所）F S B（2011年4月12日）Exhibit1: The Shadow Banking Systemを参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

23) バーゼルⅢの詳細については、大和証券キャピタル・マーケットズ / 瀧文雄（2010年12月17日）および大和総研 / 吉井一洋（2010年9月14日）を参照されたい。

2) モニタリング・アプローチの設計

(1) 現行のモニタリング慣行

これまで、シャドーバンキングシステムを構成する金融商品や事業体は、その複雑性から、規制当局がシステミック・リスクや規制格差を特定およびモニターする際の対象となっていなかった。

また、シャドーバンキングシステムを構成する金融活動や事業体のうち、一部はノンバンクの規制当局による規制に服する一方で、残りは規制の枠外にあり続けるというギャップもあった。

さらに、(前述のように) シャドーバンキングシステムにおける取引スキームが金融イノベーションや規制変更といった要因により「進化」すること(ムービングターゲットであること)も、モニタリングの困難に拍車をかけている。

このような状況にあるものの、各管轄の規制当局は、①マクロ視点(システムワイド)と②ミクロ視点(事業体/金融活動ベース)の双方から得られる量的・質的情報に基づき、シャドーバンキングシステムのモニタリング自体は行っている。ここで、F S Bが整理する①マクロ視点(システムワイド)のモニタリングと②ミクロ視点(事業体/金融活動ベース)のモニタリングの内容を簡潔に紹介するものとする。

①マクロ視点(システムワイド)

マクロ視点のモニタリングにおいては、資金循環統計(Flow of Funds data)に基づき、量的な情報のみをトラッキングする。

マクロ視点のモニタリングの意図は、シャドーバンキングシステムにおける金融資産の量と成長率を把握する点にある。これは、絶対項、そして

総債務、G D P、および通常のバンキングシステムの規模との関連性の双方においてなされる。

②ミクロ視点(事業体/金融活動ベース)

ミクロ視点のモニタリングにおいては、量的・質的情報の双方をトラッキングする。

量的アプローチにおいては、一定の事業体または金融商品の規模を特定するにあたって、民間企業が発行する、関連商品のストックとフローの統計等が用いられる。これに加えて、通常の銀行セクターまたはその他の被規制セクター(保険会社等)のシャドーバンキングシステムへの「窓口」およびそこから波及するリスクを特定するにあたって、カウンターパーティーの信用エクスポージャーの統計が用いられる。

規制当局は、シャドーバンキングシステムにおけるリスク把握にあたって、量的な情報に加えて、市場参加者との対話等によって得られたマーケット・インテリジェンスという質的な情報を用いる。

(2) モニタリング・フレームワークの改善

F S Bは、シャドーバンキングシステムのモニタリング・フレームワークを改善すべく、予備データの行使に着手している。その結果、前述のような現行のモニタリング慣行(マクロ視点およびミクロ視点)から得られる統計には、明らかな欠陥があるとしている。

例えば、多くの管轄における現行の資金循環統計は、金融セクターにおいては精度を欠いているとしている。また、管轄によって様々な金融仲介の定義が異なっており、国際的な比較を困難にしているという²⁴。

前述のF C I Cによる統計データをはじめ、こ

24) この情報ギャップの是正に関しては、F S Bおよび国際通貨基金(I M F)による国際的なイニシアティブが進行中である。概要については、F S B / I M F (2011年7月15日)およびF S B / I M F (2009年11月7日)を参照されたい。

れまでにシャドーバンキングシステムに関するいくつかの統計データが提示されている²⁵⁾。しかし、バックグラウンドペーパーでは、シャドーバンキングシステムに関する統計データは提示されていない。この点から、F S Bは、「現時点ではシャドーバンキングシステムに関する客観的な統計データが存在しない」と認識しているという解釈が可能であろう。

F S Bは、引き続き、予備データの行使を通じて、マクロ視点およびミクロ視点の双方におけるモニタリング・フレームワークの改善作業を進めることとしている。

3) 規制アプローチのカテゴリライズ

F S Bは、シャドーバンキングシステムは多様な事業体および活動を包含することから、それらに単独の規制アプローチを適用することは望ましくないとしている。このような姿勢は、前述したF C I Cの共和党指名委員3名による反対意見「Causes of the Financial and Economic Crisis」の主張と一定の類似性（または同じ方向性）があるといえよう。

加えて、F S Bは、シャドーバンキングシステムに対する規制アプローチが、過去の金融危機にとらわれたものではなく、フォワードルッキングなものでなければならないとしている。例えば、バーゼルⅢの適用を見据えた事業体のインセンティブの変化を視野に入れたものでなければならないとしている。

バックグラウンドペーパーでは、シャドーバンキングシステムの規制アプローチに関する具体的なアイデアは提示されていない。もっとも、F S

Bは、その規制アプローチの大枠として、次の4つのカテゴリーを提示している。

- | |
|-----------------------------------|
| ① 銀行のシャドーバンク（事業体）との相互関連性の規制（間接規制） |
| ② シャドーバンク（事業体）そのものの規制（直接規制） |
| ③ シャドーバンキング（活動）の規制 |
| ④ マクロ健全性手法 |

前述したように、銀行等による（明示的または黙示的な）流動性補完および信用補完は、シャドーバンキングシステムの拡大に寄与していた。そこで、F S Bは、銀行のシャドーバンクとの相互関連性を規制することで、それが通常のバンキングシステムにもたらすリスクを減少させ、また、商業銀行による規制格差の利用を防止することができるとする（上記①）。

また、F S Bは、シャドーバンク（事業体）そのものを規制することによっても、それが通常のバンキングシステムにもたらすリスクを減少させることができるとする（上記②）。

そして、F S Bは、シャドーバンキングシステムを通じた健全な信用仲介システムを促進すべく、特定の金融商品、市場または金融活動によってもたらされるリスクへの介入もオプションとなり得るとしている（上記③）。

最後に、F S Bは、特定の事業体や金融活動に焦点を当てることのないマクロの政策対応によっても、シャドーバンキングシステムがもたらすステミック・リスクを減少させることができるとしている（上記④）。政策対応の例として、規制

25) 例えば、Federal Reserve Bank of New York（2010年7月16日）や Gary Gorton/Andrew Metrick（2010年9月1日）を参照されたい。

のプロシクリカリティ（景気循環増幅効果）を抑制するための手法と、デフォルトや損失の伝播（contagion）リスクを減少させるための市場インフラ強化策を挙げている。

F S Bは、各国の規制当局や国際基準設定主体によって既に採られている規制イニシアティブとの整合性を考慮しつつ、上記4つのカテゴリーそれぞれにおける規制オプションを開発することとしている。

2. E T Fに対する注意喚起

F S Bは、バックグラウンドペーパーを公表した2011年4月12日に、“Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange-Traded Funds (ETFs)” というショートレポートも公表している。

これは、昨今目覚ましい成長を遂げている上場投資信託（E T F : Exchange-Traded Funds）²⁶に対する注意喚起を目的としたものである。I M

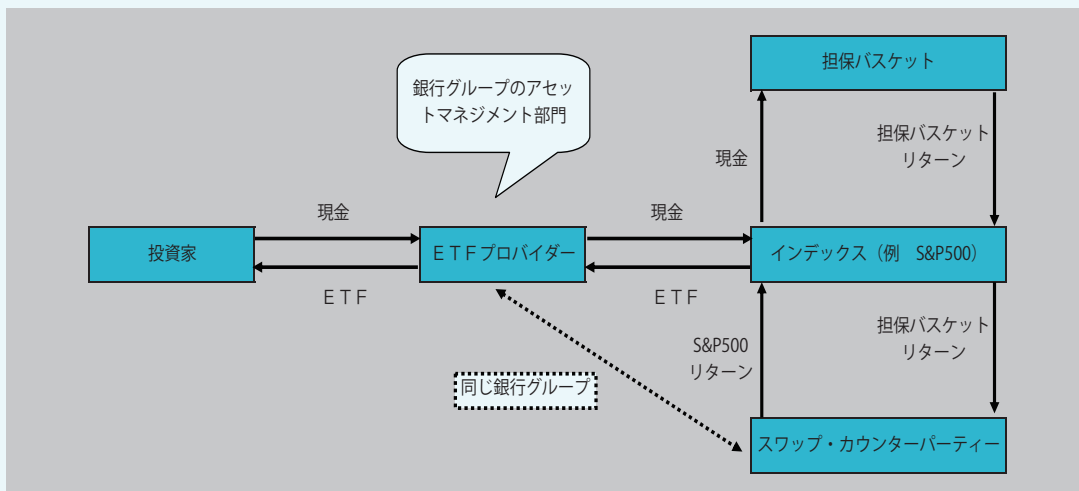
F および国際決済銀行（B I S）も、同時期に類似のレポートを公表している²⁷。

E T Fは、大きく2つのストラクチャーに分類される。一つ目は、現物抛成型（プレーンバニラ）であり、これがE T F市場の支配的な形態である。二つ目は、O T Cデリバティブをはじめとするスワップを用いたシンセティックE T Fである（図表2）。F S Bによれば、シンセティックE T F市場は急速に発展しており、欧州では45%を占めるに至っている。

F S Bは、ショートレポートで、シンセティックE T Fの複雑性と不透明性がもたらす伝播リスクやシステムミック・リスク、そしてE T Fをベースとした証券貸借取引（securities lending）の流動性リスクに対して警鐘を鳴らしている。

シンセティックE T Fでは、現物抛成型（プレーンバニラ）と異なり、インデックスに連動するリターンをスワップ・カウンターパーティーとのスワップによって得ている（図表2参照）。そのため、

図表2 シンセティックE T F



(出所) F S B (2011年4月12日b) Diagram1 Simplified functioning of a synthetic ETF on the S&P 500を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

26) BLACKROCK (2011年) 参照

27) I M F (2011年4月13日) およびB I S (2011年4月13日) 参照

投資家は、スワップ・カウンターパーティーが破綻するとリターンを得られないというリスク（カウンターパーティー・リスク）を負うことになる²⁸。加えて、シンセティックE T Fでは、しばしば同一の銀行グループ内のプレーヤーがE T Fプロバイダーとスワップ・カウンターパーティーを担うことから（前掲図表2参照）、その銀行がデフォルトとなった場合、伝播リスクやシステミック・リスクの要因となり得る旨指摘している。

E T Fをベースとした証券貸借取引については、現金による償還が一斉に行われた場合、E T Fプロバイダーとスワップ・カウンターパーティーに対して流動性リスクをもたらす可能性がある旨指摘している。

こうした懸念に同調するように、一部の報道では、「E T Fは新たなシャドーバンキングシステムである」と論じられている²⁹。

F S Bは、このようなリスクを減少させるべく、情報開示義務や報告義務の強化、そしてE T Fプロバイダーと投資家におけるリスクマネジメントの見直しを推奨している。

3. バックグラウンドペーパー以降の進捗

F S Bは、2011年7月18日、全体会議を開催し、そこでシャドーバンキングシステムの規制および監督の強化のための提言策定作業の進捗を議論している。これに基づき、F S Bは、2011年9月1日、シャドーバンキングシステムの作業に関する進捗を報告している。

F S Bは、この全体会議にて、次の5つのエリ

アにおける追加的な規制措置の必要性を評価することに合意している³⁰。

- | |
|------------------------------------|
| ①銀行のシャドーバンク（事業体）との相互関連性 |
| ②MMF |
| ③その他のシャドーバンク（事業体） |
| ④証券化 |
| ⑤証券貸借取引（securities lending）およびレポ取引 |

上記①では、銀行の連結ルール、規模制限、リスクベースの自己資本規制、「黙示的な支援」の取り扱い等を検討することとしている。

上記④では、（証券化によって形成されるストラクチャード・ファイナンス商品に関する）一定期間の保有義務（retention requirement）および透明性が主な検討事項とされている。

上記⑤では、マージンおよびヘアカットに関する措置の検討が含まれるとしている。

上記②④⑤については、前述したバックグラウンドペーパーにおける4つの規制アプローチの対象として明記されていない。このことから、これらについては、とりわけ重点的な評価作業が行われることが想定される。

上記②のMMF、④の証券化、そして⑤のレポ取引は、従来シャドーバンキングシステムの拡大において中心的な役割を担ってきたと評価されている³¹。

すなわち、証券化（④）は、“originate to distribute”モデルの前提であり、サブプライム

28) シンセティックE T Fがもたらすリスクについては、大和総研 / 佐川あぐり（2011年8月1日）を参照されたい。

29) Bloomberg（2011年5月24日）参照

30) F S B（2011年7月18日）およびF S B（2011年9月1日）参照

31) Gary Gorton/Andrew Metrick（2010年9月1日）、Adair Turner（2011年3月16日）等参照

ローン問題の原因を形成していた。

また、MMF（②）は、証券化（④）によって形成されるストラクチャード・ファイナンス商品を担保とするＡＢＣＰの主な買い手であり³²、満期／流動性変換を幅広く供給していた。

そして、レポ取引（⑤）は、MMF（②）その他のシャドーバンク（事業体）にとって、通常の銀行システムから資金調達をするための重要なツールであった。

なお、前記⑤の証券貸借取引（securities lending）は、ＦＳＢによるＥＴＦのショートレポートにおいてもリストアップされており、ＦＳＢにとっての重要性がうかがえよう。

このように、（従来の議論を受け継いだものであるとはいえ、）ＦＳＢの考える重要項目が明らかになったという点で、ＦＳＢの作業はバックグラウンドペーパーの公表時点から大きく進展していることが想定される。



32) 大和住銀投信投資顧問 / 門司総一郎（2007年8月27日）、日本銀行金融市場当局（2008年7月）等参照

4章 現行の規制イニシアティブ (立法・規制提案等)

1. 従来の金融規制改革とシャドーバンキングシステム

金融危機以来、バーゼル銀行監督委員会（以下、バーゼル委）をはじめとする国際基準設定主体や、各国・地域の管轄当局は、様々な金融規制改革のイニシアティブ（立法・規制提案等）を採ってきている。

これらの規制イニシアティブは、真っ向からシャドーバンキングシステムを取り締まると銘

打ったものではないが、部分的に、または間接的に、シャドーバンキングシステムの取り締まりを強化する立法や規制提案となっているものが多い。

そのことは、F S Bがバックグラウンドペーパーで提示した4つの規制アプローチとの整合性により確認される。

そこで、バックグラウンドペーパーの規制アプローチに沿って、国際機関、米国、そして欧州で採られている現行の規制イニシアティブのうち、主要なものを簡潔に整理するものとする（図表3）。

図表3 現行の規制イニシアティブ（立法・規制提案等）

F S Bの規制アプローチ		現行の規制イニシアティブ（立法・規制提案等）		
		国際機関	米国	欧州
①銀行のシャドーバンク（事業体）との相互関連性の規制（間接規制）		バーゼルⅢ： ◆オフバランスシート項目（S I V・A B C P等）の所要自己資本強化 ◆レバレッジ比率の算出にオフバランスシートのエクスポージャーを含める	ドッド＝フランク法： ◆商業銀行によるヘッジファンド・P Eファンド投資の禁止（ボルカールール） ◆スワップ取扱機関の救済禁止（銀行のスワップ部門分離）	英国： ◆リテール・バンキングの「リング・フェンス」提案（I C Bの中間報告）
		—	ドッド＝フランク法： ◆「システム上重要なノンバンク金融会社」に対する厳格な健全性規制 ◆ヘッジファンド等の投資顧問に対する登録義務、情報開示義務等	E U： ◆A I F Mに対する認可制、自己資本規制、情報開示義務等（A I F M指令）
		バーゼルⅢ： ◆C C P向けエクスポージャーの取り扱いの見直し提案 ◆外部格付への依存の見直し（格付ショッピング目的での格付機関の変更禁止、信用リスク削減手法の適格保証人要件の撤廃等）	ドッド＝フランク法： ◆商業銀行による自己勘定取引の禁止（ボルカールール） ◆スワップ取引の清算集中、報告義務等 ◆スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者の登録義務等 ◆外部格付への依存の見直し（法令における外部格付の参照の削除） ◆格付機関の民事責任	E U： ◆格付機関の登録義務、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付区別等 欧州委員会： ◆O T Cデリバティブの報告義務、標準化されたO T Cデリバティブの清算集中義務等（E M I R法案） ◆格付機関フィールド規制に関するコンサルテーション（規制自己資本算出における外部格付の参照の禁止、E Uレベルの独立の格付機関の新設等の提案）
④マクロ健全性手法	a. 規制のプロシクリシティを抑制するための手法	バーゼルⅢ： ◆カウンターシクリカルな資本バッファ（普通株等Tier1で0～2.5%の範囲で各国裁量により設定）	—	—
	b. デフォルトや損失の伝播（contagion）リスクを減少させるための市場インフラ強化策	C P S S / I O S C O市中協議報告書： ◆C C Pに対して証拠金制度と分別管理および勘定移管を導入する旨等提案	ドッド＝フランク法： ◆C C Pに対する最低限の金融資産の保有義務やリスク管理規制等	欧州委員会： ◆C C Pに対して資本金規制や内部統制等の健全性規制を課す旨提案（E M I R法案）

（出所）各種資料を参考に大和総研ロンドンリサーチセンター作成

2. 銀行のシャドーバンク（事業体）との相互関連性の規制（間接規制）

1) バーゼルⅢ

バーゼル委の事務総長、ステファン・ウォルター氏は、2011年4月6日に開催されたカンファレンスにて、シャドーバンキングシステムのコア部分は銀行セクターによって組成されていること、そしてシャドーバンキングシステムの大半は銀行セクターからの資金調達および流動性補完に依存していることから、銀行セクターの規制見直しこそがシャドーバンキングシステムの規制への近道であることを示唆している³³。

その銀行セクターの規制見直しであるバーゼルⅢは、S I VやA B C P等のオフバランスシート項目の流動性補完等のバックアップラインに対する所要自己資本の強化、（自己資本規制を補完すべく新たに導入された）レバレッジ比率の算出にオフバランスシートのエクスポージャーを含めること等を定めている。

2) 米国：ドッド＝フランク法

(1) ボルカールール

米国の金融規制改革法「ドッド＝フランク法」³⁴は、いわゆる「ボルカールール」³⁵を採用し、商業銀行によるヘッジファンド投資、プライベート・エクイティ・ファンド（P Eファンド）投資を禁止している。

(2) 銀行のスワップ部門分離

また、ドッド＝フランク法は、スワップ取扱機

関の救済（ベイルアウト）を禁止している（銀行のスワップ部門分離）³⁶。

3) 英国：独立銀行委員会（I C B）の中間報告

英国の独立銀行委員会（I C B : Independent Commission on Banking）は、金融の安定化と競争を促進するための改革案の中間報告「Interim Report – Consultation on Reform Options」にて、リテール・バンキングの「リング・フェンス」（ユニバーサル・バンクにおける英国リテール・バンキングの子会社化）を提案している³⁷。リテール・バンキングの「リング・フェンス」は、投資銀行部門をはじめとするシャドーバンキングシステムがリテール・バンキングにもたらすリスクを遮断することを意図している。中間報告では、「リング・フェンス」内に含まれる「リテール・バンキング」の詳細は提示されていない。

I C Bは、2011年9月12日に最終報告を公表する。

3. シャドーバンク（事業体）そのものの規制（直接規制）

1) システム上重要なノンバンク

ドッド＝フランク法は、金融システム全体の健全性を監視する金融安定監視協議会（F S O C : Financial Stability Oversight Council）を新設し、（連結総資産 500 億ドル以上の銀行持ち株会社と合わせて、）F S O Cが認定する、「システム

33) B I S（2011年4月7日）参照

34) ドッド＝フランク法の概要については、大和総研 / 横山淳（2010年7月22日）を参照されたい。

35) ボルカールールの概要については、大和総研 / 横山淳（2010年9月2日）を参照されたい。

36) ドッド＝フランク法における「銀行のスワップ部門分離」条項の概要については、大和総研 / 横山淳（2010年9月17日）を参照されたい。

37) I C Bの中間報告の概要については、大和総研 / 鈴木利光（2011年4月28日）を参照されたい。

上重要なノンバンク金融会社（nonbank financial company）³⁸」に対して、F R Bの監督の下、通常の金融機関に比してより厳格な健全性規制（リスクベースの自己資本規制、レバレッジ規制、流動性規制、リスク管理規制、破綻処理計画、信用エクスポージャー報告規制、与信集中制限）を課す旨定めている。

「ノンバンク金融会社」には、米国内で活動するノンバンクが全て含まれることから、海外金融機関の米国ノンバンク子会社であっても、システム上重要であると認定された場合、F R Bの監督対象となる可能性がある。F S O Cは、「システム上重要なノンバンク金融会社」の指定に関する最終基準を2011年中に策定する予定である。

2) ヘッジファンド等

(1) G20

第2回 G20 金融サミット「ロンドン・サミット」（2009年4月2日）は、ヘッジファンドまたはそのマネジャーについて、登録義務およびレバレッジ等の情報開示義務を課す旨合意している³⁹。

(2) 米国：ドッド＝フランク法

ドッド＝フランク法は、顧客が少人数である等の理由で登録免除が認められていたヘッジファンドやP Eファンドの投資顧問に対して、小規模な場合等一定の例外を除き、米国証券取引委員会（S E C）等への登録義務を課している。さらに、レバレッジの使用等に関する情報の記録保存および報告義務も新たに課している。

(3) 欧州：A I F M指令

欧州連合（E U）は、ヘッジファンドやP Eファンドをはじめとするオルタナティブ投資ファンドのマネジャー（A I F M：Alternative Investment Fund Managers）を対象に、認可制、自己資本規制、レバレッジ規制、報酬規制、そしてレバレッジの使用等に関する情報開示規制を課す旨の新ルール（A I F M指令）を導入している⁴⁰。

4. シャドーバンキング（活動）の規制

1) 自己勘定取引

ドッド＝フランク法は、前述のようにボルカールールを採用し、商業銀行による自己勘定取引を禁止している。シャドーバンキングシステムが商業銀行による自己勘定取引を前提としていると考えられることから（前掲図表1参照）、これを禁止することはシャドーバンキングの規制としての側面がある（または効果がある）といえよう。

2) O T Cデリバティブ

(1) G20

前述したように、F S Bは、シャドーバンキングシステムにおける信用仲介システムにはO T Cデリバティブが含まれるとしている。

第3回 G20 金融サミット「ピッツバーグ・サミット」（2009年9月24日・25日）は、C D Sや金利スワップをはじめとするO T Cデリバティブ市場の改善に関して、次のような合意をしている⁴¹。

38) 本質的な金融業務（証券の引受およびディーリング、保険業務、マーチャント・バンク業務）がその年間総収入または総資産（連結ベース）の85%以上を占めるノンバンクが、「ノンバンク金融会社（nonbank financial company）」に該当する。

39) ヘッジファンド規制に関する国際議論の概要については、大和総研 / 鈴木利光（2010年11月4日 a）を参照されたい。

40) A I F M指令の概要については、大和総研 / 鈴木利光（2010年11月26日）を参照されたい。

41) O T Cデリバティブ市場の改善に関する国際議論の概要については、大和総研 / 鈴木利光（2010年11月10日）を参照されたい。

「遅くとも2012年末までに、標準化されたすべての店頭（O T C）デリバティブ契約は、適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、中央清算機関を通じて決済されるべきである。店頭デリバティブ契約は、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。中央清算機関を通じて決済がされない契約は、より高い所要自己資本賦課の対象とされるべきである。」（外務省仮訳）

（２）米国：ドッド＝フランク法

ドッド＝フランク法は、O T Cデリバティブのカウンターパーティー・リスクを減少させるべく、スワップ取引等を行う者に対して、中央清算機関（C C P：central counterparty）での決済（清算集中）および取引所またはスワップ執行ファシリティでの取引を義務付けている。また、全てのスワップ取引について報告を義務付けている。そして、スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者に対し、登録義務や行為規制（詐欺行為等に対する監督義務、ポジション限度の遵守等）を課している。

（３）欧州：E M I R法案

E Uの行政執行機関である欧州委員会は、デリバティブ規制法案（E M I R：European Market Infrastructure Regulation）を公表している。法案は、全てのO T Cデリバティブの報告義務、そして標準化された（清算適格を満たす）O T Cデリバティブの清算集中義務を課す旨提案している。そして、取引所取引への移行を動機付けるべく、C C Pで決済されないO T Cデリバティブに対する何らかのリスク軽減措置（例：より高い所

要自己資本賦課）を課す旨提案している⁴²。

（４）バーゼルⅢ

バーゼル委は、バーゼルⅢ（および直後に公表された市中協議文書“Capitalisation of bank exposures to central counterparties”）にて、銀行のC C P向けエクスポージャーの取り扱いを見直す旨提案している。

現行規定上、C C P向けエクスポージャーは、一般的に（当該エクスポージャーが日々担保によりカバーされている場合に限り、）リスク・ウェイトをゼロ（すなわちリスク・アセットもゼロ）とする取り扱いが認められている。この点について、バーゼルⅢは、O T Cデリバティブ取引のC C Pを通じた決済を銀行に対してより一層促すと同時に、強固なリスク管理プロセスをもたないC C Pに取引が集中することにより生じ得る潜在的なシステミック・リスクを認識し、C C Pの強固なリスク管理を確保することを意図した見直しの提案をしている。

具体的には、支払・決済システム委員会（C P S S）および証券監督者国際機構（I O S C O）による改訂後の「清算機関のための勧告」（後述参照）の要件を満たすC C Pを利用した上で、当該C C P向けエクスポージャーが差入担保および清算対象エクスポージャー時価相当額である場合に限り、リスク・ウェイトを（ゼロではないが、）低水準（市中協議文書の提案では2%）とする旨提案している。

バーゼル委は、2011年9月までに最終文書を公表する予定である。

⁴² E M I Rの概要については、大和総研 / 鈴木利光（2010年11月10日）を参照されたい。

3) 格付機関関連

(1) G20

前述したように、格付機関のストラクチャード・ファイナンス商品に対する格付付与は、シャドーバンキングシステムの拡大に寄与していた。

第2回 G20 金融サミット「ロンドン・サミット」(2009 年 4 月 2 日)は、格付機関の活動に対するより効果的な監督について、公開格付を発行する格付機関の登録義務、利益相反の防止、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付区別等の合意をしている⁴³。

(2) 欧州：格付機関規制強化法

E U は、格付機関規制強化法を可決し、公開格付を発行する格付機関の登録義務、アドバイザリー業務の禁止（利益相反の防止）、格付モデルの開示、ストラクチャード・ファイナンス商品の格付区別等を導入している⁴⁴。

(3) バーゼルⅢ

バーゼルⅢは、(バーゼルⅡで広く認められた)外部格付を用いた規制自己資本算出がもたらす3つの「負のインセンティブ」、すなわち、①銀行自身による独立した内部リスク評価がおろそかになること、②格付機関が高い格付けを付与すること(「甘い格付け」)、③格下げによる急激な価格変動(Cliff Effect)に対応するための改訂をしている。

具体的には、①標準的手法採用行による信用リスク評価の強化(特に無格付エクスポージャーについて、実際のリスク・ウエイトが100%よりも著しく高い場合、より高いリスク・ウエイトの適

用を検討すべき旨明確化)、②格付ショッピング(より高い格付けを付与してくれる格付機関を選別する行為)目的での格付機関の変更禁止、③信用リスク削減手法の適格保証人要件(「A-以上」)の撤廃等である⁴⁵。

(4) 米国：ドッド=フランク法

ドッド=フランク法は、外部格付への依存を見直すべく、法令における外部格付の参照を削除する旨定めている。

また、ドッド=フランク法は、格付機関の民事責任を導入している。具体的には、故意または重大な過失により合理的な調査等を怠ったことを強く推認させる事実を示せば、格付機関に対する証券民事訴訟の提起が認められる。これは、格付機関に対する損害賠償訴訟の提起を容易にするものといえる。

(5) 欧州：格付機関フィールド規制に関するコンサルテーション

欧州委員会は、格付機関のフィールドにおけるさらなる規制等を検討する旨のコンサルテーション文書を公表している。

欧州委員会は、このコンサルテーション文書にて、規制自己資本算出における外部格付の参照の禁止、ソブリン債の格付変更に関する発行体への通知期間の拡張(現行の12時間から3日間へ)、E Uレベルの独立の格付機関の新設、格付機関の民事責任の導入、「Issuer-Pays」モデル(格付機関が発行体から報酬を受領するという現行の支配的な報酬モデル)のオルタナティブ等を提案している⁴⁶。

43) 格付機関の規制に関する国際議論の概要については、大和総研 / 鈴木利光 (2011 年 11 月 4 日 b) を参照されたい。

44) E U の格付機関規制強化法の概要については、大和総研 / 鈴木利光 (2011 年 11 月 4 日 b) を参照されたい。

45) バーゼルⅢによる外部格付への依存の見直しの概要については、大和総研 / 鈴木利光 (2010 年 12 月 21 日) を参照されたい。

46) 欧州委員会のコンサルテーション文書の概要については、大和総研 / 鈴木利光 (2010 年 12 月 21 日) を参照されたい。

欧州委員会は、2011 年中に法案を公表する予定である。

5. マクロ健全性手法

1) 規制のプロシクリカリティ（景気循環増幅効果）を抑制するための手法

銀行の自己資本規制がもたらす、景気後退時の信用収縮（貸し渋り）は、規制のプロシクリカリティの最たるものといえる。

そこで、バーゼルⅢは、カウンターシクリカルな（景気連動抑制的な）資本バッファを新たに導入し、普通株等 Tier1 で 0～2.5% の範囲で、各国裁量により設定すべき旨定めている。導入の趣旨は、過剰な総与信の増加等によるシステム全体のリスクの積み上がりに対し、銀行セクターを将来的な損失から守ることにある。

また、バーゼル委は、規制のプロシクリカリティを抑制するためのその他のオプションとして、最低所要自己資本の変動の抑制、フォワードルッキングな引き当ての促進、資本の社外流出（配当、自社株買い、過大な報酬等）の抑制を目的とする施策の導入を検討するものとしている。

2) デフォルトや損失の伝播（contagion）リスクを減少させるための市場インフラ強化策

（1）米国：ドッド＝フランク法

OTCデリバティブのカウンターパーティー・リスクを減少させるためのCCP等の市場インフラの財務健全性が不十分である場合、デフォルトや損失の伝播リスクが高まるといえる。

そこで、ドッド＝フランク法は、CCPに対し、最低限の金融資産の保有義務やリスク管理規制等

を課している。

（2）欧州：EMIR法案

欧州委員会のEMIR法案は、CCPに対し、資本金規制や内部統制等の健全性規制を課す旨提案している。

（3）CPSS / IOSCO市中協議文書

CPSSとIOSCOは、2011年3月10日、市中協議報告書“Principles for financial market infrastructures”を公表している。

市中協議報告書は、資金決済システム、証券集中振替機関、証券決済システム、CCPおよび取引情報蓄積機関といった金融市場インフラ（FMI：Financial Market Infrastructures）に対する基準を一つに統合し、FMIに対する監督と規制における整合性を向上させることを意図している。

とりわけ、CCPに対しては、証拠金制度と分別管理および勘定移管を導入する旨提案している。

CPSSおよびIOSCOは、2012年初頭に最終報告書を公表する予定である。なお、前述した「清算機関のための勧告」は、この最終報告書に置き換えられる。

6. モニタリング

金融危機においては、OTCデリバティブ（特にCDS）市場の不透明性や統計資料の不足が、金融システム内部の重要なリスク移転のルートを覆い隠し、取引当事者相互間の不信を招いたという指摘がされている⁴⁷。

こうした状況を受けて、米国では、ドッド＝フランク法により、FSOCによる金融システム全体の健全性監視に資するべく、金融セクターのデータの収集およびその分析を担う機関とし

⁴⁷ FSB / IMF（2009年11月7日）等参照

て、金融調査局（O F R：Office of Financial Research）が財務省内に設置されている。

O F Rは、2010年11月23日、「民間業界とその他の関係者が合意に基づき、金融取引の主体を識別する共通ルールを採用することが望ましい」とするポリシー・ステートメントを公表している。このポリシー・ステートメントで提唱されているのが、国際的に共通する取引主体識別子（L E I：Legal Entity Identifier）の採用である。

O F Rは、ポリシー・ステートメントにて、L E Iには最低限、①名称、②所在地、③電子アドレス、④法的地位——という4つの情報が含まれるべきであるとしている。

C P S SとI O S C Oもまた、2011年8月24日、市中協議報告書“Report on OTC derivatives data reporting and aggregation requirements”を公表し、国際的に共通するL E Iの採用を提唱している。

いまだL E Iの導入に関する具体的な動きはなく、さらなる国際的な協議が必要とされよう。

こうした動向は、シャドーバンキングシステムのモニタリングに関連する規制イニシアティブといえる。

5章 おわりに

このように、現行の規制イニシアティブには、F S Bがバックグラウンドペーパーで提示した4つの規制アプローチのうちいずれかに分類することが可能なものが含まれている。

このことは、F S Bの考えるシャドーバンキングシステムの規制アプローチと現行の規制イニシ

アティブとの間には、大きな差異がないことを意味しているといえよう。

また、このことは、金融危機が2007年8月9日の「パリバ・ショック」⁴⁸を境に起きたとすると、丸3年以上もの間、シャドーバンキングシステムを正面から取り扱う提言がされていなかったことから説明が可能である。すなわち、F S Bがこのタイミングでシャドーバンキングシステムへの対策を正面から取り扱うこととしたのは、現行の規制イニシアティブが大きな進捗（バーゼルⅢ、ドッド＝フランク法の成立等）を見せたことにより、その土台ができつつあるからであるものと思われる。

そのため、F S Bによる最終報告書（2011年11月公表予定）は、現行の規制イニシアティブを尊重し、それらとの整合性を考慮しつつ、それらが手当てしていない分野を補充するという、「穏健な」内容となることが考えられる。

とりわけ、シャドーバンキングシステムにおける個別の事業体や活動を全て規制下に置くことの困難さ（前述したように、シャドーバンキングシステムの取引スキームはムービングターゲットである）を考えると、システム全体に網をかけるべく、マクロ健全性手法のイニシアティブを特に後押しするような内容となることも考えられよう。

それでは、仮に本当にF S Bが最終報告書でこのようなアプローチ、すなわち、現行の規制イニシアティブを尊重し、それらとの整合性を考慮しつつ、それらが手当てしていない分野を補充するという「穏健な」アプローチを採るとした場合、それは妥当なのであろうか。

前述したように、ダニエル・タルーロ氏は、シャ

48) 仏大手銀行BNPパリバが、傘下にある3つのファンドの基準価額の算出および追加設定・中途換金を一時的に停止し、金融市場を混乱させた出来事をいう。

ドーバンキングシステムの規制状況に遅れが認められるとしているが⁴⁹、その理由として、金融危機によってシャドーバンキングシステムの大部分が消滅したという事実を挙げている。サブプライムローン問題を境に、米国投資銀行5位であったベアー・スターンズはJ Pモルガン・チェースに買収され、同4位であったリーマン・ブラザーズは破綻し、同3位であったメリルリンチはバンク・オブ・アメリカに買収され、同2位であったモルガン・スタンレーと同1位であったゴールドマン・サックスは商業銀行（銀行持ち株会社）に転換した。このように、米国では、金融危機以降、投資銀行のビジネスモデルの大部分が消滅しているといえる。

しかしながら、昨今、ここにきてまたシャドーバンキングシステムの市場が回復を見せているという報道やレポート等が相次いでいる⁵⁰。

その理由としては、これらの報道やレポート等では、現行の規制イニシアティブ、中でもバーゼルⅢやドッド＝フランク法が、銀行規制に偏ったものであり、シャドーバンキングシステムの大部分をキャプチャーできていないという点が挙げられている。例えば、米国では、ドッド＝フランク法の成立にかかわらず、MMF、証券化、そしてレポ取引という、シャドーバンキングシステムの拡大に寄与した取引がいまだ（ほとんど）規制されていない⁵¹。すなわち、皮肉なことに、バーゼルⅢやドッド＝フランク法が、規制格差を拡大させており、それによって市場がシャドーバンキン

グシステムに参入するインセンティブを増大させているという見方が可能である。

ここで思い出されるのが、前述した、バーゼル委の事務総長、ステファン・ウォルター氏のスピーチ内容である。すなわち、同氏は、シャドーバンキングシステムのコア部分は銀行セクターによって組成されていること、そしてシャドーバンキングシステムの大半は銀行セクターからの資金調達および流動性補完に依存していることから、銀行セクターの規制見直しこそがシャドーバンキングシステムの規制への近道であることを示唆している⁵²。これは、F S Bのバックグラウンド・アプローチにて提示された4つの規制アプローチの中では、銀行のシャドーバンク（事業体）との相互関連性の規制（間接規制）に重きを置いたスタンスといえる。仮に報道やレポートがいうように、現行の規制イニシアティブが銀行規制に偏っているとすれば、それはこうしたスタンスの表れともいえよう。

しかし、シャドーバンキングシステムの拡大に寄与した取引がいまだ（ほとんど）規制されていないという現在の状況に鑑みれば、現行の規制イニシアティブにおけるシャドーバンキングシステムの規制が不十分であることは明らかである（もちろん、いまだ施行されていない立法や提案段階のものがあることは考慮すべきではあるが）。

したがって、F S Bは、現行の規制イニシアティブが手当てしていない分野を補充するのみならず⁵³、現行の規制イニシアティブの妥当性の

49) Daniel K. Tarullo (2011年3月31日) 参照

50) B I S (2011年7月11日)、FT.com (2011年6月27日)、NYTimes.com (2011年5月27日)、Standard & Poor's (2011年5月18日) 等参照

51) Gary Gorton/Andrew Metrick (2010年9月1日) 参照

52) B I S (2011年4月7日) 参照

53) この点については、前述したように、2011年7月18日開催の全体会議にて、MMF、証券化、そして証券貸借取引 (securities lending) およびレポ取引への追加的な規制の必要性を検討するとしており、バックグラウンドペーパーからの進捗が認められる。

再検証を促進するような、包括的な提案をすべきであると筆者は考える。

そのためには、まずはシャドーバンキングシステムのモニタリング・アプローチの確立が不可欠である。そして、このモニタリング・アプローチの確立に寄与するのが、マクロ健全性監督である。例えば、欧州シンクタンクの Eurofi は、マクロ健全性監督によってのみ、規制格差の縮小が可能となると主張している⁵⁴。

英国金融サービス機構（F S A）長官のアデア・ターナー氏も、2011 年 3 月 16 日に行われた講演にて、金融危機の再発防止におけるマクロ健全性監督の重要性を説いている⁵⁵。

国際金融協会（I I F：Institute of International Finance）は、シャドーバンキングシステムのモニタリングとマクロ健全性監督との間には、重要な相関関係がある旨指摘している。I I F は、次のような 3 つのステップが、潜在的なシャドーバンキング（活動）を特定し、それがもたらすリスクを評価し、そしてそれに対する適切な規制アプローチを決定するにあたって不可欠であるとしている⁵⁶。

- ① マクロ健全性監督当局は、従来の管轄の外で起きている現象に警戒し、それがシステムミック・リスクをもたらすか否かを評価するための情報収集権限を有する必要がある。
- ② 仮に上記の「現象」がシステムミック・リスクの潜在的要因であるという結論を出した場合、マクロ健全性監督当局は、より定期

的かつシステムティックなモニターを可能とするための情報収集権限を有する必要がある。

- ③ 規制範囲を決定する当局は、マクロ健全性監督当局の勧告を受けて、上記の「現象」を規制・監督の対象とすべきか否かを検討しなければならない。

上記の「マクロ健全性監督当局」には、米国の F S O C、E U の欧州システミック・リスク理事会（E S R B：European Systemic Risk Board）⁵⁷、英国の暫定 F P C（Financial Policy Committee）⁵⁸等が該当する。

F S B のバックグラウンドペーパーおよび進捗報告では、このようなマクロ健全性監督とシャドーバンキングシステムのモニタリングとの相関関係という視点が示されていないことから、最終報告には組み込まれる可能性があるといえよう。

Eurofi は、こうしたマクロ健全性監督によってモニタリングされたシャドーバンキングシステムに対する規制は、通常のバンキングシステムに対する規制と整合性のあるものでなければならないとしている⁵⁹。ポール・クルーグマン氏やポール・マカリー氏も、Eurofi よりも前から、同様の主張をしている。すなわち、満期 / 流動性変換の供給という銀行類似の信用仲介機能を果たす以上は、シャドーバンキングシステムを通常のバンキングシステムと区別するべきではない、という主張である⁶⁰。これは、銀行規制をシャドーバンク（事

54) Eurofi（2011 年 2 月 23 日）参照

55) Adair Turner（2011 年 3 月 16 日）参照

56) I I F（2011 年 7 月 11 日）参照

57) E S R B の概要については、大和総研 / 鈴木利光（2010 年 10 月 29 日）を参照されたい。

58) F P C の概要については、大和総研 / 鈴木利光（2011 年 3 月 28 日）を参照されたい。

59) Eurofi（2011 年 2 月 23 日参照）

60) P I M C O（2010 年 5 月）、NYTimes.com（2010 年 4 月 18 日）参照

業体)に拡大するという議論であるといえる。

確かに、このような議論をそのまま規制化することは、資金調達コストの高騰を招き、投資家サイドの需要⁶¹を無視することにつながりかねない。しかし、「シャドーバンキングシステムに対する取り付け騒ぎ(modern bank-runs)」がシステムミック・リスクの要因であった以上、金融危機の再発を防止するためには、一定程度以上のドラスティックかつ包括的な対策を打ち出すべきであろう。

なお、現行の規制イニシアティブの中でこうした議論と最も親和性を有するのが、「システム上重要なノンバンク金融会社」に対する厳格な健全性規制の適用(ドッド=フランク法)、そしてA I F Mに対する自己資本規制、レバレッジ規制、情報開示の拡充等(A I F M指令)であろう。

F S Bによる最終報告にこのような議論が反映されていることを期待したい。

61) シャドーバンキングシステムに対する投資家サイドの需要に関する議論については、I M F (2011年8月1日)等を参照されたい。

【参考文献】

- FSB“The Financial Stability Board’s work on Shadow Banking: progress and next steps” (2011年9月1日)
- IMF“Institutional Cash Pools and the Triffin Dilemma of the U.S. Banking System” (2011年8月1日)
- 大和総研 / 佐川あぐり「拡大続くETF市場で注目のシステミックETF」(2011年8月1日)
- FSB“Meeting of Financial Stability Board” (2011年7月18日)
- FSB/IMF“The Financial Crisis and Information Gaps – Implementation Progress Report – ” (2011年7月15日)
- BIS“Regulatory reform: remaining challenges” (2011年7月11日)
- IIF“Macroprudential Oversight: An Industry Perspective – Submission to the International Authorities” (2011年7月11日)
- FT.com“Shadow spreading across international banking” (2011年6月27日)
- NYTimes.com“Shadow Banking Makes a Comeback” (2011年5月27日)
- Bloomberg“ETFs Are Becoming a Shadow banking System, Tullet’s Smith Says” (2011年5月24日)
- BIS“OTC derivatives market activity in the second half of 2010” (2011年5月18日)
- Standard & Poor’s“Shadows No More: The Shadow Banking System Into The Spotlight”(2011年5月18日)
- 大和総研 / 鈴木利光「英国、リテール銀行部門に資本サーチャージ?」(2011年4月28日)
- 大和総研 / 奥谷貴彦「金融危機はなぜ起こった?」(2011年4月28日)
- FSB“Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability” (2011年4月15日)
- IMF“Global Financial Stability Report – Durable Financial Stability: Getting There from Here” (2011年4月13日)
- BIS“Market structures and systemic risks of exchange-traded funds” (2011年4月13日)
- FSB“Shadow Banking: Scoping the Issues” (2011年4月12日a)
- FSB“Potential financial stability issues arising from recent trends in Exchange – Traded Funds (ETFs) ” (2011年4月12日b)
- BLACKROCK“ETF Landscape – Global Handbook Q1 2011” (2011年)
- BIS“Basel III: Stronger Banks and More Resilient Financial System” (2011年4月7日)
- Daniel K. Tarullo“Regulating Systemic Risk” (2011年3月31日)
- 大和総研 / 鈴木利光「英国金融監督体制の再編迫る(FSA解体他)」(2011年3月28日)
- Adair Turner“Leverage, Maturity Transformation and Financial Stability: Challenges Beyond Basel III” (2011年3月16日)
- Eurofi“Shadow banking – Improving the consistency of banking and non-banking regulations” (2011年2月23日)
- FSB“Progress in the Implementation of the G20 Recommendations for Strengthening Financial Stability” (2011年2月19日)
- FCIC“The Financial Crisis Inquiry Report” (2011年1月27日)
- 大和総研 / 鈴木利光「自己資本算出、外部格付の参照禁止か? (欧州)」(2010年12月21日)
- 大和証券キャピタル・マーケット / 瀧文雄「バーゼル3の詳細ルール公表」(2010年12月17日)
- Preqin“The AIFM Directive” (2010年12月)
- 大和総研 / 鈴木利光「EUヘッジファンド規制、2013年1月より適用」(2010年11月26日)
- 大和総研 / 鈴木利光「【連載⑦】デリバティブ・空売り規制 (欧州)」(2010年11月10日)
- 大和総研 / 鈴木利光「【連載⑥】ヘッジファンド規制」(2010年11月4日a)
- 大和総研 / 鈴木利光「【連載⑤】格付機関の監督 (欧州)」(2010年11月4日b)
- 大和総研 / 鈴木利光「【連載④】金融監督体制の再編 (欧州)」(2010年10月29日)
- 大和総研 / 横山淳「銀行のスワップ部門分離」(2010年9月17日)
- 大和総研 / 吉井一洋「バーゼル新規制、概要固まる<訂正版>」(2010年9月14日)
- 大和総研 / 横山淳「ボルカールール」(2010年9月2日)
- Gary Gorton/Andrew Metrick“Regulating the Shadow Banking System” (2010年9月1日)
- 大和総研 / 横山淳「米国金融規制改革法 (ドッド=フラ

ンク法) 成立」(2010 年 7 月 22 日)

- Federal Reserve Bank of New York“shadow banking” (2010 年 7 月 16 日)
- PIMCO“Global Central Bank Focus –After the Crisis: Planning a New Financial Structure Learning from the Bank of Dad” (2010 年 5 月)
- NYTimes.com“Six Doctrines in Search of a Policy Regime” (2010 年 4 月 18 日)
- FSB/IMF“The Financial Crisis and Information Gaps” (2009 年 11 月 7 日)
- NYTimes.com“Out of the Shadows” (2009 年 6 月 18 日)
- PIMCO“Global Central Bank Focus –The Shadow Banking System and Hyman Minsky’s Economic Journey” (2009 年 5 月)
- FSA“The Turner Review – A regulatory response to the global banking crisis” (2009 年 3 月 18 日)
- 日本銀行金融市場局「金融市場レポート」(2008 年 7 月)
- Timothy F Geithner“Reducing systemic risk in a dynamic financial system” (2008 年 6 月 9 日)
- 金融庁『『金融市場戦略チーム』第一次報告書』(2007 年 11 月 30 日 a)
- 金融庁『『金融市場戦略チーム』第一次報告書の概要』(2007 年 11 月 30 日 b)
- PIMCO“Global Central Bank Focus – Teton Reflections” (2007 年 8 月 /9 月)
- 大和住銀投信投資顧問 / 門司総一郎「ストラテジストコラム(第 44 号)–『サブプライム問題』から『信用収縮へ』」(2007 年 8 月 28 日)

[著者]

鈴木 利光 (すずき としみつ)



ロンドンリサーチセンター
主任研究員
担当は、英国・欧州の金融規制、
企業会計