

松 山 大 学 論 集
第 31 卷 第 5 号 抜 刷
2 0 1 9 年 12 月 発 行

シャドー・バンキング・システムについて

松 浦 一 悦

シャドー・バンキング・システムについて

松 浦 一 悦

目 次

はじめに

第Ⅰ章 シャドー・バンキング・システム（SBS）の特徴

1. SBS とは

2. SBS の実態の把握

第Ⅱ章 SBS を支える要素と SBS の相互関連性

第Ⅲ章 SBS の問題とは何か

1. 金融ネットワークの脆弱性

2. システミックの増幅～銀行と SBS との関わり

結びに代えて－SBS 規制の方向性

は じ め に

2007 年 8 月にアメリカの短期金融市場の一つである資産担保証券を突然のパニックが襲いかかり、それに続き、世界の短期金融市場（グローバルな銀行間市場）の最も中心的な部分も機能麻痺に陥った。そうした最中にみられたのは、ネットワークとして構成された金融市場の相互に織り成す網が圧力の下で崩壊し、短期金融市場が機能麻痺を起こすプロセスである。こうした金融市場の相互に織り成す網はシャドー・バンキング・システム（Shadow Banking System, 以下 SBS と略す）と呼ばれる¹⁾。

アメリカのサブプライム・ローン問題に端を発した金融危機は欧州へ波及

1) シャドー・バンキング・システムは、シャドー・バンキングあるいはシャドー・バンクとも言われる。本稿では直接引用する箇所以外は、シャドー・バンキング・システム(SBS)の用語で統一する。

し、欧州では銀行危機とサブリン危機として現れた。この金融危機は銀行だけでなく銀行以外の金融機関をも巻き込むものであった。例えば、SBSを構成するそれぞれ異質の金融機関群は相互に絡み合っただけで嵐のような混乱を生み出した。サブプライム・ローンの破綻が増加する最中に、不動産担保証券(Mortgage-Backed Security, MBS)と担保付債務支払い証券(Collateralized Debt Obligation, CDO)の格付けの引き下げにより、それらの証券化商品を購入していた仕組み投資会社(Structured Investment Vehicle, SIV)や資産担保コマーシャル・ペーパー(Asset Backed Commercial Paper, ABCP)コンデュイットの保有資産が劣化すると、そうした金融機関に資金を提供するABCPの買い手はパニックに陥った。やがてそれにより証券化機構は崩壊し、銀行の預金取り付けの引き金となった²⁾。また、SBSの一つであるヘッジファンドは、資産価格インフレと仕組信用市場の急成長に大きく貢献したが、信用の逼迫と投資家による債券の償還請求に反応して巨額のレバレッジポジションの急激な巻き上げが生じたとき、深刻な流動性問題に直面した。すなわち、ヘッジファンドは現金を引き出す投資家の需要を十分に満たすことができず、債券の償還を制限せざるを得なかった。こうしたヘッジファンドの行動は金融市場の流動性不足をさらに悪化させたのであった。

以上のような展開を辿った世界金融危機は、銀行のリスク管理および銀行に対する規制の面で、次のような教訓を残した。すなわち、第1に、金融取引が銀行以外の金融機関も巻き込んで連鎖を強めているため、金融市場全体の取引に影響を与える金融機関について規制を強化する必要がある。第2に、証券化商品のリスク評価には不確実性が大きい。第3に、金融市場の機能を維持する重要性が再認識されたことから、それまでの金融機関に対する監督は、個々の金融機関の経営の健全性を見るミクロ・プルーデンスに重点が置かれていたのに対し、金融市場全体としての健全性を監視するマクロ・プルーデンスにも注

2) Guttman, 2018, p. 122 を参照。

意を喚起する必要がある³⁾。

以上のような反省を踏まえ、2010年のバーゼル銀行監督委員会（Basel Committee on Banking Supervision, BCBS）はバーゼルⅢの骨子が合意され、様々な論点が検討された後、2017年12月にバーゼルⅢが完成するに至っている。バーゼルⅢが完成するまでの議論の中で注目すべき論点の一つは、銀行以外の金融機関の規制の在り方である。すなわち、金融市場におけるシステミック・リスクの回避と危機の予防策を考える際に、銀行だけでなく、銀行と関わりのある金融機関も規制の対象とし、金融機関全体の規制の在り方が共通の課題となった。この観点からSBSの規制が欧米で本格的に議論されることとなった。本稿は、欧米のSBS規制の動向を考察する準備作業として、SBSの特徴と問題を明らかにすることを課題としている。

第Ⅰ章はSBSの定義と特徴を述べる。第1節で金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）が述べる主体と活動体の視点から整理されたSBSの定義を基にして、代表的な定義を紹介し整理する。第2節ではEUのSBSの実態を説明する。

第Ⅱ章はSBSを支える要素を歴史的に捉えて、SBSを構成する金融機関が相互にどのように関わっているのかを論じる。1990年代に機関投資家やヘッジファンド等が資本取引者としてのプレゼンスを高め、2000年代には銀行が設立した特別目的事業体（Special Purpose Entity, SPE）が活躍し、クレジット・デフォルト・スワップ（Credit Default Swap, CDS）、MBS、CDOなどの新しい金融商品が組成され取引された。本章はそれらの金融機関がSBSとしてどのように関わり合い、新しい金融商品がどのように生み出されて、SBSの成長を支えているのかを考察する。

第Ⅲ章はSBSの基本的問題を金融ネットワークの脆弱性とシステミック・リスク増幅の観点から考察する。前者はSBSの活動の場である店頭市場の抱

3) 神津, 2018年, 277-282頁を参照。

える構造的な課題である。後者は SBS が銀行と深く関わることによりシステムミック・リスクが増幅する現象である。つまり、SBS の金融機関（あるいは銀行）の混乱は銀行（あるいは SBS の金融機関）に容易に波及するため、SBS と銀行の相互関連はシステムミック・リスクを引き起こす可能性がある。また、金融安定理事会（Financial Stability Board, FSB）によれば、そうした相互関連は景気循環に伴うレバレッジの蓄積を激化させることにより、2000 年代に資産価格バブルのリスクを高めたと論じられている⁴⁾。SBS をこれらの観点から論じることにより、SBS の抱える課題を明らかにする。

最後に、世界の SBS 規制の方向性を論じて、全体を締めくくる。

第 I 章 シャドー・バンキング・システム（SBS）の特徴

1. SBS とは

これまで SBS の事象を定義する様々な試みがされてきた。金融の専門家に広く受け入れられているものは FSB による定義であり、2013 年の FSB 報告書の中で、「通常の銀行制度の完全な外あるいは部分的な外の主体と活動による信用仲介、短くはノンバンクの信用仲介」と述べられている。FSB の定義は SBS の事象が主体と活動により構成されることを示している。

銀行部門以外の主体としては、例えば、証券会社、資金運用会社、投資ファンドなどである。それらは「その他金融仲介機関（Other Financial Intermediaries, 以下 OFIs）と記される。与信以外の信用仲介活動の例としては、レボ取引、証券化商品の組成・販売などの市場型信用仲介取引などが挙げられる。図 1 が示す部分が広義の範囲である。

FSB による SBS の広義の定義に関して、多くの論者から批判的な検討がされていた。R. ガットマンは、「短く定義すれば、非銀行の信用仲介」という FSB の定義に対して、「SBS を構成する活動は伝統的な銀行とは切り離されている」

4) FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, p. 20.

図1 SBSの範囲

主 体			
(機能) 経済活動		銀行部門	銀行以外
	与信		○
	与信 以外	○	○

(出所) 金融機構局, 『日銀レビュー』2015年7月, 1頁.

という含意を批判している。つまり、規制される商業銀行業務の領域を逃れる銀行と市場のパイを求めて競争する規制の緩やかな競争者（銀行が所有する）により動かされ成長する金融の一部または一群がSBSだから、SBSの成長は商業銀行の活動抜きには論じられないと論じる⁵⁾。この視点はポストケインジアン⁶⁾の主張とも共通しているので、後述する。

他方、FSBはSBSを次のように述べる。非銀行を通じた信用仲介は、特にSBSが銀行のような機能（満期転換およびレバレッジ）を行うように構成されているとき、かつ通常の銀行システムとの関係が強いときに、システムック・リスクの原因となりうる⁶⁾。すなわち、非銀行の信用仲介について、システムック・リスク（特に満期・流動性転換、不完全な信用リスク移転、レバレッジ）を増加させる実態がある場合、また金融規制の利益を損なう規制格差（Regulatory Arbitrage）がある場合に、そのような金融機関をシャドー・バンクと定義している⁷⁾。

SBSは活動と主体について異質の要素をもつ金融機関の集団であるが、それらは多かれ少なかれ相互に関連していることから、システムとしての緊密さを表現するには、FSBが提案した定義より、よりダイナミックで統合的なものが必要とされる。

5) Guttman, 2018, p. 124.

6) FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, p. 1.

7) FSB, Global Shadow Banking Monitoring Report 2013, p. 6.

こうした視点から、P. メーリングとニューヨークの連邦準備制度（FRB）が提案した SBS の定義は正鵠を得ている。P. メーリングは SBS を**活動の観点**から捉え、短期金融市場の資金調達による資本市場の貸付と表現している⁸⁾。この内容を P. マカリーは、SBS とは、預金保険の対象とならない短期の市場性資金を ABCP 等により調達し、長期の ABS や CDO などに投資することを目的とする、SIV 等のオフバランスシートのコンデュエットのような、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述べる⁹⁾。また、ニューヨークの FRB は SBS を**主体の観点**から捉え、政府保証あるいは中央銀行の流動性へのアクセスなしに、満期転換、流動性供給、信用仲介を行う機関と定義する。これは FSB の狭義の定義とほぼ同じである。

一方、R. ガットマンは SBS を次のように定義する。すなわち、満期、流動性および信用仲介を目的として信用手段を流通させるための織り交ざるネットワークを生み出すための相対的に規制されていない、あるいは全く規制されていない金融仲介者の群れであると。

この定義により強調されている SBS の側面は、織り交ざるネットワーク網としてのその組織という点である。その組織は規制当局の範囲を超えて進化する特徴をもつ。ネットワーク・ファイナンスは、相対取引を生み出すインサイダー・ネットワークの創造と結びつき、政府の監視網を潜り抜けるかもしれない。全てのアンダーグラウンドの組織はそうしたインサイダー・ネットワークとして機能する。

他方、ポストケインジアン立場からプラテスとファーリは、資本主義経済において無から貨幣を創造する銀行の中心的役割に焦点を当て、SBS を定義する¹⁰⁾。銀行は他の金融機関（SBS）と協力し、金融革命（証券化と信用デリバティ

8) Guttman, R., 2016, p. 124.

9) McCulley, P., Comments on Housing and the Monetary Transmission Mechanism, September 1, 2007 (available at <http://www.econbrowser.com/archives/2007/09/comments-on-hou.html>).

10) Pretes, D. M. and Farhi, M., 2015, pp. 571-572 を参照。

ブ)を通じて、銀行の貸借対照表から信用リスクを取り除くことにより莫大な信用を供与している。これはシステミック・リスク拡大の原因を作り出している。プラテスとファーリによる SBS の定義は、金融機関の活動がシステミック・リスクを増加させているかどうかという視点では FSB と同じであるが、異なる視点は銀行が SBS の背後で主導的役割を演じていることである。プラテスとファーリの考えを今少し見ておこう。

貨幣（預金通貨）を発行できる信用創造機関としての銀行の能力は、投資家が事前に貯蓄する必要性を投資家から解放し、換言すれば、社会的な過去に蓄積された富とその分配の制限を取り払った。こうして銀行は貨幣を創造しながら金融仲介者としても活動する点において、他の金融機関と異なる存在である¹¹⁾。銀行は金融革新の導入を通じて規制、制度およびマクロ経済の変化に対応し進化し続けている。

金融システムの新しい組織形態では、国際的に活動する大銀行は銀行の伝統的な機能を阻害しないように、かつ資本市場の発展を妨げるのではなく、収入源として資本市場の成長を促進した。すなわち、大銀行は進んでユニバーサル銀行あるいは金融サービス・スーパーマーケットのスタイルを採用し、広範囲かつ複雑で多様な活動（小売り、投資、保険資産管理、ファンド管理年金など）を直接的にあるいはオフバランス仲介機関を通じて展開した。管理下の投資ファンドにより獲得する収益の他に、収益を増やすために、ユニバーサル銀行はまた、デリバティブ市場のディーラーとして金融保険（ヘッジング）を提供し、資本市場においてコマーシャル・ペーパー（CP）とその他の負債証券の発行に対してクレジット・ラインを提供し、そうしてヘッジファンドの保証人となり、それらの機関の業務に信用を提供し、かれらの業務戦略を手に入れた。この業務モデルは投資銀行部門によって実際され、危機の大きな損失の関わる部分に責任を負うこととなった¹²⁾。

11) Prates, D. and Farhi, M., 2015, p. 569.

12) Prates, D. and Farhi, M., 2015, pp. 576-577.

そうした莫大な取引の信用リスクを銀行が取り除くために、他の機関、とりわけ非金融機関は収益に対する信用リスクを進んで引き取らなければならなかった。それらの金融機関は特別目的会社（SPE）やヘッジファンドばかりでなく保険会社、年金基金や投資ファンドのようなファンド・マネージャーであった¹³⁾。銀行を取り巻くそうした金融機関の群れが SBS と定義されている。

本稿では、R. ガットマンの定義に拠り、満期、流動性および信用仲介を目的として信用手段を流通させるための織り混ざるネットワーク網を生み出すための相対的に規制されていない、あるいは全く規制されていない金融仲介者の群れという観点から SBS を捉え、かつプラテスとファーリが指摘する SBS を主導する銀行との関連において SBS を考察をする。

2. SBS の実態の把握

中央銀行統計の I. フィッシャー委員会による『シャドー・バンクに関する統計作業—シャドー・バンクの新たなデータベースと指標の展開』（ESRB）中で、FSB の定義と欧州の SBS のモニタリングの枠組みについて述べられている。同報告書は、SBS を定義する際に金融機関から生じるリスク（主体ベースのアプローチ）と活動から生じるリスク（活動ベースのアプローチ）の視点からアプローチし、その実態を示している¹⁴⁾。

まず、主体ベースのアプローチは、ESA2010 枠組みに基づく金融勘定と金融統計から取り出される金融機関の総バランスシートデータの利用により、SBS を構成する資産金額を算出する。最初のステップとして、広義の基準は銀行、保険会社と年金基金を除く全ての金融部門の主体を含んでいる。その目的は金融システムに対する SBS に関するリスクが潜在的上昇する全ての領域をカバーすることである。第二のステップでは、とくに信用仲介、流動性・満期転換、レバレッジおよび銀行システムとの相互連関との関わりを通じたシステ

13) Prates, D. and Farhi, M., 2015, p. 577.

14) Agresti, A. M. and Brence, R., 18-19 May 2017.

ミック・リスクを生み出す、より特定の潜在性をもつ主体に焦点が絞られている。しかし主体ベースのアプローチは、リスク分析の利用可能なバランスシートには制約があるため十分とはいえない。例えば、オフバランスシートのエクスポージャーと金融デリバティブの利用は追加的なリスクの原因となる可能性があり、あるいはもし慎重に利用されれば、リスク緩和の有用な手段を提供するかもしれないからである¹⁵⁾

次に、活動ベースのアプローチは主体ベースアプローチを補完する目的がある。このアプローチは、特定の主体に制限されない活動、あるいは SBS と通常の銀行制度の間の相互関連に貢献する活動をカバーできる。ただし、そうした SBS の活動を十分カバーしても、データの制約という課題は残される。その課題はあるものの、ひとまず広義の基準からみて、EU の SBS を銀行、保険会社と年金基金以外の全ての非銀行金融仲介機関として定義している。非銀行金融仲介機関とは投資ファンドとその他の金融機関を意味する¹⁶⁾ こうした広義の意味での SBS の主体の区分は表 1 に示される。なお、この表で示される SBS の金融機関の種類は、欧州システミック・リスク理事会 (ESRB) による『EU シャドー・バンキング・モニター』(以下、EUSBM) においても同じく示されている¹⁷⁾

EU とユーロ圏における SBS の成長率は 2008 年の金融危機で一旦落ち込んだ後、概ねプラスで推移し、SBS の規模は 2016 年に金融機関資産全体の約 37% を占めた(表 2)。2017 年末時点で SBS の総資産は 42 兆ユーロを超え、EU の金融全体に占め比率は 40% に至っている¹⁸⁾

EUSBM は SBS を構成する金融機関を主体と活動のタイプを整理している。表 3 は、金融機関を投資ファンドとその他金融機関に大別し、それぞれの金融

15) Ibid, p. 2.

16) Ibid, p. 2.

17) European Systemic Risk Board, EU Shadow Banking Monitor, No. 3/September 2018, p. 45.

18) Ibid., p. 3.

表1 シャドー・バンキング・システムの分類

事業体：部門と下位部門と種類			業 務 内 容
投資 ファンド	MMF		通貨金融機関部門の一部
	非 MMMF 投資ファンド	債券ファンド 株式ファンド 混合ファンド 不動産ファンド ヘッジファンド その他ファンド 上場投資信託 プライベート・エクイ ティ・ファンド	主として投資する資産による投資政策ごとに区分 される
その他の 金融機関	その他の 金融仲介会社	証券化に従事する金融 媒介会社	証券化を特別目的とする会社
		貸付金融会社	例) 金融リース, ファクタリング, ハイヤー・パ ーチェス
		証券・デリバティブ・ ディーラー	自己勘定で取引するディーラー
		特別目的会社	例) ベンチャーキャピタル, 輸出入金融, 中央清 算取引所
	金融補助機関		例) 保険, ローンブローカー, ファンド・マネー ジャー, 金融グループのヘッド・オフィス
	金融親会社および資金貸付会社		例) 証券化に従事しない特別目的会社, 持株会社

(出所) BIS, Statistical work on shadow banking : Development of new databasets and indicators for shadow banking, p. 4.

表2 SBS の金融機関別の資産と割合

	比 率	兆ユーロ
MFIs	47%	50.7
MMFs	1%	1.1
非 MMF 金融機関	11%	12
その他の金融機関	25%	26.7
保険会社・年金基金	16%	16.8
総額	100%	107.3

(出所) BIS, Iving Fisher committee on Central Bank Statistics, p. 3.

表3 シャドーバンクシステムの機能

	投資ファンド								その他の金融機関			
	MMFs		債券 ファンド	混合 ファンド	ヘッジ ファンド	不動産 ファンド	投資信託 ファンド	PEFs	FVCs	SPEs	SDDs	FCLs
	可変純資 産価値	定常純資 産価値										
EU 市場規模 (1兆ユーロ)	1.2		3.29	2.9	0.37	0.57	0.57	0.64	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
EA 市場規模 (1兆ユーロ)	1.14		3.25	2.89	0.36	0.57	0.7	n.a.	1.87	n.a.	n.a.	0.43
総合評価	3	3	3	3	4	3	3	1	3	2	3	2
リスク転換活動												
信用仲介	3	3	3	2	2	1	1	2	4	3	1	3
満期転換	2	2	4	3	3	3	2	1	2	4	4	2
流動性転換	2	3	2	2	2	3	2	1	3	3	4	2
レバレッジ	1	1	2	2	4	4	1	3	4	2	4	3
シャドウバンキング関連の市場活動												
証券金融取引	3	3	3	3	4	1	3	1	1	1	2	1
デリバティブ の使用	2	2	2	2	4	2	2	1	3	3	4	1
金融担保の再 利用	2	2	2	2	4	2	2	1	3	3	2	1
相互依存度												
銀行制度との 相互関連	3	3	2	2	2	3	3	1	4	4	1	2

テーブルの地理的な範囲はEU内に拠点を置く事業体である。データの制約と一貫したデータの欠如のため、この評価は合併会社と非合併会社とでは評価は識別できない。指標の数値化について、4：顕著な関与、3：中位の関与、2：低い関与、1：希薄な関与を示す。

FVC: Financial Vehicle Corporation, FCL: Financial corporations engaged in Lending, SDD: Security and Derivative Dealers

(出所) ESRB, EU Shadow Banking Monitor, No. 3/September 2018, p. 14.

機関について①リスク転換活動（信用仲介，満期転換，流動性転換，レバレッジ），②SBS関連市場活動（証券金融取引¹⁹⁾，デリバティブズの利用，金融担保の再利用），③銀行制度との相互依存との関わり方を表している。投資ファン

19) 証券金融取引により、投資家および企業は株式や債券などの資産を利用し、活動のための資金を調達できる。例えば、債券現先取引、証券の貸借取引、反対売買取引、委託証拠金取引がある。(European Commission, Business, Economy, Euro, “What is Securities Financing Transaction?”, HP, 14-June-2019 access)

ドの中でも債券ファンドと混合ファンドの存在が大きく、ヘッジファンドは証券金融取引に深く関与していること、及びFVCsとSPEsは銀行融資の依存度が高いことが特徴である。

第Ⅱ章 SBSを支える要素とSBSの相互関連性

SBSを支える4つの柱を歴史的文脈の中で述べておこう。

第1の柱は集合投資スキームであるMMF(Money Market Fund)である。1970年代のアメリカでは銀行は蔓延するインフレのなかでレギュレーションQが課せられていたため、インフレ率を上回る金利設定によって預金を集めることが困難となっていた。他方、企業・家計等の資金余剰主体は、インフレヘッジのため銀行預金を避け、自由金利型金融商品を選考した。そうした中で、投資家の小口資金を集め、短期証券(財務省証券、譲渡可能定期預金証書(CD)、CPなど)で運用する投資信託が開発された。これがMMFである。MMFは換金自由で小切手が振り出し可能という要求払い預金と類似した機能を持つので、銀行預金の強力な対抗馬となった。その後、CMA(証券総合口座)の開設により、MMF運用資金が株式購入に充てられるようになると、銀行預金からMMFへの資金シフトが生じた。こうして1970年代中盤以降になると金融のディスインターメディエーションが進行していった。

その後、MMFは銀行預金に代わる魅力的な資金調達手段となり成長を続けて、2000年代にMMFの総負債は7兆ドルを超えていた。MMFは主に短期の証券投資による資金運用をする他に、他の金融仲介機関を通じて直接的、あるいは間接的に銀行に対して巨額の貸付を行っている²⁰⁾

第2の柱はレポ取引である。レポ取引は現金を担保とする債券の貸借取引(債券の借り手が貸し手に担保として現金を差し出す)である。レポ取引では、債券の貸し手は資金の調達者であり、一方の債券の借り手は資金の運用者であ

20) マーヴィン・キング, 2017年, 140頁。

表4 アメリカの短期金融市場残高(2006年9月末)

	10 億ドル	構成比 (%)
FF	325	3.6
レボ・債券貸借	3,760	41.1
CD	2,054	22.5
CP	2,090	22.9
BA	1	0.0
TB	912	10.0
合計	9,140	100.0

(出所) 日本銀行, Report & Research Papers, 2007 年
2 月, 4 頁.

る。アメリカのレボ市場は 1980 年代頃から成長し始め、2000 年代に短期金融市場の中枢を占めるに至っている（表 4）。

まず、こうしたレボ市場が成長した背景をみておこう。1980 年代にレボ取決めがアメリカ連邦破綻法 11 条から明確に除外されたことは、レボ取引の拡大の要因となった。つまり、1984 年の破産法改正によって、レボ取引にかかわる担保は、債券回収等の自動停止（オートマチック・ステイ）の適用除外を受けるようになった（Safe Harbor Rule：セーフハーバー・ルール）。このルールにより、レボ取引を通じて差し入れられた担保は、たとえ取引相手が破産したとしても、その処分を即座に行うことが可能となったのである²¹⁾ すなわち、破綻する取引相手との合意なしに、レボの取引業者は担保を流動化することが可能となるように破産法が改正された。ただし、この法律は財務省証券、会社証券、銀行 CD および BA（bankers' Acceptance）に限定して適用されていた。1984 年当時のノンバンク短期金融市場において、レボ取引とリバースレボ取引は政府の財務証券を中心に説明されている²²⁾ その後、2005 年の銀行破産改正法により、株式、債券、あるいはその他の証券に基づく取引がセーフハーバ

21) 葛西洋平, 第 53 号, 2-4-3。

22) ポール・ミーク, 1984/85 年, 98-99 頁。

ー・ルールの対象となるようにレポの定義が拡大された²³⁾

ここでレポ取引の基本的仕組みを述べておこう。銀行が預金者から資金を調達するとき、預金は預金保険により保証される。これに対してレポ契約では、銀行はMMFやその他の投資家から資金を調達するとき、資金の貸し手は担保を渡す。資金の貸し手は銀行に\$Xを預金し、銀行からの担保としてその金額相応の資産を受け取る。銀行は同時に将来（おそらく翌日）に\$Yで同じ資産を買い取ることに合意する。その $(Y-X)/X$ の比率はレポ金利と呼ばれ、年利で銀行預金金利と同じになる。

典型的に、預金される総金額は担保として利用される資産価値より幾分小さくなる。それらの二つの差はヘアカットと呼ばれる。これは、レポ取引が預金保険制度の対象ではないため、取引当事者間の中で取引履行の確実性を担保する仕組みによる。

例えば、もし資産が100ドルの市場価値をもち、銀行はレポ取引でその資産を88ドルで将来購入する条件で80ドルで売する場合、レポ金利は10%（ $= [88 - 80]/80$ ）であり、ヘアカットは20パーセント（ $[(100 - 80)/100]$ ）である。もし銀行は資産を再購入する約束を履行しなければ、投資家は担保を保有することになる。

レポ取引は銀行だけでなく他の金融機関にとっても広く資金調達的手段として利用されるようになった。レポを通じた資金調達は、SBSの中でも特に、MMF、ヘッジファンド、金融会社の活動を拡大させた²⁴⁾。例えば、ヘッジファンド等の金融機関は、短期ポジションを取るによりデリバティブ・ポジションのヘッジ手段としてレポ取引を広く利用する。また、資金の貸し付けによる証券の借り手が投機目的の空売り手段として債券を利用するとき、レポ取引が活用される。こうした用途はレポ市場を金融市場の中核として成長させたのである。

23) Gorton, G., and Metrick, A., 2010, p. 278.

24) Guttman, R., 2018, p. 133.

第3の柱は証券化である。1980年代には銀行機能の新しい組織形態が表れた。すなわち、銀行の貸借対照表の両側に流動資産の比重が大幅に増加したことに特徴付けられる。組成対分配 (originate to distribute) というこのモデルは、証券化（または第2次証券化と呼ばれる）により可能となった。それにより非流動的な資産（銀行貸付）は流動資産（市場取引可能な証券）へ転換されるようになった。

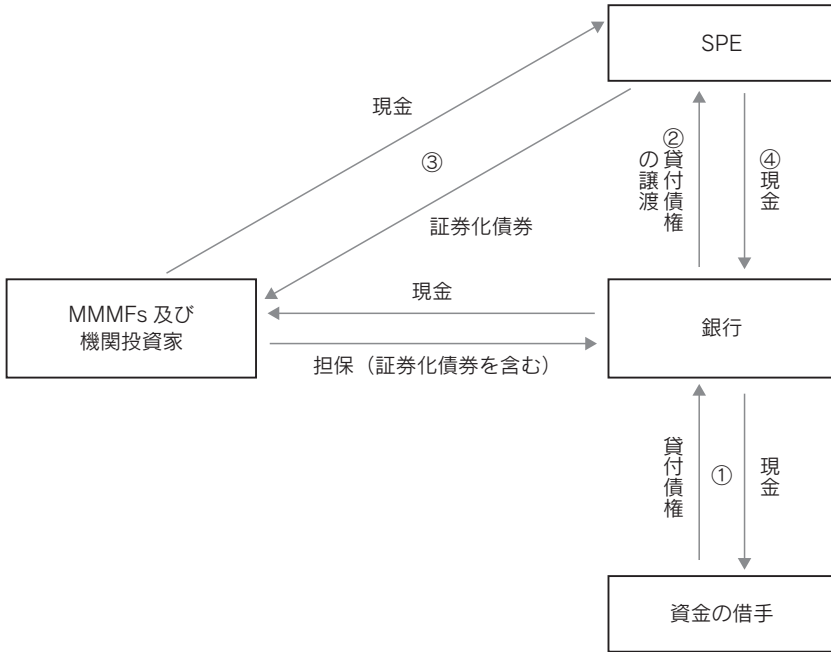
さらに、アメリカでは21世紀初めに組成対分配モデルは、金融規制緩和が進むにつれ（1999年 Gramm-Leach-Bliley Actにより商業銀行、投資銀行、証券会社や保険会社は合併することが許可された）、歴史的な低金利というマクロ環境の中で質的および量的な変化を遂げる。収益率を高めるために、ユニバーサル銀行（あるいは商業ポートフォリオを保有する銀行）は規制の枠組みにより許可された水準を超えて信用を拡大することを選択した。そうした中で2002年からモーゲージ市場は競争の主な領域となった。金融機関は不透明で規制されていない店頭（OTC）市場で交渉し、その市場を活用することにより信用リスクをバランスシートから切り離した²⁵⁾

信用リスクを切り離すために利用される主な手段は資産担保証券（ABS）、不動産担保証券（MBS）、担保付き債務支払証券（CDO）である。また銀行オリジネーターは特別目的会社（SPE）を設立し、資産のトランシュをSPEに引き受けさせることにより銀行の資産をオフバランスへ移し換えたのである。また、エクワイティ・トランシュの一部はヘッジファンドへ移転された²⁶⁾ 図2が示すように、銀行は貸付債権をSPEに譲渡する（②）。SPEはバランスシートの資産を証券化の受け皿として設立した特別目的会社である。SPEはその資産の生み出すキャッシュフローを裏付けとしたABSを発行し投資家に売り出す（③）。これによって、銀行の資産はオフバランス化され、銀行は証券化商品の販売によって融資した資金を回収できる。こうして銀行は証券化により流

25) Prates, D. M., Farhi, M. 2015, p. 572.

26) Prates, D. M., Farhi, M. 2015, p. 572.

図2 債権の証券化



(出所) Gorton, G. and Metrick, A. (2010) を参考に筆者作成.

動性を回復し資金効率を高めることができる。

ところで、2000年代において、民間の貸付業者が非伝統的なモーゲージを証券化し発行する上で、多くのリスクな融資を含んでいるMBSの高い信用格付けをいかに維持するかという問題に直面していた。その問題に対する解決策はいわゆる仕組み金融であった。すなわち、ペイオフの優先権の序列の中でそれぞれの順位により区別される異なるトランシュへMBSを分割することにより、リスク多様化の理論を応用するものであった²⁷⁾。多層的なペイオフ構造において、最も高い格付けのトランシュの債券は最初にペイオフが行われ、ト

27) Guttman, R., 2018, p. 8.

リプル A の格付けに値する安全な資産として扱われる。次に安全なトランシュの債券は利息と元本がその次に支払われることになり、ダブル A と位置づけられる。その後 A トランシュ、トリプル B トランシュというようにランク付けされる。トランシュの格付けが低いほど本質的にデフォルトのリスクが大きくなり、利回りは高くなる。こうした仕組み金融の担い手が SPE であった。2004 年に改正されたバーゼルⅡでは、第Ⅲ章 2 で述べる仕組み投資会社 (SIV) とクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) のようなオフバランスシート・エクスポージャーは、銀行の信用リスク削減の方法として受け入れられ、許可されたのである²⁸⁾

証券化の問題は格付けの低いトランシュをいかに販売するかであった。その問題の解決策は MBS からメザンチントランシュを取り出し、CDO として知られる新たな証券化手段の中にそれらを詰めなおすことであった。それらの CDO はハイリスクの担保から組成されていたとしても、その元となる不動産資産は地域的な多様性があり、相互に関連性がないと仮定することによって、これらの CDO は高く格付けされた²⁹⁾。総発行額の 70–80% を構成するいずれの CDO のシニア・トランシュもトリプル A が与えられた。というのも住宅資産の組み合わせについて 20% から 30% 近くの損失がでることは歴史的に前例のないことだからであったからである。CDO の低格付けのトランシュは、ヘッジファンドのような低リスクを嫌う投資家に売られ、あるいは、さらに 3 度束ねられ、CDO スクエアードとして知られる証券に変換された。

アメリカでは 2005 年末か 2006 年初めにモーゲージ貸付市場が供給飽和の兆しを見せ始めると、新たな MBS と CDO を発行することがすでに困難になっていた³⁰⁾。それと同時に、高利回りの MBS と CDOs に対する投資家の需要は強く、融資の証券化の誘引が低下する局面でさえ、証券発行者は証券化の速いベ

28) Prates, D. M., Farhi, M. 2015, p. 576.

29) Guttman, R., 2018, p. 9.

30) Guttman, R., 2018, p. 11.

ースを維持するための方法を理解するように駆り立てられたのである。そこで彼らが生み出したものは、伝統的な CDOs の代わりとなるネイキッド CDS (naked CDS) の新しい利用である。それはシンセティック金融の一例である。

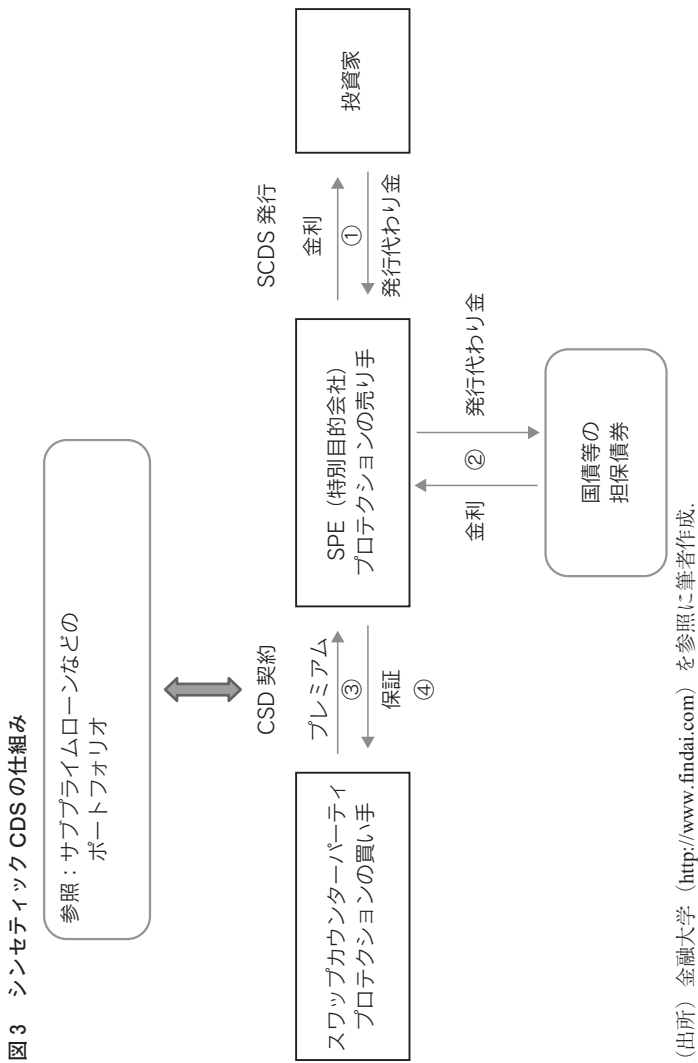
CDS 契約と担保債券等を裏付けとして発行される合成債務担保証券 (シンセティック CDO) が生み出された。シンセティック CDO は次のような契約により発行された。図 3 を参照されたい。

① SPE はシンセティック CDO を発行し、投資家に販売する。投資家は SPE に発行代わり金 (元本支払い) を支払い、SPE から金利を得る。② SPE は発行代わり金で安全の高い債券を購入し、クーポン金利を受け取る。購入した債券は投資家への元本償還の原資となる。③ SPE はプロテクションの売り手となり、スワップカウンターパーティ (プロテクションの買い手) と Credit Default Swap (CDS) 契約を結び、CDS プレミアムを受ける。④ クレジットイベント (参照証券が収益を上げることができない場合) が発生すれば、SPE は債券を売却して得られる代わり金を、プロテクションの買い手に支払う。このようにシンセティック CDO の買い手は高いクーポンを得る代わりに、投資元本を失うリスクが高い点に特徴がある。

SPE は現物資産の分別と保管、参照証券の選定、およびスワップ契約の管理により資産の証券化を行った。そうしたシンセティック CDO は、収集し融資するモーゲージ資産を必要としないので、現金 CDO よりも容易にかつ速く発行された³¹⁾。シンセティック CDO の発行に伴い、クレジット・デリバティブの一つである CDS は広く利用された。以上のような証券化は金融ネットワークの一部となり、SBS の金融取引の拡大を促進したのである。

第 4 の柱は店頭デリバティブ (OTC デリバティブ) である。OTC デリバティブ取引は取引所外で行われる相対のデリバティブ取引を差す。公開市場の標準的先物やオプションとは異なり、OTC デリバティブは個々のポートフォリオ

31) Guttman, R., 2018, p. 9.



(出所) 金融大学 (<http://www.findai.com>) を参照に筆者作成.

を調整する必要性に応じて独自に仕立てられ、技術革新を生かすカスタマイズの主な例である。OTC デリバティブ取引にはフォワード取引(先渡し取引)³²⁾ オプション取引、一定期間にわたるキャッシュフローの交換を行うスワップ取引、信用デリバティブ等がある。

金利スワップは債権者と債務者が被る可能性のある金利変動に関わる価格リスクを移転する上で最も一般的である。信用デリバティブは、「クレジット・デリバティブ」とも呼ばれ、国や企業などの信用リスクを取引する金融派生商品の総称である。これは、相対で取引されるオフバランス上の契約で、明示的に信用リスクの移転を可能にし、ローンや債券など広範な資産を対象とし、スワップやオプションなどの形態で取引するのが一般的である。信用デリバティブにおいて、代表的なものがCDSである。CDSの成長は証券発行による資金調達を増加させ、またネットワークに取引業者を引き寄せて金融機関による投機活動を活発化させた。

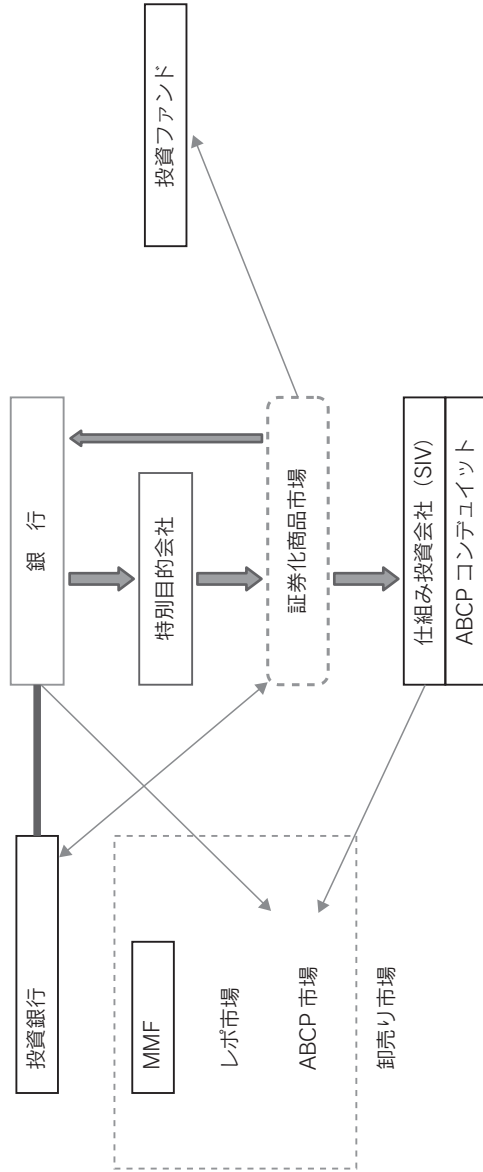
OTC 契約は金利リスク、市場リスクの移転（あるいはヘッジ）により金融商品の取引を拡大させるだけでなく、金融機関のビジネスチャンスを広げる効果をもたらした。それと同時に、SBSの間のネットワークの相互関係を強化することにより、潜在的なリスク伝達を速める結果をもたらした³³⁾

以上の4つの柱は相互に関連しながら一つの網の中に結び合っている（図4を参照）。銀行は貸付債権をSPEへ移し、SPEはその債権が生み出すキャッシュフローを基にして資産担保証券（ABS）などの証券化商品を発行する。SPEは銀行から譲渡される債権以外にも、企業のもつ売掛債権や手形債権などから得られる収入を裏付けに、資産担保証券の発行をオリジネートする。ABS等の証券化商品はMMF等などの金融機関の投資対象となる。銀行は証券化商品市場で債券を購入し、それに対MMF等の金融機関とのレポ取引の担保として利

32) 取引形態は先物と同じであるが、相対取引、証拠金が不要、現物決済などが先物取引とは異なる。約定から資金受取りまでの期間が3営業日以降の取引。

33) Guttman, R., 2018, p. 135.

図 4 SBS を構成する金融機関群



(備考) 投資ファンドは、ヘッジファンド、債権ファンド、不動産ファンド等が含まれる。
 ABCP は Asset Backed Commercial Papers の略語を示す。
 矢印 (→) は主な証券の流通方向を示す。
 (出所) 筆者作成。

用し、また信用デリバティブに利用する。こうした一連の金融取引は SBS の実態を成し、その成長を促している。

第Ⅲ章 SBSの問題とは何か

1. 金融ネットワークの脆弱性

SBS 間の金融ネットワークの脆弱性は、ネットワークの相互依存関係により金融の不安定性が伝播しやすい事態に現れる。このことは、リーマンショックを契機に生じた世界金融危機において大手銀行ばかりでなく SBS も、証券価格の急落と不良資産の処理に伴う資金繰りに一斉に奔走したことにより、金融市場がパニックに陥ったことが物語っている。

それでは、SBS の金融ネットワークが脆弱である理由をどのようにみることが出来るのか。本稿では、①相対取引であるがゆえに生じる情報の非対称性の問題、②銀行制度に存在する預金保証制度と最後の貸し手機能の欠如が金融の脆弱性に関わっていたことを述べておく。

第1に、店頭（OTC）市場の情報の非対称性問題は金融ネットワークの脆弱性の基本的理由である。これは、公開市場（a public exchange）に備わっている機能が OTC 市場には欠けていることによるものである。公開市場には取引と多数の売買による価格形成についての多くの情報が集まり、取引所は市場参加者間の取引を決済する点で清算所としての役割を果たす。一方、OTC 市場ネットワークは相対取引であるため、情報が内部化され、価格決定のプロセスは不透明である。もし問題が生じて介入する第三者は不在なため、過度に変動する市場を安定させる装置に欠けている。こうした条件で、OTC 市場は取引業者の信用と自信に依存するので、それらが損なわれれば、正確な価格の情報やリスクの評価が不可能となることにより、市場は麻痺するであろう。

SBS の活動の多くは二者間の契約合意に基づく。こうした双務契約において両者は契約内容を決定する上で、相互に多くを知る必要がある。しかし、そうでなければ、どの程度相手を信用できるかを測ることができないであろう。そ

の点で相互の信頼関係は取引の前提条件である。

しかし、取引相手は自分自身を知ると同様に他人を決して知らないことを受け入れなければならない。それゆえ取引業者は互いによく知り合っていることを保証できない。この点はいわゆる情報の非対称性問題を提起している。

情報の非対称性問題は逆選択とモラルハザードの観点から論じられる。逆選択については、情報不足の業者は取引相手が取引のリスクを増やすことが予想できず、市場での取引が成立し難くなる³⁴⁾。モラルハザードは、取引開始後の情報の非対称性をもたらす問題である。情報不足の業者は、いったん契約が完了すれば、取引相手はどのように行動するかを予測することはできない³⁵⁾。これらの情報の非対称性問題はネットワーク・ファイナンスに独自のリスク、すなわち、カウンターパーティ・リスク（取引の相手は記載された合意を守らないリスク）を呈示している。

情報の非対称性の課題を SBS が生み出しているのは、ネットワークが顧客より多くの情報を有するインサイダーによって支配されているからである。インサイダーである SBS ネットワークを作る金融機関は、一般の顧客からの取引に必要な情報と情報へのアクセスが制限されていることを認識している。それゆえ、市場を形成する情報の創造、流通および解釈を支配する業者は、情報の少ない他の市場参加者に対して決定的な力をもつ。そこで前者は独占レントをより効果的に行使できるという利益を享受することができよう。そのため、

34) 情報の非対称性が存在すると、市場メカニズムが機能せず市場の失敗を引き起こすという問題は、一般にレモン市場に喩えて論じられる。例えば、健康保険市場において、一人ひとり自分の健康状態が分かっているにもかかわらず、保険会社は健康な人と健康に不安のある病弱な人の区別が個別にはつけにくい。健康な人は病気になる確率が低く、病弱な人は病気になる確率が高い。平均的な疾病率で保険料率を決定すれば、健康な人には保険料は割高で、病弱な人にとっては割安となる。この状態では健康な人は割高な保険を敬遠し、疾病率の高い人ほど加入する傾向が高くなる。そうすれば、保険加入者のグループ疾病率はさらに上昇し、保険料のさらなる引き上げが迫られる。こうなれば、健康保険市場の取引が成立できなくなるであろう。

35) 例えば、自動車保険に加入した後で、加入者に規律の緩みが生まれて、事故が生じても保険で修理が賄えるため、安全運転が疎かになってしまう。こうした行動規範の緩みをもたらす費用は想定することできない。

例えば、SBS ネットワークにおける売値と買値のスプレッドは一般の公開市場より大きい。しかし、いったん取引者間の信用が損なわれれば、信用喪失はドミノ式に市場に広がり、市場全体が機能麻痺に陥る可能性がある。

第2に、OTC 市場ネットワークのシステミックな脆弱性は、SBS の公共の安全網の欠如によるところが大きい。つまり、SBS は公共の（＝政府の）保険会社による預金の保証を受けることができず、また、市中銀行と同じように、最後の貸し手機能としての中央銀行の与信への直接的なアクセスに頼ることができない³⁶⁾ こうしたバック・ストップの制度的な欠如は、SBS 間の信用不安や流動性不足が一度顕在化すると、金融ネットワークが機能不全となるリスクを高めるものである。

2. システミックの増幅～銀行と SBS との関わり

SBS のもう一つの問題は、SBS が銀行と深く関わることによりシステミック・リスクを増幅することである。

銀行が SBS に深く関わっている実態を FSB は次のように述べている。「銀行はシャドー・バンキングの信用仲介チェーンの一部となり、あるいは低金利の融資と満期・流動性転換を可能にするため明白あるいは暗黙の支援（例えば、保証）を SBS に提供する。しかも、銀行を SBS は融資と金融商品の投資により互いに資金を提供し合っている。また、銀行は金融機関やブローカー・ディーラーなどのシャドー・バンキングの所有者である場合もある³⁷⁾」こうした銀行と SBS の相互依存関係は、循環的なレバレッジを増幅させ、また資産価格バブルのリスクを高める背景であった。それは特に、SBS の金融機関が同じ資産に投資する場合、あるいは銀行と SBS は特定部門に対する共通の債権あるいは共通の金融商品を保有する場合に顕著となる³⁸⁾

36) Guttman, R., 2018, p. 139.

37) Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, p. 20.

38) Global Shadow Banking Monitoring Report 2012, p. 20.

以上のように FSB は SBS の相互依存関係がシステミック・リスクの要因となったことを述べている。一方、前章で述べたように、SBS の定義に関して、ポストケインジアンは SBS の背後で銀行が主導的な役割を果たしている点を強調している。銀行が SBS とどのように関わっているのか、あるいは銀行はどのように SBS を利用しているのかをもう少し掘り下げておこう。

第 1 に、銀行は自ら設立した仕組み投資会社（SIV）を通じた証券取引に関与していった。2000 年代に銀行は SIV と呼ばれる新しいタイプの SPE を設立していき、SIV は以下のような証券取引を行った。① SIV は CDO を購入し、この CDO を担保に短期金融市場で資産担保コマーシャル・ペーパー（asset backed commercial papers, ABCP）を発行して資金を調達する、②その資金で新たに金融機関から CDO を購入する、③それを担保に再度 ABCP を発行して CDO の購入資金を調達するという手法で資産を拡大していった³⁹⁾

このような取引においてアメリカの巨大銀行は、SIV を通じて CDO 等の債券を購入した。SIV を利用することにより銀行は資本を積み増さずに仕組債を購入できる。なぜならば、SIV は会計処理上は銀行と別会社であるため、自己資本の計算にはカウントされないからである。つまり、SIV を通じて銀行は資本を増やさずより多くのリスクをとることが可能になった⁴⁰⁾

銀行が証券取引を行う子会社を通じて証券取引に深く関わることにより、株式ブームで生み出されバブルの崩壊により銀行のシステミック・リスクが顕在化したことは 21 世紀に始まったことではない。1920 年代後半にもアメリカの巨大商業銀行は証券子会社を通じて子会社の引受発行業務と自己勘定取引を融資により支えたのであった。銀行の証券業務への関与が株式ブームの背景になったという反省から、銀行業務と証券業務を分離するグラススティーガル法が成立したことは周知の通りである。しかし先に触れたように、1999 年 Gramm-Leach-Bliley Act により商業銀行、投資銀行、証券会社や保険会社は合併する

39) 『通商白書』, 2009 年版, 11 頁。

40) サイモン・ジョンソン, ジェームズ・クワック, 『国家対巨大銀行』175 頁。

ことが許可された。これにより銀行は、買い手と売り手の仲介役として、有価証券の売買やスワップ、オプションなどのデリバティブ取引を円滑にするマーケットメイキング業務に直接的に関与すること、また、自己勘定取引を通じた投機取引に本格的に乗り出すことができるようになった⁴¹⁾。こうして資産バブルは繰り返されたのである。

第2に、銀行資産の証券化による貸付可能資本の形成である。銀行は貸付債権をSPEに移し替え、SPEは証券発行により債権を現金化することができる。この時銀行は資産をバランスシートから切り離すことができ、オフバランスでできる。銀行は貸付債権を現金にかえることにより、その現金は貸付可能資本として運用可能である。銀行はその資金を証券化商品へ投資し、あるいはその証券を証券貸しによる資金調達手段としても利用される。

第3に、銀行のレポ取引はSBSへの資金供給への重要なルートとなった。レポの担保は再び担保として利用される。すなわち、レポ預金として受け取られた担保は当該取引とは無関係の第三者との別の取引において自由に再利用される。例えば、担保として受け取られた債券はデリバティブ契約において担保として第三者に呈示される。その取引業者は同じ担保に対して借入れを行うことができる、等である。BIS(1999)の指摘によれば、レポ市場における高水準の流通速度が生まれている。こうしたことが生じるのは、一つの担保が同時に数多くの契約の決済を実現するために利用されている場合である。こうして特定債券発行の日常のレポ取引量が債券の発行残高を上回る。それは、取引参加者が一枚の担保債券を繰り返し一日の間に貸借を行うことができるからである⁴²⁾。

ここでレポ取引のSBSにおける意義付けをしておこう。銀行とのレポ取引の利用により、金融機関は長期的に運用可能な資金を調達できる。例えば、ファ

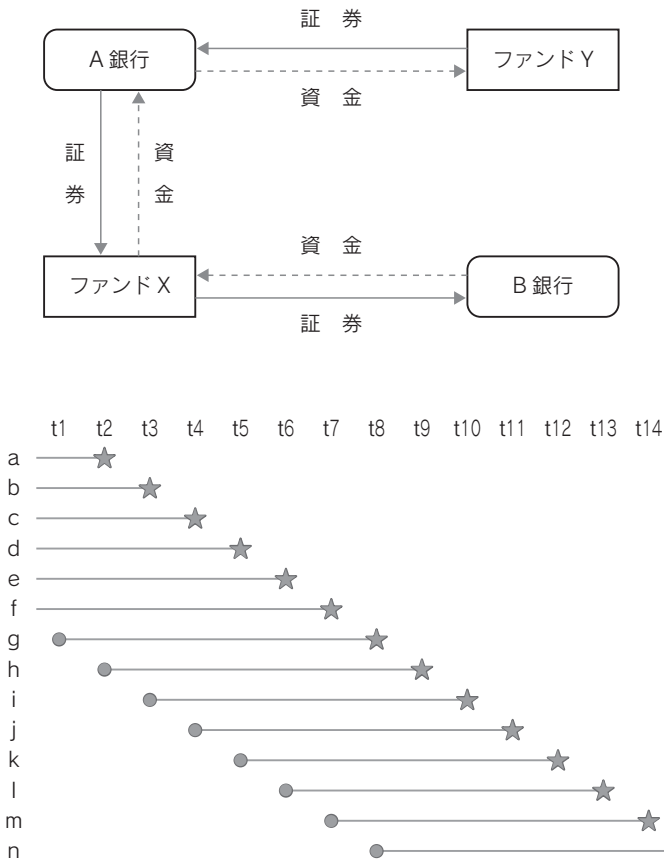
41) 銀行のマーケットメイキング業務については、ジョン・ブレンダー、2016年、82-83頁を参照。

42) Gorton, G. and Metrick, A., 2011, p. 277.

ンド Y は A 銀行から 7 日満期のレポ取引を日常的に行うとする(図 5 を参照)。A 銀行は毎日額面 10 万円の債券と交換に 10 万円を 7 日間(足かけ 8 日)貸し付け、8 日目に回収するとしよう。図 3 の上部に t で示したのが日数であり、左側の a, b, c, …は顧客を表している。

ファンド X は A 銀行から債券を借り入れ、B 銀行とレポ取引を行うとする。

図 5 レポ取引による滞留資産の形成



(出所) 鈴木芳徳, 2009 年, 55 頁を参考に筆者作成。

B 銀行はファンド Y に対し毎日額面 10 万円の債券と交換に 10 万円を 7 日間（足かけ 8 日）貸し付け、8 日目に回収するでしょう。

その場合、二つのファンドの手元には流出することのない 70 万円の滞留資金が残ることになる。このことは以後どの日にも云いうことであるから、他用可能資金・運用可資金である。こうして一口 10 万円、滞留期間 7 日という、小口で短期の資金を集合させ、70 万円という大口の、かつ運用期限についてはとくに限定のない貸付可能な資本が形成された。こうしたレポ取引により、ファンドは短期で調達した資金を長期資産担保証券へ投資することが可能となる。

以上のように、銀行は非銀行金融会社の資金調達手段として発行された負債証券への投資、あるいは、短期・長期の資産担保証券を担保とする非銀行金融機関とのレポ取引により、資金を供給する。また、銀行は貨幣市場において短期証券の発行により資金調達を行う。こうした銀行と SBS の相互関係性を認識することが SBS の規制を考える際の重要な要素である。

結びに代えて－SBS 規制の方向性

2010 年 10 月、FSB は「シャドー・バンキングの監督および規制の強化に関する勧告」（G20 カンヌサミット）を公表した。その勧告には 5 つの検討分野と提言内容が合意され、その後、内容について検討が続けられている⁴³⁾

①銀行のシャドー・バンキングへの関与。例えば、ファンド向けエクイティ出資に関わる自己資本規制上の取り扱いの見直し、大口エクスポージャー規制の強化、ステップイン・リスクの特定と管理がある。これらは、バーゼル銀行監督委員会（BCBS）が最終規制を公表した。ステップイン・リスクとは、金融ストレスが発生したとき、銀行が SBS 等の事業体に対して契約上の義務を超えて財政上支援するリスクをいう。契約上の義務を超えている点で、現行の

43) 「国際的な銀行規制改革の動向（13 訂版）」2018 年 7 月 23 日、みずほ総合研究所、62 頁にまとめられている。

バーゼル規制上のオフバランスシート・エクスポージャーから区別される。

② MMF の規制。安定的基準価額方式から変動の基準価額方式（組入証券を市場価格など公正な価格で評価し基準価額を算定する方式）へ移行することとした。これは、2008 年、リザーブ・プライマリー・ファンドがリーマン・ブラザーズのコマーシャルペーパー（CP）を大量保有していたため、ファンドの基準価格が 1 ドルを割り込む「額面割れ」の事態に陥ったことが背景にある。また、安定的基準価額方式を維持する場合、損失吸収措置および MMF からの資金流出防止措置を実施することが義務付けられた。

③ MMF 以外のシャドー・バンキング主体について、リスクを査定し、必要な場合に政策措置を実施することとなった。

④証券化商品の発行者等に対し適切なインセンティブを付与することである。この規制は信用リスク保持ルール（Credit Risk Retention Rules）と呼ばれ、ローン資産の証券化等の証券化実施者に資産担保証券（ABS）の一部を保持されることにより、無責任なリスクの移転と過度の証券化を防止しようとする。この規制は、証券化実施者によりリスク保持の状況を開示させて投資家に判断させるという情報公開の考えから一歩進んで、証券化実施者の行為の規制を通じて証券化実施者の行動を規制している。

⑤レポ・証券貸付取引の規制。2013 年 8 月の FSB 報告書では、レポ・証券貸付取引の担保について、一定以上のヘアカット率（担保価値の割引率）の設定を義務付けた。その後、FSB は、証券貸付取引のより厳しい報告義務、レポの担保再利用に関する制限、レポにおけるカウンターパーティ・リスクを削減するためにより高い担保カバーを明確にすること、および証券貸付取引のデフォルト手続きの明確化を求めている⁴⁴⁾

FSB の SBS 規制の進展と併せて、アメリカ、EU、日本でも通貨当局が SBS 規制に取り組んでいる。例えば、EU は公募ファンドに関わる集団投資スキーマ

44) Guttman, R., 2018, p. 194.

ム（UCTIS）と私募ファンドの運用会社に関わるオルタナティブ投資ファンド・マネージャー（AIFMD）により、SBSの取引の透明性、リスク管理の欠点、資産安全維持の調整という問題に取り組んでいる。ただし、SBS規制は、先述した金融ネットワーク脆弱性および銀行との相互依存関係などの問題解決に繋がっているかという視点から評価される必要がある。後者の視点については、銀行がSBSに対して常に必要な資金を供給できる立場にあることは留意すべきであることから、SBS規制は銀行規制と併せて進めるべきものである。二つの視点に加えて、SBSは規制裁定により規制を回避する傾向があることは留意するべきであろう。例えば、当局は金融取引を規制するとき、SBSは新たな投資手段を開発することにより信用仲介の新たな技術を見出そうとする。そうした金融技術の開発によりサブプライム・ローン関係の証券が生み出され、証券の組成・販売ルートが出来上がり、資産バブルが増幅していった。これらのSBSの問題に対する通貨当局の規制については、稿を改めて論じたい。

参 考 文 献

- Agresti, A. M. and Brence, R. Statistical Work on Shadow Banking : Development of New Datasets and Indicators for Shadow banking, European Central Bank, Brussels, Belgium, 18-19 May 2017.
- BIS, Statistical work on shadow banking : development of new datasets and indicators for shadow banking, Anna Maria Agresti and Rok Brence, Iving Fisher Committee on Central Bank Statistics, 18-19 May 2017.
- European Systemic Risk Board, EU Shadow Banking Monitor, No. 3/September 2018.
- Financial Stability Board (FSB). *Global Shadow Banking Monitoring Report*, various issues.
- Gorton, G. and Metrick, A. 'Regulating the Shadow Banking System', *Brookings Papers on Economic Activity*, fall 2010, pp. 261-312.
- Guttmann, R. (2018). *Finance-Led-Capitalism, Shadow Banking, Re-regulation, and the Future of Global Markets*, Palgrave Macmillan.
- Pretes, D. M. and Farhi, M. (2015). The Shadow Banking System and the New Phase of the Money Manager Capitalism, *Journal of Post Keynesian Economics*, 37, 2015.
- ポール・ミーク『米国の金融政策と金融市場』日本銀行米国金融市場研究会訳, 1984/85年。
- 葛西洋平「1984年連邦破産法の改正とレポ市場」『証券経済学年報』第53号, 別冊。

神津多可思『「デフレ論」の誤謬』日本経済新聞社，2018年。

須藤直・平良耕作・中村康治「シャドーバンキングの現状：金融危機後の国際的な動向と監視・規制に関する取組みを中心に」日銀レビュー，2015年7月。

鈴木利光「シャドーバンキングシステムに対する規制の議論」，大和総研調査季報 2011年
秋季号 Vol. 4。

鈴木芳徳『現在価値と株式会社』白桃書房，2009年。

『通商白書』，通商産業省，2009年版。

サイモン・ジョンソン，ジェームズ・クワック『国家対巨大銀行』（井村章子訳）ダイヤモンド社，2011年。

日本銀行金融市場局「米国短期金融市場の最近の動向について－レボ市場，FF市場，FF金利先物・OIS市場を中心に－」，BOJ, Reports & Research Papers, 2007年2月。

みずほ総合研究所「国際的な銀行規制改革の動向（13訂版）」，2018年7月23日。

ジョン・ブレンダー『金融危機はまた起こる』白水社，2016年。

マーヴィン・キング『錬金術の終わり』日本経済新聞出版社，2017年。

* 本論文は2018年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。