

## 規制監督強化の次なる対象となるシャドーバンキング

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. 2011年10月14、15日、パリでG20財務大臣・中央銀行総裁会議が開催された。会議のステートメントの注目点として、シャドーバンキングに関するコミットメントが挙げられる。当該ステートメントでは、「我々は、シャドーバンキングへの規制・監視を強化するための最初の提言と作業工程に合意した」と述べられている。
2. G20の枠組みの下でシャドーバンキングの規制・監督を強化する方針が示されたのは、2010年11月のソウル・サミットである。ソウル・サミットのステートメントでは、シャドーバンキング規制・監督の強化を図る理由として、バンキングとシャドーバンキングの間の規制の差異を利用した規制アービトラージを抑止することにあることが挙げられている。
3. 金融安定理事会（FSB）は、7月18日の会合においてシャドーバンキング・タスクフォースが策定した最初の提言をFSBとして承認した旨のプレスリリースを公表している。そこでは追加的な規制が必要な分野として、①シャドーバンキング・エンティティに対する銀行の関係性に係る規制、②MMFに係る規制、③その他のシャドーバンキング・エンティティ規制、④証券化規制、⑤セキュリティ・レンディング、レポに関する規制が挙げられている。また、国際基準設定者は、これらの分野に係るワークストリームを開始し、2012年7月（セキュリティ・レンディング、レポについては2012年末）までに、FSBに対して進捗状況と政策提言を実施する予定を明らかにしている。
4. シャドーバンキング規制・監督の強化が実施されれば、銀行や証券会社を含む日本の金融セクターに追加的な規制コストがもたらされるだけでなく、シャドーバンキングを通じた信用仲介や資金仲介に負の影響を与える可能性が考えられる。いずれにしても、カンヌ・サミット後に公表される見通しのFSBによるシャドーバンキングに関する報告書の内容をまずは確認する必要があるだろう。

## G20 財務大臣・中央銀行総裁会議での議論

2011年10月14、15日、フランスのカヌで開かれるG20サミット（11月3、4日開催）に向けて、パリでG20財務大臣・中央銀行総裁会議が開催された。各種報道によると当該会議では、欧州のソブリン危機への対応策を含め、銀行システムや金融市場の安定性の回復、世界経済への影響を中心に議論が行われた模様である。実際、今回の会議のステートメントでは、欧州の金融市場の混乱を受けて9月22日にワシントンで緊急開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議でのコミットメントの実施が進展していると述べており、さらに、欧州の経済ガバナンスに関する改革の採用を歓迎し、欧州金融安定化基金（EFSF）の能力と柔軟性を向上させる施策に関してユーロ圏諸国（17カ国）が決議したことを歓迎する意を表している<sup>1</sup>。

また、当該ステートメントでは、金融セクター改革をこれまでになく強く決意しているとして、従来にない強いトーンで金融規制改革へのコミットメントを表明するとともに、店頭デリバティブ改革、バーゼル のスケジュール通りの実施、外部格付への過度の依存の抑制について、完全で整合的で差別的ではない方法で実施することについて改めて確認が行われている。さらに、システム上重要な金融機関（SIFIs）を対象に、監督の強化、実効的な破綻処理の枠組み（の主要な特性）、当局間のクロスボーダーの協調の枠組み、回復・破綻処理計画（＝リビングウィル）、G-SIFIs に対する追加的な損失吸収力（＝資本サーチャージ）という包括的な SIFIs 政策パッケージを G20 財務大臣・中央銀行総裁が承認した旨が明らかになっている。

当該ステートメントのさらなる注目点として、シャドーバンキングに関するコミットメントが挙げられる。当該ステートメントでは、「我々は、シャドーバンキングへの規制・監視を強化するための最初の提言と作業工程に合意した」と述べられている。これに関連して日本経済新聞では、「規制強化案では、まず銀行からヘッジファンドなどへの資金の流れを制限する。連結自己資本の一定割合を特定のヘッジファンドや不動産投資信託（REIT）、投資会社に融資しないように求める国際的なルールを導入を検討」、「預金に近い商品である MMF を販売している証券会社への規制も強化し、自己資本規制や認可制の導入などを検討」との報道が行われたところである<sup>2</sup>。

以下では、G20 の枠組みの下で、金融安定理事会（FSB）を中心に行われているシャドーバンキング規制・監督の強化の議論の経緯を振り返り、現在の検討状況を確認する。

<sup>1</sup> G20 財務大臣・中央銀行総裁会議のステートメント（財務省仮訳）を参照（[http://www.mof.go.jp/international\\_policy/convention/g20/g20\\_231015.htm](http://www.mof.go.jp/international_policy/convention/g20/g20_231015.htm)）。

<sup>2</sup> 「G20 会議、ファンド監視強化 市場安定へ銀行融資制限」2011年10月15日、日本経済新聞

## シャドーバンキングに関する FSB ノート

G20 の枠組みの下でシャドーバンキングの規制・監督を強化する方針が示されたのは、2010 年 11 月のソウル・サミットである。ソウル・サミットにおいて、FSB が 2011 年半ばまでに、国際基準設定主体（バーゼル委員会や IOSCO を含む）の協力の下、シャドーバンキング・システムの監視および規制の強化について提言を策定することが G20 首脳の間で合意された。ソウル・サミットのステートメントでは、シャドーバンキング規制・監督の強化を図る理由として、銀行には新たな規制（バーゼル を含む）が適用される中で、シャドーバンキング・システムにおいて規制ギャップが生じる可能性があることが述べられており、バンキングとシャドーバンキングの間の規制の差異を利用した規制アービトラージを抑止することが、主な狙いであることが示された。

FSB はソウル・サミットでの合意を受けて、2010 年 12 月にタスクフォースを設置し、シャドーバンキングの定義の明確化、シャドーバンキング・システムのモニタリング・アプローチの設計、シャドーバンキング・システムがもたらすシステムミック・リスク、規制アービトラージに対処するための規制措置の策定に関する検討を開始した。その後、FSB は 2011 年 4 月にシャドーバンキングに関するバックグラウンド・ノートを発表している<sup>3</sup>。

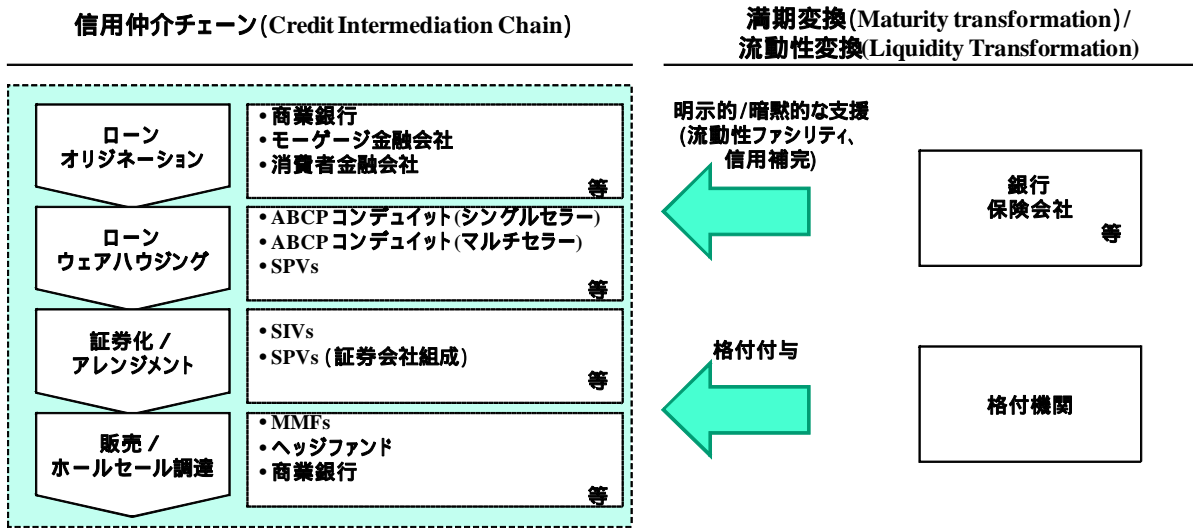
FSB が公表したノートでは、シャドーバンキング規制・監督の内容を具体的に提示するというよりは、規制のあり方を検討する際の前提となる議論が展開されていた。FSB のノートは、シャドーバンキングの範囲は銀行システムの外にあるエンティティ、業務活動に含まれる信用仲介（credit intermediation）のシステムであるとする。そして、シャドーバンキングとして、満期変換（maturity transformation）や流動性変換（liquidity transformation）に伴うリスク、問題のある信用リスク移転（credit risk transfer）に焦点を当てるとの考えが明らかにされた。

具体的には、シャドーバンキングがもたらすシステムミック・リスクとして、シャドーバンキング・システムでは短期資金調達に起因する現代的な取り付けが発生すること、シャドーバンキング・システムに蓄積したレバレッジがプロシクリカリティを助長すること、シャドーバンキング・システムと銀行システムとの相互連関性はシステムミックな問題をもたらすことが指摘された。いずれも金融危機の際にシャドーバンキング・システムにおいて認識された問題である。また、バンキングとシャドーバンキングの間の規制アービトラージが銀行規制の効力を失わせ、さらなるレバレッジとリスクを金融システムにもたらす懸念についても指摘する。

また、FSB のノートは、シャドーバンキングの全体的な構成として図表 1 を提示する。シャドーバンキング・システムの規制のあり方としては、法的な形態、エンティティの問題ではなく、信用仲介チェーンという経済的なサブスタンスに焦点をあてるべきとの考え方を述べている。

<sup>3</sup> FSB, “Shadow Banking: Scoping the Issues,” Background Note of the Financial Stability Board, 12 April 2011.

図表 1 シャドーバンキング・システムのストラクチャー



(出所) FSB ノートより野村資本市場研究所作成

さらに、FSB のノートは、多様な業務活動やエンティティが存在する中で、シャドーバンキングに単一的な規制アプローチを採用することは不適當であるとして、次のように複数の規制方法、規制カテゴリーを挙げる。

- シャドーバンキング・エンティティに対する銀行の関係性(間接規制)・・・銀行のシャドーバンキング・エンティティへの関係性を規制することで、銀行システムに対するリスクの波及を抑制。銀行による資本・流動性規制のアービトラージを防止
- シャドーバンキング・エンティティ(直接規制)・・・システムミック・リスクを削減するため、シャドーバンキング・エンティティを規制
- シャドーバンキングの業務活動・・・シャドーバンキング・システムを通じた信用仲介を促すために、シャドーバンキング・エンティティを規制する代わりに、特定の商品、市場、業務活動に影響するリスクに対応
- マクロ・プルーデンス措置・・・特定のエンティティおよび業務活動に焦点をあてるのではなく、シャドーバンキング・システムにおけるシステムミック・リスクに対してより幅広く対処するための政策対応(例えば、プロシクリカリティを抑制する規制措置、波及リスクを引き下げる市場インフラの改善を図る政策)

## シャドーバンキング規制の議論の現状

このようなシャドーバンキングに関する議論を前提として、FSB はカンヌ・サミットに向けてシャドーバンキング規制・監督の強化に関する提言を策定してきた。そして、FSB は 7 月 18 日の会合において、シャドーバンキング・タスクフォースが策定した最初の提

言を FSB として承認した旨のプレスリリースを 9 月 1 日に公表している<sup>4</sup>。FSB が承認した提言内容そのものは公表されていないが、当該プレスリリースでは、提言のポイントとして以下の点が明らかになっている。

- システミック・リスクをもたらす、満期変換、流動性変換、不完全なリスク移転、レバレッジというリスク・ファクターに注目し、ノンバンクの信用仲介に焦点
- タスクフォースは、追加的な規制が必要な分野として 5 つの分野を特定
  - シャドーバンキング・エンティティに対する銀行の関係性に関する規制（間接規制）：特に、プルーデンス目的上の連結化、シャドーバンキング・エンティティに対する銀行エクスポージャーの規模・質の面からの制限、シャドーバンキング・エンティティに対する銀行エクスポージャーに関するリスクベースの資本規制、銀行による暗黙のサポートの取り扱い
  - MMF に係る規制改革
  - その他のシャドーバンキング・エンティティ規制
  - 証券化規制：特にリテンション・ルール（定量保有義務）と透明性に関する措置
  - セキュリティ・レンディング（証券貸借取引）、レポに関する規制：マージン、ヘアカットに関する措置を含む
- 関係する国際基準設定者は、上記 5 分野に係るワークストリームを開始し、2012 年 7 月（セキュリティ・レンディング、レポについては 2012 年末）までに、FSB に対して進捗状況と政策提言を実施

FSB が承認した上記の方針は、2010 年 4 月の FSB ノートと比較すると、シャドーバンキングとして規制・監督が強化される対象分野が明確になり、またその規制強化の方向性もある程度示されてはいるが、具体的なシャドーバンキング規制・監督の強化の内容が決定されたというわけではない。いずれにしても、FSB が承認した上記の提言を含む FSB の報告書は、カンヌ・サミットにおける G20 首脳承認を経て公表される予定であり、FSB の報告書に記述される具体的な内容を正確に確認する必要がある。

## 今後の見通し

シャドーバンキング規制・監督の強化に向けた今後の動きとしては、カンヌ・サミットで FSB からシャドーバンキングに関する報告書が公表されるとともに、FSB やバーゼル委員会、IOSCO を含む国際基準設定者によるシャドーバンキングに関するワークストリームが開始される予定となっている。したがって、前述の日経新聞報道のような「連結自己資本の一定割合を特定のヘッジファンドや REIT、投資会社に融資しないように求める国際的なルール」や「MMF を販売している証券会社への規制も強化し、自己資本規制や認可制の導入」といった具体的な内容が現時点で固まったわけではないとみられる。

<sup>4</sup> FSB, “The Financial Stability Board’s Work on Shadow Banking: Progress and Next Steps,” 1 September 2011.

もっとも、9月のFSBのプレスリリースでは、シャドーバンキング・エンティティに対する銀行エクスポージャーの規模・質の面からの制限、シャドーバンキング・エンティティに対する銀行エクスポージャーに関するリスクベースの資本規制、MMFに係る規制改革という点が示されていることから、日経新聞が報道したような規制の内容についても今後検討されるテーマの範疇に入っていることは否めない。また、FSBのプレスリリースでは、これら以外にもシャドーバンキング規制・監督の強化を図る分野として、セキュリティ・レンディングやレポに関する規制、リテンション・ルールや透明性に関する証券化規制なども挙げられている。

こうしたシャドーバンキング規制・監督の強化が実施されれば、銀行や証券会社を含む日本の金融セクターに追加的な規制コストがもたらされるだけでなく、その結果、シャドーバンキングを通じた信用仲介や資金仲介に負の影響を与える可能性が考えられる。いずれにしても、カンヌ・サミット後に公表される見通しのFSBによるシャドーバンキングに関する報告書の内容をまずは確認する必要があるだろう。