

カンヌ・サミットで新たに合意された シャドーバンキング規制・監視強化の方針

小立 敬

要 約

1. 2011年11月3、4日に開催されたカンヌ・サミットのコミュニケでは、「我々は、シャドーバンキングに対する規制・監視を発展させることを決定した」と述べられ、シャドーバンキング規制・監視強化の方針が決まった。カンヌ・サミット開催前の10月27日にFSBは、G20首脳への提案としてシャドーバンキングに関する報告書を公表しており、カンヌ・サミットで合意された方針はこの報告書がベースとなっている。
2. シャドーバンキング規制・監視の強化は、金融危機で明らかになったシャドーバンキング・システムがもたらすシステムック・リスクを削減し、バーゼル によって規制が強化された銀行システムとの間の規制上のアービトラージの機会を減らすことが狙いである。
3. シャドーバンキングのモニタリングは一般に、 資金循環統計等を利用したシャドーバンキング全体のマッピングに始まり、次に、 システムック・リスクまたは規制アービトラージをもたらしシャドーバンキングの特徴を認識し、その後、 システムック・リスク、規制アービトラージの詳細な評価という3つのステップを経て行われ、必要に応じて規制措置が検討される。
4. 一方、現時点で新たな規制措置が必要な分野として、 シャドーバンキング・エンティティと銀行の関係に関する規制（間接規制）、 MMFの規制改革、 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、 セキュリティ・レンディング、 レポに関する規制の5分野が特定された。今後、2012年7月（あるいは2012年末）までに必要な政策勧告が策定されることとなる。FSB、バーゼル委員会、IOSCOの検討状況を注意深く見守っていく必要がある。

FSB の提案

2011年11月3、4日、フランスのカンヌでG20サミットが開催された。カンヌ・サミットのコミュニケでは、「我々は、シャドーバンキングに対する規制・監視を発展させることを決定した」と述べられ、また、カンヌ・サミットの文書「成長と雇用のためのカンヌ・アクションプラン」は、「我々は、ソウル・サミットを通じて合意した金融セクター改革の

課題を、完全にかつ適時に実施することにコミットする」として、その1つにシャドバンキングへの規制および監視の強化を提示した。シャドバンキングに対する規制・監視の強化という方針がG20レベルで固まったことになる。

カンヌ・サミット開催前の10月27日、金融安定理事会（FSB）はカンヌ・サミットにおけるG20首脳への提案として、「シャドバンキング：監督および規制の強化」と題する報告書を公表した¹。カンヌ・サミットでG20首脳が合意したシャドバンキングに対する規制・監視の強化という方針は、この報告書がベースとなっている。

2010年10月に開かれたソウル・サミットでは、銀行に新たな自己資本規制（バーゼル）が適用される一方で、シャドバンキング・システムにおいて規制上のギャップが生じる可能性が懸念されたことから、G20首脳はFSBに対して他の国際基準設定者との協力の下、シャドバンキング・システムの規制・監視の強化を図る提言を行うよう要請を行っていた。G20首脳の要請を受けたFSBは、2010年12月にシャドバンキング・タスクフォースを設置して検討を開始した。タスクフォースは、シャドバンキング・システムの定義と金融システムにおけるその役割、リスクを特定すること、実効的なシャドバンキング・システムのモニタリングを行うためのアプローチを設計すること、シャドバンキング・システムの関与によって生じるシステムック・リスクと規制アービトラージ（regulatory arbitrage）に対処するための追加的な規制の策定を目標として作業を行ってきた。FSBの報告書はタスクフォースの検討作業を踏まえて策定されたものである。

今回公表された報告書の概要についてFSBは、報告書の公表前の9月にプレスリリースを公表しており、追加的な規制が必要な分野として、シャドバンキング・エンティティと銀行の関係（interaction）に関する規制（間接規制）、MMF（money market fund）に係る規制改革、その他のシャドバンキング・エンティティ規制、証券化規制、セキュリティ・レンディング、レポに関する規制という5つの分野を特定したことを明らかにしていた²。今回、報告書が公表されたことによって、G20のフレームワークの下で検討されるシャドバンキング・システムに対する監視・規制の強化の方針の全体像が明らかになったことになる。以下では、FSBの報告書の概要を整理する。

・シャドバンキング規制・監視強化の背景

FSBは報告書のイントロダクションにおいて、金融危機で明らかになったこととして、シャドバンキング・システムがシステムック・リスクの原因になり得ることを指摘している。具体的には、ノンバンク・エンティティによる短期の預金類似のファンディングが信認を失った場合、市場での取り付け（run）につながることである。また、担保付ファン

¹ FSB, “Shadow Banking: Strengthen Oversight and Regulation,” Recommendation of the Financial Stability Board, 27 October 2011 (http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_111027a.pdf).

² FSBは2011年9月1日、パリで7月18日に開催された総会においてシャドバンキング・タスクフォースが策定したシャドバンキング規制・監視の強化に関する報告書（初稿）を承認した旨を公表し、あわせてその概要を明らかにしていた（http://www.financialstabilityboard.org/press/pr_110901.pdf）。

ディングの利用は、特に資産価格が上昇トレンドにあり、担保付ファイナンスのマージンまたはヘアカットの水準が低い場合に、高いレバレッジをもたらすことを挙げる。そして、銀行はシャドーバンキングの信用仲介チェーン（credit intermediation chain）の一部に加わることが多く、銀行がシャドーバンキング・エンティティをサポートしていることから、シャドーバンキング・システムのリスクが容易にバンキング・システムに波及する可能性があることを指摘する。

また、シャドーバンキング・システムは金融規制を回避し、レバレッジとリスクを積み上げるために利用される可能性が指摘されている。すなわち、銀行システムとシャドーバンキング・システムの間での規制のギャップを利用した規制アービトラージが生じることへの懸念である。FSB は規制アービトラージが生じ易い分野を対象にシャドーバンキング・システムの規制・監視の強化を行うことは重要なことであるとしている。

すなわち、シャドーバンキング・システムの規制・監視の強化は、金融危機で明らかになったシャドーバンキング・システムによるシステムミック・リスクを削減し、バーゼルによって規制が強化された銀行システムとの間の規制アービトラージの可能性を減らすことが狙いである。

・ 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

1. シャドーバンキングのモニタリング

FSB の報告書は、シャドーバンキング・システムについて、「通常の銀行システム（regular banking system）の外にあるエンティティおよび活動を含む信用仲介システム」と幅広く定義する。そして、シャドーバンキング・システムを特定するためのステップとして、以下のとおり、まずシャドーバンキング・システムを幅広く把握し、その後、システムミック・リスクをもたらしたり、規制アービトラージが生じる可能性がある分野に焦点を絞るというアプローチをとることを明らかにした。

- 第1に、当局は、シャドーバンキングに関連する金融システムへの潜在的リスクがあるすべての分野のデータの収集・監視が確保されるよう、すべてのノンバンクの信用仲介を調査し、網を幅広く張ること
- 第2に、当局は、システムミック・リスクを増加させる変化（特に、満期・流動性変換（maturity/liquidity transformation）、不完全な信用リスク移転、レバレッジ）、金融規制の便益を損なう規制アービトラージの兆候が存在するノンバンクの信用仲介に関する政策目的に焦点を絞ること

FSB はシャドーバンキング・システムのモニタリングに絶対的な手法は存在しないとしており、そのため、シャドーバンキング・システムのモニタリングのためのハイレベルなプリンシプルを規定している（図表1）。

図表1 モニタリングのためのハイレベル・プリンシプル

1. 範囲	当局は、シャドーバンキング・システムと金融システム全体にもたらされるリスクの包括的な全体像を描くために適切なシステム全体にわたる監視のフレームワークを設けること
2. プロセス	シャドーバンキング・システムのモニタリング・フレームワークは、定期的、継続的にリスクを特定し評価すること
3. データ、情報	シャドーバンキング・システムのモニタリング・フレームワークを構築する際、関係当局はすべての必要なデータおよび情報を収集する権限と、報告のための規制の境界線を明確化する能力を有すること。市場のインテリジェンスや統計データの多様なソースは補完的であり、効果的な利用のためにそれらを組み合わせる利用すること。マクロの観点（システム全体）とミクロの観点（エンティティまたは活動ベース）からの情報を合わせて使うこと。情報とデータは効果的なリスク・ベースのモニタリングを行うために十分に頻りに収集すること
4. イノベーション、変化	シャドーバンキング・システムのモニタリングは、リスクの顕在化につながる金融システムのイノベーションや変化を捕捉するため、柔軟性と適応性をもたせること
5. 規制アービトラージ	シャドーバンキング・システムのモニタリングの際、当局は規制の変化によってもたらされるシャドーバンキングの拡大のインセンティブに注意を払うこと
6. 法域固有の特性	モニタリング・フレームワークを構築する際、当局はその法域における金融市場のストラクチャーや規制のフレームワークとそれらの国際的な関係性を考慮に入れること
7. 情報交換	当局は、シャドーバンキング・システムによってもたらされるリスクを評価できるようにするため、関係当局内および関係当局間で定期的に適切な情報を交換すること。クロスボーダーでのリスクの波及や伝播の可能性を評価し、グローバル・レベルで相互関連性に関する見解を得ることは、クロスボーダーの情報交換にとって特に重要

（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

シャドーバンキング・システムのモニタリングについては、金融システムの脆弱性評価を担う FSB の常設委員会である SCAV（Standing Committee on the Assessment of Vulnerabilities）がグローバルなトレンドやリスクについて毎年モニタリングを実施することとなっており、その評価の結果については毎年、G20 および FSB 総会に報告される。

2. 具体的な作業ステップ

報告書はシャドーバンキング・システムをモニタリングするため、定型化された3つのステップを提示する。

ステップ1：シャドーバンキング全体のスキャンおよびマッピング

当局は、その規模および幅広いノンバンクの信用仲介の主たるトレンドをスキャンし、マッピングするため、資金循環統計（flow of funds）およびセクター別バランスシートのデータ（以下、「資金循環統計等」）に基づくマクロのマッピングを実施。当局は資金循環統計等に加えて、金融統計、銀行と強い関係をもつシャドーバンキングの活動を概観するのに役立つ銀行セクターの規制監督上のデータを含むその他のデータで補完。銀行およびノンバンク子会社、その間の相互関連性の観察を通じて得られる銀行グループの規制監督上の情報を入手

ステップ2：システムミック・リスクまたは規制アービトラージをもたらすシャドーバンキング・システムの特徴の特定

ステップ1の幅広いマッピングの後、当局は、満期変換、流動性変換、信用リスク移転、レバレッジを含むノンバンクの信用仲介に焦点を当てることによって、主要なリスクを特定するために掘り下げた評価を実施。この絞り込みは、資金循環統計等（マクロ的視点）および通常の監督上の情報や報告、市場のインテリジェンス、ディスクロージャーといった主にミクロ的視点からの情報の分析によって浮かび上がったリスクによって決定される。主なリスク・ファクターに焦点を当てる場合、独立した特定のエンティティに焦点を当てることは当局の評価を誤らせることになるため、信用仲介チェーンの識別を試みることが重要。また、規制の境界線の外側に生じる新たな活動だけでなく、規制アービトラージの可能性のある重要な機関や市場を発見することも有用

ステップ3：システミック・リスク、規制アービトラージの詳細な評価

システミック・リスク、規制アービトラージの機会がある幅広い分野を特定した後、当局はそれらの問題をもたらす特定のエンティティ、市場、商品について精査を実施。当該分析は、シャドーバンキングのエンティティや活動が厳しいストレス下に置かれたり、破綻によって金融システムに与える潜在的な影響に焦点を当てる。そうしたエンティティの法的、規制上のマッピングはクロスボーダーまたは国内の金融ネットワークに与える影響の分析、その破綻に伴うグローバルな影響の可能性の評価にとって必要不可欠

3. ステップ1：スキャン、マクロ・マッピングの改善

FSBのシャドーバンキング・タスクフォースは、2011年夏に資金循環統計等を利用してシャドーバンキング・システムのマッピングを行っていることが、報告書によって明らかになった。そのマクロ・マッピングの主な結果は以下のとおり。

- 6カ国（オーストラリア、カナダ、日本、韓国、英国、米国）の資金循環統計等と欧州中央銀行（ECB）から得た公表データを集計すると、広義のシャドーバンキング・システムの資産は、危機前に急速に成長しており、2002年の27兆ドルから2007年には60兆ドルに増加。2008年には56兆ドルと僅かに減少したものの、2010年には60兆ドルに回復
- 危機前のシャドーバンキング・システムの急速な成長は、銀行の資産の急激な成長と一致。事実、すべての信用仲介に占めるシャドーバンキング・システムのシェアはその間に上昇。危機が始まってからその傾向は変化
- 11カ国（オーストラリア、カナダ、フランス、ドイツ、イタリア、日本、韓国、オランダ、スペイン、英国、米国）の資金循環統計等も概してその傾向と一致。ノンバンクの信用仲介は2002年の23兆ドルから2007年には50兆ドルに達し、2008年には47兆ドルにやや低下したものの、2010年には51兆ドルに回復
- シャドーバンキング・システムは金融システム全体のおよそ25～30%を構成してお

り、銀行の資産規模の約半分。金融システムにおけるノンバンクの信用仲介の重大性の観点では、国によって程度が異なる

- 米国は、2007年の資産が25兆ドル、2010年の資産が24兆ドルという最大のシャドールバンキング・システムをもつ。もっとも、11カ国全体における米国のシェアは2005年の54%から最近では46%に低下。ユーロ圏の集計データによると、ユーロ圏の5つの国（フランス、ドイツ、イタリア、オランダ、スペイン）でユーロ圏の活動のおよそ半分を構成
- ノンバンクの信用仲介において、MMF以外の投資ファンドは、2010年で29%と最大のシェアを有している。その次にストラクチャード・ファイナンス・ビークルが全体の9%を占める³
- 11カ国のMMFの資産は、危機以前には急速に成長しており、2002年の2.9兆ドルから2008年の4.8兆ドルに増加した。しかし、2010年には3.9兆ドルに減少
- 米国は11カ国の中で最大のMMF市場を有しており、2010年で3兆ドルの資産が存在。フランスおよび日本はその次に大きい。米国の市場規模との比較でははるかに小さい。ユーロ圏のMMF市場は米国の規模のおよそ半分であり、2010年は1.5兆ドルの規模

FSBは、シャドールバンキング・システムのモニタリングはノンバンクの信用仲介の発展について全体的な概観を与えてくれるものの、現在の資金循環統計等ではマクロ・マッピングやシステミック・リスクの特定には多くの制約があることを指摘する。特に、多くの法域の資金循環統計等は金融セクターのデータについて精度を欠いていること、金融仲介の定義が法域によって大きく異なっており、それにより各国間で集計することが難しく、一貫したグローバルでのシャドールバンキングの全体像を描くことが難しいという問題点を挙げる。

そこでFSBは、FSBのメンバー国に対して、特に金融セクターまたは金融仲介という観点で資金循環統計等の精度の改善を図ることを勧告している。そして、少なくとも当局は、プルーデンス規制下に置かれ、中央銀行などからの監督上の監視を受ける銀行と、その他のノンバンク金融仲介を区別するとともに、保険会社、年金基金、MMF、ストラクチャード・ファイナンス・ビークル、投資ファンド、ヘッジファンドといった多様な種類のノンバンクの金融仲介の詳細な情報を入手すべきとの見解を示している。さらにFSBは、ノンバンクの金融仲介に関する銀行の資産・負債といった銀行とノンバンクの金融仲介の間のつながり（link）に関する情報を入手することを提案している。なお、資金循環統計等の改善に関する国際的な取り組みは、IMFとFSBのデータ・ギャップ・イニシアティブの下で作業が行われているところである。

³ 公的金融機関（Public Finance Institution）によるエージェンシーMBSの資産プールを除く。

図表 2 満期変換、流動性変換、信用リスク移転、レバレッジの検証

1. 満期変換	当局は、エンティティや信用仲介チェーンによる信用供与のため、長期資産のファンディングに短期負債が用いられている程度を評価。満期変換を評価するため、当局は必要に応じて関連エンティティの資産・負債の加重平均マチュリティを把握。資産・負債の残存期間または少なくとも当初の満期が区分できることが望ましい。満期変換を評価する際、当局は他の指標を使うこともある。例えば、さらなる考察を行うため、資金循環統計等における特定の資産・負債を長期と短期に区分するかもしれない。短期商品が資産よりも負債に多く含まれている場合、当局はより綿密な満期変換の評価を行う必要
2. 流動性変換	当局は、エンティティや信用仲介チェーンによる信用供与を支える流動性変換を評価。流動性変換は計測が難しいが、取引所取引、OTC取引であってもセカンダリー市場の厚み (depth) に関する情報を利用することは1つの計測方法であり、その他の流動性指標として通常時とストレス時のマージンやヘアカット、ビッド・アスク・スプレッドの変化の計測もある。金融商品が中央銀行の担保として受け入れられるかどうか流動性の程度を考慮する際に利用可能。パーゼル委員会や他のフォーラムの作業として行われている資産の流動性に関する情報収集も当局には利用可能。例えば、当局は各国レベル、国際レベルでIOSCOのヘッジファンド・サーベイのような既存のまたは提案されているデータ収集のテンプレートを参照できる。そして、流動性の最悪ケースの歴史的事例は、多様な流動性クラスで金融危機のピークにおいて経験しており、歴史的な最悪ケースを基にポートフォリオの流動性を評価するために現行のポートフォリオのウエイト付けに当該事例を適用。取引情報機関 (trade depository) や集中清算機関 (CCP) のデータについても流動性変換の評価に利用可能
3. 信用リスク移転	当局は信用仲介チェーンの一部を構成する金融機関やエンティティのオフバランスのエクスポージャー (保証、コミットメント、クレジット・デリバティブ、リクイディティ・プット) を監視。オフバランス・エクスポージャーをモニタリングする際は、暗黙のサポートを他のエンティティに提供する可能性に留意。さらに、監督当局は銀行およびノンバンク金融機関が利用する信用リスク緩和のためのテクニックの適切性を監視・評価。エンティティが信用リスク移転を行う場合、その他のリスク (カウンターパーティ・リスク、オペレーショナル・リスク、流動性リスクを含む) をとっている可能性があり、より精緻な分析を行えば、クレジット・リスクを完全には移転できていない可能性 (不完全な信用リスク移転)
4. レバレッジ	当局はエンティティや信用仲介チェーンにおけるレバレッジの程度を評価。当局はバランスシートのレバレッジを計算するために必要な情報を収集 (資産エクイティ比率、プライムブローカーからのまたはレポ市場を通じた担保付借入)。オフバランスの活動に関連するレバレッジを評価できることが望ましい (デリバティブのセンセティブなレバレッジ)。パーゼルにおけるレバレッジ比率の計算のために収集される情報は有効

(出所) FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

4. ステップ 2: システミック・リスク、規制アービトラージの特定

資金循環統計等を使ったスキャン、マッピングを行った後のモニタリングのステップとして、当局はシステミック・リスク、規制アービトラージをもたらす信用仲介活動に焦点を当てる。FSB は、個々のシャドーバンキング・エンティティだけではなく、信用仲介チェーンも観察する必要があるとする⁴。シャドーバンキング・システムにおけるシステミック・リスクや規制アービトラージを特定する際の焦点は、満期変換、流動性変換、信用リスク移転、レバレッジに置かれる (図表 2)。

一方、シャドーバンキング・システムの規制アービトラージの機会に対して適切な政策対応により対処するためには、モニタリング・プロセスは十分にフレキシブルで、フォワードルッキングであり、新たなシャドーバンキング活動を特定し、金融システムの重要なイノベーションや変化を捕捉することに対して適応性がなければならないとする。そのた

⁴ FSB は、金融システムにおいて信用仲介チェーンを特定するためには、(特にファンドへの投資の場合) 金融機関が自ら負っている最終的なリスクをルックスルーで見るとインセンティブ付けを図り、必要に応じてその情報を報告、ディスクロージャーさせることが望ましいとしている。

図表 3 相互連関性、規模、収益パフォーマンスの検証

1.銀行システムとの相互連関性	シャドーバンキング・システムと銀行システムは高度な相互連関性を有する。銀行とシャドーバンキング・エンティティは、互いの金融商品に投資し、ファンディングの相互依存性と脆弱性があり、資産保有やデリバティブのポジションを通じてリスクが共通して集中する。金融危機で明らかになったとおり、2つのシステムの間には強力な相互連関性があることから、当局は相互連関性の程度に関するガイドを提供するモニタリング・フレームワークを確保。そのため、当局は大手銀行のエクスポージャーとファンディングの独立性に関する情報、主要なノンバンク金融セクター、重大なポジションに関する情報を収集。理想的には関係するシャドーバンキング・エンティティのエクスポージャーとファンディングの独立性に関する情報、重大なカウンターパーティに関する情報によって補完
2.規模	シャドーバンキングのエンティティや活動の規模が大きくなればなるほど、それが破綻した場合の悪影響は大きくなる。当局は総資産および総負債のデータを収集し、できれば金融商品レベルまでブレイクダウン
3.収益パフォーマンス	ROE、ROAおよび収益の成長率といった収益パフォーマンスと、収益の質をモニタリングすることで、当局はシャドーバンキング・エンティティや活動における損失吸収力の持続可能性を評価。歴史的トレンドまたは業界平均に比べて高いリスク調整後収益は、プライシングができず、収益モデルと損失吸収力の持続可能性を損なう過剰なリスクテイクを示唆。当局は必要に応じてシャドーバンキングのエンティティや活動の収益パフォーマンスに関する情報を入手

(出所) FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

め、モニタリング・プロセスは、規制・政策、経済分析、法律・会計の専門性を利用したマルチディシプリナリー・アプローチが用いられ、様々なソースから情報を得ることになる。定性的な情報は規制対象金融機関との定期的な監督上の対話（検査を含む）を通じて得られることがあり、パイサイド、セルサイドの市場参加者とのコンタクトからも情報が得られるとする。

そして、FSB は国内のみならず各国間での規制当局、監督当局の協力と情報交換が極めて重要であることを指摘するとともに、どのようなノンバンクの金融仲介が国内または外国の銀行グループによりコントロールあるいはサポートされているかを認識することが重要であるとし、その場合、金融仲介が銀行のプルーデンス規制の範囲に含まれているかどうかを理解していることが重要であるとの指摘を行っている。

5 . ステップ 3 : システミック・リスク、規制アービトラージの詳細評価

システミック・リスクをもたらしたり、規制アービトラージを生じる信用仲介活動に焦点を絞った後、当局はシャドーバンキングのエンティティや活動が厳しいストレス下に置かれたり、破綻した場合に金融システムに与える潜在的な影響を評価することとなる。その際の指標としては 2009 年 11 月に FSB、IMF、BIS が提示したガイダンスがベースになるとするが、FSB としては特に、銀行システムとの相互連関性、規模、収益パフォーマンスという 3 つのリスク・ファクターに注意を払うべきことを強調している⁵(図表 3)。

⁵ FSB, IMF and BIS, "Guidance to Assess the Systemic Importance of Financial Institutions, Markets and Instruments: Initial Considerations," Report to G20 Finance Ministers and Governors, November 2009. (小立敬「システム上重要な金融機関の評価ガイダンスの公表」『資本市場クォーターリー』2010年冬号(ウェブサイト版)を参照)

．新たなシャドーバンキング・システムの規制措置の提案

1．規制措置に関する一般的なプリンシプル

上記のステップに則ってシャドーバンキング・システムに対するモニタリングを行った後、必要に応じてシャドーバンキング・システムに対して規制措置が講じられることになる。FSBは、規制措置を考慮する際に、まずは規制当局が考慮すべきプリンシプルを掲げている（図表4）。

その上で、報告書はシャドーバンキング・システムに対する新たな規制措置として、以下の5つの分野について検討課題を提示し、その作業を終える期限を明確に打ち出した。

シャドーバンキング・エンティティと銀行の関係に関する規制（間接規制）： パーゼル委員会が、プルーデンス目的による連結対象化の強化、集中与信規制・大口与信規制、リスクウエイトの見直し、暗黙のサポートの取り扱いについて、2012年7月までにFSBに進捗状況に関する報告と政策勧告を策定

MMFの規制改革： 証券監督者国際機構（IOSCO）が、2012年7月までにFSBに進捗状況に関する報告と政策勧告を策定

その他のシャドーバンキング・エンティティ規制： FSBのシャドーバンキング・タスクフォースの下で2012年9月までに政策勧告を策定

証券化規制： IOSCOがパーゼル委員会と協議の上、リテンション（定量保有）および透明性に関して2012年7月までに進捗状況と作業結果を策定

セキュリティ・レンディング、レポに関する規制： FSBのシャドーバンキング・タスクフォースの下で2012年末までに政策勧告を策定（マージン、ヘアカットに係る措置を含む）

図表4 規制措置のための一般原則

1.焦点	規制措置はシャドーバンキング・システムがもたらす外部性およびリスクを対象に注意深く設計すること。規制措置を設計する際、規制当局は市場機能の弱体化など潜在的な影響および意図せざる結果に注意を払うこと。当局は特定されたリスクを効果的に緩和させる多様な規制・監督上の措置を認識すること
2.プロポーションナリティ	規制措置はシャドーバンキングが金融システムにもたらすリスクに応じたものであること
3.フォワードルッキングおよび適応性	規制措置は顕在化するリスクに対してフォワードルッキングであり、適応性があること。規制措置は最近の危機で明らかになったリスクにのみ焦点をあてるのではなく、パーゼルのフレームワークへの対応としての金融機関のインセンティブの変化など金融市場が新たな条件に適用し進化することから生じる課題に対応すること
4.実効性	規制措置は、共通のリスクに対応しクロスボーダーのアービトラージの機会を避けるため、国際的な一貫性の必要性和、各法域の金融ストラクチャーと金融システムの相違を考慮する必要性とのバランスをとりながら、効果的な方法で設計・適用すること
5.評価およびレビュー	規制当局は適用後に規制措置の実効性を定期的に評価し、必要に応じて経験を考慮して改善を図ること。当局はお互いから学びベスト・プラクティスを構築するために経験を共有すること

（出所）FSB 報告書より野村資本市場研究所作成

2. シャドーバンキング監視・規制の強化に関する 11 の勧告

FSB の報告書は、主に上記の 5 分野に関連して、シャドーバンキングの監視や規制の強化を図るため、次の 11 の勧告を提示した。

(A) シャドーバンキング・エンティティと銀行の関係に関する規制（間接規制）

【勧告 1】 連結規則は、銀行がスポンサーとなるシャドーバンキング・エンティティを規制目的上（例えば、リスクベースの自己資本、レバレッジ比率、流動性比率の算定において）、銀行のバランスシートに合算すること。当該規則は国際的に一貫性のある方法で適用すること

銀行がスポンサーとなっているシャドーバンキング・エンティティが銀行グループの連結対象であれば、バーゼル の中で資本、流動性、レバレッジ規制の対象となることから、シャドーバンキング・エンティティがもたらすリスクは銀行規制の枠組みの中で考慮される。具体的には、自己資本規制の中で銀行がスポンサーとなるシャドーバンキング・エンティティから生じるリスクに対して資本が割り当てられ、銀行とシャドーバンキング・エンティティのレバレッジに制限が加えられる。適切な連結ベースの監督がシャドーバンキング・エンティティを含む銀行に適用されれば、両者の間の相互関連性を高めるインセンティブが削減される。また、流動性規制の枠組みにおいては、連結されていればシャドーバンキング・エンティティに係る流動性バッファが引き上げられることになる。

一方、FSB は銀行がスポンサーとなる非連結のシャドーバンキング・エンティティが存在すれば、そのリスクが考慮されず、規制アービトラージの機会が生じることを指摘する。そこで、FSB はバーゼル委員会に対して、銀行グループのエンティティが現在もリスクベースの自己資本規制の目的において、国際的な一貫性をもって連結化が図られているかどうかを評価し、必要に応じて政策提言を行うことを要求する。その際、バーゼル委員会は下記の点を明らかにすることが求められている。

- 銀行がスポンサーとなっているノンバンク・エンティティの種類
- 特定されたノンバンク・エンティティが会計上の目的で連結化されているかどうか
- 特定されたノンバンク・エンティティがリスクベースの自己資本規制の目的で連結化されているかどうか
- 各法域間の連結実務の相違の程度

【勧告 2】 シャドーバンキング・エンティティに対する銀行のエクスポージャーの規模・性質への制限を強化すること（例えば、関係するエンティティの個々のまたは合計した大口与信規制）

個々のシャドーバンキング・エンティティに対する銀行のエクスポージャーの制限は、シャドーバンキング・システムとの相互関連性を削減し、銀行とグループ内のエンティティとの関係性を制限することができる。さらに、銀行エクスポージャーを制限することで、

銀行にファンディングを依存しているシャドーバンキング・エンティティの規模とレバレッジを削減し、それによってシャドーバンキング・エンティティが厳しいストレスや破綻に直面した場合の金融システムにもたらすリスクを低下させることができるとする。

しかし、FSBは大口与信規制（large exposure standard）が現在は各法域で異なるものとなっており、バーゼル委員会による大口与信規制の国際的なガイダンスについても1991年以来見直しが行われていないことを指摘する。そこで、FSBは、既存の大口与信規制の適切性をレビューし、必要に応じてそれを改善する方針を打ち出した。すなわち、バーゼル委員会に対して、シャドーバンキングという追加的な焦点をもって大口与信規制のレビューを行い、必要に応じて政策勧告を行うことを提案している。バーゼル委員会はその際、下記の点を明らかにしなければならない。

- シャドーバンキング・エンティティを含むすべてのエンティティのエクスポージャーを大口与信規制が捕捉している程度
- 一定のシャドーバンキング・エンティティが大口与信規制の適用除外となっている程度、適用除外とする理由、集中リスクに対する措置や管理の包括性のインプリケーション

【勧告3】 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係るリスクベースの自己資本規制について、リスクを適切に捕捉するようレビューすること。以下の点には特別な注意を払うこと

- ファンドに対する投資の扱い（例えば、裏付け資産およびレバレッジのリスクを考慮した厳格なルックスルーの適用を検討）
- バーゼルⅠの証券化フレームワークの範囲外となっているシャドーバンキング・エンティティへの短期流動性ファシリティの扱い

金融危機の経験を踏まえて、バーゼル委員会は2009年7月にバーゼルⅠの証券化フレームワークの見直しを行っているが、FSBは、バーゼルⅠの証券化フレームワークの範囲外のシャドーバンキング・エンティティに対する資本賦課が、リスクに対して相対的に低いとの認識を示している。例えば、多くの法域では、投資ファンド、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、LBOファンド、MMFといったファンドに対する投資は、エクイティとして裏付け資産やレバレッジのリスクとは独立に取り扱われており、そのことがよりリスクの高いファンド投資を促しているとの見方を示す。そのため、FSBはこれらのリスク・ファクターを考慮した厳格なルックスルーの取り扱いをバーゼル委員会に要求する。

さらに、MMFやヘッジファンドを含むバーゼルⅠの証券化フレームワークの範囲外にあるシャドーバンキング・エンティティに対する短期の流動性ファシリティに係る資本規制に関しても、証券化ピークルと比べると相対的に資本規制が緩い点を指摘する。また、規制アービトラージの可能性、シャドーバンキング・エンティティに対するオンバランス

のエクスポージャーのリスクウエイトについても検討すべきとの考えを述べる。

そこでFSBは、バーゼル委員会に対して、ファンドに対する投資（投資ファンド、ヘッジファンド等）、バーゼル / の証券化フレームワークの範囲外の短期流動性ファシリティの資本規制を見直し、必要に応じて政策勧告を行うことを提案している。その際、バーゼル委員会は、下記の点を明らかにすることが求められる。

- 証券化ビークルに対する銀行の流動性ラインに係る規制について、シャドーバンキング・エンティティを含むすべてのノンバンク・エンティティにも拡大適用すべきかどうか
- バーゼル のフレームワークは、多様なエクイティ投資に内包するリスクを適切に考慮しているかどうか（例えば、ヘッジファンドへのエクイティ投資の取り扱いがヘッジファンドのリスクへのインセンティブになっているかどうか）

【勧告 4】 より厳格な連結化を実施した後に、暗黙のサポートに対して厳格な規制上の取り扱いを適用することによって、非連結エンティティをサポートする銀行の能力を制限すること

バーゼル のフレームワークの下で、多くの法域は銀行に対する暗黙のサポートを第1の柱および第2の柱で対応している。その取り扱いについては、すべてのシャドーバンキング・エンティティが含まれるように2009年7月のバーゼル の見直し（バーゼル 2.5）によって範囲が拡大された。現在、銀行は、証券化に対する暗黙のサポート、MMF やヘッジファンドに対するサポートを含むレピュテーション・リスクの潜在的な要因から生じるエクスポージャーを事前に特定・測定することが求められている。

FSBは、バーゼル委員会に対して、各法域においてレピュテーション・リスクや暗黙のサポートに対する第1の柱、第2の柱の取り扱いの適用についてレビューし、必要に応じて政策勧告を行うことを提案している。

(B) MMF の規制改革

【勧告 5】 MMF の規制改革をさらに改善させること

FSBは、資金の引き出しに対して脆弱であること、いくつかの法域では短期のファンディング市場において重要な役割を占めていることから、MMF がシステミック・リスクをもたらす可能性を指摘する。FSBはまた、短期ファンディング市場において重要な役割を担っているということは、MMF が満期変換、流動性変換を行い、レバレッジを積み上げる信用仲介チェーンの一部であることを意味するとの見解を述べている。

FSBは、MMF に関する規制の枠組みについては、多くの法域でレビューが行われているとする。そうしたMMF に対する規制アプローチの見直しにおいては、変動する純資産価額（NAV）に変更を求めること、固定的なNAVを投資家に約するMMF には資本・流動性規制を課すこと、それら以外の規制アプローチの中からどの選択肢を選ぶかが重

要な検討課題であると述べる⁶。FSB はこれらの選択肢を評価する際、次の点を分析することが必要としている。

- ファンディング市場における MMF の役割
- 様々な法域における MMF の多様なカテゴリー、性質、システミック・リスクと、その役割やリスクによって影響される特定の規制上の措置
- 金融危機および過去の教訓における MMF の役割
- 現在、進行中の規制イニシアティブ、それらがファンディングのフローに与える潜在的な影響
- グローバルに合意されたプリンシプル、より精緻化された規制アプローチの必要性、実行可能性の程度

FSB は、IOSCO に対して、各国の規制イニシアティブを考慮に入れながら、資金の引き出しの影響の受けやすさやその他のシステミック・リスクを緩和するための MMF の規制改革のレビューを実施し、必要に応じて政策勧告を行うことを求めている。IOSCO は、様々な法域における MMF の多様なカテゴリー、性質、システミック・リスクと、MMF の役割やリスクに影響される特定の規制上の措置を分析し、資金の引き出しその他のシステミック・リスクに対する MMF の脆弱性を削減する規制上のオプションを策定する。IOSCO が政策勧告を行う前の 2012 年 4 月に、市中協議文書を公表する予定を明らかにしている。

(C) その他のシャドーバンキング・エンティティの規制

【勧告 6】 ブルーデンスの観点からその他のシャドーバンキング・エンティティの規制を評価し、さらに改善を図ること（例えば、資本・流動性規制）

FSB は、モニタリング・プロセスで特定されたその他のシャドーバンキング・エンティティとして、コンデュイット、SIV、ファイナンス会社、モーゲージ保険会社、クレジット・ヘッジ・ファンドを例に挙げ、これらがシステミック・リスクをもたらし、規制アービトラージの機会を提供している可能性を指摘する。

FSB は、シャドーバンキング・タスクフォースの下で、その他のシャドーバンキング・エンティティを分類すること、それらのエンティティの規模やリスクを評価すること、規制フレームワークと必要に応じて規制ギャップのより詳細な評価を行うこと（投資家保護や業務行為規制ではなくブルーデンス規制に焦点）、危機の間のそれらのエンティティの役割を分析すること、必要に応じて政策勧告を行うことについて、2012 年 9 月までに作業を終える方針を明らかにしている。

⁶ 例えば、米国証券取引委員会（SEC）のシャピロ委員長は 2011 年 11 月に行った講演において、SEC による MMF 規制として、変動 NAV の廃止、資本バッファの要求という 2 つのオプションをベースとして、規則提案を数ヶ月以内に提示する予定であることを明らかにしている。シャピロ委員長は 2 つのオプションについて、変動 NAV を採用すると MMF の商品性が本質的に変わってしまうことから、資本バッファの導入に重点を置いていることを示唆している。

(D) 証券化規制

【勧告 7】 証券化に関するインセンティブに十分に対処すること。特に、以下の問題にさらなる注意を払うこと

- 証券化のサプライヤー（例えば、オリジネーター、スポンサー）に証券化関連リスクを部分的に保有させるインセンティブ付けを図る規制（例えば、定量保有義務）
- 証券化商品の透明性、標準化

FSB は金融危機で明らかになった証券化の問題として、格付への過度の依存、投資家によるデューデリジェンスの欠如（その理由の一部である商品の複雑性）、不適切なリスクのプライシングとともに、オリジネーターやスポンサーといった証券化のサプライヤーが、裏付け資産プールに含まれるクレジットについて厳格な引受けを行うインセンティブを欠いていたことを指摘する。そのため、G20 レベルの改革では、証券化のスポンサー、オリジネーターは引受け資産の一部を保持し、それによって健全に行動するようにさせること、すなわち定量保有義務を導入することについて、G20 首脳の間で合意が図られている。

そこで FSB は、定量保有義務、証券化商品の透明性と標準化を改善させる措置（投資家によるリスク評価を促すために証券化商品に番号を付与するイニシアティブを含む）という各国・地域レベルで行われているイニシアティブをレビューし、必要に応じて政策勧告を行うことを提案する。具体的には、IOSCO がバーゼル委員会と協働で、各メンバー国における保有義務および証券化商品の透明性と標準化を改善させる措置の適用について、定期的な検証を行い、必要に応じて政策勧告を行うこととなる。

(E) セキュリティ・レンディング、レポに関する規制

【勧告 8】 担保付ファンディング市場、特にレポおよびセキュリティ・レンディングの規制については、必要に応じてブルーデンスの観点から、注意深く評価し、さらなる改善を図ること

FSB は、担保付ファンディング市場、特にレポおよびセキュリティ・レンディングは、危機以前には、ファンディングの担保として証券化商品の利用が促進されていたこと、

ディーラーやシャドーバンキング・エンティティに対して一見すると低リスクで短期の担保付ファンディングのソースを提供していたこと、バック・トゥ・バックの取引のつながりが金融システムの相互連関性を高めていたこと、セキュリティ・レンディングの現金担保（cash collateral）の再投資を通じて、相当の満期返還を含むターム物の短期金融市場への重大な貸出ソースとなっていたことを指摘し、シャドーバンキング活動の中心であったとの見方を示している。

金融機関によるレポ、セキュリティ・ファンディングの利用は、シャドーバンキング・エンティティまたは金融システムの中で満期変換、流動性変換を促し、レバレッジの積み上げをもたらしたとの見方を示している。例えば、最終的には透明性を欠き複雑で、流動性のない商品で裏付けられた一定のポジションに、流動性が容易に手当てされることでシ

ステミック・リスクが蓄積され、危機発生時の急激な流動性の枯渇につながったと指摘する。また、AIG ではセキュリティ・レンディングと現金担保を利用した再投資プログラムがその破綻の原因となったこと、レポやその他の担保付レンディングの市場において流動性の枯渇や資産価値の急落とともに、マージンやヘアカットがプロシクリカルに上昇したことが、2008 年秋の危機の重大な原因となったことを指摘している。

FSB は、シャドバンキング活動から生じる脆弱性を削減するため、レポ市場を含む担保付ファンディング市場の機能改善を図る政策措置が必要であるとの見方を示し、担保付ファンディング市場のリスクに対処するために次の分野を挙げている。

- 現金担保再投資プログラムに関連したセキュリティ・レンディングの規制： 現金担保が利用される投資の満期、投資商品の種類に対する制限。銀行および証券ディーラーの資金繰りのために利用される顧客から受け入れた担保の利用（リハイポセケーション）の制限
- レポ、セキュリティ・レンディングに関連するマクロプルーデンス措置： システミック・リスクに対処するため、プロシクリカリティを削減する最低マージンまたはヘアカットといったマクロプルーデンス措置を導入⁷
- 担保付ファンディング市場における市場インフラの改善： レポの清算、決済、取引報告といった市場インフラの改善

FSB は、レポやセキュリティ・レンディングの市場インフラ以外の分野では改革が進んでいないとして、シャドバンキング・タスクフォースの下で、現金担保再投資プログラムに関連したセキュリティ・レンディングに係る規制とレポ、セキュリティ・レンディングに関連するマクロプルーデンス措置に焦点を当てて検討を行う方針を示している。タスクフォースでは、以下の作業が行われる。

- レポ、セキュリティ・レンディングに関連した既存の実務と潜在的なリスクの分析
- 規制フレームワークと潜在的なギャップのより詳細な評価
- レポおよびセキュリティ・レンディングの役割、危機の間のマージンとリハイポセケーションの市場慣行の分析

(F) 既存のイニシアティブの適用に関するその他の勧告

【勧告 9】 情報の透明性、レポーティングについては、必要に応じて改善を図ること。シャドバンキング・システムのモニタリング・フレームワークに関する提案を行った後、当局はシャドバンキングの定義に該当するエンティティおよび活動について、必要と判断した場合に追加的なレポーティングまたはディスクロージャーを要求すること

⁷ 国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会（CGFS）が2010年3月に策定した報告書では、プロシクリカリティの抑制のためのマージン、ヘアカットの適用が検討されており、FSBの提案はそのCGFSの議論を引き継ぐものとなっている。

FSB は、ディスクロージャーとレポーティングの規制に関しては、当局および市場参加者がシャドバンキング・システムにおけるシステミック・リスクと規制アービトラージを特定するために必要不可欠なツールであるとし、情報への適時、適切なアクセスがあれば、当局および市場参加者はシステミック・リスクを削減し、規制アービトラージに対処するための措置を講じることができるとの認識を示す。

そこで、FSB はすべてのメンバー国に対して、前述のモニタリング・フレームワークで提案した勧告を適用するよう要請し、FSB の常設委員会である SCAV が収集されたデータをレビューし、必要に応じて勧告を行うこととなる。一方で、証券化のディスクロージャーとレポーティングに関しては、多くの法域ですでに規制が強化されている。そこで、規制適用を監視する役割を担う FSB の常設委員会 (SCSI) の下に設置された適用モニタリング・ネットワーク (IMN) が、G20/FSB 勧告に対する包括的なモニタリングの一貫として、各国の適用状況をフォローアップする方針を示している。

【勧告 10】 すべての金融機関の引受基準については厳格なものとし、必要に応じて改善を図ること

FSB は、モーゲージに関するテーマ別ピア・レビューとして 2011 年 3 月に公表した報告書に基づいて、10 月にモーゲージの引受けとオリジネーションの慣行に関するプリンシプルを提案した⁸。そのため、FSB としては当面の間は追加的な国際的なイニシアティブは必要ないとの考えを示しており、IMN が G20/FSB 勧告に対する包括的なモニタリングの一貫として、各国の適用状況をフォローアップすることとしている。

【勧告 11】 シャドバンキング活動を促すことにおける格付会社の役割は、必要に応じて引き続き低下させること

格付会社はすでに規制改革の対象となっており、金融危機を受けて改訂された IOSCO の基本行動規範に沿って、すでに格付会社の規制・監視の強化が行われていることに加えて、FSB も中央銀行のオペレーション、銀行のプルーデンス規制、投資マネージャーの内部的な制限や投資方針、マージン契約、証券発行者のディスクロージャーにおいて外部格付への依存を低下させるためのハイレベルのプリンシプルを公表している⁹。

FSB としては、当面の間は、格付会社に関する追加的な国際的なイニシアティブは必要ないとの見方を示し、IMN が G20/FSB 勧告に対する包括的なモニタリングの一貫として、各国の適用状況をフォローアップし、FSB メンバーの間で生じる相違に焦点を当てる方針を示している。

⁸ FSB, "FSB Principles for Sound Residential Mortgage Underwriting Practices," Consultation Paper, 26 October 2011.

⁹ FSB, "Principles for Reducing Reliance on CRA Ratings," 27 October 2010 (小立敬「格付け依存の是正を求める金融安定理事会」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号 (ウェブサイト版) 参照)

．今後の注目点

FSB が報告書を公表したことで、シャドーバンキングに対する規制・監視の強化の狙いとその方向性がようやく明らかになった。シャドーバンキング規制・監視強化の狙いは、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・リスクと、銀行システムとの間の規制ギャップに伴うシャドーバンキングの規制アービトラージへの対処である。金融危機では、報告書が指摘するようにシャドーバンキング・システムの様々な面がシステムミック・リスクの原因となったことが明らかになった。そのため、FSB としてはシャドーバンキングによるシステムミック・リスクの原因を分析し、それに対して必要な政策措置を打つという実践的な対応を図ろうとしているように見える。

これに対して、シャドーバンキングによる規制アービトラージの機会の制限という考え方は、信用仲介機能に対する現実的な視点からやや乖離しているようにも思われる。シャドーバンキング・システムは、銀行システムが担うことのできないような信用仲介を提供するものでもあり、シャドーバンキングの活動に制限を加えれば、円滑な信用仲介に支障が生じる可能性も考えられる。また、マクロの金融・経済環境の影響を受けやすい銀行システムに対して、シャドーバンキング・システムは、銀行システムが機能不全に陥った場合に銀行システムを代替する役割を担い得る存在でもある。したがって、規制当局がシャドーバンキングによる規制アービトラージの機会の特定を行う際は、それと同時にマクロ的な信用仲介におけるシャドーバンキングの役割や機能も踏まえて、より総合的な判断を下していく必要があるだろう。

今後の注目としては、FSB が策定した 11 の勧告によってシャドーバンキングに対する新たな規制措置についてある程度の検討の方向性が示されたとはいえ、現段階ではどの程度の規制措置あるいはどの範囲を対象にした規制措置が導入されるのかは明らかではない。シャドーバンキングに関する新たな規制措置に関する政策勧告については、2012 年 7 月あるいは 2012 年末までに結論を出すことになっており、FSB のシャドーバンキング・タスクフォース、バーゼル委員会、IOSCO における具体的な検討の進捗、あるいは議論の方向性を注意深く見守っていく必要がある。