

金融恐慌とシャドバンキング

高田 太久吉

目 次

テーマの設定

- I. シャドバンキング（金融証券化）の定義、構造と機能
- II. シャドバンキングはなぜ拡大したのか
- III. シャドバンキングの脆弱性とシステミック・リスク
- IV. シャドバンキングの規制強化論を巡って

ま と め

テーマの設定

今回の金融恐慌（危機）の重要な要因として、銀行制度の枠外で活動するさまざまな金融機関、あるいは伝統的な銀行の金融仲介機能の枠外（簿外）で行われる金融取引（shadow banking）が1980年代以降急激に増大したにも関わらず、それが金融システムの安定性と金融監督体制に及ぼす影響が見過ごされてきた問題が指摘されてきた。

金融恐慌の発生要因、波及メカニズム、恐慌に付随した世界的な信用の膨張と収縮、金融機関の破綻などについてこれまで公表された学界レベルの、あるいは行政サイドからの調査研究のほぼすべてが、グローバルなシャドバンキングの拡大とそれに伴う金融市場の不透明性の高まり、さらに、それが引き起こした監督機能の不全が金融システムのリスクと脆弱性を高めた最大の要因であると指摘している。

したがって、今回の金融恐慌の歴史的特異性を分析するためには、シャ

ドーバンキングの構造，金融仲介機能，信用増幅メカニズム，その拡張を支えた制度的諸要因，シャドーバンキングとシステミック・リスクとの関係について，立ち入った検討が必要である。

しかし，シャドーバンキングと金融恐慌の関連についての膨大な研究論文や報告書にも関わらず，これまでのところシャドーバンキングについて確定的な定義は与えられておらず，それを構成する金融機関や市場の規模についても見解が分かれており，そもそも，このテーマを議論する場合の共通の論点も必ずしも明確ではない（Adrian & Ashcraft, 2012）。

今回の金融恐慌の震源地となったシャドーバンキングの幾つかのセクター（CDO 市場，ABCP 市場，モノライン保険など）は，壊滅的な市場収縮を免れなかったが，CDS 市場，ヘッジファンド，投資信託を始めとしてシャドーバンキングの拡大を支えてきた他の市場や制度は，一時の混乱から回復し，今後も拡張を続けることが予想されている。

米国の金融制度改革法（とくにウォルカー・ルール），G20その他の国際フォーラムで重ねられてきたシャドーバンキングの規制をめぐる議論は，この問題に関するメディアや世論の関心を高めたが，シャドーバンキングと銀行制度の関係の根幹に触れる改革が近い将来実現する見通しは立っていない。今回の金融恐慌への緊急対応の過程で主要国の金融当局が，銀行だけではなく，銀行制度の枠外にあるシャドーバンキング・セクター（MMMF，投資銀行，保険会社）に対して幅広い救済を行ったことは，かえってシャドーバンキングの監督制度の改革をきわめて不透明にしている。さらに最近では，欧米に代わって，急激に膨張する中国の金融システムとシャドーバンキングの問題が，国際的な注目を集めている。

本稿は，以上のような状況を念頭に置いて，今回の金融恐慌とシャドーバンキングの関係をめぐって，以下の3つの論点を取り上げて順次検討する。

- I. シャドーバンキングの定義，構造と金融機能
- II. シャドーバンキングが拡大した背景
- III. シャドーバンキングの脆弱性，銀行セクターとの関係，規制問題

I. シャドーバンキング（金融証券化）の定義，構造と機能

(1) シャドーバンキングの定義

今回の金融恐慌を契機にシャドーバンキングという言葉が流布するようになる以前から，一部の研究者は銀行制度の枠外で銀行類似の金融仲介機能を果たす金融機関（代表的には， MMMF およびノンバンクバンクと総称される金融会社）の活動の活発化とそれらが運用する資金量の増大に着目し，それらをパラレルバンキングと呼んだ（D'Arista & Schlesinger, 1993）。これに代わって，シャドーバンキングという言葉が最初に使ったのは，大手債券投資ファンド PIMCO のマカリーと言われており，彼はシャドーバンキングを「預金保険制度や，FRB の割引窓口を利用できないレバレッジ・ベースの借り手」と定義し，その中に投資銀行を含めている（McCulley, 2008）。ただし，この言葉は，PIMCO の内部ではすでにマカリーの報告以前から使用されていたと思われる。筆者の知る限りでは，Shadow Banking という表現が最初に *Financial Times* に登場したのは，2007年12月17日付紙面で，PIMCO 会長（Bill Gross）の言葉として引用されている。

これ以降，シャドーバンキングは多くの研究者，金融監督機関関係者（バーナンキ FRB 議長，ガイトナー財務長官，ターナー英金融サービス庁長官他）によって取り上げられ，同時に，さまざまに定義されてきた。大手監査法人の関連組織で，シャドーバンキングに関する調査を行っている Deloitte Center for Financial Services (DCFS) は，代表的な定義として7つの例を挙げている。ここに挙げられた定義は，かなりの差異を残しているが，DCFS によれば，いずれの定義も以下の3点で共通の内容を含んでいる

(DCFS, 2012, pp. 4-5)。

- (1) 預金に依存せず、金融市場から短期の資金を調達し、満期および流動性を変換したうえで別の経済主体に供給する金融仲介機能を果たす。
- (2) シェドバンキングが調達する資金は、借り手の破綻、保有資産の減価その他の事象に対する公的保証が付されていない。
- (3) シェドバンキングには、流動性問題が発生した場合の、中央銀行信用へのアクセスが存在しない。

DCFS とは対照的に、G20の監督機関として旧金融安定フォーラムから格上げされた金融安定理事会 (FSB) は、シェドバンキングを銀行以外の金融仲介システム (the system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system) と広義に定義し、このような広義の定義を採用する理由として、監督機関が金融仲介の全体を視野に入れて信用状態とその変化がもたらす潜在的な問題を把握しやすくするためと説明している (Financial Stability Board, 2011a)。

FSB の定義には、金融持ち株会社 (大手投資銀行をふくむ) はもとより、金融会社、ヘッジファンドを始めとするファンド型投資組織、仕組み証券の組成に利用されるさまざまな簿外ビークル、米国内で資金調達を行っている海外金融機関の関連会社などが含まれている。

米国の金融危機調査委員会に提出されたスタッフリポート (Financial Crisis Inquiry Commission, 2010) は、シェドバンキングを伝統的な商業銀行制度の枠外で提供される銀行類似のサービスと一般的に定義し、それを金融サービスとサービスが提供される仕組み (制度) の両面から分類している。この内、前者には、MMMF、ヘッジファンド他の投資組織、投資

銀行、金融会社、ABCPに依存する銀行の簿外ビークルと投資ビークル(SIV)、政府系モーゲッジ公社(GSEs)、モノラインなど金融保険会社を含めている。また、仕組みとしては、無担保CPおよびABCP、レポ市場、担保付証券貸借市場、オークションで値洗いされる変動金利証券、各種デリバティブ取引が含まれている。

筆者の理解では、かつての平行バンキングの定義を継承し、シャドーバンキングを銀行制度の枠外で発展した金融仲介の新しい仕組みとして定義することは、理論的に困難であると同時に現実認識として不正確である。銀行の金融仲介機能自体が、すでに銀行業務の自由化(グラス=ステイヤー法撤廃)、預金以外の市場性資金(レポ市場やABCP市場)への依存、さまざまな非預金取扱関係会社を包摂する金融持ち株会社の成立、証券化に伴う多様な簿外ビークルの利用、ヘッジファンドとのますます深まる業務関係などによって、シャドーバンキングとの関係が不可逆的に拡大しているからである。むしろ近年におけるシャドーバンキングの拡大を促した最大の動因は、規制・監督を回避し、従来銀行に制限されていたか、存在していなかった新しい業務を展開しようとする大手銀行組織(投資銀行を含む)のビジネス戦略に他ならなかったからである。

このような現実を念頭に置く場合、シャドーバンキングを銀行制度の枠外で金融仲介に従事する金融セクターと定義することは、銀行とシャドーバンキングを別個の競争的なセクターであるかのような印象を与える点で、ミスリーディングである。大手金融機関、とりわけ金融持ち株会社は、さまざまなシャドーバンクを関係組織として内部に抱えており、同時に広範な社外シャドーバンキング組織の取引相手であり、両者は相互に浸透し合い、補完的な関係にあるのである。

シャドーバンキングを歴史的に見れば、とくに米国では、シャドーバンキングの拡大は、金融証券化の進展とほぼ並行して進んでおり、金融証券

化のこれほどの発展は、シャドーバンキングの拡大なしには考えられなかった。そして、シャドーバンキングを金融証券化との関係で見れば、その本質的な特徴は銀行によって、「銀行の簿外で行われる金融業務」の総称として把握するのが妥当であろうと考えられる。

ただし、シャドーバンキングと証券化業務との関係は、イギリスを除くユーロ圏では、米国ほど緊密であったとは言えない。欧州のシャドーバンキング・セクターが米国のそれに匹敵する規模に拡大していたこと、欧州の銀行がシャドーバンキングとの取引を介して不透明なリスクを取り入れ、金融恐慌から甚大な影響を受けたことは間違いがないが、欧州の金融市場における証券化業務自体は比較的未発達で、証券化の急激な進展が欧州のシャドーバンキングを膨張させたわけではなかった。

(2) シャドーバンキングの規模

シャドーバンキングについて画定された定義が存在しないこと、したがって、シャドーバンキングの活動を正確に把握できる評価尺度とそれにもとづく系統的なデータが存在しないことは、この金融セクターの規模をめぐって大きな評価の差異をもたらしてきた。

大雑把に言えば、これまでに公表されているシャドーバンキングによる金融仲介の世界的な規模に関してはFSBの推計が唯一利用可能で、それによれば、オーストラリア、カナダ、日本、韓国、英国、米国にユーロ圏を加えた諸国を合わせると、シャドーバンキングによる金融仲介の規模（Flow of Funds ベース）が、2002年の27兆ドルから2007年には60兆ドルに増加し、2008年には金融恐慌で56兆ドルに減少した後、2010年には再び60兆ドルに回復したと見積もられている。これらの地域全体としては、シャドーバンキングの金融仲介が、金融取引全体の25～30%を占めており、銀行セクターのほぼ半分には達している。非銀行セクターによる金融仲介では、

MMMFを除いた各種投資ファンドが最大の32%を占めており、次いで、仕組み金融関連ビークルが9%を占めている（Financial Stability Board, 2012）。

他方、米国のシャドーバンキングに関しては幾つかの推計が公表されているが、推計された規模は、FSBの24兆ドル（2011）から、DCFSの10兆ドルまで大きな評価の開きがある。ニューヨーク連銀のスタッフによれば、米国のシャドーバンキング・セクターの規模（負債ベース）は、1990年代初頭には銀行セクターを上回るようになり、90年代後半期以降両者の差は次第に拡大するようになった。ただし、彼らによれば、シャドーバンキング・セクターが企業・家計を含む実体経済部門にどれくらいの信用を供与しているのかについては、データの制約で正確な推計はできないと付記している（Potzar et al, 2010）。他方、前記のDCFSはシャドーバンキングを「市場性資金を調達し、証券化と保証付き資金供給によって満期／流動性転換を行う信用仲介システム」と狭義に定義し、その中に、MMMF, ABCP conduits, 各種ABS, MBS, CDOs, Repo, 証券貸し付けを含めている。この定義では、金融会社、ヘッジファンド、保険会社、MMMF以外の投資信託などが除外され、その結果、シャドーバンキングの規模はFSBの推計の半分以下になっている。ただし、DCFSがなぜそのような狭義の定義を採用するのかは明らかではない。

以上の例からも分かるように、シャドーバンキングの規模、役割、監督機関にとっての潜在的リスクについての評価が、シャドーバンキングの定義に依存することは言うまでもない。シャドーバンキングがグローバルな金融システムにもたらすリスクに関心があるFSBは、シャドーバンキング・セクターを広義にとらえており、その結果、規模の推計値が大きくなっている。このような評価の違いは、定義の違いだけではなく、シャドーバンキングに含まれた金融機関の取引を合算してグロスで測るのか、それ

ともそれらの間の重複を除去してできるだけ資金フローのネットに近い規模を測るのかによっても大きく異なってくる。

この複雑な技術的問題について、前記の Pozsar を含む IMF のスタッフ (Claessens et al, 2012) は、シャドーバンキングによる金融仲介の資産的純価値を評価するためには、現在の Flow of Funds を補完するデータの改善、とりわけ、各国で異なった基準で収集され、しばしばどんぶり勘定で取り扱われているデータに代わって、非銀行部門の資金需要、担保証券の貸借関係、OTC デリバティブに関する信頼できるデータが必要であると指摘している。

(注) IMF のスタッフは、現在の Flow of Funds の限界を次のように指摘している。

1. Flow of Funds には SIV や簿外ビークルの規模に関する情報はあがるが、それらはどんぶり勘定で記載されており、それを銀行部門の簿外債務に結びつける手掛かりが与えられていない。ヘッジファンドが保有する金融資産は、家計部門に含まれている。証券貸借に関する情報も欠落している。
2. デリバティブに関する情報が未整備である。Flow of Funds は部門間の貯蓄・投資の流れを反映しているが、デリバティブはそれらの取引の元になる融資や証券のリスクを分解し、それらのリスクプロファイルを変化させる。これらのリスクの帰属について Flow of Funds は情報を与えてくれない。
3. Flow of Funds が依拠している短期金融商品の分類はきわめて大雑把で、さまざまな商品を“open market paper”としてひとくくりしている。それだけではなく、これらの商品がだれによって保有されているのかを知ることができない。
4. Flow of Funds は金融持ち株会社のさまざまな部門の業務を個別持ち株会社から切り離し、それらをそれぞれの部門ごとの統計に集計している。その結果、例えば、シティバンク、JP モルガン、ゴールドマン・サックスそれぞれのエクスポージャーをつかもうとすると、企業が SEC に提出する 10K/10K などのデータに依存せざるを得ない。

FSB 議長のターナー（英国金融サービス庁長官）は、金融システムのリス

クとの関連でシャドーバンキングの役割を理解するためには、グロスとネットの両方のデータが必要であるが、それらはそれぞれ異なった方法で評価しなければならないと指摘したうえで、重要なことはいずれの尺度で測っても、今回の危機に先立つ30年間にシャドーバンキングの規模が銀行セクターの拡大を上回る速さで劇的に拡大してきたことであると述べている (Turner, 2012)。

(3) シャドーバンキングの構造

シャドーバンキングを銀行制度の枠外での金融取引として広義にとらえれば、そのような金融取引の歴史は近代的銀行制度成立以前にさかのぼることになる。しかし、現在問題になっているシャドーバンキングは、近代的銀行制度が確立した後に、銀行本体が行う預貸取引の外部（より正確に言えば、銀行の簿外）で発展したさまざまな市場取引を総称している。

すでに触れたように、今回の金融恐慌の震源地となった米国では、1990年代以降シャドーバンキング・セクターが急拡大したが、それをもたらした最大の要因は、さまざまな融資債権を架空資本に転換する証券化業務の進展であった。証券化に関して念頭に置く必要があるのは、それがローンを証券に転換する単純な作業ではなく、多くの手順を経て行われる複雑な作業だということである。

ニューヨーク連銀のスタッフ (Pozsar et al. *ibid*) は、そのもっとも単純なプロセスの例証として、次の7つのステップを挙げている。

- (1) 融資業務 (Loan Origination)：企業・家計向け融資の提供。これは銀行、ノンバンク、住宅金融会社その他によって担当される。
- (2) ローン保管業務 (Loan Warehousing)：ローンが銀行の簿外ビークルに集められ、保管される。

- (3) 資産担保証券の発行 (ABS Issuance) : 投資銀行によって買い取られたローンが、簿外ビークルを利用して資産担保証券に組成される。
- (4) 資産担保証券の保管業務 (ABS Warehousing) : 組成された ABS のうち、投資家に販売されなかったトランシュは投資銀行のトレーディング部門に移される。
- (5) 債務担保証券の発行 (CDO Issuance) : トレーディング部門が保管するさまざまな ABS から、簿外ビークルを利用して債務担保証券 (CDO) が組成される。
- (6) CDO 販売による信用 / 満期 / 流動性転換 (ABS Intermediation) : CDO が投資家に販売されることで、(1) の融資業務と投資家の資金運用が結びつけられ、金融仲介が連結される。
- (7) 証券化業務のための資金供給 (Wholesale Funding) : 以上の一連の証券化業務とそれを担当する投資銀行、さまざまな簿外ビークル、トレーディング・デスク他が必要とする資金は、レポ市場、CP/ABCP 市場、証券の貸し手、MMMF、年金基金、保険会社、その他の資金提供機関によって提供される。

このような銀行の預貸取引の外部でさまざまな金融取引や金融関連業務が成立・発展する理由は、金融機関と最終的資金提供者の双方にそれぞれあるが、シャドバンキングが発展するためには、両者を銀行制度の枠外で市場取引あるいは相対取引引きとして結びつける、大規模で効率的な仕組みが必要である。言い換えると、銀行のバランスシートの負債勘定を介さないで市場に提供され、金融仲介機能の一部を果たしながら企業、家計、証券発行体に「流動性」を供給するシステム化された仕組みが必要である。

そうした仕組みの中でもっとも重要なものは、レポ市場と CP 市場であ

る。

レポ市場は、歴史的に見ると、米国とその他の諸国ではまったく異なった成立史をたどっている。社債市場が早くから発展した米国では、すでに1920年代に社債を担保とするレポ市場が発展し始めた。これに対して、英国および大陸欧州でレポ市場が成立するのは1990年代以降である。

（注）日本における債券現先取引の歴史は詳らかにしないが、証券会社の資金調達手段として、金融機関、事業法人、共済組合などを出し手とする債権担保の短期資金取引が行われるようになったのは1940年代末の起債市場の再開と前後すると言われている。債券現先市場が短期金融市場として活発化するのを促した要因は、1960年代後半期以降の国債発行の増加と、1970年代の「安定成長」への移行で事業法人の資金繰りが緩和したことであった（日本証券経済研究所編『現代証券事典』）。

BIS スタッフによる調査（Hördahl & King, 2008）によれば、2007年末段階でのレポ市場の規模（資金の借り手＝債券の売り手、資金の出し手＝債券の買い手を合わせたグロスの金額）は、米国とユーロ圏でそれぞれ10兆ドルに達しており、別に英国では1兆ドル規模の市場が成立している。米国とユーロ圏でのレポ市場の規模がこれほど膨大な規模に達している背景には、レポ市場を金融政策の対象とし、これを梃子にして金融市場の厚み、流動性、価格効率性を高めようとした金融当局の政策が関係している。

レポ市場をもっとも活発に利用しているのはプライマリーディーラー（公開市場操作でFRBの直接の取引相手に指定されている大手銀行）であり、中でも大手投資銀行は、バランスシートのほぼ2分の1をレポ市場からの資金調達で支えている。他方ユーロ圏のレポ市場は2000年代前半期に規模を倍加させたが、国別ではドイツが4分の1を占め、他にはイタリア（13%）、フランス（11%）などとなっている。ユーロ圏には7,500行余りの銀行が存在するが、その中で上位20行が取引の80%を占めている。レポ市場に関するデータの未整備と研究の立ち遅れは、とりわけ、レポ市場におけ

る資金の出し手についての情報の不足をもたらしてきた。

他方、CP市場は、銀行融資に代わる低利の短期資金調達に対する企業の需要と安全で流動性の高い資産に対する機関投資家、とりわけ MMMF の需要とがあいまって発展した短期金融市場である。無担保の約束手形の発行によって企業が資金を調達する取引自体は古くから行われていたが、それが大規模な短期金融市場として発展したのは1970年代以降である。

1990年代以降、金融の証券化が進展し、銀行の証券化と関連して簿外投資ビークル (SIV) が開設されるようになると、SIV が CDO など仕組み証券を裏付けとして発行する ABCP 市場が拡大した。その結果、90年代初頭には数百億ドルにすぎなかった発行額は、2000年代初めには7,000億ドルを超え、企業の発行する CP 発行額を上回るようになった。

II. シャドーバンキングはなぜ拡大したのか

シャドーバンキングの拡大には、伝統的な預金・貸出業務に代わる、あるいは従来の銀行規制を回避できる新しい業務への参入をめざすサプライサイドの需要と、豊富な資金を安全に運用するために、伝統的な預金や財務省証券以外の資産あるいは投下先を必要とするデマンドサイドの需要の両方が作用している。

(1) サプライサイド (金融仲介機関、金融市場) の要因

シャドーバンキングの拡大を促した歴史的要因は、銀行・証券分離 (グラス・スティーガル法)、および銀行業に対する地理的規制を突破し、より大きな収益が見込まれる新しい業務への参入、さらには、規制監督のより緩い分野への参入 (regulatory arbitrage) をめざす金融機関の衝動であった。

このような金融機関の衝動は、(1)1970年代のスタグフレーションを契機とする企業の銀行離れ (disintermediation)、(2)ニクソンショックを契機

とする国際通貨制度の変化、(3)ドルベースで規制監督から自由なユーログラマー市場の拡大、によって強められた。

米国におけるシャドールバンキング拡大の最初の衝撃を与えたのは、銀行融資に代替するCP市場の発展と、この市場に流動性を提供する MMMF の拡大であった。

MMMF は、証券会社が発行する小切手勘定類似の利付投資信託勘定で、法的規制（Investment Company Act of 1940, Rule2a-7）で預金と並ぶ安全性と流動性が保障され、銀行からの預金流出を引き起こした。さらに、MMMF による流動性提供に支えられた CP 市場は、銀行と並んで幅広い融資業務に従事するさまざまな「金融会社（finance companies, nonbank-banks）」の増加を促した。とりわけ、フォードを始めとする大手自動車会社、アメックス、GE、シアーズ・ローバックなど非銀行企業の関連子会社として運営される金融会社は、CP 市場に依存して銀行と競争しながら融資規模を拡張した。1980年段階で、MMMF の資産規模は総額764億ドルに達したが、その内の316億ドル（41%）がCP保有であった。商業銀行の総資産に比較した金融会社の資産の割合は、1980年代初めには6.2%であり、商業銀行の貯蓄性預金残高に比較したCP発行額の割合は8%超であった（D'Arista & Schlesinger, *ibid.*）。

1970年のペンセントラル鉄道の破綻以降、商業銀行は企業や金融会社のCP発行の保証を提供するようになり、また、親会社の銀行持ち株会社が発行するCPを引き受けることで、銀行持ち株会社法の規制を回避して親会社に資金を供給する回路を確保した。

シャドールバンキングの拡大から最大の利益を受けたのは大手投資銀行と保険会社であった。投資銀行は年金基金や投資信託を顧客とする投資管理サービス、投資顧問業、トレーディング、リスク管理サービス他から収益を上げ、保険会社は同様に巨額の年金基金の運用にかかわる業務から大き

な利益を上げるようになった。これらの業務はいずれも、高度の専門的知識と決済・情報処理能力を必要とするため投資銀行業と保険業の集中を促進した (Gordon, 1992)。

(2) デマンドサイド (預金者, 投資家, 企業) の要因

シャドールバンキングの拡大を促したもう一つの要因は、金利を規制された銀行預金以外の、安全で、市場ベースの利回りが期待できる流動的資産に対する預金者と企業をふくむ投資家の要求であった。この面で決定的に重要な変化は、年金基金の増大と家計貯蓄の変化であった。

1950～60年代を通じて、米国の年金基金は、年金加入者の増加、および有力労働組合が退職給付制度の充実として企業年金制度の充実を求めたことから、急速に運用資金が増加した。この間に民間労働者のうち、年金対象者の割合は15%から31%に上昇した。1970年代以降は、民間年金制度の伸びが低下する一方、州および地方公務員の年金制度が拡大した。連邦政府による年金を優遇する税制改正 (ERISA of 1974) が行われたことも年金の増大を後押しした。

1950年代以降、年金基金の資金運用はこの間の株価上昇に促されて、株式への運用を高めた。1952年には、年金の株式保有は全株式の1%であったが、この割合は、1991年には25%に上昇した。

年金基金と前記 MMMF の増加と結びついて、家計部門の資産構造が変化した。1952年には家計部門の金融資産の内、年金と投資信託が占める割合はそれぞれ6%、1%弱であったが、1991年には、それぞれ27%、10%弱に上昇した。言い換えると、家計部門の資産が直接保有から、機関投資家を介する間接保有に大きくシフトした。

年金基金、余資を抱える企業、地方銀行や貯蓄金融機関などは、CP市場とは別に市場ベースの短期金融市場で資金を運用するようになり、レボ

市場とそれを補完する証券貸借市場が拡大するようになった。とくにレポ市場は、FRBの公開市場操作の対象でもあり、大規模な資金取引が可能で、巨額の資金を随時運用する必要がある機関投資家から資金が集中的に流入する市場として拡大し、大手投資銀行、ヘッジファンドなど、高レバレッジで、市場ベースの資金に依存する金融機関の資金活動を支える最大の市場に発展した。

さらに、銀行預金の流出がとくに顕著であったのは、企業、富裕層、機関投資家の大口預金であった。これらは、預金保険の上限が10万ドル（金融危機発生後、25万ドルに引き上げられた）に制限されていたために、安全で流動性の高い運用資産を求めていた。MMMFやレポ市場は、そうした需要に応える資産を提供することで、急速に市場規模を増大させた（Gordon, *ibid.*）。

（3）分水嶺となった金融証券化（securitization）

商業向け短期融資をめぐる銀行と金融会社の競争激化、および、家計部門の金融資産の銀行部門からの流出、とりわけMMMFの増加と、市場ベースの利回りを求める年金基金の増大は、1980年代の金利自由化を促進し、金利自由化はまた銀行部門に非金利収入をもたらす業務への参入を促した。

1980年代の金融自由化によって、貯蓄金融機関の業務自由化が進められ、貯蓄金融機関と銀行の競争が強まった。銀行は、不動産関連融資を伸ばし、部分的に、投資銀行業、投資信託や保険の取り扱いに参入した。

米国では、金融産業における競争の激化とシャドーバンキングの拡大が、金融システム全体に引き起こした最大の変化は、証券化の急激な進展であった。従来市場性をもたなかった融資債権を束ねて、それらに付随するキャッシュフローを引き当てに受益証券を発行する証券化スキーム

(securitization) は、1970年代に政府系住宅モーゲッジ会社によって大規模に利用されるようになっていた。これらの機関が発行するモーゲッジ担保証券 (MBS) の最大の顧客は、年金基金、投資信託、保険会社を中心とする機関投資家であった。

1970年代の *disintermediation* (企業の資金需要減少と銀行からの預金流出) のもとで資金の伸び悩みと競争激化、利ザヤ縮小になやむ銀行は、CP 発行の引き受けに加えて、政府系モーゲッジ会社が開拓した証券化事業に参入し、公的保証によらない民間レベルでの信用保証、信用補完、格付け制度などに支えられた証券化に積極的に乗り出した。この結果、大手銀行のビジネスモデルは、伝統的な金利ベースの金融仲介ビジネスから、証券化事業を中核とするいわゆる組成・販売モデルに変質し、金融システム全体の構造に歴史的な構造変化をもたらされた (Pozsar, 2008; 2013)。

証券化は、すでに見たように、銀行が行う預貸業務とは異なり、融資、融資債券の集合・保管、資産担保証券の発行／引き受け、資産担保証券の集合／保管、再証券化、販売、投資ビークルをふくむ資金調達、融資回収、など、幾つかの段階に細分化された一連の金融仲介プロセスを含んでいる。それぞれのプロセスは、専門的に特化した組織によって担当され、さらに、多くの投資ビークルの資金と資産を管理するカストディあるいはトラスティ、信用を補完するモノラインやデリバティブ取引のカウンターパーティ、格付け会社などが関与する。

こうしたプロセスは、主として引き受け業務やトラスティ業務を提供する大手銀行と、住宅金融会社、保険会社、ヘッジファンド、年金基金、投資信託その他のシャドバンキング・セクターとの密接な相互依存・補完関係 (nonbank-bank nexus) を作り出す (Potsar & Singh, 2011)。また、証券化の過程では、証券の発行と販売に絡んでおびただしい数の銀行簿外ビークル (CDO, CLO, SIV 他) が開設されるが、それらの大半はケイマン、デ

ラウエアその他のタックスヘイブンに開設される。大手銀行が証券化プロセスを担当するために開設するさまざまな関連会社の多くもまた、タックスヘイブンに開設される。その結果、証券化は、大手金融機関の拠点である国内マネーセンターと、世界中に分散するタックスヘイブンとの間の取引を爆発的に膨張させる。ただし、念のために付記すれば、簿外ビークルや関連会社だけではなく、米大手銀行の親会社（持ち株会社）のほとんどはデラウェア法人となっている。

今回の金融恐慌を契機に国際的にシャドーバンキングに関する関心が高まり、多くの調査・研究がなされてきたが、近年の調査研究が共通に明らかにしてきたのは、とくに1990年代以降のシャドーバンキングの急拡大は、基本的に証券化とそれに伴う銀行のビジネスモデルの転換によって促されたという経緯である。

Ⅲ. シャドーバンキングの脆弱性とシステミック・リスク

(1) 短期、無保証の市場性資金に依存した証券化

米国の金融専門家ゲイリー・ゴートン（Gary Gorton）は、金融恐慌発生の直後から幾つかの論文や議会証言他を通じて、金融恐慌の引き金となった仕組み証券の格付け引き下げを契機とする突然の「流動性の消失」の実体が、レポ市場の閉塞（run on Repo）であることを明らかにした。そして、今回の金融恐慌がレポ市場における激しい取り付けによって引き金が引かれた背景に、金融の証券化あるいは銀行のビジネスモデルの変化（securitized banking）が関係していることを明らかにした（Gorton, 2009）。

米国とユーロ圏ではいずれもレポ市場が膨大な規模に膨らんでいるが、比較的言えば、金融恐慌の過程で生じたレポ市場の混乱（市場収縮による流動性消失）は、米国の方がはるかに深刻であった。その理由は、米国では銀行に比べて市場流動性に敏感な投資銀行によるレポ市場からの資金

調達が生発であったこと、投資銀行はいずれもレポ市場からの莫大な資金調達に依存して仕組み証券業務を拡大していたことであった。ユーロ圏と米国のこうした差異を引き起こしたより根本的な背景は、米国に比べてユーロ圏では銀行による証券化業務の進展が遅れ、証券化ビークルの資金源としてレポ市場を利用する度合いが小さかったことである (European Repo Council, 2012)。

ゲイリー・ゴートンは金融恐慌の過程におけるレポ市場の動向を子細に検討した結論として、次のように指摘している。

「いかにしてサブプライムモーゲッジの問題がシステミックな出来事 (金融危機, 引用者) の原因になったのか。われわれの答えは、レポ市場で取り付けが発生したためである。レポ市場では、誰も自分の取引相手がサブプライム関連リスクをどこにどれほど抱えているかを知ることができないために、担保の流動性が枯渇するのではないかという恐怖が、サブプライムと関連しない担保にまで及んだ。不確実性がレポ市場の「ヘアカット (担保の価値評価における割引率, いわゆる掛け目の逆数, 引用者)」を上昇させ、それが銀行システムからの大量の資金流出と同じ結果をもたらした。……サブプライムの脆弱化自体がシステミックな問題を引き起こしたわけではない。2007年8月に、システミックな事象が最初に発生したのは、われわれが金利スプレッドのデータを用いて論証したように、レポ市場で生じたショックであった……」

要するに、投資銀行主導の金融証券化 (securitized banking) は、レポ市場を中心とする短期の市場性資金を利用することで急激に進展した。レポ市場から調達した超短期の資金は、仕組み証券その他の架空資本の組成・販売、流通を支え、銀行の証券化ビークルや投資ビークルを通じて、満期

転換（長期運用）された。同時に、シャドーバンキングを支えるレポ市場の流動性（資金供給余力）は、仕組み証券の市場価格に依存していた。サブプライム問題を契機とする仕組み証券の格付け引き下げは、もともと公的保証や中央銀行の「最後の貸し手機能」から隔離されているレポ市場取引の不確実性（投資家の不安）を高め、レポ市場からの資金流出＝取り付け（機関投資家によるヘアカットの大幅引き上げ、レポ市場からの資金引き揚げ、取引更新拒絶）を引き起こした。仕組み証券価格の波状的暴落と大手投資銀行の破たんを引き起こしたのは、この取り付けに他ならなかった。そして、同様の激しい取り付けは、SIVを始めとする証券化ビークルに資金を供給していた ABCP 市場でも発生した。

（2）「市場流動性」の変動増幅的影響

他方、今回の金融恐慌の発生メカニズムを研究してきた二人の研究者エイドリアン／シン（Adrian & Shin）は、金融の証券化を主導し、今回の金融恐慌の震源地となった仕組み証券市場を支配してきた大手投資銀行のバランスシートの分析を通じて、大手投資銀行のバランスシートの拡大・収縮がレポ市場の「流動性」によって決定的に左右されること、恐慌発生に先だって見られた「過剰流動性」とそれに伴う信用の過度膨張が、レポ市場の流動性の増加に促された大手投資銀行のバランスシートの膨張であったことを解明した。そして、恐慌の最初の現象としての仕組み証券の暴落が、逆にレポ市場の流動性低下によって余儀なくされたバランスシートの収縮（オフバランスビークルの解消をふくむ）であったことを明らかにした（Adrian & Shin, 2008）。

Adrian & Shin は、今回の金融バブルと金融危機の要因に上げられている組成・販売モデルのもとで保有証券価格の上昇が金融機関の信用膨張を促すメカニズムを、大手銀行の行動様式にもとづいてつぎのように説明し

ている。

彼らによれば、活発な証券投資需要によって証券価格が上昇すると、ポートフォリオをつねに値洗い（時価評価）している資本市場型金融機関では、正味資産の増加が発生する。債務の増加を伴わない正味資産の増加は、レバレッジの低下をもたらす。これら金融機関が利用できるレバレッジの上限は、主としてレポ市場で要求されるヘアカットによって決定されるから、正味資産の増加が起きた金融機関には、適正な水準以下へのレバレッジの低下（自己資本比率の上昇）という形で、一種の過剰資本（現実資本の過剰能力に相当）が発生する。この過剰資本を解消するために、金融機関はバランスシートを拡張し、レバレッジを適正な水準に高めるように促される。このバランスシートの拡張は、資産サイドでは信用供与や証券投資の形で、負債サイドではレポ市場をふくむ短期債務の増加を通じて行われる。金融市場で証券価格が下落した場合には、これとは逆のメカニズムが働き、バランスシートの縮小を余儀なくされる。これら2つのメカニズムはあきらかに金融市場の変動に対してプロサイクリカル（変動増幅的）であり、結果として金融市場における「流動性」と「信用」の膨張・収縮のサイクルを増幅させる（Adrian & Shin, *ibid*）。

以上の説明は、証券価格の上昇が結果的に自己資本比率の上昇をもたらし、これを調整するために信用創造によらない信用膨張が起きる具体的メカニズムを説明している点で興味深い。彼らの説明によれば、金融産業における過剰資本の主要な存在形態とは、貸付可能な資本の過剰ストックや一般に言われる「過剰流動性」という曖昧な概念ではなく、金融機関の多くが適正水準以下のレバレッジ（バランスシートの規模に対して過大な自己資本）で運営されており、バランスシートを自己資本に見合う適正規模に拡大するために、投資可能な証券や貸付可能な借手を積極的に捜している状態ということになる。そして、このようにして発生する信用膨張が、現

実資本の再生産の拡大ではなくもっぱら証券市場で投機的活動を展開する別の機関投資家に向けられるとすれば、それが一層の証券価格上昇をもたらし、さらなる信用膨張を促すプロサイクリカルなプロセスを発動させるという説明には説得力がある。

（注） 以上に紹介した Gorton と Adrian & Shin の所説は、今回の金融恐慌におけるレポ市場とそれに支えられたシャドーバンキングの重要性を強調する有力な見解として広く引用され、監督機関のシャドーバンキングの規制強化論にも論拠を提供してきた。これに対して、レポ市場に対する主要な流動性の出し手である MMF（公社債投資信託）および証券貸し付け業者のデータにもとづいてレポ市場の収縮とその影響が、それらの研究が結論付けているほど大きくなかったこと、むしろ、最大の市場収縮を起こしたのが ABCP 市場であったことを指摘する研究（Kurishnamurthy et al, 2012）が公表されている。この論点については、機会を改めて取り上げたい。

（3）金融証券化の不透明なグローバルネットワーク

今回の金融恐慌を契機に、シャドーバンキングと金融恐慌の関係をめぐって浮上したもう一つの重要な問題は、シャドーバンキングとタックスヘイブンの関係である。これまでは、シャドーバンキングと金融恐慌との関係は、主として金融市場の不透明化、銀行監督制度の有効性低下、銀行と市場取引との結びつきから生じる銀行リスクの不透明性や流動性問題が中心であった。他方、タックスヘイブンは、銀行をふくむ企業・金融機関、富裕層およびヘッジファンドを始めとする投機組織の規制回避と課税避忌に関わる問題、さらには麻薬組織や武器密輸組織によるマネーロンダリング（貨幣洗浄）に関わる問題として関心を引いてきた。いずれにしても、シャドーバンキングとタックスヘイブンの関係が立ち入って議論されることは最近までほとんどなかった。

今回の金融危機を契機に、シャドーバンキングの基本的な役割が大手銀行の証券化業務と密接に関連していること、その際、証券化業務の一部を

担当する銀行の子会社や、銀行が簿外に開設する組織・ビークルの多くがタックスハイブンを上場／登録されている事実が注目されるようになった。これはおそらく金融関係者にはかねてより周知の事実であったが、タックスハイブンをなしには証券化業務が、したがってシャドールバンキング自体が機能しえないことが、金融恐慌を契機として改めて明らかになったのである。こうして、シャドールバンキングとタックスハイブンの関係が一部の研究者と活動組織の新たな関心事として浮かび上がってきた。

しかし、シャドールバンキングとタックスハイブンの関係について次第に関心が高まっているとは言え、専門家による立ち入った研究は、まだ今後の課題にとどまっている。この問題について概説した一資料 (Polan & Nesvetailova, 2013) は、次のように述べている。

「シャドールバンキングについてのわれわれの理解はまだ緒に就いたばかりである。さらに、多くのタイプのシャドールバンキング組織の役割自体はタックスハイブンをおよび金融的秘匿スペースと不可分に結びついているにも関わらず、シャドールバンキングがどのように規制できるのかという問題には、タックスハイブンの規制をめぐる長期に続けられている議論と比較すると、わずかの努力しか払われてこなかった。……シャドールバンキングを利用した金融革新の不安定化作用が着目されたのは、2007-09年の危機を契機とするわずか数年来のことである」

因みに、この資料の著者は、オフショア金融センターとシャドールバンキングを合わせて、“black holes of the global economy”と呼んでいるが、至言であろう。

アイルランドの「金融立国論」にもとづいて近年急拡大してきたダブリンのタックスハイブンを (IFSC) を対象に、シャドールバンキングとタックス

ハイブンをいしオフショア金融センターとの関連について調査を行っているジム・スチュワート（Jim Stewart）は、シャドーバンキングが世界各地のタックスハイブンをベースにして発展した経緯を強調している。この著者によれば、ウォール街を驚愕させた巨額ポンツイ金融（Madof scandal）では、欧州の投資家からの巨額の資金がアイルランドその他のオフショア金融センターを介して送金されており、アイルランドにはMadofグループと組んで投資活動を行っていた複数の投資ファンドが存在したが、アイルランド金融当局はそれらに対する監督責任を否定している（Stewart, 2013）。

彼の調査によれば、ダブリンで上場されているヘッジファンドの多くは、ケイマンを始めとするタックスハイブんで登記されており、実際にはロンドンで活動している。ヘッジファンドは、しばしば多数のサブ・ファンドを含み、同時に、多数の特定目的ビークル（SPV）を活用している。欧州中銀の調査によれば、この種のSPVを利用する投資グループ（Financial Vehicle Corporation FVCs）のうち、ユーロ圏全体の26%に相当する742社がアイルランドを拠点にしている（因みに、2001年時点では皆無であった）。これらのSPVの法的所有者はいずれかの慈善トラストとされているが、特定は難しい。

この著者は、世界中のほとんどの国際金融に従事する金融機関がIFSCに関係組織を開設するか、上場していると指摘している。たとえば、ベア・スターンズは、2つのヘッジファンドと3つの子会社をIFSCで運営していたが、それらのレバレッジは120に達していた（BIS規制に準拠する銀行の上限は10.5）。同様に、リーマン・ブラザーズ、AIG、ゴールドマン・サックス、メリル・リンチ、UBSなどもIFSCに複数の子会社を開設していた。

とりわけIFSCとの関連が深かったのはドイツの銀行であった。ドイツ

銀行は自社が取り扱う多くの証券と系列ファンドを IFSC に上場しており、後に経営問題が発覚したザクセン銀行、IKB、Hypo Real Estate、Delfpa、WestDeutsche LB などはいずれも IFSC を活用しており、それらの経営危機の原因は IFSC での活動と関係していた。著者によれば、これらの銀行の経営危機は、ドイツの監督制度の不備と IFSC の監督責任の欠如が相乗的に作用した結果であった。これにも関わらず、欧州委員会が公表したシャドーバンキングに関するグリーンペーパー（European Commission, 2009）は、シャドーバンキングの組織として第一に SPV、SIV、ABCP conduits を挙げながら、それらの活動とタックスヘイブンの関係については一言も言及していない。

（注） 前記の Jim Stewart は、別の機会に G20 の FSB にあてたコメントで、FSB が公表したシャドーバンキングの規制強化に関する回覧資料に関して、つぎの指摘を行っている。

- (1) 回覧資料は、シャドーバンキングがタックスヘイブンあるいはオフショア金融センターを拠点に発展したことの説明が欠けている。
- (2) IFSC で活動する Financial Vehicle Corporation (FVCs) は、現状では親会社と隔離された別会者の取り扱いのまま存続することになる。
- (3) 監督強化の動きにも関わらず、現在の監督制度は、実体のないホスト国の監督機能に委ねられている (Jim Stewart, February 12, 2013)。

しかし、最近の研究が浮き彫りにしているのは、主要国の金融センターにおいて表面化した監督体制の不備とタックスヘイブンを利用したシャドーバンキングの成長とは、2つの現象ではなく、同一のコインの表裏だということである。そして、シャドーバンキングの急成長がこれまで監督機関や金融専門家の関心を免れてきた主たる理由もまた、この点に見出すことができるのである (Troost & Liebert, 2009)。

IV. シャドーバンキングの規制強化論を巡って

(1) シャドーバンキングの不安定化作用

今回の金融恐慌を契機に、1980年代の金融自由化以降、金融市場を効率化させる金融革新の表れとして積極的に評価され、包括的な規制・監督を免れてきたシャドーバンキング・セクターが、金融システム全体のリスクの隠れた温床であり、この隠されたリスクは銀行のリスクと不可分に結びついており、金融監督体制とそれが提供するセーフティネットの最大の盲点を作り出していることが明らかになった。

このため、金融恐慌への緊急対応が一段落すると前後して、主要国の金融監督機関を中心に、シャドーバンキングの規制をめぐる議論が活発化した。これらの議論では、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ついて、以下の3点に関心が集まっている。

- ① シャドーバンキングの最大の特徴である公的規制監督の欠如からもたらされる不透明性と情報の欠如が引き起こす問題、
- ② 公的セーフティネットへのアクセスを欠き、民間の信用補完に依存して行われる金融仲介機能の脆弱性が金融システムの脆弱性を高める問題、
- ③ 伝統的な銀行制度とシャドーバンキング・セクターとの直接的・間接的結びつき (interconnectedness) がもたらすリスク波及の問題。

① 公的規制の欠如と不透明性

シャドーバンキングはさまざまに定義されてきたが、いずれの定義にも共通する要点の一つは、それが銀行業に見られる公的規制・監督を免れているということである。むしろ、シャドーバンキングは、1970年代後半期に始まった銀行預金から MMMF への資金流出や、金融会社を始めとする

ノンバンクバンクの拡大に見られるように、銀行に対する金利規制や業務規制、資本規制などを回避する「金融革新」あるいは、それに名を借りた規制回避“regulatory arbitrage”の結果と見なされてきた。

公的規制・監督の欠如は、中央銀行を含む監督機関が収集・利用できる情報・データを制限し、監督機関の側が積極的に情報・データを収集するインセンティブを低下させる。例えば MMMF について見ると、サブプライム問題を契機として ABCP への投資家の不安が広がり、いくつかの MMMF が元本割れに陥っていることが明らかになるまで、MMMF が保有する資産の内容について詳細なデータは明らかではなかった。MMMF と並ぶ最大の短期金融市場であるレポ市場については、公式の統計は事実上皆無で、今現在この市場における資金の出し手と取り手に関する信頼できる情報は整備されていない。CDO をふくむ仕組み証券市場に関しても、情報は極度に未整備で、不足しており、これらの市場についてわれわれが知り得ることのほとんどは大手格付け会社や投資銀行のディーラーが提供する情報に依存している。

MMMF、レポ市場、ABCP 市場など、シャドープランキング・セクターに資金を提供してきた短期金融市場に関する公式データが整備されなかった基本的な理由は、これらの取引が短期かつ安全な「卸売市場」での取引で、これらの市場で金融システムを揺るがす深刻な混乱が発生する可能性はほとんどないと考えられてきたためであった。しかし、シャドープランキングに関する情報・データ不足の原因はそれだけではなく、それらの取引の多くが、監督機関の関与しない OTC（店頭取引、あるいは相対取引引き）の形で行われることにも因っている。シャドープランキングの資金調達に関わるレポ市場や仕組み証券発行は、基本的に OTC 取引であり、大手金融機関とそれらが開設する SIV との取引も不透明である。

このような情報・データの未整備と不足は、シャドープランキングのさま

ざまなセクターや金融仲介チャンネルで生じるリスクを監督機関や投資家が早期に把握するのを不可能にするだけではない。最大の問題は、それが、このセクターで活動する金融機関の安全性評価、および、このセクターが発行する証券や債務のリスク評価の不確実性を高め、結果的に、金融市場のいずれかの部分で発生したショックに対する脆弱性を高めるという問題である。

シャドーバンキングの情報不足が引き起こす金融システムの不安定性を象徴的に表したのは、リーマン・ブラザーズの破綻とそれが欧州を含む国際金融市場に引き起こした劇的な資本フローの逆流であった。このいわゆるリーマン・ショックは、欧州の金融市場に巨額の資金を提供していた MMMF を始めとする米国の機関投資家による「取り付け」を引き起こし、これが、ドイツを始めとするユーロ圏主要国の金融機関による、ギリシャを始めとする周縁国からの資金引き揚げという、2重の「取り付け」を引き起こし、欧州金融・財政危機の直接の引き金となった（高田太久吉，2012）。

リーマン・ショックは、米国政府と FRB によるウォール街救済のための前例のない規模とやり方での危機対応策につながり、同時に、英国をふくむ欧州主要国の金融当局を挙げての危機対応策によって、1930年型の世界恐慌に陥ることはかろうじて食い止められた。その後、連邦破産裁判所（ニューヨーク）の指示でリーマン・ブラザーズ社の内部資料を分析する専門家グループが発足し、1年余の調査の結果が2000ページを超える報告書（*Report of Anton. R. Valukas, Examiner, March 11, 2010*）として公表された。この調査が明らかにしたのは、リーマン・ブラザーズが公表していたバランスシートにはレポ取引を利用したいわゆる「飛ばし」類似の方法で500億ドルもの巨額の損失が隠されていたこと、同社のデフォルトが欧州や日本の金融機関に巨額の損失をもたらしたメカニズムが、世界のさまざまなタ

ックスハイブンを開設された SPV を介する海外金融機関との証券，デリバティブ取引に関わっていたという事実である。しかも，これらの財務操作には欧州の会計事務所が関与していたが，この事実を当時の同社の経営トップがどこまで把握していたのかは，いまもって不明である。以上から明らかになるのは，現代の巨大化し，多国籍化し，世界中に開設された数百の子会社，世界中のタックスハイブンを開設された無数のペーパーカンパニーを利用して規制と課税を回避し，さらに監督機関の監視も理解も及ばない膨大な OTC デリバティブ取引を行っている大規模な金融持ち株会社は，人間による理性的な管理はほとんど不可能で，経営的には非効率で，それらの存続と健全な国民経済，安定した金融システムの維持とはもはや両立し得ないということである。

② 公的セーフティネットの欠如 民間・市場的「セーフティネット」への依存

シャドバンキングの金融仲介機能のもう一つの大きな脆弱性は，預金保険制度や中央銀行の「最後の貸し手機能」に代表される公的規制へのアクセスを遮断されていることである。このため，MMMF や SIV は，制度設計の段階で厳しい「倒産隔離」が要件として課されており，CDO を始めとする ABS の場合には，格付け，モノライン，保険会社，CDS，さらにはプライマリー・ディーラーによるクレジット・ファシリティなどの民間の信用補完機能に依存している。

しかし，民間の信用補完機能は，全体としての金融市場が平穏に機能しており，市場流動性に問題がない（信用不安が起きていない）場合には有効性を発揮するが，いったん金融システムのいずれかで問題が発生すると，その信頼性は容易に損なわれてしまう。そのため，公的セーフティネットの欠如は，シャドバンキングが高める金融システムの不透明性と相まって，シャドバンキングを金融システムの動揺に対して極度に脆弱化させ

る。

今回の金融恐慌の過程では、おびたしい銘柄ないしトランシュの仕組み証券を格付けしてきた大手格付け会社が、実際にはそれらの証券のリスクをまったく不完全にしか把握していなかった事実が明らかになった。また、仕組み証券に保険を提供してきたモノライン大手がいずれも深刻な財務的脆弱性（自己資本の欠如、支払準備金の不足）を抱えており、大量のデフォルトが発生すれば保険機能を維持できないことが明らかになった。さらに、巨額のCDSを販売していた保険大手も、仕組み証券の格付け低下が資金調達コストの急上昇と資金繰りの行き詰まりを引き起こす問題を抱えていることが判明した。自社の仕組み証券業務を拡大するために大規模なSIVを簿外で運営していた大手金融機関は、簿外ビークルとの制度的隔離にもかかわらず、SIVの資産劣化が深刻化すると、SIVを自社のバランスシートに吸収し、あるいは巨額の不良資産を買い戻す行動をとり、結果的に親会社本体の経営問題を抱え込むことになった。こうした問題は、一部の事情に通じた、洞察力に富む専門家には予想されていたが、監督機関や大手金融機関の経営陣がこうした問題の所在に注意を促すことはほとんどなかった。

ただし、このような一連の現象として顕在化したシャドーバンキングの脆弱性は、金融恐慌の原因であると同時に、金融恐慌の結果でもある。なぜなら、ここでは信用補完機能自体が、信用補完の対象である証券やデリバティブの流動性に依存しており、恐慌を契機とする証券価格の暴落と流動性消失によって完全な機能不全に陥ったからである。このため、シャドーバンキングをささえるさまざまな信用補完機能がどれほど脆弱であるかを、金融恐慌の発生に先だって評価することは、原理的に困難である。

③ 銀行とシャドーバンキングとの密接な結びつきがもたらす問題

2007年夏に表面化した仕組み証券市場およびABCP市場における「取

り付け」は、短期間のうちに大手住宅ローン会社、大手投資銀行が運営するヘッジファンドのデフォルトとして波及し、その後仕組み証券の波状的な暴落、モノライン保険大手の事実上の破綻、さらにSIVを始めとする証券化ビークルの破綻を通じて、金融当局支援のもとでの投資銀行や大手銀行の救済的買収を引き起こした。このような大手銀行とシャドーバンキング・セクターとの間の信用不安の連鎖が明らかにしたのは、大手銀行とシャドーバンキング・セクターとのきわめて密接な取引関係、両者の間の信用・資金取引の相互依存関係であった。

銀行部門とシャドーバンキングとの関係は(1)銀行と年金・投資信託その他の機関投資家 (institutional investors, asset managers) との資金取引や証券貸借、(2)銀行とヘッジファンドとの間の多重的な取引関係、(3)銀行とさまざまな証券化ビークルやSIVその他の簿外投資ビークルとの関係、を含んでいる。

IMFの資料 (Claessens, et al, ibid) は、asset managerを広義の機関投資家とほぼ同義に用いており、その中に、ヘッジファンド、政府系ファンド、年金基金、保険会社、投資信託を含んでいる。これらはいずれも豊富な金融資産を保有し、自己勘定での証券投資を行うだけでなく、レポ市場を始めとする短期金融市場に必要な担保証券を提供している。これらの機関投資家が提供する担保証券は、さまざまな金融市場を通じて、複数の機関によって繰り返し利用され、担保付資金貸借関係の連鎖を作り出す。

さまざまな機関投資家は、その制度的特質に応じて、自己勘定取引、出資者からの払い戻し請求、リバースレポ (現金担保の証券借り入れ) の利用その他の必要から、相当規模の決済手段と流動性資産を保有している。このような流動性資産の必要は、銀行部門による担保付融資その他の短期信用によって充足される。

銀行とヘッジファンドとの多重的な取引関係が両者を深く結びつけてい

ることはかねてより知られていたが、その関係が証券化業務を介して新たな深まりに達していることが、ゴールドマン・サックスの仕組み証券組成に絡むスキャンダルによって明るみに出された。米国証券取引委員会（SEC）がニューヨーク地裁に提出した訴状によれば、同社は、かねてより親密な取引関係にある大手ヘッジファンドのポールソングループと共謀し、リスクの大きなモーゲージ証券を組み込んだ CDO を米国内外の金融機関や投資家に販売した。その際、ポールソンはこの CDO の下落を見込んで「逆張り」をし、予想通りの下落によって莫大な利益を手にしたが、CDO を購入した投資家は莫大な損失をこうむった。SEC の訴追に対して、同社は事実認定を争わず罰金の支払いに応じたが、最大の利益を手にしたポールソンは訴追されなかった。この事件については、その後上院の常設調査小委員会による調査が行われ、詳細な報告書（US Senate, 2012）が公刊されている。

銀行とヘッジファンドをふくむシャドーバンキングとの多重的な結びつきは、両セクターのリスクを結びつけ、金融システム全体のリスクに不透明性と複雑性を付け加える。とりわけ大手銀行とシャドーバンキングとの間の資金・証券の貸借取引と OTC デリバティブ取引は、両者の間に連鎖的で不透明なリスクの連鎖を作り出す。

（2）シャドーバンキングの規制強化論

今回の金融恐慌を契機に、主要国の金融監督機関、G20（FSB）など国際フォーラムにおいて、シャドーバンキングの規制強化をめぐる議論が重ねられてきた。それらの議論は、全体として見ると、シャドーバンキングが金融仲介に果たす積極的な役割、とりわけ金融イノベーションの担い手として金融効率化を促進する役割を評価した上で、それらの不透明性、課税回避や資本規制をめぐる裁定行動、過度の競争、高レバレッジ構造、

準備金や資本金などショック吸収力の弱さ、過度のリスクテイクを促す報酬制度などの問題について、それらを改善するための制度的、政策的改革を提案するものである。

(注) このような立場からのもっとも包括的な改革提案については、FSBの提案 (Financial Stability Board, 2011b)、IMFスタッフによるサーベイ (Claessens, et al, ibid) を参照してほしい。

例えば、金融恐慌後シャドーバンキングに関する立ち入りレポートを公表し、その後もこの問題についての国際的議論をリードしてきたニューヨーク連銀／IMFグループは、オバマ政権の金融制度改革の目玉として提案されたいわゆる「ヴォルカー・ルール」を念頭に置いて、銀行の自己勘定取引を制限し、銀行をヘッジファンドやデリバティブのOTC取引から隔離しようとする政策は、規制を嫌う資金を銀行組織から流出させ、シャドーバンキングの一層の拡大を招く可能性があるかと警告している。また、金融安定化に向けた監督機関の議論が投資銀行のレバレッジ抑制に焦点を当てている状況について、バランスシート上のレバレッジだけではなく、投資銀行をふくむ銀行組織が膨大な資金を非銀行セクターの機関投資家から調達している状況と、シャドーバンキングが形成する金融仲介の連鎖が、銀行の預金・貸出しの単純な構造とは根本的に異なる点に目を向ける必要があると強調している。

金融恐慌の引き金を引いた一部 MMMF 破綻とレポ市場の取り付けに着目するゲーリー・ゴートンは、MMMFを「ナロー貯蓄銀行」として正式に銀行規制のもとに組み入れること、レポ市場に関しては、銀行がレポ市場に提供する担保証券を、銀行券発行の準備資産と同等の安全性の基準で制限するかわりに、レポ取引における銀行債務に何らかの公的保証を提供することを提案している。他方、非銀行組織については、銀行組織に対するよりも緩やかな規制基準でレポ取引を認可したうえで、公的保証を提供

する。これら2つのタイプ以外のまったく規制のないレポ取引に対しては、公的保証から隔離することで、過度の膨張を抑制できると主張している。

他方、欧州委員会は資本規制指令（capital requirement directive；CRD）を2度にわたって修正し、仕組み証券を発行する銀行に自社発行証券の一部保有を義務付けること、証券化ビークルを含めた自己資本規制の強化、情報開示の拡大などを提案している。これらは全体として、今後ユーロ圏においても証券化が一層進展するという想定のもとで、証券化に伴うリスクから銀行の安全性を保護する観点から提案されたものである。

銀行監督機関を中心に重ねられてきた規制強化論には、大きく分けると、(1)シャドーバンキング・セクターを銀行セクターとできるだけ同じレベルの規制のもとに組み入れる発想と、(2)逆に、銀行セクターとシャドーバンキング・セクターとの隔離をより完全なものにすることで、シャドーバンキング・セクターのリスクが銀行セクターに波及するのを遮断するという発想とが混在している。しかし、銀行セクター自体についての監督・規制の抜本的強化を伴わないでシャドーバンキングの規制強化を図る考えは、前者の規制拡張論にせよ、後者の銀行・シャドーバンキング隔離論にせよ、これら2つのセクターの融合が大きく進んでいる状況、さらに、シャドーバンキングがすでに全体として銀行セクターを上回る規模の金融仲介を果たしている事実を念頭に置けば、成功する見込みはほとんどないであろう。

以上の監督機関ないし「主流派」からの改革提案に対して、ハイマン・ミンスキーの「金融不安定性論」を継承するポストケインジアン陣営は、はるかにラディカルな改革案を提起している。それらの中には、(1)適切に監督することも、合理的に管理することもできず、経営的に効率的でもない“Too Big To Fail”金融機関（大規模で多角化、多国籍化した金融機関）

の分割, (2)公的セーフティネットの恩恵を受けているすべての金融機関による証券化業務の禁止, (3)同様に, 規制下にあるすべての金融機関による信用デリバティブの利用の禁止, (4)強い権限を付与された消費者金融保護機関の新設, などが含まれている。彼らは, これらの提案に不服な銀行は, 銀行免許を返上し, 規制を受けない非預金金融機関として活動する選択が残されていると述べている (Nersisyan & Wray, 2010)。

主流派経済学の陣営および監督機関関係者が提案する規制強化論は, 基本的にシャドバンキングの金融仲介機能を金融規制の弊害を打破し, 金融システムを効率化させると評価したうえで, その弊害をマクロプルーデンス政策をふくむ適切・効果的な制度改善によって防止しようとする, 本質的に矛盾した改革案である。このような改革案が, すくなくとも長期的に成功しないことは, 過去の金融制度改革の歴史が示している。また, 主流派経済学の一部にも, 「金融イノベーション」を後追いつけるパッチワーク的な規制強化の積み重ねが, 所期の目的を達成せず, 結果として規制の重層化・複雑化と, それを担当する監督機構の重複・肥大化を招く(規制の弁証法)と警告する見解がある。さらに, ゲーリー・ゴートンが提案するナローバンク案も, すでに1980年代米国の銀行制度改革をめぐる一部専門家から提起され, その後実現しないまま陳腐化した議論の焼き直しにすぎない。

さらに, これまでの規制強化論に大きく欠けているのは, シャドバンキングとタックスハイブンの関連についての関心である。シャドバンキングの重要な構成部分である大手銀行の証券化ビークルは, ほとんどがタックスハイブンに開設されており, 大手銀行自体もまた, デラウェアを始めとするタックスハイブンに登録されている。この問題を度外視して, 伝統的な監督機構が自国内で収集・利用できる情報・データに依存してシャドバンキングを監視し, そのリスクを評価し, それを制御しようとする

ことはまったく見当はずれである。

（3）金融仲介の公的管理論

シャドーバンキングのなし崩し的な拡大を制御し、それを全体として適切に規制・監督することは銀行とシャドーバンキングとの浸透・融合が大きく進んだ現状に照らしてみれば、比類なく困難な課題である。FSB 他が提案している制度の不備に焦点を当てた改革案は、当面の方策としてまったく無意味というわけではないが、たとえそれらが実現できたとしても、それだけで金融市場の迷宮状態を大きく改善することはできないし、深刻な金融恐慌の再発を防止することもできない。金融恐慌の根本的な原因は、単なる金融市場と監督機関の失敗ではなく、価値増殖のあらゆる障害を回避、あるいは克服するために複雑な金融イノベーション、タックスヘイブン、実体のない簿外ビークルを含むあらゆる方策を利用する資本自体の失敗である。したがって、今回見られたようなシャドーバンキング発の恐慌を本気で封じ込めようとすれば、次には、銀行セクター発の恐慌に見舞われるであろう。

金融恐慌を防止するためには、資本の過剰蓄積が貨幣資本の過剰として現れている現代資本主義の歴史的特質に焦点を当て、それが促している「経済の金融化」を転換しなければならない。その場合、現代資本主義のもとでは、「経済の金融化」を転換することは、厳しい規制・監督によって、金融システムを企業・家計を中心とする実体経済の要求に適合させるということにとどまらない。「経済の金融化」は、単に過去30年間の誤った規制・監督の結果であるだけでなく、現代資本主義の資本蓄積の構造的特質を示しているからである。すでに過剰な貨幣資本の蓄積が正常な再生産の運行を不可能にするほど顕著になっている現代資本主義のもとでは、企業の成長や家計の需要に適合するやり方で過剰な貨幣資本のために

新たな価値増殖の方途を確保しようとすることは、出口のない自己矛盾である。

貨幣恐慌が引き起こす再生産過程と世界貿易の深刻な混乱を未然に防止する根本的な手立ては、投機、裁定、さらには詐欺的取引によってしか価値増殖ができない過剰な貨幣資本を、引き続き民間金融機関と投資家の価値増殖欲に委ねるのではなく、何らかの方法で公的な制御の下に組み込む以外にない。

金融を公的管理のもとに組み入れるという考えは、かねてよりいろいろな形で提案されているが、これまでのところ、そうした議論が広く社会的関心を集めることも、政治レベルで取り上げられることもなかった。過去30年間について言えば、それとは逆に、新自由主義的イデオロギーのもとで、郵貯、保険、年金などかつて公的管理下で運営されていた資金や貯蓄を、民間金融機関の営利活動に委ねる動きが急速に進められてきた。

今回の金融恐慌を契機に、これまでの民営化の動きに反省を迫り、金融の重要な部分を民主的に決定された公的政策にもとづいて運営することを求める議論が広がっている。しかし、社会的に利用可能な資金の配分を公的観点から制御するというアイデアは、比較的近年になるまで、専門家の間で関心を持たれることが少なく、理論的な発展が立ち遅れた研究分野になっている。今回の金融恐慌は、この問題についての理論研究を深めることが喫緊の課題であることを研究者に示しているのである。

ま と め

今回の金融恐慌を契機に、銀行制度の枠外で銀行類似の金融仲介機能を提供するシャドバンキングに対する関心が、研究者と監督機関の間で高まった。シャドバンキングは、金融市場の不透明性と脆弱性を高め、銀行セクターを監督機関の監視が届かず、公的セーフティネットを欠いた金

融市場の不透明なリスクに結びつけることで、金融恐慌の最大の温床となったと見なされている。

シャドーバンキングは、1980年代以降、規制を回避して新しい業務への参入をめざす銀行サイドの要求と、銀行預金や財務省証券以外の新しい安全資産を求める機関投資家の需要があいまって、急速に業務と資産規模を広げてきた。しかし、シャドーバンキングについては、(1)銀行とは別の組織によって担われる金融仲介業務、(2)公的セーフティネットへのアクセスを遮断されている、(3)銀行に課せられる監督規制の多くを免れている、などが共通の特徴として挙げられているが、現在なお確定された定義はなく、それが包摂する金融仲介や金融取引の範囲、したがって、その規模も明確ではない。

現在広く行われているように、シャドーバンキングを銀行制度の枠外で金融仲介に従事する金融セクターと特徴づけることは、シャドーバンキングが銀行自体の業務拡大の一環として拡大してきた経緯、シャドーバンキングの重要な部分が銀行の証券化業務を支える簿外ピークルとして発展してきた経緯、さらに、グラススティーガル法撤廃以降、金融持ち株会社によるさまざまなシャドーバンキングの包摂が進み、銀行子会社とノンバンク子会社との区別が希薄化している状況を念頭に置くと、ミスリーディングな特徴づけである。

歴史的に見ると、シャドーバンキングは、米国と欧州では異なった発展経過をたどっている。米国では、1980年代以降、金利規制との関連で MMMF が広がり、年金制度改革と関連して年金基金を始めとする機関投資家が成長した。また、1970年代のスタグフレーションと企業の銀行離れ (disintermediation) で、ノンバンク・バンクや貯蓄金融機関との競争が激化し、業務の自由化をめざす銀行業界の動きが強まり、1999年のグラス＝スティーガル法撤廃を契機に銀行組織の業務の多様化が急速に進んだ。し

しかし、米国におけるシャドーバンキングの拡大を加速させた「分水嶺」は、70年代以降政府系住宅公社が開拓したモーゲッジ証券化が民間金融機関のローンにまで拡大し、90年代以降、証券化業務が大手銀行の新しい業務として爆発的に拡大したことであった。したがって、米国ではシャドーバンキングは、証券化業務の拡大とほとんど同義に議論されている。

これに対して、ユーロ圏では、証券化は独自の発展が遅れ、米国で発行される仕組み証券への投資の形で銀行業務に浸透した。このために、ユーロ圏でもやはりシャドーバンキングの拡大は金融機関の規制回避と機関投資家の要求によって促されたが、直接証券化によって促進されたわけではなかった。

短期・無保証の市場性資金への依存、証券化業務との密接な関係、監督・規制を受けない不透明な運営、公的セーフティネットへのアクセスの欠如、民間の多様な信用補完・リスク移転機構に依存した取引というシャドーバンキングの特徴は、それ自体深刻な脆弱性を孕んでいるだけではなく、銀行との複雑な“interconnectedness”を介して金融システム全体の不透明性と脆弱性を高め、信用の膨張・収縮を増幅させ、金融市場の景気増幅機能を拡張する。

このため、金融恐慌を契機に主要国の金融監督機関やG20の金融安定化理事会（FSB）などでシャドーバンキングの透明性を高め、規制を強化するための方策がさまざまに議論されてきた。それらの議論の要点は、シャドーバンキングの金融仲介機能を金融システム全体の効率化に資するように活用するために、その不透明性と脆弱性を改善する制度改革を実施する、言い換えれば、シャドーバンキングの効率性を減殺することなく、可能な限り銀行と同列の規制監督の下に組み入れるということである。

1980年代以降の金融制度改革の歴史が示しているのは、そのような考え方に立った制度改革は長期的には成功しないということである。シャドー

バンキングを銀行と同列の規制・監督下に置くための改革は、シャドーバンキングが銀行セクターに比較して発揮している優位性を減殺し、金融システム全体の効率性向上につながらないだけでなく、さらに複雑・不透明で監督・監視が困難な金融仲介の新たな仕組みを拡大する結果になるであろう。金融持ち株会社の形態で銀行とシャドーバンキングとの融合が大きく進展している状況のもとで、銀行とシャドーバンキングとを完全に隔離することは、非現実的な願望であろう。

シャドーバンキングが金融システムにもたらしている問題を根本的に除去するためには、過去30年間に推進されてきた金融の規制緩和、とくに年金基金の民営化、保険の金融化、ヘッジファンドやタックスヘイブンの野放し状態を逆転し、可能な部分から、金融仲介システムを何らかの公的管理に移し替える方策を進めることが必要である（公的規制・監督から、公的管理へ）このためには、金融システムが提供するさまざまな金融仲介機能を特殊な「公共財」あるいは「コモンズ (commons)」と見なす考え方が必要になる。

このような考え方はかねてより何人かの研究者によって提案されているが、それらが社会的関心を集めることはなかったし、公的な場での重要な議題に上ることもなかった。今回の金融恐慌を契機に、金融システムを公的管理に移し替えるという構想がさまざまに議論されるようになってきているが、こうした議論がさらに国際的に広がる必要がある。この最後の論点は今後の研究課題である。

参考文献

- 高田太久吉「欧州経済統合の矛盾と金融・財政危機」『前衛』No. 880, 2012年3月
Adrian, T. & A. Ashcraft (2012) Shadow Banking: A Review of the Literature, FRB of New York, Staff Reports (October).
Adrian, T. & H. Shin (2008) Liquidity and Financial Cycles, BIS Working Paper (July).

- Claessens et al (2012) Shadow Banking : Economics and Policy, IMF Staff Discussion Note (December).
- D'Arista, J.W. & T. Schlesinger (1993) The Parallel Banking System, Economic Policy Institute, Briefing Paper (June).
- European Repo Council (2012) *Shadow Banking and Repo* (March).
- European Commission (2009) *Shadow Banking, Green Paper*, Brussels com.
- Financial Crisis Inquiry Commission (2010) Shadow Banking and The Financial Crisis, Preliminary Staff Report (May 4).
- DCFS (2012) *A Primer : The Ins and Outs of Shadow Banking*.
- Financial Stability Board (2011a) *Shadow Banking : Scoping the Issues : A Background Note of the Financial Stability Board* (April 12).
- Financial Stability Board (2011b) *Shadow Banking : Strengthening Oversight and Regulation* (October).
- Financial Stability Board (2012) *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012* (November 18).
- Gorton, G. (2009) Securitized Banking and the Run on Repo, Yale International Center for Finance, Working Paper (July).
- Gordon, H. (1992) Changes in Financial Intermediation : The Role of Pension and Mutual Funds, FRB of Kansas City, *Economic Review* (Third Quarter).
- Hannoun, H. (2008) Policy Lessons from the Recent Financial Market Turmoil, speech at 45th meeting of Central Bank Governors of the American Continent (May 8-9).
- Hördahl, P & M. King (2008) Development in Repo Markets during the Financial Turmoil, *BIS Quarterly Review* (December).
- Kurishnamurthy, A et al., (2012) *Sizing Up Repo*, Stanford University (November).
- McCulley, P.A. (2008) A Reverse Minsky Journey, in Credit, Market and the Real Economy : Is The Financial System Working? Proceedings, The Levy Institute of Bard College (April).
- Nersisyan, Y. & L.R. Wray (2010) The Global Financial Crisis and the Shift to Shadow Banking, Levy Economic Institute, Working Paper (February).
- Polan, R. & A. Nesvetalova (2013) The Governance of the Black Holes of World Economy : Shadow Banking and Off-shore Center, City University London (March).
- Potsar.Z (2008) The Rise and Fall of the Shadow Banking System, Moody's, *Regional Financial Review* (July).

- Potsar, Z. (2013) Shadow Banking, FRB of New York, *Economic Policy Review* (forthcoming).
- Potsar, Z. et al. (2010) Shadow Banking, FRB of New York, Staff Report (July).
- Potsar, Z. & M. Singh (2011) The Nonbank-Bank Nexus and the Shadow Banking System, IMF Working Paper (December).
- Stewart, J. (2013) Low Tax Financial Centers and the Financial Crisis : The Case of the Irish Financial Services Centre (January).
- Troost, A. & N. Liebert (2009) *Trillion Down the Drain of Tax Haven and Shadow Banks*, Blätter für deutsche und international Politik (Mai).
- Turner, A (2012) Shadow Banking and Financial Stability, Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation (April 6).
- U.S. Senate, Permanent Subcommittee on Investigations (2011) *Wall Street and the Financial Crisis : Anatomy of a Financial Collupse*.

