

第3章 規制強化とマーケットへの影響

—証券化市場とシャドーバンキング市場に関して—

Strengthened Financial Regulation and its Impact on the Japanese Markets Securitization and Shadow banking markets

原 田 喜 美 枝

1. はじめに

グローバル金融危機以降、各国・地域の金融規制当局やバーゼル銀行監督委員会（BCBS）をはじめとする国際的な主体が金融規制改革案を提出し、金融規制や金融システムのあり方が議論され、強化されている。金融規制体系の構築は経済活動のインフラであり、近年の金融規制強化がマーケットに与える影響についての懸念も寄せられている。

金融規制案については、市場参加者からの意見だけでなく、業界団体からの意見書もあり、ある国が別の国の規制案に意見することもある。また、金融規制案は各国・地域だけでなく、BCBSといった国際的な主体からも提出され、複雑化している。さらに、法制規則の改正が実現し規則は作られたものの、ノーアクションレターによって特定の商品や金融機関の行為が規則対象とならない等形骸化されることもあり、規制の全容を把握するのは難しくなっている。¹

本稿では、グローバル金融危機後の広範な規制強化の流れの中からシャドーバンキングと証券化に関する規制を中心に概観する。グローバル金融危機の震源は、米国におけるサブプライム住宅ローン問題があり、ひいては米国における証券化の発展と投資銀行によるリスクテイク行動の問題があったことは明らかであり、シャドーバンキングと証券化に関する規制を中心に議論する。

具体的には、日米における証券化に関する規制強化の動き、その後導入された規制強化の揺り戻しの動きを調べることにより、金融規制の目的を整理する。そして、規制が実体経済や金

1 ノーアクションレターとは、米国証券取引委員会（SEC）が具体的な行為について連邦証券諸法に違反するかどうか照会を受けたとき、スタッフの見解として回答する文書のことを指す。日本で類似の制度としては、金融庁による「法令適用事前確認手続（ノーアクションレター制度）」がある（詳細は <http://www.fsa.go.jp/common/noact/>参照）。

融市場に与える影響等を考察する。

本稿の構成は以下の通りである。続く第2節では、日本におけるシャドーバンキングと証券化に関連する規制について考察する。その際、まず邦銀の証券化関連商品における損失について明らかにする。続いて、日本の証券化市場について、米国市場と比較しつつ概観する。証券化批判までの流れを整理し、日本におけるシャドーバンキングと証券化に関する規制を考察する。第3節では、危機の震源地である米国における規制強化の動きについて考察する。規制強化と並行して規制の揺り戻しの動きがあることを示す。欧州では、最近、証券化を擁護する動きがでてくることについても触れる。第4節では複雑化する規制の弊害について考察し、最後に新しい金融規制への懸念をまとめる。

2. 日本におけるシャドーバンキング・証券化関連の規制²

2.1 日本における証券化関連商品の損失

日本の銀行におけるサブプライムローン関連の証券化関連商品の損失は大きなものではなかった。表1は2007年から2009年の期間において、日本の銀行部門が310億ドルの損失を被ったことを示している。この損失は米国の損失（7,090億ドル）や欧州（英国及びユーロ地域）の損失（8,470億ドル）と比較すると極めて小規模であったことがわかる。

表1 金融危機の損失比較（単位：10億ドル）

	確定した償却損・引当額 (2007. Q2~2010. Q2)	今後見込まれる償却損・引当額 (2010. Q3~Q4)	累積損失率 (%)
日本	31	n.a.	n.a.
米国	709	169	7
英国	375	56	5.2
ユーロ地域	472	158	2.8
その他一部欧州	82	74	3.9
アジア	23	92	1.5

出所：大山（2011）『バーゼルⅢの衝撃』p4を基に筆者作成。

日本の銀行部門の証券化商品の保有額とサブプライム関連商品等の保有額を示したのが表2である。表4Aによれば、2008年3月末時点において、日本の大手行等の証券化商品保有総額は1兆6,020億円であり、これはTier 1資本額の71.6%に相当した。同じく、同時点における地域銀行の証券化商品保有総額は1兆8,970億円であり、Tier 1資本額の14.7%に留まり、大

² 本節は、鯉淵・櫻川・原田・星・細野（2014）、Harada et al.（2011）、原田（2014）を参考にして
いる。

手行等と比較して地域銀行の証券化商品保有は小規模であったことがわかる。表2Aでは、証券化商品に関連して発生した銀行部門の累積損失も示されている。2010年3月時点で、大手行等は2兆2,200億円、地域銀行は2,110億円の累積損失を計上している。

証券化商品等に関する累積損失が極めて限定的なのは、日本の銀行部門が米国の金融機関によって組成されたサブプライムローンに裏付けにした証券化商品やそれを再加工した証券化商品といった、グローバル金融危機で最も損失をもたらした証券化商品をほとんど保有していなかったためである。表2Bをみるとこの点は明らかである。2007年12月のピーク時でさえ、大手行等は1兆3,880億円(Tier 1資本額の5.5%)しかサブプライム関連商品を保有しておらず、地域銀行のサブプライム関連商品保有はさらに小さく、最大でも2007年9月期の1,150億円(Tier 1資本額の0.9%)に留まっていた。

表2 邦銀の証券化・サブプライム関連商品の保有額

A. 証券化商品等の保有額

(単位：10億円)

四半期末(年/月末)	2007年9月	2007年12月	2008年3月	2008年6月	2008年9月	2008年12月	2009年3月	2009年6月	2009年9月	2009年12月	2010年3月	2010年6月	2010年9月
大手行等			18,602	19,410	18,412	15,823	15,138	14,770	13,923	13,768	12,824	11,759	11,102
(Tier1資本額に対する(%))	-	-	(71.6)	(74.7)	(70.9)	(60.9)	(65.0)	(63.4)	(59.7)	(59.1)	(41.8)	(38.3)	(36.2)
2007年4月以降の累積実現損失	-	-	1,243	1,243	1,512	1,859	2,144	2,226	2,192	2,175	2,216	2,244	2,220
地域銀行			1,897	1,788	1,672	1,513	1,389	1,307	1,217	1,167	1,097	1,044	945
(Tier1資本額に対する(%))	-	-	(14.7)	(13.9)	(13.0)	(11.8)	(10.6)	(10.0)	(9.3)	(8.9)	(8.0)	(7.6)	(6.9)
2007年4月以降の累積実現損失	-	-	111	110	149	191	208	216	214	215	212	209	211

B. サブプライム関連商品等の保有額

(単位：10億円)

四半期末(年/月末)	2007年9月	2007年12月	2008年3月	2008年6月	2008年9月	2008年12月	2009年3月	2009年6月	2009年9月	2009年12月	2010年3月	2010年6月	2010年9月
大手行等	1,246	1,388	933	876	719	496	397	259	306	288	325	300	281
(Tier1資本額に対する(%))	(4.9)	(5.5)	(3.6)	(3.4)	(2.8)	(1.9)	(1.7)	(1.1)	(1.3)	(1.2)	(1.1)	(1.0)	(0.9)
2007年4月以降の累積実現損失	122	399	652	679	727	842	916	953	958	946	941	958	949
地域銀行	115	80	54	50	46	39	31	28	21	20	19	16	15
(Tier1資本額に対する(%))	(0.9)	(0.6)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
2007年4月以降の累積実現損失	9	28	46	46	47	48	52	52	53	54	54	54	54

出所：金融庁ウェブサイト「FSF報告書における先進的開示事例を踏まえた我が国の預金取扱金融機関の証券化商品等の保有額等について」及び「わが国の預金取扱金融機関のサブプライム関連商品の保有額等について」

注1) 「大手行等」には主要行、農林中央金庫、新生銀行、あおぞら銀行、新たな形態の銀行、外銀信託等を含む。「地域銀行」には、協同組織金融機関(信用金庫、信用組合、労働金庫、信農連、信漁連など)を含まない。

注2) 「証券化商品等」とはCLO、CDO、RMBS、CMBS、レバレッジド・ローンを含む。「サブプライム関連商品等」とは、サブプライムローンを原資産とするABS及びそうしたABSを原資産に含むCDOなどの金融商品等を指す。

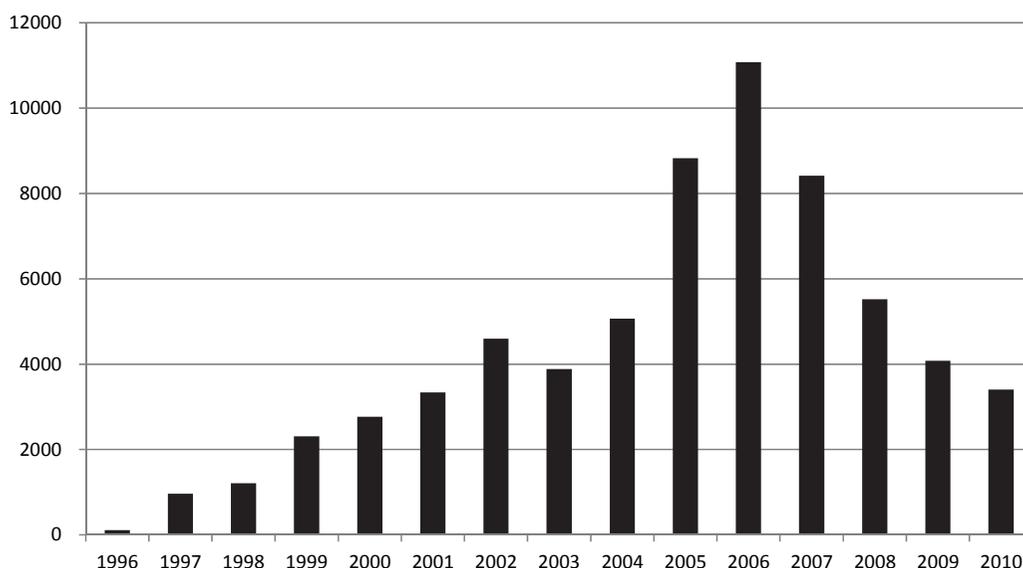
米欧の銀行部門と比較して、邦銀が証券化商品の保有から被った損失が小規模だったことは明らかである。

2.2 日米の証券化市場比較

日本の証券化商品市場は90年代半ば以降拡大し、投資家による証券化商品への投資も増えていた。また、日本の証券化商品市場では、米国の市場で2000年代後半に見られた投げ売りや価格の大幅な下落はなかった。

図1は、日本の証券化商品の発行額である。日本の証券化市場は1994年に始まり、2006年に新規発行総額は11兆円に達し、同年の普通社債発行総額を上回る水準となった。米国における資産担保証券の発行額の推移を示した図2と比較すると、発行額の推移は非常に似ていたことがわかる。また、2006年のピーク時において、日本の証券化商品の発行規模は、米国の約9分の1であったといえる。

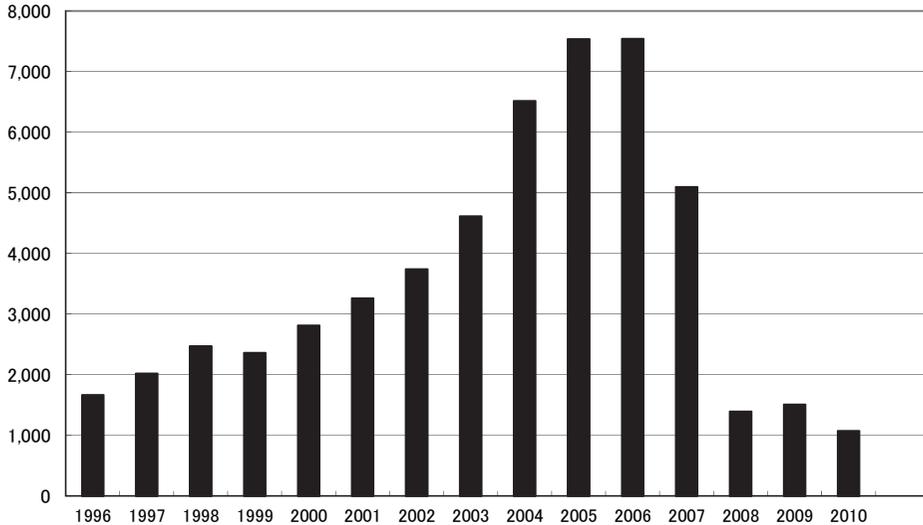
図1 日本の証券化市場の発行額（億円、暦年）



出所：ドイツ証券「セキュリタイゼーション各号を基に筆者作成。

注) 日本で流通したCDOsは海外で組成されたもののみであるため、この図には含まれていない。

図2 米国証券化市場の発行額（億ドル、暦年）



出所：Security Industry and Financial Market Associationを基に筆者作成。

発行金額に占める原債権毎の比率を表3・表4からは日米証券化市場の違いが明らかになる。住宅ローン債権の証券化商品は、2006年に米国証券化市場の64%を占めていたが、翌2007年には43%に減少している（表3）。³ その後さらに急減し、2008年は約3%、2009年は約1%となり、住宅ローン債権を裏付けにした商品の市場は激減したことがわかる。一方、日本の証券化市場では、2007年以降も住宅ローンを裏付けにした証券化商品は市場のかなりの部分を占めている（表4）。米国では2007年から2009年にかけて住宅ローンの比率は43%から1%にまで劇的に変化したが、日本ではこの比率は43%から54%へとむしろ上昇している。日本でも2006年を境に発行額は急減したが、住宅ローン債権が原因ではないことは明らかである。^{4 5}

3 日本の住宅ローン債権を裏付けにしたRMBSに類似の商品は米国ではホーム・エクイティ・ローン（home equity loan, HEL ABS）と呼ばれることが多い。江川（2007）では次のように解説されている（3ページから4ページにかけての記述）。ホーム・エクイティ・ローンは、文字通りには住宅の担保余力に依存したローンという意味であり、すでに住宅を保有する人が自宅を担保に用途自由のローンを借り入れることを連想されがちだが、実体は、その大半が住宅の購入目的または既存の住宅ローンの借り換え目的のものであり、文字通りの意味は失われていた。住宅ローンの証券化商品は一般的にMBSまたはそれにRを付してRMBSと呼ばれるが、ホーム・エクイティ・ローンの証券化商品はHEL ABSと呼ばれることが多かった。（中略）ところが、サブプライムという用語が急速に普及したため、HEL ABSもサブプライムRMBSと呼ばれることが一般化した。

4 日本の証券化市場で発行金額が減少した要因は複合的である。2007年3月から導入されたバーゼルⅡ、日本に固有の商業用不動産価格の下落とCMBS（Commercial Mortgage Backed Securities、商業用不動産担保証券）の借り換え問題（リファイナンス・リスクの顕在化）、そしてグローバル金融危機後の規制強化などが考えられる。日米証券化市場の比較については原田（2014）参照。

5 ただし、米国の数字には、優良借手への住宅ローン（プライム住宅ローン）を裏付けにしたものは含まれていないため、RMBSを含む日本の数字と直接比較できないことには注意する必要がある。

表3 米国証券化商品の裏付け資産 (%)

年	自動車	クレジット・カード	設備	住宅ローン	マニュファクチャード・ハウジング	その他	学生ローン
1996	19.9	29.2	7.4	21.6	4.8	12.0	4.8
1997	18.0	20.0	4.1	32.5	4.7	14.2	6.2
1998	15.9	17.4	4.1	33.9	4.8	19.5	4.1
1999	18.2	17.2	5.3	31.6	6.3	16.5	4.7
2000	23.9	20.3	4.0	26.4	4.0	14.6	6.5
2001	21.5	21.0	2.6	34.4	2.1	13.6	4.5
2002	23.7	18.8	1.7	40.3	1.2	6.7	7.4
2003	16.4	14.4	2.0	49.6	0.0	8.0	9.3
2004	10.2	8.2	1.3	65.2	0.0	7.5	7.3
2005	11.2	9.0	1.3	61.1	0.0	8.7	8.3
2006	10.8	8.8	1.1	64.1	0.0	5.9	8.9
2007	14.5	19.5	1.1	42.5	0.0	10.1	12.0
2008	25.9	42.3	2.2	2.7	0.2	6.3	20.2
2009	41.5	30.5	5.0	1.3	0.0	6.7	14.6
2010	53.8	6.9	7.0	3.2	0.0	12.4	16.4

出所：Securities Industry and Financial Markets Association (2011) を基に筆者作成。

表4 日本の証券化商品の裏付け資産 (%)

年	リース債権	クレジット債権	消費者ローン	住宅ローン	不動産	CDO	その他
1996	18.0	27.0	0.0	0.0	12.3	22.1	20.5
1997	20.7	12.1	0.8	3.3	3.5	51.0	8.7
1998	28.0	23.5	1.8	0.0	4.9	36.0	5.7
1999	26.1	28.7	4.4	2.3	12.0	23.4	3.1
2000	23.3	16.6	2.5	15.8	21.0	4.6	16.2
2001	25.0	16.7	15.8	14.5	18.0	7.0	2.9
2002	20.3	10.9	12.1	22.3	12.8	15.3	6.3
2003	16.2	16.8	8.8	22.9	14.3	18.0	2.9
2004	15.0	7.7	6.8	45.6	14.1	7.2	3.6
2005	11.0	6.3	3.3	50.3	16.4	5.6	7.1
2006	7.2	3.7	1.6	51.9	13.6	4.4	17.6
2007	9.7	6.1	4.5	43.0	25.8	3.8	7.0
2008	13.3	8.3	9.7	45.9	12.5	6.5	3.9
2009	12.4	10.2	4.6	54.2	10.5	2.6	5.6
2010	5.2	12.5	6.8	50.7	5.9	6.6	12.3

出所：ドイツ証券「セキュリティゼーション」各号を基に筆者作成。

日米の証券化商品市場の最も重要な相違は、オリジネーターである銀行の資金調達構造の違いにある。邦銀はリテールの預金を原資として貸出を行うと同時に、国債や証券化商品等の有価証券の運用を行っていた。これは証券化商品への投資資金をレポのような短期の調達手段によって賄っていた米欧銀と対照的である。

表5は、日本、米国、ユーロ圏の銀行の資金調達構造を比較している。欧州の銀行の負債に占める預金割合は50%程度と低く、米銀の場合は50~60%である。邦銀は75%以上が預金で賄われている。ホールセール市場からの資金調達は、邦銀では15%以下であるが、米欧銀の比率は2007年時点で約30%に達していた。

表5 資金調達

年度	日本			米国			ユーロ地域		
	預金	マーケットからの調達		預金	マーケットからの調達		預金	マーケットからの調達	
		その他金融機関	ホールセール		その他金融機関	ホールセール		その他金融機関	ホールセール
2007	77.5%	10.6%	11.9%	54.4%	14.7%	30.8%	51.1%	19.7%	29.3%
2008	76.7%	9.4%	14.0%	60.2%	10.2%	29.7%	52.8%	19.5%	27.7%
2009	77.0%	10.0%	12.9%	61.7%	12.5%	25.8%	55.1%	16.9%	28.0%
2010	74.3%	12.9%	12.8%	61.8%	12.5%	25.7%	54.6%	17.4%	28.1%

出所：www.moody.comを基に筆者作成。

米国では、多くの銀行が保有証券を担保にしたレポを通じて短期資金を調達し、自己勘定で取引を行った。担保証券の価値が大きく変動した時、銀行はレポ取引を通じて資金調達することが困難になり、代わりに保有証券を投げ売りせざるを得なかった。こうした投げ売りはさらに担保価値を下落させ、流動性危機を深刻化させた。

米国の証券化商品と違い、日本の証券化商品はグローバル金融危機後でさえ高格付けを維持した。表6は、日本で組成された証券化商品を格付け毎に分類している。2005年から2010年までの間、80~90%の証券化商品がAAAであった。米国の証券化商品は、グローバル金融危機後に急速に格下げされたが、日本の証券化商品の格下げは限定的であったことがわかる。表7の(A)・(B)では、縦方向に2008年当初の格付け、横方向に12か月後の格付けを示している。2008年の年初にAaaだった証券化商品が12か月後も同格付けであった割合は米国で77.59%であったのに対し、日本では99.87%であった。

表6 証券化商品の格付けの分布

	AAA	AA	A	BBB	BB
2005	84.3%	4.8%	6.3%	3.1%	0.9%
2006	73.3%	3.1%	17.3%	5.5%	0.8%
2007	82.4%	4.6%	8.5%	3.7%	0.8%
2008	85.3%	4.0%	8.1%	2.0%	0.6%
2009	86.3%	8.6%	3.9%	1.3%	0.5%
2010	79.8%	6.0%	13.5%	0.5%	0.2%

出所：ドイツ銀行「セキュライゼーション」各号を基に筆者作成。

表7 証券化商品の格付年間遷移（2008年）

(A) 米国

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	72.59%	7.50%	6.76%	5.61%	3.04%	1.82%	2.68%
Aa	0.92%	51.37%	7.66%	6.29%	5.24%	8.90%	19.62%
A	0.19%	0.83%	54.33%	8.30%	5.42%	7.34%	23.60%
Baa	0.02%	0.06%	0.77%	50.08%	5.41%	6.97%	36.69%
Ba	0.02%		0.06%	0.55%	49.90%	3.41%	46.06%
B				0.09%	0.09%	44.30%	55.51%
Caa 以下						0.14%	99.86%

(B) 日本

	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	99.87%	0.13%					
Aa	3.91%	96.09%					
A	3.81%	3.33%	90.95%	1.43%	0.48%		
Baa	4.50%		2.00%	89.00%	3.50%	1.00%	
Ba		0.01%			91.57%	7.23%	
B						87.50%	12.50%
Caa 以下							100.00%

出所：Moody's Investors Services (2008), "Structured Finance Rating Transitions: 1983-2008".

2.3 証券化批判までの流れ

サブプライムローン問題に関連する形で証券化が注目されるようになったのは2007年頃からである。サブプライムローン問題の発端は、米国の住宅バブルが崩壊し、ローンの借り手の延滞率が高まり、信用リスクが顕在化したことにある。米国の住宅ローン（とりわけサブプライムローン）は証券化されていたが、一部は再加工されて別の証券化商品として売られていた。

これら商品が大量かつ大幅に格下げされ、保有していた投資家である欧米の銀行、流動性補完ファシリティを提供していた銀行が経営危機に直面することとなった。

証券化が批判された背景には幾つかの理由が考えられる。ひとつには、大量かつ大幅に格下げされた証券化商品を保有していたのが欧米の銀行が傘下に保有する投資会社だったことがあげられる。銀行が簿外で投資活動を行い、銀行本体の経営問題となったのである。傘下の会社の代表的な構造はSIV (Structured Investment Vehicle) と呼ばれる投資ファンドであった。典型的なSIVは、短期のABCP (Asset Backed Commercial Paper) を発行して得た資金で中長期の証券化商品を購入していた。

通常、ABCP自体は満期が短く、リスクも利回りも低めの商品とみなされるため、SIVが発行していたABCPはMMF (Money Market Fund、マネー・マーケット・ファンドは日本語では投資信託と訳される) 等が購入していた。⁶ 米国のMMFは個人が広く利用する商品であり、CPやCD (Certificate of Deposit) 等の短期の金融商品に投資をする安全性の高いオープン・エンド型の投資信託商品であったが、この商品に元本割れが生じ、危機が拡大したことも理由である。そして、金融監督、規制当局の不備が再確認されたことも3点目としてあげられる。

CDO (Collateral Debt Obligation) を始めとする証券化商品が悪者扱いされると、メディアでは、ABCPも含め証券化商品一般が危険な商品として扱われることが増えた。しかし、ABCPは古くから利用されてきた証券化の一形態であり、商品性自体に問題があったわけではない。ABCPは、例えば、保有する金銭債権等を売却することで資金調達を行うアセット・ファイナンスの手法として、企業の資金調達手段の多様化やバランスシートのスリム化も行うことができる金融商品として古くから利用されてきた。伝統的にみても、ABCPは信用力の高い売掛債権等を用いた企業の資金調達手段であり、事業会社がオリジネーター、金融機関が投資家となって商品を購入する形であった。

2007年以降に問題視されるようになったABCPは、金融機関の資金調達手段として機能していた。金融機関の傘下にあるSIVが投資家から資金を集める手段としてABCPを発行し、CDO等の証券化商品で運用していた。

住宅ローンの証券化商品は通常、MBS (Mortgage Backed Securities) やRMBS (Residential Mortgage Backed Securities) と呼ばれる。米国では伝統的にHEL ABS (Home Equity Loan の頭文字と証券化商品ABS (Asset Backed Securities) の合成) と

6 MMFは公社債 (国債、地方債、政府保証債、社債) やCPなどの短期金融商品が運用の中心であり、リスクを低く抑えながら安定した収益確保を目指す商品である。

日本でMMFと略される商品は、マネー・マネージメント・ファンド (Money Management Fund) であり、追加型公社債投信のことを指す。米国で生まれたMMFを参考に日本で作成され、1992年から認可されたのが日本のMMFである。

呼ばれていた。米国では住宅ローンの6割程が証券化されており、サブプライムローンに至っては証券化比率が7割から8割に上っていた（高橋（2010））。これら住宅ローンの証券化商品の一部がCDOと呼ばれる商品に再加工されていて、原債権の住宅ローンからのキャッシュフローが滞ると一斉に格下げされた。

これらの商品に投資をしていた銀行傘下のSIVは急いで保有資産を売却したが、多大な損失を被ることとなった。大量かつ大幅に格下げされた問題のある証券化商品に投資をしていたのは、2.1節で示されているように主に欧米の投資家であった。

証券化商品への投資を行っていたのは、シャドーバンキングと呼ばれる影の銀行システム（具体的には銀行傘下のSIV等）であったことから、シャドーバンキングが問題視されるようになった。欧米の大手金融機関では、連結決算の対象から外せる傘下のペーパーカンパニーが簿外で資金調達を行っていたが、巨額の損失を被るまで実体が明らかにならなかった。規制の対象外が肥大化したことに関連して、金融規制や金融監督の在り方も問題視された。

高橋（2010）によると、証券化への批判は大きく5つに分類される。第一に、証券化商品を介して、世界中の資金が米国に流入し、住宅ローンの貸出の原資になったとする見方である。第二に、証券化は債権を直ちに売って原債権のリスクを移転していくモデルであり、関係者のモラルハザードを招きやすいとする批判である。第三に、再加工されたCDO等はリスクの所在とその程度が追跡できず、投資家の疑心暗鬼を招いたとする意見もある。そして、第四に、リターンが高くリスクが低い証券化商品の内容を吟味せずに購入したことによりリスクが世界中に拡散したとする考え方もある。最後に、投資家が証券化商品の投資から一斉に手をひいたため、短期間に市場が機能不全となり問題が大きくなったとする批判である。

原債権のリスク、再加工のリスクについては多くの文献で検証されている。例えば、藤井・竹本（2009）は、サブプライムローン等の住宅ローンを裏付けにした証券化商品を再加工したCDOのリスク特性をシミュレーションし、再加工するほど（証券化が繰り返されるほど）リスクが高まることを明らかにしている。

上記のような複雑な証券化商品に対する批判だけでなく、シャドーバンキングの規制のあり方なども問題視され、世界的に、金融規制、金融監督の強化が図られるに至った。

2.4 日本のシャドーバンキング

シャドーバンキングとは、伝統的な金融仲介事業の外で行われる銀行類似の金融仲介システムのことであり、米国で発展してきた。小立（2013）によると、シャドーバンキングという言葉が用いられるようになったのは、カンザスシティ連邦準備銀行が2007年に開催したシンポジウムであった。グローバル金融危機を拡大させた元凶のひとつと認識されているシャドー

バンキングに定義を与えているのはFSB（2011）である。⁷ FSB（2011）では、冒頭の3ページ目に“the system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system”と定義している。「通常の銀行システムの外にある事業体や活動を含む信用仲介のシステム」がシャドールバンキングであるといえる。

通常の銀行システム外で行われる金融仲介としては様々なものがあり、証券化による金融仲介もこのシャドールバンキングに一部内包されており、両者は区分せずに議論されることもある。本節では米国で発展してきたこの金融仲介システムの概要を示したうえで、日本における類似システムについて考察する。シャドールバンキングと証券化に関する規制は次節で扱う。

「Global Shadow Banking Monitoring Report 2013」⁸によると、米国のシャドールバンキングシステムは依然として世界で最大の規模となっている。近年、FSBから毎年出版されるこのレポートでは、各国の資金循環統計を利用して、世界のシャドールバンキングセクターの大きさを推計している。米国のシェアは2005年末に44%だったが、金融危機後の2011年末には35%へ減少、2012年末には37%へと微増している（表8参照）。米国、ユーロ圏、英国のシェアを合計すると世界の80%を占める。この表中で、日本のシャドールバンキングセクターのシェアはわずか5%に過ぎない。

表8 各国シャドールバンキングの世界全体に占める割合

	2011年	2012年
米国	35%	37%
欧州	33%	31%
英国	14%	12%
日本	6%	5%
スイス	2%	2%
韓国	2%	2%
香港	1%	1%
中国	2%	3%
カナダ	2%	2%
ブラジル	2%	2%
オーストラリア	1%	1%

出所：FSB(2013)、FSB(2012)

FSBによる世界のシャドールバンキングの推計は、その他金融仲介機関（Other Financial

7 本稿では公的機関であるFSBの定義を利用しているが、実際には様々な定義が混在している。シャドールバンキングセクターをどのように計測するかも一様ではない。

8 http://www.financialstabilityboard.org/publications/r_131114.pdf

Intermediaries) を調査対象としており、その他金融仲介機関の規模は2002年の26兆ドルから2007年には62兆ドルへと拡大、2008年はわずかに縮小するが、2011年には67兆ドル、2012年には71.2兆ドルへとさらに拡大している。⁹ 米国の規模は26兆ドル、欧州は22兆ドルであるのに対し、日本は4兆ドルとなっている。

FSB (2013) によると、その他金融仲介機関とシャドーバンキング部門に占める内訳は、その他投資ファンド (other investment fund) 35%、証券会社 (broker-dealers) 12%、ストラクチャード・ファイナンスの事業者 (Str. finance vehicles) 8%、金融機関 (Finance cos) 8%、MMF (MMFs) 6%などであり、9つの主なサブセクターに分けられている (FSB (2011) では6分類であったがその後細分化が進んだ)。

世界のシャドーバンキングセクターで5%を占めるにすぎない日本のシャドーバンキングセクターであるが、その規模は4兆ドルである。シャドーバンキングセクターとして含まれているのはその他金融機関であるが、FSBによる分類と同様の統計が日本には存在しない。小立 (2013) は日本銀行の「資金循環統計」を用いて、日本のその他金融機関の内訳を推計している (表9参照)。¹⁰ 日本でシャドーバンキング部門に分類されるのは、証券投資信託、ブローカー・ディーラー (証券会社を含む)、ノンバンク (ファイナンス会社、特別目的会社・信託を含む) であり、これらが合計されている。

表9 日米欧のシャドーバンキングセクター

	日本	米国	欧州
その他金融仲介機関 (シャドーバンキングセクター)	12%	43%	27%
	306兆円	28兆ドル	16兆ユーロ
保険・年金基金	22%	28%	13%
	529兆円	18.3兆ドル	7.3兆ユーロ
預金取扱機関	66%	29%	60%
	1,637兆円	19.3兆ドル	35.5兆ユーロ

出所：小立(2013)

9 その他金融機関には、銀行、保険、年金、公的金融機関、中央銀行等 (banks, insurance companies, pension funds, public financial institutions, central banks, or financial auxiliaries) に分類されない全ての金融機関が含まれている。

10 日本銀行の資金循環統計の「その他金融仲介機関」には公的金融機関が含まれており、小立 (2013) では、その他金融仲介機関から公的金融機関を除いた数字を求めている。

日本の金融システムにおけるその他金融仲介機関の存在は12%であるのに対し、預金取扱金融機関の占める割合は66%となっており、銀行等の預金取扱金融機関の存在感が大きい。しかし、この12%という数字をシャドーバンキング部門の大きさと言えるかどうかは疑問の残るところである。世界のシャドーバンキング部門の規模でさえ、正確にとらえることは難しく、FSB（2011）はシャドーバンキング部門のモニタリングに必要な手順3つを示している。それによると、スキャンし幅広くマッピングすることが第一のステップであり、続いてシステムリスクや金融機関の規制上の裁定（regulatory arbitrage）行動が発生するシステムを特定し、最後に特定の事業者、市場、商品について精査することとなっている。この手順に従えば、日本の数字は第一段階のものと考えられる。

2.5 日本の証券化・シャドーバンキング関連の規制

新たな規制の中で最も注目されているものとして、自己資本比率規制強化に関する動きがある。グローバル金融危機後の自己資本比率規制としては、2009年7月にバーゼルⅡの強化案として「バーゼルⅡの枠組みの強化に関する最終文書」が発表されている。¹¹ 続く2010年12月にはバーゼルⅢのテキストと定量的影響度調査の結果が公表されている。バーゼルⅢが銀行に与える影響については、花崎（2013）、淵田（2011）、小立・磯部（2011）、大山（2011）等幾つもの文献で議論されている。本稿では自己資本比率規制の中でもシャドーバンキングと証券化に関連する規制について概観する。

自己資本比率規制で証券化に関する規制が強化された背景には、米国市場における銀行行動に問題がある。ひとつには、銀行傘下にあるSIVが満期の短いCPを発行して投資家から資金を集め、中長期資産であるCDO等の証券化商品に投資をしていたことが挙げられる。ABCP（通常のCP）は、格付けの良い銀行から流動性補完ファシリティの供与を受けている。これは、ABCPの発行が困難になった場合等の問題が生じたときに銀行が肩代わりする義務を負うものである。何も問題が生じなければ銀行は手数料収入を得るだけである。米国CP市場で流動性補完ファシリティが実行されることは2007年までほぼ皆無であった（江川（2007））が、2007年以降に流動性補完ファシリティ実行されるようになると、欧米の大手銀行の資金繰りが圧迫されるようになった。

別の背景として、大手銀行がトレーディング勘定で証券化商品を大量に保有していたために、証券化商品の大量格下げによって経営危機に直面したこともあげられる。また、再加工されたCDOに投資していた銀行が多大な損失を被ったこともあげられる。以上のような背景から、

11 バーゼルⅢに移行する前段階におけるバーゼルⅡの修正版と呼ばれる。

2008年以降、証券化に関する自己資本比率規制の見直しが進められることとなった。

証券化に関連する自己資本比率規制としては、再証券化（Resecuritisation）のエクスポージャーに高いリスク・ウェイトが課されたこと、証券化商品をバンキング勘定で保有する場合と同等かそれ以上のリスク・ウェイトがトレーディング勘定に適用されたこと、内部格付手法を利用する銀行に信用リスク評価の運用基準（Credit risk assessment criteria）が導入されたこと等がある。バーゼルⅢに関しては、証券化の枠組みに関するより抜本的な見直しはまだ継続中である。¹²

証券化に関する見直し部分は欧米の金融機関の経営危機を経て見直しされてきたが、日本の銀行に同様の規制が必要かどうかは考察に値する。日本の証券化市場は米国の証券化市場とはほぼ分断されていることに加え、米国市場で問題になったような複雑な商品は組成されていない。また、欧米の銀行が経営危機に瀕した際に保有していた証券化商品を日本の銀行はほとんど保有していなかった。それにも関わらず、欧米と同様の規制強化策の実施が検討され、導入が進められている。

例えば、再証券化された証券化商品であるCDOは日本にはごく少数しか存在しないし、トランシェを細かく分けたような商品も存在しない。しかし、日本における銀行の健全性規制として「再証券化取引」を「証券化取引のうち、原資産の一部又は全部が証券化エクスポージャーである取引をいう」と定義し、規制が導入された。「再証券化エクスポージャー」という新たなカテゴリーがバーゼル委員会で導入された背景には、再証券化された多額の証券化商品が米国で発行されたからに他ならない。日本には同種の商品はほぼ存在しなかったが、足並みをそろえる形で「再証券化エクスポージャー」規制が導入されたといえる。その結果、米国の再証券化された証券化商品とは明らかにリスク特性が異なる証券化商品（過去に組成された既存の証券化商品）が該当することとなり、告示により「該当しないもの」が示されることとなった。

欧米諸国と類似の規制強化策を導入しなければ危険な商品が輸入される可能性はあるかもしれないが、逆に厳しすぎる規制により日本の証券化商品の流通市場に悪影響が及ぶ可能性もある。証券化商品というだけで保有に高いリスク・ウェイトが適用されるとトレーディング勘定で保有するコストが高くなり、相対的にみて証券化商品を保有するメリットが薄れる懸念があるだろう。

自己資本比率規制以外に証券化市場と関連のある規制としては、監督指針の改正、金融検査マニュアルの改正、日本証券業協会の自主規制、企業会計基準委員会の連結範囲の見直し等がある。

12 2013年12月に「証券化商品の資本賦課枠組みの見直し」（Revisions to the securitisation framework）の第2次市中協議文書が公表され、2014年3月までコメントが集められた。

金融庁による「主要行等向けの総合的な監督指針」や「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」の改正により、証券化商品のリスク管理はより強化されている。例えば、2009年8月には「中小・地域金融機関向けの総合的な監督指針」が改正され、監督上の視点として、証券化商品等のクレジット投資のリスク管理として、証券化商品の適切な価格評価、商品内容の適切な把握、市場流動性のリスク管理に留意が必要との項目が追加された。

金融検査マニュアルでは、態勢編・第一種金融商品取引業者において、いわゆる証券会社に対して、証券化商品を販売する際には、日本証券業協会の自主規制規則を踏まえた態勢の整備、証券化商品の追跡可能性（トレーサビリティ）を確保することが追加されている。証券化商品の組成・引受についても、十分な引受審査が必要であると述べられている。

日本証券業協会の自主規制とは、証券会社の業界団体である日本証券業協会が自主規制規則としてまとめたものである。証券化商品の追跡可能性を確保することを目的として、裏付けになっている原資産やリスク開示の態勢整備を要請している。この他、会計基準の見直しも進められている。証券化のメリットのひとつとして、裏付け資産をオリジネーターのバランスシートから切り離すオフバランス化が挙げられる。1997年頃に大手銀行が会計期末をまたいで貸出債権のオフバランス化を行っていたことはよく知られていたが、今後はオフバランス化が認められる要件が厳しくなる見込みである。サブプライムローンに裏付けにしたRMBSや、RMBSを再加工したような証券化商品が日本に存在していれば、上記のような変更も意味を持つと考えられるが、現実はそうではない。

シャドーバンキングに関する規制については5つの分野が挙げられており、そのひとつが先に述べた証券化である。2011年11月のカンヌ・サミットにおいて合意されている。シャドーバンキングの5分野で、残る4分野は、①銀行のシャドーバンキングへの関与、②マネー・マーケット・ファンド、③貸株・レポ取引、④その他のシャドーバンキング主体となっている。①銀行のシャドーバンキングへの関与に関しては、BCBSが2013年に「銀行のファンド向けエクイティ出資に係る資本賦課」にて提言を策定しており、②マネー・マーケット・ファンドに関しては、2012年にIOSCOが「MMFに関する政策提言」を行っている。③貸株・レポ取引および④その他のシャドーバンキング主体に関しては、FSB（2013）にて既に提言がなされている。残された作業はまだあるが、シャドーバンキングに関する国際的な提言作業は最終化されているものが多い。たとえば、証券化に関しては、IOSCOから2012年に最終報告書が提出されている。証券化商品の原資産リスクをオリジネーターが一部保有すること、透明性を向上させ、標準化のあり方を検討すること等が提言された。これに基づき、日本では、先に述べたように、日本証券業協会の自主規制により検討が進められている。

しかし、証券化以外の分野では目立った動きがないのが日本のシャドーバンキングセクター

である。杉田（2012）は、MMF等については以前から規制整備が進んでいたため、大きな見直しの対象にはなっていないと述べている。日本のMMFは米国のMMFとは異なり、個人投資家を対象にする追加型公社債投資信託であり、換金性が高いのが特徴である。¹³ また、日本におけるレポ取引の担保証券は99%が国債であり（日本銀行（2013））、FSBで議論されている担保の掛け目（ヘアカット）率に規制を設けたところで、該当する取引は非常に限定的である。

上の①銀行のシャドーバンキングへの関与に関しては、Pozsar et al.（2012）で議論される銀行内シャドーバンキング（Internal shadow banking sub-system）と銀行外シャドーバンキング（external shadow banking sub-system）のふたつがあるとするれば、銀行内部で行われるシャドーバンキングに関連する活動に関する規制とみることができよう。Pozsar et al.（2012）は、銀行内シャドーバンキングが次のような仕組みで成り立っていると説明している。金融持株会社（FHC）傘下の商業銀行がローンを実行すると、そのローンは、同じく傘下の証券会社が組成するオフバランスに設けられた事業体（Conduit）に移される。次に、証券会社は倒産隔離されたSPVにローンを譲渡して、SPVが証券化を行う。SPVは安全な資産としてABCPを発行し、子会社である商業銀行がSPVに流動性補完を行い、ABCPの安全性を高める。このほかにも金融持株会社傘下の会社による複数のSPVが様々な投資を行っている。商業銀行はローンを実行するだけであるが、それがオフバランス化されたことに問題の根源があるとする議論である。¹⁴

翻って、日本では銀行ローンが第三者に譲渡されることを債務者が嫌う傾向にあり、債務者の理解を得るのが難しいなどの相違点があった。¹⁵ 米国の金融持株会社が利用していたスキームは非常に限られている。総じて、米国のシャドーバンキングセクターで問題にされるような金融仲介は日本では非常に限られていた。

3. 欧米における規制強化の動きと揺り戻しの動き

グローバル金融危機後、シャドーバンキング部門に関する監視・規制強化が進んできたが、

13 日本では2001年にMMFの元本割れが問題になった。当時は、マイカル債を組み入れたMMFやエンロン債を組み入れたMMFに元本割れが生じた。これを受け、投資信託協会は2002年に販売や運用ルールを見直し、組み入れる債券等に一定の格付を取得したものに限定している。

14 金融持株会社傘下の事業体の代表的な構造はSIV（Structured Investment Vehicle）と呼ばれる投資ファンドであった。典型的なSIVは、短期のABCPを発行して得た資金で中長期の証券化商品を購入していた。

15 銀行の貸出債権の証券化は、銀行自身のバランスシートの問題から90年代後半に利用されたが、その後の利用は進んでいない。また、貸出債権譲渡に関しては、債権譲渡に係る対抗要件の具備に関する問題もある。「債務者対抗要件」と「第三者対抗要件」のふたつがあるが、債権譲渡特例法の施行によって、第三者対抗要件の具備に関しては「譲渡登記」により具備することが可能となっている。ただ、銀行には債務者の預金等があることから、債務者対抗要件を具備しないリスクは残る。

規制強化の弊害や問題が列挙されるようになり、揺り戻し、規制緩和の動きがみられる。以下では主要な論点として、米国からは、証券化市場に対する直接的な規制としてドッド・フランク法のリスク保有義務付け規制を取り上げる。欧州に関しては、証券化商品に対する肯定的な動きについて取り上げる。

3.1 リスク保持義務規制

米国で2010年に成立したドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法（いわゆるドッド・フランク法）は、ボルカールールに基づく銀行のハイリスク取引の制限、FSOC（Financial Stability Oversight Council、金融安定監督協議会）設立等による金融監督の強化、円滑に破綻処理を行うための金融機関救済の制限、CFPB（Consumer Financial Protection Bureau、消費者金融保護局）の設立等による消費者保護の強化等、多岐にわたる内容となっている。金融機関の投機的取引やシステムリスクの顕在化等の問題に対処すべく制定された法律である。ドッド・フランク法にはこれらの他に証券化市場に対する直接的な規制としてリスク保有義務付け規制、格付会社に対する規制も含まれている。

なお、ドッド・フランク法は、広範な規制改革を対象としている大部な法律である。法律は制定されたが、実施・施行されている規制は多くない。法律の施行から3年経過した2013年6月現在、法制規則の改正が実現しているものは398件中158件であり、これは全体の39.7%を占めるに過ぎない。検討段階にあるものもあるが、127件（31.9%）もの規則がまだ着手すらされていない状況である。¹⁶

また、後述するように、規制改革は実施されても適用除外規定が設けられる等して適用除外となる取引も多い。2,000ページにも及ぶ法律が施行される影響について、証券化に関する規則を中心に考察する。

ドッド・フランク法におけるリスク保持義務規則はSection941において制度化されている。¹⁷ この規則は、ある資産を流動化、証券化しようとするときに、当該資産の残高をすべて投資家に販売してリスクを移転せず、原資産・担保資産の一部分は投資家にリスク移転せずに証券化を行う主体であるオリジネーター・スポンサーが手元に残す、というものである。5%のリスク保持が基準とされているが、裏付け資産のタイプや質により若干の変動幅が盛り込まれている。この中に、原資産が一定の基準を満たす住宅ローンであれば、リスク保持義務が免

16 米国の法律事務所DavisPolk は Dodd-Frank 法の実施状況を定期的に調査し報告書を公表している。報告書は「Dodd-Frank Progress Report」、

<http://www.davispolk.com/dodd-frank-rulemaking-progress-report/>から入手可能。

17 ドッド・フランク法の中のどの条文に証券化商品関連の規制が含まれているかという点については横山(2011)が詳しい。証券化に関する条文は941から946に規定されている。

除されると規定されている。このような免除対象は適格住宅抵当貸付、クオリファイド・レジデンシャル・モーゲージ (QRM) と呼ばれる。¹⁸ ドッド・フランク法ではこの定義等については触れておらず、連邦監督当局およびSECによる共同規則で規定する、と委任されている。

リスク保持義務を免除される住宅ローン債権が、米国のMBS市場全体の中でどの程度かは残念ながらデータがない。免除規定の意図は、免除対象を量的に制限するというのではなく、健全な住宅ローンおよび同証券化商品の市場を再び活性化させるところに主眼があると見ている (横山 (2011))。一方、江川 (2010) は、規制強化の方向へ振れすぎた振り子を元に戻す動きがあるとして、FSBがリスク保持義務案に意見書を提出したことを指摘している。これは、同法がSection 941 にて証券化取引のオリジネーター・スポンサーにリスク保有義務付けを政府機関が制度化することと、法令制定にあたりFSBがその影響について調査し、議会に対して意見を提出することを求めたためである。

FSBが米国議会宛に提出した意見書「Report to the Congress on Risk Retention」は、90ページに及ぶ。¹⁹ 江川 (2010) によると、FSBの意見は、証券化取引に関して一律・画一的なリスク保有義務付けは適切ではなく、意図している効果も得られないというものである。資産クラスや商品の種類別にその資産の特性やパフォーマンス、証券化に関する業界慣行、証券化商品の構造が異なっていることを踏まえ、少なくとも資産クラス毎に異なる規制とするべきだ、と述べられている。また、金融危機の最中に顕在化したインセンティブの歪みの問題が全ての資産クラスについて指摘できるものではなく、資産クラス別に異なる規制とすることはそうした違いを踏まえるものになる、と指摘している。BCBSが2013年暮れに提出した証券化商品の資本賦課枠組みの見直しにおいてもリスク・ウェイトの引き下げが提案されていることから、証券化に対する強化一遍だった政策は少しずつ見直しされつつある。

3.2 欧米における議論

表9で確認したように、欧州の金融仲介ではシャドーバンキングセクターに分類されるその他金融機関の比率は27%と高めであるが、預金取扱金融機関のシェアが日本と同様に高いことに特徴がある。Adrian and Ashcraft (2012) が論じるように、金融持株会社傘下で商業銀行がシャドーバンキングに関与することも増えていることから、預金取扱金融機関の比率が

18 横山 (2011) によると、住宅ローンの商品性がシンプルなもの、住宅ローンそのものの信用リスクが比較的高いものがQRMと定義されている。ローン設定の用途・方式、借り手が実際に居住すること、第一抵当設定物件であること、リバース・モーゲージではないこと等、元利金返済の方式、借り手の信用力ないし信用履歴等、かなり多くの項目が列挙されてそれぞれについて基準が設定されており、基本的にそれらを全て満たして初めてQRMとして認められる、という規定である。

19 「Report to the Congress on Risk Retention」

<http://federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/securitization/riskretention.pdf>

60%と高いことだけでは米国との違いは明らかにできない。しかし、ユーロ圏では銀行を通じた金融仲介の比率が高く、レポ市場、MMF市場、証券化市場が米国の市場とは異なることがBaak-Simon et al. (2012) で説明されている。グローバル金融危機前、欧州の証券化市場はGDPの5%、金額にして4620億ユーロの規模だったが、米国では1.7兆ドル、GDPの12%であった。米国の証券化市場は2007年から大幅に縮小したが、欧州の証券化市場は2008年まで成長し、2009年にはわずかに縮小していることから、危機直後は、グローバル金融危機の影響は限定的であった。また、欧州の証券化商品の65%は貸出債権を裏付け資産にしていること、この貸出債権は個人向けが72%、企業向けが24%となっている。

Baak-Simon et al. (2012) は、相対的に規模が小さい欧州のシャドーバンキングセクターに厳しい規制が課されることを懸念している。規制を議論する際に、事前に厳密に個別セクターの評価を行い、厳しい規制を課す弊害と救済することで生じるモラルハザードのリスクを減らすべきだと議論している。また、金融機関とシャドーバンキングのつながりが密接になってきていることにも危惧している。

2014年になるとECBとBOEが共同で論文を公表し、同様の懸念を表明している。BOE and ECB (2014) は、欧州の証券化市場は機能不全に陥り縮小しているとの書き出しで始まる。この論文は、堅実な証券化商品の市場 (a market for prudently designed ABS) であれば資源配分の効率性を高めてリスク分担を促すとみており、高品質でシンプルなABSのシニアトランシェは、高品質な担保債券への需要が高まっている中、代替する商品になるとしている。Baak-Simon et al. (2012) では2010年までのデータが利用されていたが、BOE and ECB (2014) では2013年までアップデートされており、その後マーケットが縮小していることが明らかにされている。欧州の証券化商品の発行残高は2008年のピーク時に比べ、3分の1の規模へと縮小している。同論文では、中央銀行が行う証券化支援策についても述べており、グローバル金融危機後に投資家保護を目的とした規制強化は、欧州の証券化市場を活性化できなかったと結論づけている。BOE and ECB (2014) の結論は、高品質な証券化商品は規制上優遇されるべきであるというものである。中央銀行の立場からこのような論文が公表されることは今後の規制の在り方のみならず、市場にも大きな影響を与えることであろう。

4. 新しい金融規制への懸念

規制が複雑化していることに対する懸念は多くの文献で問題として取り上げられている。さまざまな規制があり相互に整合性を失っているという問題意識、複雑になることで健全性が確保されているとは言えないとする疑問もある。

例えば、流動性規制に関する問題提起がある。パーゼル委員会の流動性規制の当初の狙いは、

銀行に十分な流動性を備えさせることにあった。この規制は比率で表され、分母に30日間のストレス期間に必要な流動的な資金、分子には適格流動資産（ストレス下でも市場から流動性を調達できる高品質な流動資産、例えば国債）を置き、比率が100%を常に上回ることを要求する。この規制に疑問を呈しているのはShadow Financial Regulatory Committees（2013）である。分子の適格流動資産の定義が当初の案より少し拡大してきたことに加え、平時の適格流動資産が危機時にも流動的か等に疑問が投げかけられている。さらに、何らかの危機が発生したとき、規制の下限である100%を下回った場合に規制当局がどのように対応するか現状では曖昧であることも問題としている。

鯉淵・櫻川・原田・星・細野（2014）は、グローバル金融危機後の政策対応が、日本の金融システムに悪影響を与えていることを指摘し、グローバル金融危機における日本の経験からの政策的教訓を示している。

本稿が収録される金融調査研究会（2014）においても規制強化に関する懸念が表明されている。金融調査研究会第一研究グループの平成25年度研究テーマは「金融規制の新展開 ―金融危機後のグローバルな金融規制改革の実体経済・金融市場への影響分析―」である。この研究のねらいは、世界的な金融危機の発生を受けて、各国・世界において具体化が進んでいる金融規制の目的を整理すること、規制が実体経済や金融市場等に与える影響等を分析すること、望ましい姿について研究することである。金融調査研究会（2014）では、規制の重複や累積的な影響、目的の異なる複数の規制が国債需要を増大させる懸念や国債の流通市場で流動性が低下する等の悪影響等を列挙している。²⁰ また、ミス・インセンティブを招く可能性や、レバレッジ比率規制が自己資本比率規制の補完として位置づけられてきたが、自己資本比率規制以上にバイディングな規制になる可能性も指摘している。その他詳細は政策提言の項に記されている。つまり、国際的な規制監督当局は、規制の重複とその累積的な影響について十分な検証を行っていないとする批判である。金融調査研究会の政策提言には、政策の弊害を理論的に分析した論文等もサーベイされている。

データを実証することによって新しい金融規制に反証を示す論文もある。Albertazzi et al.（2011）では、イタリアの住宅ローンのパフォーマンスデータを用いて、証券化された住宅ローンは証券化されていない住宅ローンより延滞・貸し倒れが少ないことを明らかにしている。証券化されている住宅ローンのパフォーマンスは良いものが多く、パフォーマンスの悪いローンを証券化するというモラルハザードは必ずしも起きていないことを明らかにしている。サブプライム住宅ローンが大量に証券化された米国では両方の結果が観測されている。Elul

20 適格流動資産が逼迫する可能性は、LCR規制、デリバティブ取引に係る証拠金規制、清算集中されない証券貸借取引におけるヘアカット規制等によって国債への需要が高まるとみられるからである。

(2009) は、証券化されたプライム住宅ローンのほうがパフォーマンスは悪化したという結果を得ているが、Agarwal et al. (2010) は逆の結果を得ていることから、一概に判断できない難しさは残る。²¹ 残念ながら日本では利用できる同種のデータが存在しない。

5. おわりに

本稿ではグローバル金融危機後の監督体制の見直し、広範かつ複雑な金融規制強化の流れの中から、シャドーバンキングと証券化に関する規制を中心に取り上げ、市場を概観すると同時に規制のあり方を議論している。

米国におけるサブプライム住宅ローン問題が危機の根底にあり、米国におけるシャドーバンクの発展と投資銀行によるリスクテイク行動の問題があったことは明らかであり、欧米を中心に世界のシャドーバンキングと証券化に関する規制が強化されてきた。金融規制にはシステミックリスクの顕在化を事前に防止し、モニタリングを定期的に行うなど必要な面があると同時に、過度な規制は弊害ももたらす。

本稿で明らかにしたように、日本と欧州の証券化市場はグローバル金融危機後に明らかに縮小しており、その原因のひとつとして過度な規制強化が考えられる。ECBとBOEの共同文書が指摘しているように、適格な証券化商品は国債に代替する担保債券になりうることを考えれば、市場の再生成と、高品質な証券化商品に対する優遇措置は考慮に値する。日本でも同様の議論がおこり、市場が成長することを期待したい。

(2014年5月脱稿)

参考文献

江川由紀雄 (2007) 『サブプライム問題の教訓 —証券化と格付けの精神』 商事法務

江川由紀雄 (2010) 「新生ストラテジーノート 2010年12月9日号」 新生証券

大山 剛 (2011) 『パーゼルIIIの衝撃 —日本金融生き残りの道』 東洋経済新報社

金融調査研究会 (2014) 「金融規制の新展開 —金融危機後のグローバルな金融規制改革の実体経済・金融市場への影響分析—」 金融調査研究会

鯉淵賢・櫻川昌哉・原田喜美枝・星岳雄・細野薫 (2014) 「世界金融危機と日本の金融システム」 『金融経済研究』 第36号

²¹ Elul (2009) と Agarwal et al. (2010) で利用されているデータは、“McDash” データとして知られるLPS Applied Analytics社のデータであり、期間もバブル期から2007年までの数年間を利用している。分析手法に違いはあるが、両者の結果は異なっている。

- 小立敬・磯部昌吾 (2011) 「バーゼルⅢ：包括的な銀行規制改革パッケージの概要」『資本市場クォーターリー2011Winter』野村資本市場研究所
- 小立敬 (2013) 「シャドバンキングの発展とそのリスクの蓄積、日本のシャドバンキングセクター」FSA Institute Discussion Paper Series
- 杉田浩治 (2012) 「2000年代の株価変動、世界の投信はどう変化しているか」日本証券経済研究所
- 高橋正彦 (2010) 「金融規制強化と証券化への影響」『資産流動化に関する調査研究報告書第6号』リース事業協会
- 日本銀行 (2013) 「わが国短期金融市場の動向と課題—東京短期金融市場のサーベイの結果」日本銀行金融市場局、2月
- 花崎正晴 (2013) 「リーマン・ショック後の金融規制と金融システム —バーゼルⅢの批判的検証—」『金融システムと金融規制の経済分析』勁草書房
- 原田喜美枝 (2014) 「グローバルな金融規制改革の影響分析」『証券レビュー』2014年3月号
- 藤井眞理子・竹本遼太 (2009) 「証券化と金融危機 —ABS CDOのリスク特性とその評価」金融庁金融研究センター20年度ディスカッションペーパー
- 淵田康之 (2011) 「規制強化と金融業への中長期的影響」『資本市場クォーターリー2011Spring』野村資本市場研究所
- 横山史生 (2011) 「米国における証券化商品規制強化の動向」『証券レビュー 第51巻第6号』日本証券経済研究所
- Agarwal, Sumit, Yan Chang and Abdullah Yavas (2010), “Adverse Selection in Mortgage Securitization,” Paolo Baffi Centre Research Paper No. 2010-67
- Albertazzi, Ugo, Ginette Eramo, Leonardo Gambacorta and Carmelo Salleo (2011), “Securitization is not that evil after all,” BIS Working Paper, no 341.
- Adrian, Tobias and Adam B. Ashcraft (2012), “Shadow Banking Regulation” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 559
- Bakk-Simon, Klára, Stefano Borgioli, Celestino Girón, Hannah Hempell, Angela Maddaloni, Fabio Recine and Simonetta Rosati (2012), “Shadow Banking in the Euro Area An Overview” European Central Bank Occasional Paper.
- Bank of England and the European Central Bank (2014), “The Impaired EU Securitisation Market: Causes, Roadblocks, and How to Deal With Them,” on <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/news/2014/paper070.pdf>

Board of Governors of the Federal Reserve System (2010), “Report to the Congress on Risk Retention,” on

<http://federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/securitization/riskretention.pdf>

Elul, Ronel (2009), “Securitization and mortgage default: reputation vs adverse selection”, Working Papers, Research Department of the Federal Reserve Bank of Philadelphia.

Financial Stability Board (2011), “Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation Recommendations of the Financial Stability Board,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No.458 2010

Financial Stability Board (2013), “Consultative Document Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking,”

Harada, Kimie, Takeo Hoshi, Kaoru Hosono, Satoshi Koibuchi, and Masaya Sakuragawa(2011), “Japan in the Global Financial Crisis,” Robert Litan (ed.) *The World in Crisis: Insights from Six Shadow Financial Regulatory Committees From Around the World*, FIC Press, Wharton Financial Institutions Center, pp.193-227.

Pozsar, Zoltan, Tobias Adrian, Adam Ashcraft, Hayley Boesky (2012) “Shadow Banking,” Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, Staff Report No. 458

Shadow Financial Regulatory Committees (2013), “Misdiagnosis of Crisis has led to Botched Liquidity Regulation,” on

http://c-faculty.chuo-u.ac.jp/blog/jsfrc_en/files/2013/10/JointMeetingTokyo20131019_publicsymposium.pdf