

## (24) 誰がシャドバンクを作り出したのか

今回の金融恐慌では、伝統的な銀行業の外部で、言い換えれば正規の銀行監督体制の外部で銀行類似の金融仲介業務を展開するさまざまな金融機関を総称するシャドバンキングが、恐慌の重大な要因となったことが注目された。

周知のように、シャドバンキングという新しい用語を発案したのは、大手債券投資会社 PIMKO の幹部の一人マカリー(McCulley)で、彼は 2008 年に銀行関係者の集まりで行った報告の中で、シャドバンキングを「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」と定義した。その後、この用語は金融ジャーナリズムの世界だけではなく、監督機関と金融研究者の間でも広く使われるようになり、金融恐慌後の金融制度改革とも関連して、膨大な研究論文やレクチャーのテーマになっている。

筆者は、シャドバンキングが今回の金融恐慌の重要な要因であったという点で、これらの文献と共通の認識を持っているが、上記のマカリーの定義は、シャドバンキングの問題に広く関係者の関心を向けた功績は認めるとしても、幾つかの点で、ミスリーディングであろうと考えている。

その第一は、マカリーの定義は監督機関の監督下にある銀行と、監督制度の枠外で活動するシャドバンクとをあまりにも単純に区別しており、両者の密接な関連を軽視しているということである。後述するように、シャドバンキングの中心は、大手銀行組織が関連組織と簿外ビークルを利用して展開する証券化業務に他ならないのである。現代の大手銀行組織の活動やビジネスモデルは、シャドバンキングを抜きにして理解することはできないのである。

第二は、シャドバンキングを銀行監督体制の枠外で行われる金融仲介として規定する結果、実際には銀行監督機関自身が銀行業界の強い要求に沿って、さまざまなシャドバンキングを銀行活動の新たな分野として容認してきた歴史的事実が見失われるという問題である。

シャドバンキングは、米英と大陸欧州やアジア諸国とではその歴史的な発展の経緯を異にしている。また、シャドバンキングを、正規の銀行以外の金融仲介活動と定義すれば、そのような活動は、現代の金融システムの発展史よりもはるかに古い時代から存在している。例えば、マルクスが「ニューヨーク・デイリー・トリビューン」紙への寄稿の中で取り上げたクレディ・モビリエは預金ではなく主として富裕層からの投資や証券発行に依存して資金を調達し、当時の鉄道建設やインフラ投資に国際的規模で従事した大規模金融機関であった。また、米国金融史に残る 1907 年の金融恐慌では、やはり商業銀行ではないトラストカンパニーと呼ばれるユニバーサルな金融業務を展開する金融機関の経営危機が重大な要因になった。これに対して、今回の金融恐慌で注目されている米国のシャドバンクは、確かにそれ自体は預金金融機関ではないが、マカリーが定義したように正規の銀行と別に、形は異なっても実質的に金融仲介に従事する銀行の「競争者」として、銀行類似

の金融サービスを提供してきた訳ではない。むしろ、シャドーバンキングの発展過程を忠実に見るなら、シャドーバンキングとは、1980年代以降の金融市場の構造変化（その中心は金融の証券化である）に対応するために、大手銀行組織が預金・貸出業務以外の、証券市場関連業務に参入するために依存するようになったさまざまな資金源、取引先、金融活動の総称であり、銀行はそれらの活動に規制下の銀行本体ではなく、さまざまな子会社、関係会社、簿外ビークル(SVC, SPV, SIV, CDO, CLO 他)などを利用して従事するようになったのである。言い換えると、シャドーバンキングとは、銀行と並んで、銀行と競争する金融仲介組織ではなく、大手銀行組織が投資銀行業を含む証券市場関連業務に参入するために利用したさまざまな非銀行関係組織の総称であり、現代銀行組織の重要かつ不可欠な構成部分に他ならなかったのである。

ただし、大手銀行組織が重要な収益源として展開するようになった証券市場関連業務の中心は、従来の株式や社債の発行、引き受けではなく、ローンの証券化(securitization)に関わる業務であった。銀行は、預金・貸出業務での収益性の低下と投資銀行や金融会社との競争に対応するために、自らがオリジネートしたローンや住宅ローンや消費者ローンの専門会社から買い取ったローンを、ローン担保証券の形に組み替えて、それをヘッジファンド、年金基金、保険会社、地方銀行や海外銀行、さまざまな資産管理会社など機関投資家に売りさばくことで、新たな手数料収入を確保し、自己資本比率規制の回避を実現したのである。その意味で、シャドーバンキングとは銀行組織とは別の金融仲介ではなく、大手銀行組織による証券化活動のための組織および仕組みの総称に他ならないのである。

ところで、これも周知のように、米国では1930年のグラス＝スティーガル法によって銀行組織が証券業務に従事することは、国債の取り扱いを別として厳しく制限されてきた。1980年代以降、米国企業からの資金需要が停滞気味になると、銀行業界は証券業務に参入するための突破口を模索する傍ら、全力をあげて銀行・証券分離を定めたGS法の撤廃に向けてロビー活動を強めるようになった。

銀行業界が最初に切り開いた突破口は、コマーシャルペーパー市場であった。1970年代末に大手銀行組織がCPの私募発行に参入し始めた時、証券業界は連邦準備制度理事会に対して、それがGS法に抵触する（CPはGS法で言うところの証券である）との理由でその禁止を求めた。理事会がこの要求を拒絶すると、証券業界は裁判所の判断を求めて訴訟を開始し、最高裁は証券業界の主張を認める判断を下した。しかし、理事会はその判断に従わず、銀行のCP業務を容認し、国法銀行(national bank)を監督する通貨監督庁(OCC)も同様の態度をとった。

さらに、1986年には、OCCは国法銀行がモーゲッジプールから担保証券を組成販売する業務を認可した。この措置に対しても証券業界は司法判断に訴えたが、今度は裁判所がOCCの措置を適法とする判断を下した。これを受けて、OCCは、銀行が他行から買い取ったモーゲッジを使って担保証券を発行することを認め、さらに続いて、銀行業界が求める証券化業務の拡大を、銀行の安全性と健全性に資するだけでなく、信用全般のオペラビリ

ティを拡張するという理由で、相次いで認可していった。その結果、従来はジニーメイ(GNMA)やフレディマック(FHLMC)に代表されるいわゆる政府系住宅金融公社が発行するモーゲッジだけではなく、民間金融機関が発行するモーゲッジが大量に証券化される条件を作り出した。

その際、銀行監督機関は、銀行組織の証券化業務への参入が、銀行組織の安全性と健全性に関して新たな脅威となる可能性をまったく理解していなかった訳ではなかった。その証拠に、1999年には、監督機関共同で、銀行組織の証券化業務に孕まれる脆弱性を管理するためのガイドラインを作成している。このガイドラインは、担保証券の価値を評価する方法とモデルの適切性に関連していた。しかし、こうした懸念にも関わらず、監督機関は銀行業界の要求を受け入れて1999年にGS法を撤廃する措置を講じた。これと前後して、銀行組織による担保証券の発行業務は、さらに資産担保CP(ABCP)の発行業務に拡大された。その後の研究が明らかにしているように、住宅市場の問題を契機とするABCP市場の急収縮は、レポ市場の急収縮と並んで、これらホールセール短期金融市場に運転資金の多くを依存していた大手投資銀行の破綻の重大な契機となったのであった。

監督機関が大手銀行組織のシャドールバンクへの転換を促進したもう一つの重要な契機は、バーゼルⅡとして実施に移された自己資本比率規制が、企業向け融資に比べて高格付けの担保証券を優遇することで、大手銀行組織が簿外組織と並んで自行のバランスシート上に大量の資産担保証券を保有するインセンティブを提供したということである。バーゼルⅡでは、トリプルAの格付けを受けたモーゲッジ担保証券のリスクウェイトは、企業向け融資のわずか5分の1(20%)と定められている。また、監督機関は銀行がABCPを発行するために開設した簿外組織(conduits)を本体のバランスシートに統合することを求めなかったために、これらの簿外組織は銀行組織がレバレッジを引き上げるための格好の手段として利用されたのである。

その際、債務担保証券(CDO)を始めとする仕組み証券の組成・販売は、貸付、ローンの買い取り、保管、組成、格付け取得、保険、リスクトランシュの保管、資金調達その他の複雑な手順を必要とするために、世界各地のオフショアに開設されたペーパーカンパニーを介して行われる。この結果、大手銀行の証券化業務は、形式的には本体とは別の(簿外の)シャドールバンキングを止め度もなく増殖させる結果になったのである。

その意味で、今後の金融制度改革においては、シャドールバンキングの問題を正面から取り上げることが必要であるが、それは、大手銀行組織の現在のビジネスモデルそれ自体を取り上げることが意味しているのである。

(追記) 本稿の執筆に際しては、Melanie L. Fein, *The Shadow Banking Charade*, February 15, 2013. を参照した。また、グラス・スティーガル法廃止の背景については、高田「ユニバーサルバンキング論の批判的検討」中央大学企業研究所『企業研究所年報』第18号(1997年7月)、高田「アメリカ金融業の規制緩和と集中・再編」丑山優他編『金融ヘゲモニーとコーポレートガバナンス』税務経理協会(2005年)第7章、を参照された

