

経済産業省 御中

平成20年度産業金融システムの構築及び整備調査委託事業
「わが国産業金融の競争力強化のための国際金融システム分析調査研究」

－ 報告書 －

平成21年3月

株式会社 野村総合研究所

— 目次 —

I. 本調査研究の背景と目的.....	4
II. 本調査研究のスコープ	5
1. 調査研究のスコープ	5
2. 調査研究の方法	5
III. 金融規制の動向	6
1. 銀行	6
1) BIS 規制の枠組み.....	6
2) 自己資本の規定	6
3) リスク・アセットの規定	8
4) BIS 規制における各国共通部分と裁量の部分.....	15
5) バーゼル I とバーゼル II のその他の違い.....	16
6) 先進諸国間での BIS 規制に関する適用の違い	17
7) 今後の規制に関する論点	30
8) 今後の銀行規制の産業への影響.....	40
2. 保険会社.....	42
1) 保険会社のリスク管理	42
2) 各国の規制体制の概況	44
3) 各国の規制の概要と今後の動向.....	48
3. 証券会社.....	64
1) 証券規制を巡る国際的な動向.....	64
2) 各国における動向.....	68
3) 証券会社規制における論点	78
4. ヘッジファンド.....	79
1) ヘッジファンド規制の背景.....	79
2) ヘッジファンド規制に関する議論.....	84
3) 今後のヘッジファンド規制に関する主要な論点と有識者の意見	103
5. 格付機関.....	105
1) 規制の背景と現在生じている課題.....	105
2) 各国における議論の状況.....	109
3) 現在論じられている規制の論点と今後の見通し	118
6. 金融振興策	124
1) 金融振興策の全体像.....	124
2) シンガポールの金融振興策	128
IV. 終わりに	139
V. ヒアリングメモ	エラー! ブックマークが定義されていません。

I. 本調査研究の背景と目的

昨今、原油高・資源高及びサブプライム問題に端を発する金融危機が世界的な問題として掲げられているが、このような動きの主因は、サブプライム・ローンによる欧米の金融機関の損失の拡大にある。

米国で発生したサブプライム問題は、その範囲を量的・質的に拡大し、現在では世界的な金融システム危機となっている。それに伴い、各国政府は世界的金融危機に対する対応策を打ち出しているものの、グローバル化したマーケットを通じた影響の拡大を抑止できず、欧米の主要な金融プレーヤーが経営破たんに至る事態が生じている。

このような事態は、企業の経営にも大きな影響を与え始めている。日本においても、1985年のプラザ合意以降、企業の積極的な海外進出が行われているため、サブプライム問題による日本企業の経営悪化の影響も大きい。具体的な日本企業への影響としては、金融機関の経営悪化が、個人信用や中小企業融資を縮小させ、企業の資金調達悪化、販売不振を招いている。また、中小企業だけではなく、大企業においても、資金調達が困難になってきている。資金調達環境の悪化は、国内だけに留まらず、グローバル化の進展により、海外の現地法人にも同様の問題を与えている。特に、新興国においては、金融機関や証券市場が未成熟であること、資本流出規制の存在が要因となり、現地生産法人や販売会社の経営に深刻な影響を与えている。

こうした中で、2008年11月にはG20、金融サミットが開催され、今般の金融危機の原因を分析するとともに、各金融プレーヤーに対する規制を強化する方針が打ち出されている。

このような規制強化は、金融システムの安定性・健全性を維持するために必要なものと考えられるが、その一方で、産業に対する円滑な資金供給を妨げることにつながる可能性も考えられる。

上記のような考えに基づき、本調査研究において、国際金融システムの制度や実態について、その課題や今後の規制の方向性を把握するとともに、我が国において産業金融への影響を検討することを目的とする。

Ⅱ．本調査研究の Scope

1. 調査研究の Scope

本調査研究では、規制・監督を行う国・地域については、日本、米国、欧州を対象として、規制の対象となる金融プレーヤーとしては、以下を取り上げる。

「銀行」「保険会社」「証券会社」「ヘッジファンド」「格付機関」

上記プレーヤーに対する規制・監督の機関としては、各国の規制・監督当局だけでなく、バーゼル銀行委員会等の国際機関の動向を把握した。

また、規制だけではなく、金融の振興策については、アジアを中心に検討を行った。

2. 調査研究の方法

本調査研究では、前述の金融プレーヤーに関する規制動向に関する文献や各国の規制・監督当局の文献・レポート、国際機関、国際的な業界団体等の文献・レポートを整理するとともに、有識者及び関係機関へのインタビューを実施することによりとりまとめている。

Ⅲ. 金融規制の動向

1. 銀行

1) BIS規制 1の枠組み

BIS 規制とは、国際的に事業転換する金融機関に対し、下式のリスク・アセットに対する自己資本の比率の目標水準を8%に設定するものである。

$$\frac{\text{自己資本 (Tier1+Tier2+Tier3-控除項目)}}{\text{リスク・アセット}}$$

上記の自己資本及びリスク・アセットの算定方法を定めたものは、1988年7月に制定されたバーゼルⅠ、1996年1月に制定された「マーケット・リスクを自己資本合意の対象に含めるための改訂」、2004年6月に制定されたバーゼルⅡに基づいている。

2) 自己資本の規定

(1) バーゼルⅠにおける規定

自己資本比率規制の分母を構成する自己資本については、Tier1(基本的項目)、Tier2(補完的項目)は、は、1988年7月に制定されたバーゼルⅠにおいて規定された。

バーゼルⅠでは、自己資本を以下のように2つに区分し、少なくとも50%はTier1で構成することとし、残りの部分をTier2から算入できることとした。

①Tier1(基本的項目)

バーゼルⅠにおけるTier1(基本的項目)は、自己資本の中で重要なもので各国共通にできる基礎的項目として、株主資本(equity capital)と公表準備金(disclosed reserves)が該当するとしている。

バーゼルⅠでは、株式資本には、発行済みかつ完全払い込み済みの普通株式及び非累積的配当型優先株式が含まれるが、累積配当型優先株式は除外するとされている。公表準備金は、税引後留保利益から生じたものである。

基本的にはTier1(基本的項目)に含まれる上記の項目についての解釈については共通であるが、会計規則や監督規則の面での違いから後述のようにTier1(基本的項目)においても若干の違いがあるようである。

¹ ここでは、BIS 規制とはバーゼル銀行監督委員会が策定したいわゆるバーゼルⅠ、バーゼルⅡによる規制を指す。

②Tier2（補完的項目）

バーゼル銀行監督委員会では、上記の項目に重点を置いているものの、その他の項目でも銀行の自己資本の基礎となる重要かつ正当な構成項目があるとして、バーゼル I では、Tier2(補完的項目)を設定している。

バーゼル銀行監督委員会では、銀行の自己資本の基礎となる重要かつ正当な構成鉦区には多くのものがあるとしていながらも、自己資本を補完する項目の概念として、以下5つのあるとしている。

- ・非公開準備金(Undisclosed reserves)²
- ・再評価準備金(Revaluation reserves)
- ・一般引当金及び一般貸倒引当金(General provisions/general loan-loss reserves)
- ・負債性資本調達手段(Hybrid debt capital instruments)
- ・期限付劣後債(Subordinated term debt)

上記の項目についてどのようなものが該当するか、あるいは何%まで資本に含めるかは、各国の監督当局の裁量が認められている。例えば、再評価準備金については、日本では土地と有価証券の双方において Tier2 への組み入れが認められているが、米国では有価証券のみであるように、上記の5つの概念に含める項目については、各国で違いが見られる。

③自己資本からの控除項目

自己資本比率を算出する際に自己資本から控除する項目としては以下がある。このうち、銀行の保有する他の銀行の資本調達手段は、各国の監督当局の裁量に委ねられているが、他は控除しなければならない。

- ・営業権相当額(Tier1 より控除)
- ・自国の制度において連結されていない、銀行業務及び金融活動に従事している子会社に対する出資
- ・銀行の保有する他の銀行の資本調達手段

² 監督当局に受容されることを条件としているが、これらの準備金は、一部の国において、税引後の利益剰余金の中から非公表準備金として積み立てることが認められているものである。バランス・シート上には明示されない。日本においては、これに該当する資本項目はない。

(2) 「マーケット・リスクを自己資本合意の対象に含めるための改訂」における Tier3 の追加

バーゼル銀行監督委員会は、1996 年 1 月において公表した「マーケット・リスクを自己資本合意の対象に含めるための改訂」においては、自己資本の準補完的項目として、Tier3 を追加した。

Tier3(準補完的項目:市場リスクに係る所要自己資本の一部を満たす目的に利用される短期劣後債務)

市場リスクをカバーする自己資本としては、前述の Tier1、Tier2 に加え、短期の劣後債務も利用可能であるため、少なくとも以下の条件が満たされている短期の劣後債務も準補完的項目 (Tier3)として、自己資本に算入することが認められた。

- ・無担保かつ劣後性を有し、全額払い込みであること。
- ・当初満期が最低2年以上であること。
- ・監督当局の承認がない限り、約定された償還期日以前に払い戻しが行われないこと。
- ・当該銀行の所要自己資本額が未達となる場合には、期日到来時においても元利払いを行ってはならないとのロック・イン条項が付されていること。

(3) バーゼルⅡにおける規定

バーゼルⅡでは、バーゼルⅠ及び「マーケット・リスクを自己資本合意の対象に含めるための改訂」により構成されている自己資本の規定を踏襲し、変更していない。

3) リスク・アセットの規定

バーゼルⅠでは、リスク・アセットについては、信用リスクと市場リスクにより計算していたが、バーゼルⅡでは信用リスクと市場リスクにオペレーショナル・リスクを加えて計算することになった。オペレーショナル・リスクとは、事務事故、システム障害、不正行為等で損失が生じるリスクである。

(1) 信用リスク

①信用リスクの定義

債券の投資先や貸付先などの与信を行った相手先が、元本や利息を返済できるかどうかという信用力に関するリスク。

②信用リスクの評価

信用リスクの総額は、以下のようにリスク・アセットごとにリスク・ウェイトをかけ、その総和で算定する。

信用リスク・アセット額

$$= \sum \{ \text{与信額(保証等のオフ・バランス取引を含む)} \times \text{リスク・ウェイト} \}$$

リスク・ウェイトの設定に関しては、バーゼルⅠではリスク・ウェイトの設定は単一の方法であったが、バーゼルⅡでは銀行が以下のうちから自行に適する手法を選択することができる。

◆標準的手法

基本的には、バーゼルⅠを踏襲しているものの、中小企業・個人向け貸出は、小口分散によるリスク軽減効果を考慮してリスク・ウェイトを軽減、延滞債権は、引当率に応じたリスク・ウェイトを加減、事業法人（中小企業以外）の信用力に応じたリスク・ウェイトを使用することが可、というような点でバーゼルⅡは異なっている。バーゼルⅡにおけるリスク・ウェイトの変更は、下表のとおりである。

図表 バーゼルⅡにおける与信先区分ごとのリスク・ウェイトの変更

与信先区分	バーゼルⅠ	バーゼルⅡ
中央政府及び中央銀行向け	0%	0%
地方公共団体、政府関係機関 (うち地方の公的機関)	10%	10% (20%)
預金取扱金融機関及び証券会社	20%	20%
事業法人 (中小企業の除く)	100%	(格付に応じて) ³ 20～150% または (格付を使用せず) 一律 100%
中小企業・個人	100%	75%
延滞債権 ⁴	100%	50～150% (引当金に応じて加減)
株式	100%	100%

出所) 金融庁「バーゼルⅡ(新しい自己資本比率規制)について」、佐藤隆文編著『バーゼルⅡと銀行監督』より作成

◆内部格付手法

各銀行が有する行内格付を利用して借り手のリスクをより精密に反映する方式で、債務

³ 事業法人については、依頼格付のみを使用可能。

⁴ 延滞債権は、3ヶ月以上延滞が発生している債務者に対する与信。

者ごとのデフォルト率、デフォルト時損失率等を各国共通の関数式に入れてリスク・ウェイトを計算する。

内部格付手法は、当局の定めたモデルに従い、銀行が推計したパラメータを用いることにより信用リスク相当額を算出するものである。銀行内部の評価モデルを利用する領域や範囲によって、基礎的内部格付手法と先進的内部格付手法に分かれる。

(2) 市場リスク

市場リスクの評価については、バーゼル銀行監督委員会「マーケット・リスクを自己資本合意の対象に含めるための改訂」(1996 年 1 月)において BIS 規制の方針が示されている。

①市場リスクの定義

市場リスクは、株式市場や債券市場などの市場に投資することによって生ずるリスクである。このような投資は、金利、通貨の価格や有価証券市場の相場その他の指標に係る短期的な変動や市場間の格差等を利用して利益を得ることを目的としており、そのリスクは価格変動リスクが代表的なものだが、金利リスクや為替リスクなどが含まれる。株式、債券等の金融商品への投資や先物為替等の外国為替関連取引、金利スワップ等のデリバティブ取引、譲渡性預金等の金銭債権取引であることから、通常はトレーディング勘定(日本では特定取引勘定)において経理される。

②市場リスクの評価

市場リスクの計測に際しては、各国監督当局の承認を前提に、標準的計測手法と内部モデルの2つの手法が認められている。

トレーディング勘定で経理された取引には公正価値を付してリスクを検討する。公正価値の算定は、その公正性及び客観性をより強固なものにする観点から、特定取引を行う部署から独立した部署が実施することになっている。

◆標準的計測手法

市場リスクの標準的手法は、次頁の表のように、資産・取引の種類により、リスクの評価方法が異なっている。

図表 市場リスクの評価における標準的手法

資産・取引の種類	市場リスクの標準的手法
トレーディング取引等	個別リスク（特定の債券・株式等の価格が、市場全体の価格変動と異なって変動することにより発生するリスク）と一般市場リスク（市場全体の価格変動によるリスク）の合計としてとらえる。ポジションは時価ベースで計算する。
金利リスク・カテゴリー	・ 個別リスクは、そのネットのポジションに債券等の種類（政府債、優良債、その他）別、残存期間等（優良債について6ヶ月以内、6～24ヶ月以内、24ヶ月超）別のリスク・ウェイト（0～8%）を掛けて算出する。なお、ポジションの相殺は同一銘柄の債券等のポジションが対当している場合のみ可能。 ・ 一般市場リスクは、マチュリティ法あるいは、デュレーション法により通貨ごとに算出する。 ・ 個別リスク、一般市場リスクの算出過程において、異なる通貨の間でのポジションの相殺はできない。 ・ デリバティブの相殺の取扱に留意して、個別リスクと一般市場リスクを算出する。
株式リスク・カテゴリー	・ 個別リスクは全ロング及び全ショートのパポジションの合計の8%（ただし、ポートフォリオの流動性が高く、かつ、分散されている場合は4%）となる。 ・ 一般市場リスクは、ロングのポジションの合計とショートのパポジションの合計の差の絶対値の8%となる。 ・ デリバティブの場合は、関連する原資産のポジションに置き換えて、個別リスクと一般市場リスクを計算する。
外国為替リスク・カテゴリー	・ 通貨ごとにネットの外国為替ポジションを算出し、これを全通過のロングポジションとショート・ポジションの別に分けて合計した額のうちいずれか大きい方については、その8%が市場リスク相当額になる。 ・ 金のネット・ポジション額（円に換算）の合計額の8%が市場リスク相当額になる。
コモディティ・リスク・カテゴリー	・ 各コモディティのネット・ポジションの15%が市場リスク相当額になる。 ・ 各コモディティのロング・ポジションとショート・ポジションの合計額の3%が市場リスク相当額になる。 ・ 一定の要件を満たせば、同一コモディティ等の間及び相互に相殺するために引渡し可能なコモディティ等のパポジションの相殺ができる。
オプション取引	・ オプションの購入のみを行う銀行等の場合は、簡便的な計算が認められている。 ・ オプションの売却も行う銀行の場合は、デルタ・プラス法又はシナリオ法による。 ・ デルタ・プラス法の場合は、オプションの原資産価格やボラティリティが一定変動した場合のオプションの価格や感応度をもとにリスクを算出する。デルタで換算したポジションを用いて、原資産に係る標準的手法により、市場リスク相当額を算定し、これにガンマ、ベガに対する市場リスク相当額を加算する。 ・ シナリオ法の場合は、オプションの原資産価格やボラティリティを原資産ごとに一定のシナリオに基づき同時に変動させ、それに応じてオプション価格を再計算し、最もリスク量の多いものを抽出する。

◆内部モデル

銀行が VaR による内部モデルを利用するにあたっては、以下の点を満たし各国の銀行監督当局の明示的な承認が必要である。

- ・ 銀行のリスク管理システムに、概念上の問題なく、かつ、これが遺漏のないかたちで運営されていると認められていること。
- ・ 銀行が、トレーディング部門だけでなくリスク管理部門や検査部門、さらに必要であればバック・オフィス部門において、高度なモデルの使用に習熟したスタッフを十分に確保していると監督当局に認められること。

- ・銀行のモデルに関する過去の記録に照らし、そのモデルによってリスク量の計測が相当程度正確に予測できると監督当局が判断できること。
- ・銀行が定期的にストレス・テストを実施していること。

③トレーディング勘定の活用における日本と欧米の違い

日本に比べ、欧米の金融機関はトレーディング勘定の比重が大きくしている。

米国のシティ、JP モルガンや欧州のドイツ銀行、UBS 等はその比重が非常に大きい。

- ・JP モルガンは収益の半分を占める時期もあった
- ・ドイツ銀行、UBSは、リスク換算のBIS規制では 10 倍程度の自己資本比率であるが、財務上のレバレッジは 30～50 倍になる。⁵

欧米の銀行がトレーディング勘定の割合が大きい理由としては、市場リスクは価格変動等の変動によるリスク等に基づいており、評価方法は時価ベースの VaR による内部モデルに基づいて評価される。多くの場合、銀行勘定における貸出資産のリスク・ウェイトよりも大きくなることはないと考えられる。

基本的に時価ベースで評価されるため、(流通市場がなく)時価のつきにくい商品は評価の労力がかかり計上しにくい。日本のように、証券化商品の流通市場が整備されていなかった国では、それが原因で証券化商品の計上が進まなかったと考えられる。

(3) オペレーショナル・リスク

バーゼルⅠではなかったが、バーゼルⅡにおいて新たに導入されたリスクのカテゴリーである。

①オペレーショナル・リスクの定義

オペレーショナル・リスクは、通常の業務遂行により発生するリスクの総称である。

法令遵守違反による法務リスク、内部者による不正行為や業務ミスによる事務リスク、システムトラブル等によるシステムリスク、火災や地震などによる被災リスク、風評により会社の評判が傷つけられることによる風評リスクなどが含まれる。

②オペレーショナル・リスクの評価

オペレーショナル・リスクは、基礎的手法、粗利益配分手法、先進的計測手法の 3 つの評価手法がある。3つの評価手法の概要は、以下の通りである。

⁵インタビューに基づく。

図表 オペレーショナル・リスクの評価方法

評価手法	概要
基礎的手法	$(\text{オペレーショナル・リスク相当額}) = (\text{銀行の年間粗利益}) \times 15\%$
粗利益配分手法	銀行の業務を8つに区分し、その区分ごとに粗利益にそれぞれのリスクに応じ、異なる掛け目(12%、15%、18%)を掛けた年間合計値をオペレーショナル・リスク相当額とする。
先進的計測手法	過去の被害の実績等をもとに、銀行が独自の内部モデルを構築し、保有期間が1年、信頼区間99.9%の損失額をオペレーショナル・リスク相当額とする。

以上の議論を整理すると、次表のようになる。

図表 リスク・アセットの評価方法

	信用リスク	市場リスク	オペレーショナル・リスク
リスクの定義	与信取引において、債務者の財務状態が悪化することによって債権の回収ができない状態になるリスク	株式市場や債券市場などの市場に投資することによって生ずるリスク。価格変動リスクが代表的なものだが、金利リスクや為替リスクなどが含まれる。	通常の業務遂行により発生する損失のリスクの総称。 法令遵守違反による法務リスク、内部者による不正行為や業務ミスによる事務リスク、システムトラブル等によるシステムリスク、火災や地震などによる被災リスク、風評により会社の評判が傷つけられることによる風評リスクなどが含まれる。
評価方法	資産カテゴリーに応じたリスクウェイトにより評価。	資産ごとに VaR による内部モデルにより時価ベースで評価。	①基礎的手法/②粗利益配分手法では、粗利益を基準に算出、③先進的計測手法では過去の被害の実績等を下に計量化。
資産の勘定	銀行勘定で経理されることが多い。	トレーディング勘定（日本では、特定取引勘定）で経理されることが多い	—
バーゼルⅠでの評価方法	資産カテゴリーに応じたリスクウェイトにより評価。	以下のいずれかの手法により評価する。 ①標準的評価手法 ②内部モデル	評価していない。
バーゼルⅡでの評価方法	以下のいずれかの手法により評価する。 ①標準的手法 ②内部格付手法	以下のいずれかの手法により評価する。 ①標準的評価手法 ②内部モデル ③標準的評価手法と内部モデルの組み合わせ	以下のいずれかの手法により評価する。 ①基礎的手法(粗利益を基準に算出) ②粗利益配分手法(粗利益を基準に算出) ③先進的計測手法(過去の被害の実績等を下に計量化)

4) BIS 規制における各国共通部分と裁量の部分

BIS 規制における各国規制当局の裁量部分は、自己資本の Tier2、Tier3 の項目の定義、及び算入できる割合、控除項目の一部の扱いにおいてのみで、リスク・アセットの評価については(銀行による手法の選択はあるものの)各国共通の規制をかけることになっている。

図表 BIS 規制上の各国共通/裁量の項目

		バーゼル I	バーゼル II
自己資本	Tier1	各国共通	バーゼル I と同様
	Tier2	項目の種類及び算入限度額は BIS 規制により示されているが、具体的に何を何%まで算入してよいかは各国の裁量が認められている。	バーゼル I と同様
	Tier3	項目の種類及び算入限度額は BIS 規制により示されているが、具体的に何を何%まで算入してよいかは各国の裁量が認められている。	バーゼル I と同様
	控除項目	銀行の保有する他の銀行の資本調達手段にのみ裁量が認められている。	バーゼル I と同様
リスク・アセット	信用リスク	各国共通	各国共通（銀行により手法の選択を認める）
	市場リスク	各国共通（銀行により手法の選択を認める）	各国共通（銀行により手法の選択を認める）
	オペレーショナルリスク	—	各国共通：銀行により手法の選択を認める

5) バーゼルⅠとバーゼルⅡのその他の違い

最低所要自己資本に加え、第二の柱(銀行の自己管理と監督上の検証)、第三の柱(市場規律)が追加された。

(1) 第二の柱(監督上の検証)

①導入の目的

「リスク管理と健全性の維持はまずもって銀行自身の責任において遂行されるべきである」との原則を具体的な規制の枠組みとして導入させることを目的として確立させた。

②概要

第二の柱は、銀行自身において自らの規模、業務内容に応じた自律的なリスク管理態勢を構築し、銀行が保有するリスクをカバーできる自己資本を保有することを求めており、以下の3段階の監督の実施を行う。

- ・各銀行が事項の経営戦略やリスク特性にマッチした内部管理体制を構築し自己資本充実度の評価や自己資本政策を遂行すること
- ・監督当局がその内部管理体制の妥当性・有効性を検証・評価すること
- ・検証・評価結果が不十分である場合には当局が是正措置を講じるべきこと

(2) 第三の柱(市場規律)

①導入の目的

第三の柱も、バーゼルⅡから新たに導入された。

情報開示の充実により、市場参加者が銀行のリスク管理の優劣を評価し、市場による規律付けを通じて、各銀行が健全性の確保やリスク管理の高度化に注力するインセンティブとなるとともに、監督当局の検証プロセスを有効に機能させることにつながるという認識のもと規定された。

第一の柱と第二の柱を補完することを目的として、銀行への一連の開示義務を定めている。

②概要

金融機関は、定性的・定量的項目に分けた上で、①自己資本比率の内訳、②資産区分、格付区分ごとのリスク量や所要自己資本額等、③リスク管理方針や内部格付手法の概要、利用した格付機関名、などの開示を求められる。

6) 先進諸国間での BIS 規制に関する適用の違い

多くの先進国の銀行の運用に関しては、BIS 規制の影響を受けているが、その適用については先進諸国においても、以下のような点で多少の違いがある。

- ・ 規制の枠組みのベース
 - バーゼルⅠに基づいた規制か、バーゼルⅡに基づいた規制か？
- ・ 国内行と国際行に分けた規制の枠組み
 - 規制対象は、国際的に業務を行う銀行（以下、国際行）だけか、国内のみで業務を行う銀行（以下、国内行）にも適用しているか？
 - 国内行については、どの部分を適用しているのか？
- ・ 自己資本の項目の規定
 - 自己資本の規定の Tier2、Tier3 の項目、控除項目の一部においては、各国の裁量が認められているが、どのような項目を Tier2、Tier3 に含め、何%を資本に算入させているのか？

少なくとも先進国においては、上記の点に違いはあるものの、資産の運用に関しては国際行を中心にできるだけ、規制は統一的に行われるようになっている。

(1) 規制の枠組みのベース（バーゼルⅠ／バーゼルⅡ）

①日本

日本では、2006 年 3 月より、バーゼルⅡに基づいた規制が実施されている。

後述のように、日本では国内基準適用行と国際行では、異なる規制体系で規制が実施されており、国内行については全面的なバーゼルⅡの適用ではなく、リスク・アセットの評価におけるオペレーショナル・リスクの採用や内部格付手法の導入などにおける部分的な適用である。

②アメリカ

アメリカにおいては、現在においても、バーゼルⅠに基づく規制を行っている。

この原因は、バーゼルⅡが銀行間の格差を拡大させる懸念があるため、規模の小さな銀行を中心に導入に反対しているからである。詳細は、2)において記述する。

③欧州

欧州のイギリス、フランス、ドイツ等の主要国では、2008 年より、バーゼルⅡに基づいた規制が実施されている。

(2) 国内行と国際行に分けた BIS 規制の枠組み

①日本

日本では、国際行と国内行では、規制の枠組みが異なっている。バーゼルⅡでは自己資本比率規制として8%を規定しているが、その対象となるのは国際業務を行っている国際行のみである。日本の場合は、国際行に対してはバーゼルⅡの対象となるため自己資本比率規制は8%を適用しているが、国内行に対しては4%になっている。

また、自己資本に組み入れる項目についても、後述のように国際行と国内行では若干異なっている。

②アメリカ

アメリカにおいては、現在においても、国際行と国内行を区別することなく、バーゼルⅠに基づく規制を行っている。過去及び近い将来において、バーゼルⅡに移行することが検討されてきたが、順調には進んでいない。

その理由としては、バーゼルⅡにおける信用リスク、オペレーショナル・リスクにおける評価方法の選択制である。例えば、内部格付手法を選択できるようになっているが、このような手法を開発できる銀行は限定的である。米国において 2004 年末から 2005 年初めにおいて実施された影響度分析では、参加した 26 行の平均で最低所要自己資本が現行よりも 12.5%少なくてすむという結果が出たため、こうした手法の導入が難しい中小金融機関では、大手行との競争力に格差が生じると懸念を示し、これを受け議会においても反対があった。こうした問題を解決するために、現行のバーゼルⅠを手直しし規制体系であるバーゼルⅠAを中小金融機関向けに導入することが検討された。

バーゼルⅠAでは、信用リスク・アセットを算出する際のリスク・ウェイトを5分類から9分類(0、20、35、50、75、100、150、200、350)に細分化するとともに、外部格付機関の格付けの利用を認める、担保・保証の有効範囲を広げる、住宅ローン債権、リテール向け債権、商業用不動産、中小企業向け債権の取扱いを見直す、クレジット・カード債権の早期償還を織り込む等の見直しが提案されている。これにあわせ、銀行に対し一定の情報開示を求めている。なお、オペレーショナル・リスクへの対応は求めている。⁶

このような規制体系が検討されたものの、今般の金融危機の影響から、バーゼルⅡ及びバーゼルⅠAの導入は見送られている。

⁶ 吉井一洋「バーゼルⅡ、欧米の対応」に基づく。

③欧州

バーゼルⅡは国際行に適用することを前提としているが、欧州では競争政策上の観点から、国内行に対しても同じ規制が適用されている。⁷⁾したがって、自己資本に関する規定も同じであるし、自己資本比率も8%とされている。

以上をとりまとめると、次頁の図表のようになる。

図表 先進諸国における BIS 規制の導入状況

	日本		米国		欧州	
	国際統一基準行	国内基準行	大手米銀及びこれに準じて自主的に新規則遵守を選択する銀行	その他の銀行(左記以外)	国際行	国内行
BIS 規制の準拠状況	バーゼルⅡに準拠	バーゼルⅡに準拠	バーゼルⅠに準拠		バーゼルⅡに準拠	
BIS 規制の目標水準	8%	4%	8%		8%	
自己資本	Tier1、Tier2、Tier3	Tier1、Tier2	Tier1、Tier2、Tier3		Tier1、Tier2、Tier3	
リスク・アセット	信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスク		信用リスク、市場リスク		信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスク	
備考			リスク・アセットの評価方法の違いから、大手行と中小行の競争力格差が広がることが懸念されたため、バーゼルⅡ導入が延期されている。		全銀行に統一的に実施されている	

⁷⁾インタビューに基づく。また、欧州委員会の“Capital Requirement Directive”、英国 FSA の“FSA Handbook”においても、国際行と国内行を分けた記述はない。

(3) 自己資本の項目の規定

BIS 規制の自己資本の規定には、Tier2 においては各国の裁量をバーゼル銀行監督委員会においても認めているところであるが、各国において細部では後述のようにいくつかの違いがあるようである。

① 日本

「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準(平成十八年金融庁告示第十九号)」では、次々頁の図表のようになっている。

基本的項目(Tier1)においては、以下の項目でバーゼルⅡに記述されている内容とは異なっている。

- ・ 新株予約権⁸
- ・ 新株式申込証拠金
- ・ 自己株式申込証拠金

補完的項目(Tier2)においては、BIS 規制において提示されている非公開準備金にカテゴリーに該当するものがないが、日本にはそのような項目が無いと考えられる。

国内行は、国際基準適用行と比較すると、基本的項目では国際業務に関連する「連結子会社の少数株主持分」、「為替換算調整勘定」が含まれていない、補完的項目では「その他有価証券の連結貸借対照表計上額から帳簿価額を控除した額の 45%相当額」が含まれていない、準補完的項目がないという点での違いがある。

⁸ 前述のように、株主資本は、株式資本には、発行済みかつ完全払い込み済みの普通株式及び非累積的配当型優先株式が含まれるが、累積配当型優先株式は除外するとされている。

図表 日本の国際基準適用行及び国内行の自己資本の項目

分類	控除	国際基準適用行	国内行
基本的項目		株主資本	株主資本
		うち非累積的永久優先株	うち非累積的永久優先株
		新株式申込証拠金	新株式申込証拠金
		資本剰余金	資本剰余金
		利益剰余金	利益剰余金
		連結子会社の少数株主持分	—
		うち海外SPCの発行する優先出資株式	—
	控除	自己株式	自己株式
		自己株式申込証拠金	自己株式申込証拠金
	控除	社外流出予定額	社外流出予定額
	控除	その他有価証券評価差損	その他有価証券評価差損
		為替換算調整勘定	—
		新株予約権	新株予約権
	控除	営業権相当額	営業権相当額
	控除	のれん相当額	のれん相当額
	控除	企業結合等により計上される無形固定資産相当額	企業結合等により計上される無形固定資産相当額
	控除	証券化取引に伴い増加した自己資本に相当する額	証券化取引に伴い増加した自己資本に相当する額
	控除	内部格付手法採用行において、期待損失額が適格引当金を上回る額の50%相当額	内部格付手法採用行において、期待損失額が適格引当金を上回る額の50%相当額
	控除	繰延税金資産の控除金額	繰延税金資産の控除金額
補完的項目		その他有価証券の連結貸借対照表計上額から帳簿価額を控除した額の45%相当額	—
		土地の再評価額と再評価の直前の帳簿価額の差額の45%相当額	土地の再評価額と再評価の直前の帳簿価額の差額の45%相当額
		一般貸倒引当金	一般貸倒引当金
		内部格付手法採用行において、適格引当金が期待損失額を上回る額	内部格付手法採用行において、適格引当金が期待損失額を上回る額
		負債性資本調達手段等	負債性資本調達手段等
		うち永久劣後債務 期限付劣後債務及び期限付優先株	うち永久劣後債務 期限付劣後債務及び期限付優先株
準補完的項目		短期劣後債務	—
控除項目		他の金融機関の資本調達手段の意図的な保有相当額	他の金融機関の資本調達手段の意図的な保有相当額
		非同時決済取引に係る控除額及び信用リスク削減手法として用いる保証又はクレジット・デリバティブの免責額に係る控除額	非同時決済取引に係る控除額及び信用リスク削減手法として用いる保証又はクレジット・デリバティブの免責額に係る控除額
		期待損失額が適格引当金を上回る額の50%相当額	期待損失額が適格引当金を上回る額の50%相当額
		PD/LGD方式の適用対象となる株式等エクスポージャーの期待損失額	PD/LGD方式の適用対象となる株式等エクスポージャーの期待損失額
		基本的項目からの控除分を除く、自己資本控除とされる証券化エクスポージャー及び信用補完機能を持つI/Oストリップス	基本的項目からの控除分を除く、自己資本控除とされる証券化エクスポージャー及び信用補完機能を持つI/Oストリップス

出所)「銀行法第十四条の二の規定に基づき、銀行がその保有する資産等に照らし自己資本の充実の状況が適当であるかどうかを判断するための基準（平成十八年金融庁告示第十九号）」、及びみずほフィナンシャル・グループ、三井住友フィナンシャル・グループ、横浜銀行、ほくほくフィナンシャル・グループ等のディスクロージャー誌をもとに作成。

②米国

Federal Deposit Insurance Corporation(以下、FDIC)では、"Risk Management Manual of Examination Policies"⁹において、次頁のように、自己資本を以下のように定めており、概ね、BIS規制に準拠している。

Tier2 における” Unrealized Gains on Available-For-Sale Equity Securities Includible in Tier 2 Capital”は、再評価準備金にあたり、その自己資本への組み入れは45%に制限されている。米国においては、土地、建物等の不動産の再評価益は、Tier2 には含まれていない。

⁹ このマニュアルは、
http://www.fdic.gov/regulations/safety/manual/section17-1_capcalc.html に公開されている。

図表 FDIC"Risk Management Manual of Examination Policies"による自己資本の規定

資本類型	Gain/Loss	対象項目	備考
Tier 1 Capital	Gain	Perpetual Preferred Stock and Related Surplus	
	Gain	Common Stock	
	Gain	Surplus	
	Gain	Retained Earnings	
	Gain	Accumulated Other Comprehensive Income and Other Equity Capital Components	
	Gain/Loss	Net Unrealized Gains(Losses) on Available-For-Sale Securities	(if a gain, deduct from Total Equity Capital in the calculation of Tier 1 Capital, if a loss, add it to Total Equity Capital)
	Loss	Net Unrealized Losses on Available-For-Sale Equity Securities	(if a gain, deduct from Total Equity Capital in the calculation of Tier 1 Capital, if a loss, add it to Total Equity Capital)
	Gain/Loss	Accumulated Net Gains (Losses) on Cash Flow Hedges	(if a gain, deduct from Total Equity Capital in the calculation of Tier 1 Capital, if a loss, add it to Total Equity Capital)
	Loss	Nonqualifying Perpetual Preferred Stock	
	Gain	Qualifying Minority Interest in Consolidated Subsidiaries	
	Loss	Disallowed Goodwill and Other Disallowed Intangible Assets	
	Loss	Disallowed Servicing Assets and Purchased Credit Card Relationships	
	Loss	Disallowed Deferred Tax Assets	
	Gain/Loss	Other Additions to (Deductions from) Tier 1 Capital	
	Loss	Assets Other Than Loans & Leases Classified Loss	
Tier 2 Capital	Loss	Additional Amount to be Transferred to Tier 2 for Inadequate Allowance for Loan and Lease Losses	
	Gain/Loss	Other Adjustments to (from) Tier 1 Capital	
	Gain	Qualifying Subordinated Debt and Redeemable Preferred Stock	(Tier 2 Capital not to Exceed 100% of Tier 1 Capital)
	Gain	Cumulative Perpetual Preferred Stock Includible in Tier 2 Capital	
	Gain	Allowance for Loan & Lease Losses	
	Loss	Loans & Leases Classified Loss	
	Gain	Amount Transferred from Tier 1	
	Gain	Adjusted Allowance for Loan & Lease Losses	
	Loss	Ineligible Portion of Allowance (If Applicable)	
	Gain	Allowance for Loan and Lease Losses Includible in Tier 2 Capital	
Tier 3 Capital	Gain	Unrealized Gains on Available-For-Sale Equity Securities Includible in Tier 2 Capital	
	Gain	Other Tier 2 Capital Components	
Capital Account Adjustment	Loss	Deductions for Total Risk-Based Capital	(Includes adjustment for financial subsidiaries as defined by the Graham-Leach-Bliley Act of 1999, if applicable.)

出所) FDIC"Risk Management Manual of Examination Policies"

米国では、早期是正措置を講じる基準は、BIS 規制に基づく自己資本比率だけをベースにしているわけではない。

連邦預金保険法では、預金保険を受けている預金取扱金融機関の問題を解決するために、早期是正措置が講じられるが、そのための指標は、レバレッジ・レシオ(資産全体を Tier1 資本で割ったもの)、Tier 1 だけの自己資本比率(リスク・アセットを Tier1 資本で割ったもの)、全体の自己資本比率(リスク・アセットを BIS 規制で定義される資本で割ったもの)の3つが用いられている。

これらの指標から過少な資本水準(過少な資本水準以下の3つのカテゴリー)であることが判明した場合、FDIC は該当銀行に通知を行うが、該当銀行はそれに対し 45 日以内にレバレッジ・レシオを 4%以上に改善する資本計画を登録しなければならない。

図表 米国における早期是正措置の概要

	レバレッジ・レシオ	Tier 1 だけの自己資本比率	全体の自己資本比率
十分な資本水準	$\geq 5\%$	$\geq 6\%$	$\geq 10\%$
	上記の 3 つの指標の水準を満たすとともに、資本水準を達成・維持するための文書の協定、指令、資本指令、早期是正措置指令に遵守することが求められていない銀行。		
適切な資本水準	$\geq 4\%$ and	$\geq 4\%$ and	$\geq 8\%$
	上記の 3 つの指標の水準を満たすとともに、上記の十分な資本水準の定義を満たしていない銀行。あるいは、コンポジット 1 (健全な銀行) と格付けされた銀行で、現在及び今後資産が急拡大することがない銀行については、レバレッジ・レシオが 3%以上 4%未満でも該当する。		
過少な資本水準	$< 4\%$ or	$< 4\%$ or	$< 8\%$
	上記の 3 つの指標の水準のいずれかが該当する。あるいは、コンポジット 1 (健全な銀行) と格付けされた銀行で、現在及び今後資産が急拡大することがない銀行については、レバレッジ・レシオが 3%未満でも該当する。		
非常に過少な資本水準	$< 3\%$ or	$< 3\%$ or	$< 6\%$
	上記の 3 つの指標の水準がいずれかが、該当する場合		
極めて過少な資本水準	明確な自己資本の比率が 2%以下である場合。		

出所) FDIC, "Risk Management Manual of Examination Policies"

③英国

英国の自己資本に含まれる項目は、次々頁の通りである。

このうち、バーゼルⅡでの自己資本の基本的項目(Tier1)と異なっているものは、以下の項目である。

- Eligible partnership capital
- Eligible LLP members'capital
- Innovative tier one capital

(連結対象とならないためと考えられる)partnership、LLP に対する出資についても基本的項目(Tier1)に含まれている。

次ぎに、補完的項目に含める有形固定資産の再評価は、英国 FSA が公表している“FSA Handbook”及び”Interim Prudential sourcebook: Banks”のいずれにおいても、資産の評価差益の 55%を控除すべきとは記述されていない。

図表 英国 FSA の"FS Handbook"による自己資本の規定

Tier 1		
Core tier one capital		(A)
Permanent share capital		
Profit and loss account and other reserves (taking into account interim net losses)		
Eligible partnership capital		
Eligible LLP members' capital		
Share premium account		
Externally verified interim net profits		
Perpetual non-cumulative preference shares		(B)
Perpetual non-cumulative preference shares		
Innovative tier one capital		(C)
Innovative tier one instruments		
Total tier one capital before deductions = A+B+C		(D)
Deductions from tier one capital		(E)
Investments in own shares		
Intangible assets		
Tier 2		
Upper tier two capital		(G)
Perpetual cumulative preference shares		
Perpetual subordinated debt		
Perpetual subordinated securities		
Revaluation reserves		
General/collective provisions		
Surplus provisions		
Lower tier two capital		(H)
Long term subordinated debt		
Fixed term subordinated securities		
Total tier two capital = G+H		(I)
Deductions from tier two capital		(J)
(For certain limited purposes only certain additional deductions are made here)		
Total tier two capital after deductions = I - J		(K)
Total tier one capital plus tier two capital = F+K		(L)
Deductions from the totals of tier one and two		(M)
Qualifying holdings		(Part 1 of stage M)
Material holdings		
Expected loss amounts and other negative amounts		
Securitisation positions		
Reciprocal cross-holdings		
Investments in subsidiary undertakings and participations excluding any amount which is already deducted as material holdings or qualifying holdings		(Part 2 of stage M)
Connected lending of a capital nature		
Total tier one capital plus tier two capital after deductions = L-M		(N)
In calculating whether a bank's capital resources exceed its capital resources requirement: (1) the credit risk capital component, the operational risk capital requirement and the counterparty risk capital component; or (2) the base capital resources requirement; as the case may be, must be deducted here.		
Tier 3		
Upper tier three		(O)
Short term subordinated debt		
Lower tier three		(P)
Net interim trading book profit and loss		
Total tier three capital=O+P		(Q)
Total capital before deductions = N+Q		(R)
Deductions from total capital		(S)
Excess trading book position		
Free deliveries		
Total capital after deductions (R - S)		(T)
In calculating whether a bank's capital resources exceed its capital resources requirement, the market risk capital requirement and the concentration risk capital component must be deducted here.		

出所) 英国 FSA, "FS Handbook"より作成

④資本項目の今後の取扱い動き～負債性資本調達手段(Hybrid instruments)

これまで Tier2 とされていた負債性資本調達手段(Hybrid instruments)については、2009 年 2 月 25 日に公表された欧州委員会の”THE HIGH LEVEL GROUP ON FINANCIAL SUPERVISION IN THE EU chaired by Jacques de Larosiere REPORT” で指摘されているように、Tier1 に参入させようという意見が広まってきている。

a) EUにおける動き¹⁰

EC(European Commission)はCRD(the Capital Requirements Directive)の修正を通じて、Hybrid Capital の取扱いをより明瞭で統一的なものにしようとしている。

Hybrid Capital の取扱いについては、元々1998年に公表されたバーゼル委員会の意見によって規定されていたが、EU では、CEBS(the Committee of European Banking Supervisors)により2008年4月に公表された「Proposal for a common EU definition of Tier 1 hybrids」によって、より詳細な提案を行っている。

CEBSによるCRDの修正提案は、主に Hybrid capital を Tier1 に参入するための適格要件に関して重点的な提案を行っている。その適格要件は、①永久性(期限に関する制限が無く永久的な資金であること)、②支払いの柔軟性(発行者が元利や配当の支払いにおいて柔軟性を保有していること)、③損失の吸収可能性(企業の倒産や清算時に損失を吸収するバッファとなる可能性があること)、が主要なものである。ただし、③損失の吸収可能性に関しては、より詳細な条件や解釈等に関して CEBS から発表されておらず、現状では具体的にどのような要件になるか不明瞭なままとなっている。CEBSからの追加的な資料の公表が待たれている。また、上記3つの適格要件に加えて、CEBSによる提案では異なる種類の Hybrid Capital の利用に関して、一部定量的な制限が設けてあるようである。

b) 米国における動き¹¹

Hybrid Capital Instruments とは、資本及び借入金等の資金調達における合成型の調達手段のことを指す。Hybrid Capital Instruments の特徴としては、基本的に永久に利用可能であり、資本と負債の両方の性質を併せ持つ資金調達手段である点が挙げられる。FDIC の公表資料によれば、Hybrid Capital Instruments に関しては無制限に Tier2 内の資本として算入することができる。また、Hybrid Capital Instruments には、転換義務付きの負債(強制転換社債など)も対象に含まれており、例えば、Equity Contract Notes(当該 Note の保有者は、提供している負債の元本返済分の代わりに当該 Note 発行者の普通株式若しくは永久優先株式を受け取ることが義務付けられている劣後債のこと)なども Hybrid Capital Instruments に含まれるようである。

¹⁰ Morrison & Foerster “Defining Hybrid Capital”, August 15, 2008, <http://www.mofo.com/news/updates/files/080815DefiningHybrid.pdf>

¹¹ Federal Deposit Insurance Corporation “Risk Management Manual of Examination Policies”, <http://www.fdic.gov/regulations/safety/manual/index.html>

前述のこれらの項目以外に、株式保有制限、大口信用供与規制等のリスク管理規制において、主要国の間において次のような違いがある。

(4) 株式保有制限

金融システムの健全性を維持するためには、銀行経営が株価の変動に左右されないようにすることが求められる。このような考えから、株式保有を制限する規制を導入している主要国が多い。

①日本

「銀行等の株式等の保有の制限等に関する法律」により、銀行等及びその子会社等に係る自己資本に相当する額として前述の「平成十八年金融庁告示第十九号」で定めるところにより計算した額を超える額の株式等を保有してはならない、とされている。

②米国

アメリカでは、世界大恐慌の原因の一つとして、銀行の株式保有が挙げられたため、1933 年にグラス・スティーガル法¹²が制定され、銀行による株式保有が禁止された。それ以降も、商業銀行が株式を保有することは認められていない。

③EU

EU では、“Credit Requirement Directive”の第 120 条及び第 120 条第 2 項において、銀行の株式保有規制を銀行とそれ以外の企業に分けて規制している。信用供与する機関、リース、ファクタリング、信託、データプロセッシング管理等の銀行に関連する業務を行う企業については、自己資本の 60%以下、それ以外の企業については 15%以下の規制を行っている。

④英国

英国 FSA の”FSA Handbook”では、銀行の株式保有に関する制限は明確に記述されていない。

¹² グラス・スティーガル法の主な立法趣旨は、商業銀行と証券会社の利益相反問題の是正であるが、商業銀行の株式保有もあわせて禁止されている。

(5) 大口信用供与規制

大口信用供与規制は、銀行及びそのグループが貸出、債務保証、出資等の信用供与を、ある特定の企業や企業グループに集中して行うことを防止する措置である。このような措置は、多くの主要国において実施されている。

International Financial Risk Institute¹³によると、ほとんどの国では、大口信用供与は自己資本の 10～40%の間で制限されているようである。

①日本

日本の大口信用供与規制は、銀行法第 13 条～第 13 条の 2 において、同一人(会社グループ)に対する信用供与は、前述の国内での基準に基づく銀行の自己資本の額の 40% を越えてはならない、と規定している。

②米国

FRB の ” Commercial Bank Examination Manual ” では、自己資本が十分にある顧客であるというような十分な説明ができない場合は通常特定の顧客に対しては銀行の自己資本の 25% 以下に制限するとしている。

③欧州

欧州委員会の ” CRD POTENTIAL CHANGERS ” によると、特定の顧客にリスクを集中させることは、銀行にとって大きな損害を及ぼす可能性があるため、顧客及び連結の顧客のグループに対するエクスポージャーが自己資本の 10% 以上に当たる場合は、大口信用供与とみなされるとし、それ未満になるように制限されている。

④英国

英国 FSA の FSA Handbook では、大口信用供与については、欧州委員会の CRD を遵守するとしている。すなわち、イギリスにおいても、自己資本の 10% 未満で規制している。

¹³ 国際的な銀行、保険会社がメンバーとの金融リスクに関する研究機関で、スイスのジュネーブに設置されている。この研究機関は、上限は 25% に設定することが望ましいとしている。

7) 今後の規制に関する論点

(1) 現在生じている課題

金融危機により、銀行のリスク管理及び管理態勢について、以下のような課題が顕著になった。

- ①BIS 規制(自己資本規制)によるエクスポージャーの制限が貸し渋り等を増長し、景気循環の谷を深くする懸念。(特に信用リスクに関して)
- ②トレーディング勘定における不十分なリスク評価。
- ③破綻銀行の出現にみる不十分な流動性リスク管理。

以降において、上記についての規制の論点を整理する。

銀行への規制だけでなく、米国では、その規制・監督体制の不備が問題視されており、最後にそれに言及する。

(2) 現在論じられている規制の論点

本調査研究では、自己資本比率規制を中心とした文献調査に加え、国内の有識者へのインタビュー、米国、欧州の規制・監督当局、関係団体等へのインタビューを実施した。以降では、銀行規制の中核をなす自己資本比率規制を中心とした運用に関するリスク管理規制を中心に、賛否の論点を整理していく。

①自己資本比率規制

現在の銀行のリスク管理規制の中核をなすものは自己資本比率規制であるが、ここでは自己資本比率規制の是非についての議論を概要的に整理する。

この自己資本比率規制については、何人かの有識者からその複雑な計算方法による分かり難さを指摘する意見があったものの、銀行の健全性を判断指標として一定の自己資本を確保することを銀行に要求する適切な指標として既に定着していること、それ以外の適切な手法が他に無いこと、等から今後も銀行の健全性を評価する指標として活用されるという意見が大勢を占めていた。

世界的に普及が進んできている自己資本比率規制であるバーゼルⅡについては、欧州を中心に、規制当局・監督当局の間では、銀行の健全性を確保する手段としては適切であるという見解が多い。日本において今般の金融危機の影響が小さかった理由の一つとして、メガバンクを中心に、バーゼルⅡの浸透が最も進んでいることを挙げる意見もあった。これに対し、米国はバーゼルⅡの移行が遅れたことが、金融危機の発生の一因であるという指摘もなされている。

このような見解から、欧州を中心に、銀行規制・監督については、後述のようにトレーデ

イング勘定のリスク評価、流動性リスクへのストレス・テスト等の対策、証券化のビークルや証券化商品の公正価値評価、第二の柱「銀行の自己管理と監督上の検証」の徹底等についての追加的な規制を中心に、バーゼルⅡの枠組みを強化していくことが検討されている。

その一方で、現行の自己資本比率規制については、プロシクリシティ(**procyclicality**: 景気循環増幅効果)は重要な問題点として、日本、米国、欧州を問わず、認識されている。そのために、何らかの改善策が必要であり、欧州ではバーゼルⅡの枠組みの中での改善策が検討されている。

②リスク管理規制の各論

ここでは、銀行のリスク管理規制の各論について、現行のバーゼルⅡの規制の枠組みの賛否を中心に、前述の金融危機により表面化した課題を整理する。

- ①プロシクリシティの是正のための方策
- ②トレーディング勘定におけるリスク評価の厳格化
- ③流動性リスク管理における対策

以降では、これらの点に関する現在の議論を整理する。

a) プロシクリシティの是正のための方策

BIS 規制のもとらすプロシクリシティについては、前述のように、広く問題視されている。プロシクリシティとは、好況時には必要最低資本が大きく評価されるため貸出を過熱させる一方で、不況時には小さく評価されるため貸し渋りを助長し、景気循環の山・谷の増幅が拡大される傾向のことである。

プロシクリシティについては、2008年11月の金融サミットにおいて合意した「行動計画」においても、2009年3月末までに景気循環増幅効果を緩和するための提言をとりまとめることとされた。

また、金融安定化フォーラム、バーゼル銀行監督委員会、欧州委員会、各国の規制・監督当局も、プロシクリシティは重要な問題であるとして、それを是正する方策を検討している。主な是正の方向性としては、好況時に自己資本を一層充実させ、不況時には充実させた分で対応させる方策、景気循環のサイクルを考慮したリスク評価の方策が考えられる。

i) 好況時に資本を蓄積させる方策

好況時には、銀行のリスク・アセットのリスク量が減少し、必要最低資本量が減少し、貸付を加熱させる傾向にあるが、過熱したことにより好況時に不良債権の可能性が高い貸付が増加する可能性がある。

有識者や規制・監督当局へのインタビューを通じて、好況時には必要最低資本を引き

上げることを求められていたが、実際にその方法については困難が多いという指摘がなれることが多かった。

プロシクリカリティへの対策として、スペインにおいて、2000 年 7 月より採用されている Dynamic Provisioning が注目されている。

Dynamic Provisioning は、ローンの価値に年間期待損失率をかけたもの(一定額)を毎年「期待損失引当金チャージ」として計上する方法で、以降でその内容を概説する。

まず、ローンについて、次のような設定を置く。

図表 資産のための設定

ローンの価値	100
ローンの満期	5 年
金利	6%
ファンディング・コスト	4%
純金利収入(金利-ファンディング・コスト)	2%
年間の期待損失率	1%

出所) "Dynamic Provisioning: issues and application"

実際の損害のローン全体に占めるパーセンテージは、最初の二年は 0%、3 年目に 1%、4 年目に 3%、5 年目に 1%と設定する。

上記の設定により、このローンの年間の期待損失率は 1%であり、Dynamic Provisioningでは、これを期待損失引当金チャージとして、毎年 1 だけ計上する。そのため、引当金の残高合計は毎年 1 ずつ増加する。¹⁴

通常の会計処理と比較した図表が以下であるが、通常の会計処理に加え Dynamic Provisioning は損益について変動の小さなものになる。

また、ローンの価値は、景気の変動や一時的な経済のショックに対しても、安定して減少していきっており、プロシクリカリティの影響を受けにくい手法になると考えられる。

¹⁴ 図表の期待損失引当金の残高は、B/S には年末時点の引当金と特別引当金残高の差として計上される。

図表 通常の会計処理と Dynamic Provisioning の会計処理の違い

【通常の会計処理】							【Dynamic Provisioning】						
		1年目	2年目	3年目	4年目	5年目			1年目	2年目	3年目	4年目	5年目
B/S	ローンの価値	100	100	100	100	100		ローンの価値	100	100	100	100	100
	特別引当金の残高(年末時点)	0	0	1	4	5		特別引当金の残高(年末時点)	0	0	1	4	5
								期待損失引当金の残高(年末時点)	1	2	2	0	0
								引当金の残高合計(年末時点)	1	2	3	4	5
	ローンの価値(年末時点)	100	100	99	96	95		ローンの価値(年末時点)	99	98	97	96	95
P/L	純金利収入	2	2	2	2	2		純金利収入	2	2	2	2	2
	特別引当金の変化(▲)	0	0	1	3	1		期待損失引当金チャージ	1	1	1	1	1
	損益の合計	2	2	1	-1	1		損益の合計	1	1	1	1	1

出所) "Dynamic Provisioning: issues and application"

銀行における上記の会計処理は、スペインにおいては問題はないが、会計制度において問題が発生する可能性があるようである。スペインの銀行がニューヨーク証券取引所に上場した場合には米国の会計基準に適合させるために再評価が必要になるようである。15

ii) 景気循環のサイクルを考慮したリスク評価の方策

次に、景気循環を考慮した信用リスク評価の方策について言及する。以降の内容は、八ツ井 博樹氏の「バーゼルII と銀行経営(中) 信用格付制度におけるPITとTTCの整理と次世代の信用格付制度の展望 ― 技術と経験の融合によるTTC的な信用格付制度の確立を目指して ―」16を参考としている。

現在の銀行の内部格付けモデルは、時点時点のデータに基づきパラメータを推計する point in time (以下、PIT) 方式により行われている。この PIT 方式では、次の図表のように、景気局面の変化にあわせて債務者の格付自体が変化し、格付毎の実績デフォルト率は景気循環を通して一定となる。すなわち、景気が悪化する局面では、上位格付の債務者数が減少し下位格付の債務者数が増加する。また、景気が回復する局面では、上位格付の債務者数が増加し下位格付の債務者数が減少する。これらの景気循環を通して各格付における実績デフォルト率は変化しない。

一方、これに対し、through the cycle (以下、TTC) 方式では、景気局面の影響は債務者の格付自体には影響させず、格付毎の実績デフォルト率が変化することになる。すなわ

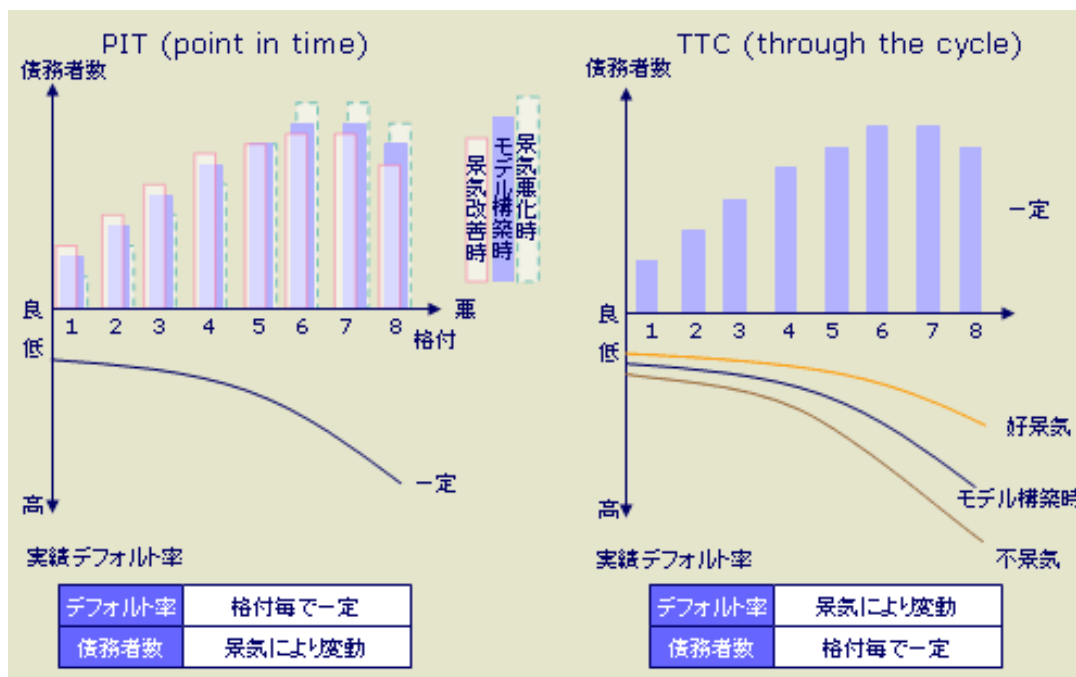
15 インタビューによる。

16 <http://www.tohatsu.com/news/fig/topics20080730.shtml> に掲載されている。

ち、景気が悪化する局面でも景気が回復する局面でも、格付毎の債務者数は一定となり、格付毎のデフォルト率が景気悪化局面では上昇(悪化)し、景気回復局面では下降(良化)する。

これらをとりまとめたものが、次の図表である。

図表 PIT と TTC における債務者数およびデフォルト率の変化の概念



出所) 八ツ井 博樹「バーゼルⅡと銀行経営(中) 信用格付制度におけるPITとTTCの整理と次世代の信用格付制度の展望 — 技術と経験の融合によるTTC的な信用格付制度の確立を目指して —」

現在の銀行実務の面では、PIT方式による内部格付けモデルが中心である。その大きな理由は、スコアリング・モデル構築時のデータの観測期間が1年間としているケースが多く、バーゼルⅡが導入されてからは十分な期間がたっていないため現時点ではデータが無いことや技術的な制約などにより、TTC方式による内部格付けモデルの構築は難しい。1年間という観測期間を前提に構築されたスコアリング・モデルは、1年以内にデフォルトするかどうかを見分ける能力はあるが、景気の一循環など長期間にわたってデフォルトするかどうかを見分ける能力があるとは限らない。TTC方式による内部格付けモデルを開発しようとするれば、観測期間は一つ以上の景気循環を経なければならないが、百年に一度の金融危機の時期のデータが適切かという問題もある。

次の図表では、PIT方式とTTC方式の主な相違点を整理してみた。PIT方式は、債務者の短期的な信用力の判断に用いることは優れているが、長期的な判断には必ずしも優

れているとは限らない。したがって、与信供与の審査においても、短期与信でなく長期与信の審査時にこれを用いることについては注意を要する。

図表 PIT 方式と TTC 方式の違い

PIT的	←→	TTC的
格付制度およびPDに関する期間の考え方の例		
短期 (1年)	格付の評価期間 (forward looking的要素)	長期 (一つの景気循環期間)
短期の推計に優れている (長期でも利用は可)	PD推計	長期の推計に優れている (短期でも利用は可)
モデル構築時における期間の考え方の例		
1年	観測期間	一つの景気循環期間
構築時の直近	重視する実績デフォルト率	長期の累積
審査実務・リスク管理への適応の例		
短期貸付における 企業審査	審査実務	長期貸付における 企業審査
今後1年間における ELとULの計算	リスク管理	今後長期間に渡る ELとULの計算
顧客とのコミュニケーションの例		
トラバケョン バンキング	コミュニケーション・スタンス	リレーションシップ バンキング

出所) 八ツ井 博樹「バーゼルⅡと銀行経営(中) 信用格付制度におけるPITとTTCの整理と次世代の信用格付制度の展望 ― 技術と経験の融合によるTTC的な信用格付制度の確立を目指して ―」

b) トレーディング勘定におけるリスク評価の厳格化

企業向け等の貸付債権はリスク・ウェイトに基づいてリスク評価されるのに対し、短期売買の市場流動性の高い金融商品は主にVaRによりリスク評価されている。この両者のリスク評価の違いは、欧米においては、銀行のトレーディング勘定の比重を増加させることにつながったという指摘がある。欧米では証券化市場がかなり形成されていたことがあり、もともとトレーディング勘定では、市場流動性の高い商品を取引する勘定であったが、欧米の銀行においては証券化商品の計上も多くなった。

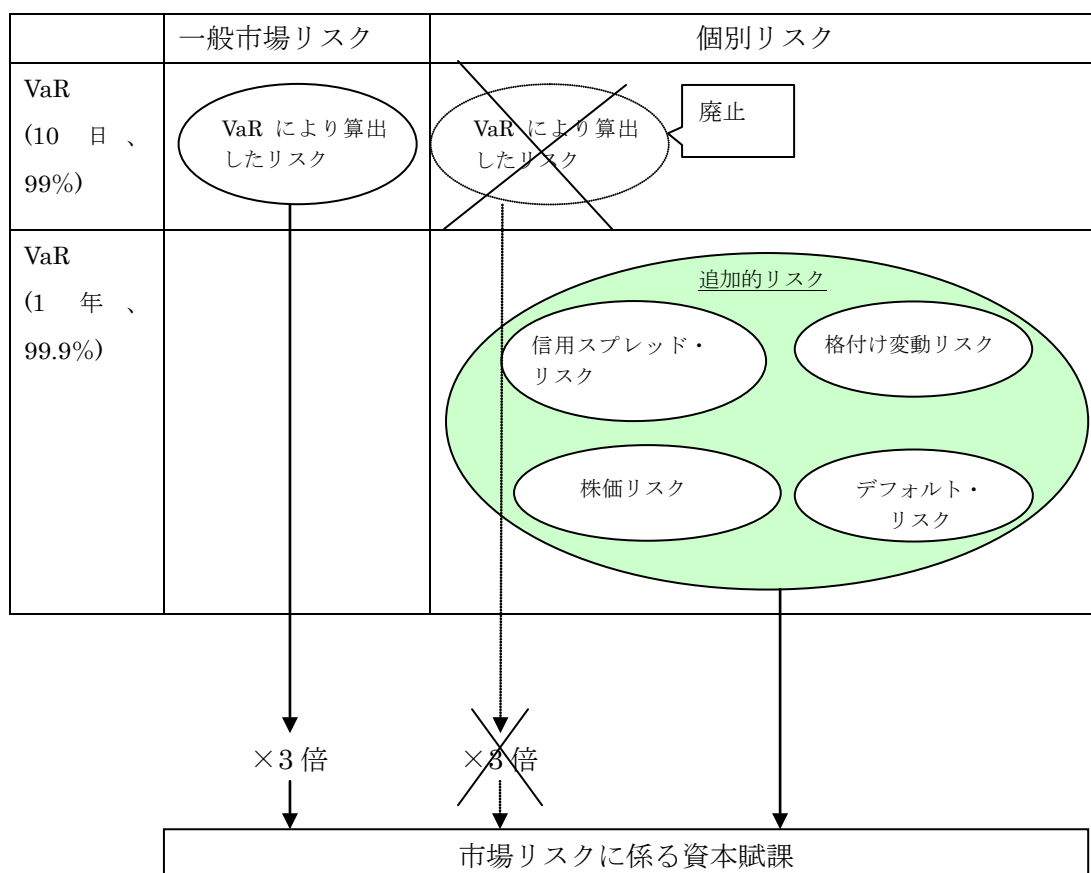
しかしながら、サブプライム・ローンの証券化商品が焦げ付き始めて以降、多くの証券化商品の流動性が著しく低下し、欧米では価値評価が困難な状態に陥り、大きな損失を計上し経営が揺らいだ大手銀行があらわれてきた。

上記の状況を考慮して、バーゼル銀行監督委員会での議論等を通じ、トレーディング勘定におけるリスク評価の方法を厳格化する方向性が示されている。

従来は、市場全体の変動により損失を被るリスクである一般市場リスクの VaR によるリスク評価を3倍した額と個別リスク(イベント・リスクやデフォルト・リスクに対応)に関する比較的少額のものを資本賦課額としていた。

これに対し、新しい規制では、少額の個別リスクに関する資本を廃止し、代わりに追加的デフォルト・リスク(Incremental Default Risk、以下 IDR)を信頼区間 99.9%、保有期間 1 年で計算することが提案されている。

図表 トレーディング勘定に計上される商品のリスク評価の方法の変更



出所) 神津多可思「今回の国際的な金融混乱を踏まえたバーゼル銀行監督委員会の取り組み」、宇野智之「個別リスクの「追加的デフォルトリスク」を巡る攻防」等をもとに作成。

追加的デフォルトリスクを評価する方向性については、International Swaps and Derivatives Association, Inc. (以下、ISDA)、Institute of International Finance, Inc. (以下、IIF)、London Investment Banking Association (以下、LIBA) 等に賛同しているものの、以下の二つの問題があるとし、その軽減を求めている。

- ✓ デフォルト・リスクの計算基準は、信頼区間 99.9%、期間 1 年間となっているが、その基準が厳しすぎる。
- ✓ デフォルト・リスクと市場リスクの単純な加算は、両者の相関が 1 であることを意味するが、これは非現実である。

前者は 1 年の長期保有が適切かどうかの議論で、ISDA を中心とした前述の団体は、トレーディング勘定におけるポジションの解消には 3 ヶ月もあれば十分として、保有期間は 60 日（営業日数）とすべきと主張している。後者については、相関が負になるトレーディング手法もありデフォルト・リスクと市場リスクの間の分散を可能としている。

ちなみに、保有期間の長さは銀行の資本賦課に大きな影響を与え、ISDA の試算ではバーゼル銀行監督委員会の保有期間 1 年間では、現行のリスク評価方法の 2.7 倍になるとし 17、重すぎるという大きな懸念を示している。

なお、トレーディング勘定における問題は、流動性の低い証券化商品まで計上されていたことも大きな問題点であり、このような証券化商品をトレーディング勘定より切り離して評価（銀行勘定に含めて評価する、など）することで、流動性の高い金融商品についてはそれに適した厳格さで評価することが必要であろう。

c) 流動性リスク管理における対策

今般の金融危機においては、欧米の大手銀行が深刻な経営危機に直面する事態が発生している。このような状況から、個々の銀行に対して単に自己資本の充実だけでなく、流動性リスク管理の整備を求める意見が起こってきており、英国財務省・英国 FSA へのインタビューでは、次のような規制の方向性が示された。

「昨今の金融危機を受け、自己資本比率は重要であるが、それだけでは十分ではなく、流動性に関する規制も重要であることが明確になった。同様に、流動性に係る規制について、できる限り国際的に整合性のとれたアプローチをとることが重要である。」

個々の銀行に対し、流動性リスク管理における対策としては、欧州の規制・監督当局を中心に、効果的なストレス・テストの実施を求める意見が出てきている。

バーゼル銀行監督委員会では、ストレス・テストについて次のような提案を行っている。

- ✓ 銀行は自らに固有のストレス及び市場全体のストレスを想定したさまざまな短期・長期のシナリオに基づいて、定期的にストレス・テストを実施。
- ✓ その結果に基づき、堅固かつ実行可能なコンティンジェンシー・プランを策定。
- ✓ 個々の業務部門のインセンティブが銀行の総合的な流動性リスク許容度及び戦

¹⁷ ISDA, "IDR Technical working group, IDR impact study" に記述されている。

略を整合。

- ✓ 流動性のポジションとリスクを能動的に管理。
- ✓ 流動性リスクに関する定期的な情報開示。

また、前述のように、銀行の流動性の問題を重要視している英国 FSA は、2008 年 12 月に公表した"Strengthening Liquidity Standards"において、従来のストレス・テストの欠点として以下を挙げていた。

- ✓ 今般の金融危機のような個々の銀行に特有なストレス事象と市場全体のストレス事象が同時に発生することによる、甚大かつ長期のシナリオを沿い呈していなかった。
- ✓ ストレス・テストの前提となる仮説が十分に調査されたものではなかった。
- ✓ ストレス・テストの結果が流動性管理に十分に活用されていなかった。

したがって、英国 FSA は、これらの欠点を克服するために、①個別金融機関に特有なストレス、②市場全体のストレス、③その両者を組み合わせたストレスの3種類のストレス・テストを実施し、短期(1週間、1ヶ月)及び中長期(3ヶ月、6ヶ月、12ヶ月)の流動性リスクを分析し、自行の流動性が十分かについて、リテール資金調達、ホールセール資金調達、日中流動性、グループ内流動性、クロスカレンシー流動性、オフバランスシート流動性、フランチャイズ・ヴィアビリティ流動性、市場性資産、非市場性資産、調達分散化という 10 の観点から評価することを提案している。

英国FSAは、"Strengthening Liquidity Standards"において、ストレス・テストだけでなく、流動性に対応できる流動性資産バッファの保有についても言及しており、その資産としては市場での売買が可能なこと、満期が債務履行を期待される時期に関連していること、タイムリーに資金に変換できることが条件として挙げられている。すなわち、英国FSAは国債のような資産を保有することを義務付ける規制を導入しようとしている。¹⁸

以上のように、個々の銀行についての流動性リスク管理を徹底させるため、規制・監督当局から、ストレス・テストの強化と流動性の高い資産の保有増が求められるようになってきている。

ただし、流動性リスクの責任は、個々の銀行だけでは十分に対応できないケースもある。特に、金融危機の局面ではそうであり、個々の銀行と中央銀行の責任という分担もありえると考えられる。¹⁹

¹⁸インタビューでは、英国 FSA のこのような見解に対し、例えば中央銀行の買いオペの購入される資産にまで拡大すべきという議論を行っている。

¹⁹インタビューに基づく。

d) 米国における監督体制の整備

米国の場合は、前述のような複雑な体制であるにもかかわらず、抜け漏れがある規制・監督体制の不備が指摘されている。特に、以下の点が顕著であった。

- ・ モーゲージ市場の監督体制の不備
- ・ OTC デリバティブ市場の監督体制の不備
- ・ 投資銀行の監督プログラムの適切性
- ・ 州当局が監督する保険業の問題

貸出との関連で、住宅ローンについてみると、次のような問題点が指摘されている。

住宅ローンの販売業者・貸手は、基本的に州法の規制下であるが、規制・監督は州により異なっており、全米で統一的な免許の基準や規制等は存在しない。

サブプライムローンの過半は、連邦の監督下にはない事業者によるもので、州によっては十分に監督されていない、あるいは全く監督されていない場合があった。こうした事業者により貸出された住宅ローンが証券化商品として組成され、広く販売される状況となった。

上記のような事態は予想されておらず、米国の現行の体制では十分に監督できていなかったと言われている。

CDS をはじめとする OTC デリバティブ市場についても、市場全体を監督する機関が存在しなかったことも問題視されている。

財務省は、2008 年 3 月に「規制構造の強化に関するブループリント」と呼ばれる金融規制・監督の仕組みに関する抜本的な改革案を打ち出した。この改革案では、短期、中期、長期に分けて行うべき施策を整理している。

図表 「規制構造の強化に関するブループリント」における主な施策

	主な施策
短 期 的 提 言	①大統領金融市場作業部会(PWG)の機能強化 ②モーゲージ市場の監督強化 ③非預金取扱金融機関へのディスカウントウィンドー(連銀貸出)適用に関する FRB への要請
中 期 的 提 言	①貯蓄金融機関の連邦免許の廃止と国法銀行への転換 (OCC と OTC の統合) ②州法銀行による連邦監督規制の合理化 ③決済システムに関する監督規制の強化 ④証券取引規制と商品先物取引規制の統合 (SEC と CFTC の統合) ⑤連邦レベルでの保険免許の導入
長 期 的 提 言	以下の3つの監督当局に既存の組織を統合・再編 ①金融市場の安定性に責任を有する監督当局 ②連邦保証のある銀行業・保険業にプルーデンスに責任を有する監督当局 ③投資家保護など金融機関の業務行為を監督する規制当局

8) 今後の銀行規制の産業への影響

以上より、今後の銀行規制が産業に与える影響を検討する。

今般の金融危機に対応した銀行規制の強化策の中で、企業への貸付を減少させる懸念のある注視すべき規制の動きとしては、次のようなものが挙げられる。

- ①好況時における必要最低資本の引き上げ
- ②トレーディング勘定におけるリスク評価の厳格化
- ③流動性リスク対応の観点からの流動性の高い資産の保有割合の増加

まず、Dynamic Provisioning のような好況時に自己資本を厚くさせる規制は、不況時における貸し渋りを是正する効果が期待されるとともに、好況時における貸出を抑制する効果が働く。(これにより、安易な貸出を抑制し、不況時の不良債権の割合を減少させる効果も考えられるが)

次に、トレーディング勘定におけるリスク評価の厳格化は、リスク評価の算定基準によっては著しく、市場リスクの評価額を増加させる。その場合、それに応じた必要最低資本が増加してしまう。

今般の金融危機のように、銀行が流動性の問題で破綻しないように、国債のような流動

性の高い資産の保有割合を増加させることも必要であろうが、国債を購入する資金が銀行から流出するため、その分の企業等への貸出を減少させる懸念がある。

2. 保険会社

1) 保険会社のリスク管理

銀行と保険会社のリスク管理、監督体制は大きく異なる。その理由としては、銀行監督の目的は、預金保護に加え、決済機能が重視される一方で、保険監督の目的は契約者保護であるといった目的が異なることにある。

国が変わっても預金や貸付の商品性には大差がないが、世界中で売られている保険商品は国によって大きく異なっている。また、社会構造や消費者性向の違い、保険という領域における民間保険会社と政府の役割分担の違いなども、保険市場の国際的な多様性に影響している。したがって、バーゼルⅡのように一律の公式をすべての国にあてはめ、数値で一律管理する方式は必ずしもそぐわないと考えられており、国別に資産と負債、資本充分性、リスク管理を適切に監督する体制を基礎としつつ、各国の事情を考慮しながら段階的に国際的標準化を進めるという現在のアプローチが採用されている。

(1) 保険引受リスク

保険の場合、最重要視されるのは負債側の保険引受リスクである。保険会社も契約者の当該契約について将来いくら支払われるかわからない点が、負債リスクが銀行と大きく異なるところである。事実、欧州の監督官がEU内の保険会社の破綻および経営危機の要員を分析したところによると、最も多かった保険会社の破綻要因は保険引受リスクに起因すると判断され、2番目が経営陣の問題などのオペレーショナル・リスク、資産リスクは3番目の要因である。²⁰

自己資本の役割が強調される銀行や証券と異なり、保険においては自己資本とあわせ、責任準備金積立の重要性が強調される。判断の誤りや過当競争等で価格が不適切となる価格リスク、責任準備金の積立が不十分となる準備金リスクは、自己資本だけでは対応できない。地震やハリケーンなど災害リスクには再保険等の特別の対応を要する。

適切なリスク測定として、国際的に推奨されているのは Tail Value at Risk(Tail Value at Risk)である。一定の信頼水準を上回る損失が発生した場合の損失額の期待値をさす。これは一定の信頼水準における損失額をさす VaR とは区別される。稀な事象が起こった場合に、どのリスクのエクスポージャーがより大きいかを示すことができるため、VaR よりも保険業のリスクにあった計測手法である。

²⁰ FSA(UK), Managing Risk : Practical lessons from recent "failures" of EU insurers, 2002

(2) 市場リスク

市場リスクに関しては、保険会社では銀行よりも債券や株式等、時価のある有価証券が占める割合が大きい。したがって、時価評価が必要とされる資産の割合が大きく、市場リスクの影響を会計上大きく受ける。金利リスクについては銀行と同様であるが、デュレーション²¹が長い場合、金利変動によるボラティリティがより大きくなる。また、ALMの際に超長期の負債とマッチする資産をどう確保するかも課題となる。

生命保険の場合、保険料を契約者から受け取ってから実際に保険金を支払うまでの期間が比較的長いビジネスモデルのため、流動性リスクは銀行に比べて大きくはない。

(3) 信用リスク

信用リスクについては、規模の差こそあれ、銀行と類似しており、銀行業界で開発された先進的な信用リスク管理手法は保険分野でも応用が期待される。ただし信用リスクには、資産計上されていた再保険資産が回収不能になるリスクのように保険独自の要素も含まれることに注意が必要である。

(4) オペレーショナル・リスク

オペレーショナル・リスクについては、保険業の複雑さを反映し、より多面的なリスク管理が要求される。自己資本要件へのオペレーショナル・リスクの加味が国際的に推奨される一方、保険のオペレーショナル・リスクの計量化は英国やスイス等で開発が始められた段階である。

²¹ クーポン（利息）などのキャッシュフローも加味して、額面上の残存期間ではなく、実質的な残存期間の平均を計算したもの。これは、金利変動に対して債券価格がどのくらい変動するかを示す指標にもなる。債券で運用する債券ファンドについてもデュレーションを計算して、それがそのファンドの性格を理解する重要なデータとなる。デュレーションが大きいほど、金利変動に対する価格変動が大きくなる。

2) 各国の規制体制の概況

(1) 米国

①法制度

米国では、州保険庁が保険事業に対する規制・監督権限を有している。連邦法であるマッカラン・ファガーソン法により、保険事業を規制・監督する権限を与えているのである。

②規制・監督の枠組み

米国では、各州が州保険庁を設置し、州ごとの規制監督を行っているが、これらの調整を行う機関として、全米保険庁長官会議 (National Association of Insurance Commissioners: NAIC) が設立されている。NAIC では、保険規制の課題を議論したり規制監督の指標 (モデル法) を作成している。各州は、モデル法をそのまま採用するか、これに近い内容の州法を採用する。

州における監督の有り方は、州の保険庁長官によって決定されるが、州の保険庁長官は、上院の指名により州知事によって任命されるか或いは選挙によって選出される。州保険庁は、規制の制定、事業免許の付与・取り消しから検査、清算・再建命令まで、保険事業者への監督にかかるあらゆる権限を有している。各州の保険庁の人員数はもちろん州によってさまざまであるが、大きな損害保険マーケットであるカリフォルニア州で約 1,000 人、ニューヨーク州で約 900 人といったレベルであり、全米で 10,000 人弱の人員を抱えている。

保険事業には免許制度が採られており、各保険会社は、保険営業開始時に事業を行う州ごとに各保険庁から免許を取得しなければならない。

営業免許を与えた保険会社を監督するために、各州の保険庁は、RBC (Risk Based Capital) 基準や IRIS (Insurance Regulatory Information System 保険監督情報システム) を活用して保険会社の健全性をモニタリングし、必要に応じて早期是正措置を採っている。(詳細については後述) RBC や IRIS などの用いて事前規制・事後規制を講じて、保険会社が破綻し保険契約者等の保護が図れない場合が生じるが、そのための救済制度として NAIC のモデル法に基づいて、各州で支払保証基金が創設されている。金融業務の範囲については、財務省通貨監督局 (以下、OCC) が拒否権・提案権等を有する。

これら健全性を裏付けるため、州保険局により書類検査 (年次報告書、四半期報告書による)、臨店検査 (少なくとも 5 年に 1 回) が行われている。また、ソルベンシーや最低サープラスの減損が生じた場合においては、保険監督官は再建命令に基づき、当該保険者の財産を占有しその事業を管理することによりこれを再建する措置を講じる。

保険料監督においては、①ソルベンシーを維持するために適正な料率であること、②過剰な利益が発生するような保険料率でないこと、③不公正・差別的な保険料でないことの 3 原則による監督が行われている。

(2) 英国

①法制度

英国の保険会社は、保険会社法に基づいた、規制・監督体制に置かれている。

②規制・監督の枠組み

英国の金融監督は、FSA が規制・監督機関となっている。金融監督の一つとなる保険監督においては、大蔵省保険監督部門からFSAの保険会社局に移管されている。FSAでは、このほか CGNU 社や Prudential 社等の金融コングロマリット(保険・銀行・証券等の総合金融グループ)については、この保険会社局ではなく、主要金融グループ局において包括的な監督を行っている。

ただし、当面 FSA による規制に代えて、損害保険販売については、損害保険業界の自主規制による改善に委ねる方針を政府が示したことから、事業者団体から独立した新たな自主規制機関である損害保険基準協議会 (General Insurance Standards Council : GISC)を設置して対応している。このため、損害保険業においては、FSA が保険会社のソルベンシー・マージン等の会社経営状況をもっぱら監督する役割を担当し、GISC が損害保険販売の適切性、消費者への情報開示状況を監督する役割を担当するという二元体制となっている。

FSA はが、保険会社の財政状態の健全性についての。EC の指令に従い、監督を行っている。

(3) フランス

①法制度

フランスの保険会社は、保険法典に基づいた、規制・監督体制に置かれている。

②規制・監督の枠組み

フランスの保険監督行政機関の特徴は、規制と監督が大きく 2 つの期間に権限が分かれていることある。規制機関である経済財政産業省の国庫局(Direction du Tresor)は、実務的な保険企業(株式会社、保険相互会社、国営保険会社等を含む)の認可行政および立法等を行うが、立法においては、法案作成等に大きな権限を持ち、保険に関する幅広い諮問案件に対する答申を行っている経済財政産業大臣の諮問機関として、全国保険審議会(Conseil National des Assurances)がある。

一方、免許取得後の監督を行う機関は保険監督委員会(Commission de Controle des Assurances)と保険検査団(Conseil National des Assurances)である。

保険監査団は実務的な検査・分析を担当しており、検査の結果、問題事案が発生すれば保険検査団長は保険監督委員会に事実を通告され、委員会で必要な制裁・処分が保険企業に対して行われることになっている。

保険会社の監督の重点は、資産の安全性や責任準備金やソルベンシー・マージンの充実度などの事後的な保険会社の財務健全性に関する内容に移っている。

財務健全性を確保するための財務検査には、フランスでも書類検査のほか、立ち入り検査が行われている。

保険監督委員会が保険会社の財政状態の健全性について監督を行っている。EC 指令に従い、ソルベンシー・マージン基準が担保力指標として用いられている。

(4) ドイツ

①法制度

ドイツにおける主な監督法規としては、保険企業の監督に関する法律(VAG)、商法典(HGB)、自動車保有者に対する義務保険に関する法律(PflVG)、保険契約に関する法律等(VVG)、株式法(AktG)がある。

②規制・監督の枠組み

ドイツには、連邦を構成する 16 の州があり、各州が独立した司法、立法、行政機関を備えているが、保険会社監督は、連邦と各州の二元監督行政であり、業態と規模に応じて、連邦政府監督州政府監督に分けられている。連邦政府管轄下にある保険会社に地足手は、連邦財務省が各規制の制定を行い、実際の監督については、連邦保険制度監督庁(BAV)が監督・検査を行っている。また、各州政府管轄したの公営保険会社に対しては、各州保険監督庁が、監督・規制の両方を行っている。

図表 ドイツの規制・監督の枠組み

監督機関	対象保険会社
連邦保険制度監督庁	①ドイツ国内で保険事業を営む民間保険会社 ②2州以上にまたがって事業を営む公営保険会社 ③外国保険会社 (注) 上記①、②のうち経済的重要性が小さいと連邦保険制度監督庁が判断した場合は、州保険監督庁へ移管することができる
州保険監督庁	上記以外の公営保険会社

3) 各国の規制の概要と今後の動向

(1) 日本の動向

① 現行ソルベンシー・マージン規制

日本において、保険会社の健全指標であるソルベンシー・マージン比率の算出方法の見直しが行われており、平成 18 年 11 月には「ソルベンシー・マージン比率の算出基準等に関する検討チーム」が組成され、議論をされている。

議論の焦点となったところは次の 2 点である。論点は、以下 2 点に挙げられる点からである。

- ・現行の算出方法が現在の金融市場実勢と乖離したものとなっていないか
- ・保険会社のリスク管理の高度化や財務体質の強化を図る観点から更に改善を行う必要はないか

図表 日本のソルベンシー・マージン比率算出の公式

ソルベンシー・マージン比率（損保）	$= \frac{\text{資本・準備金等の支払余力}}{1/2 \times \left(\sqrt{R_5^2 + (R_2 + R_3)^2} + R_4 + R_6 \right)}$
ソルベンシー・マージン比率（生保）	$= \frac{\text{資本・準備金等の支払余力}}{1/2 \times \left(\sqrt{R_1^2 + (R_2 + R_3 + R_7)^2} + R_4 \right)}$
R_1 : 保険リスク相当額（生保） R_2 : 予定利率リスク相当額（生損保） R_3 : 資産運用リスク相当額（生損保） R_4 : 経営管理リスク相当額（生損保） R_5 : 一般保険リスク相当額（損保） R_6 : 巨大災害リスク相当額（損保） R_7 : 最低保証リスク相当額（生保）	

（出所）財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第 75 号」2006 年

図表 日本の監督庁の介入基準

ソルベンシー・マージン比率	早期是正措置内容
200%未満	経営健全性回復のための改善計画の提出、及びその実効命令
100%未満	保険金支払能力充実の計画の提出と実行命令、配当・役員賞与の禁止又は抑制、契約者配当又は剰余金分配の禁止又は抑制、新規保険契約の保険料算出方法の変更、事業費抑制 等
0%未満	期限を付した業務の全部又は一部停止命令

（出所）金融庁

②現行投資規制

日本の保険会社は、保険業法 97 条において、保険会社の財務の健全性を確保する観点から、保険会社の資産運用について規制が設けられている。資産ごとにその運用限度額が設けられている。

図表 日本の保険会社の投資規制

対象資産	国内株式	不動産	外貨建資産	債券、貸付金、貸付有価証券	任意運用資産 (注)
運用上限 (一般勘定資産合計に対する割合)	20%	30%	30%	10%	3%

(注) 有価証券、不動産の取得、金銭債権の取得、短期社債等の取得、金地金の取得、金銭の貸付、床証券の貸付、匿名組合契約に係る出資、預金又は貯金、金銭、金銭債権、有価証券又は不動産等の信託

③今後の議論

日本の保険会社の運用における規制で論点となっているのは、ソルベンシー・マージン規制に関する見直しである。EU や米国において、それぞれ規制の見直しが行われている中、日本は、EU のソルベン II に準拠した規制を今後設計していく方針にある。

EU におけるソルベン II の議論を踏まえながら、日本のソルベンシー・マージン規制の論点としてあげられているのは、次の 4 点である。

- ・経済価値ベースの計測手法
- ・データの整備
- ・実施インフラの整備
- ・日本の商品特性への対応

(2) 欧州の動向

①現行ソルベンシー・マージン規制

IAISは、ソルベンシー分野の枠組みを構築することに焦点をあて、以下の 3 文書を発表してきた。

- ・保険監督フレームワーク
- ・ソルベンシー基準の枠組み
- ・ソルベンシー基準策定の概要

EUでは、このIAISの枠組みに則り、保険料または保険金を基準として、必要ソルベンシー・マージンを算出し、株式資本などからなる認容ソルベンシー・マージンが必要ソルベンシー・マージンを上回っていればいいとしている。また、必要ソルベンシー・マージンの 3 分の 1 の金額か、設定された最低基準額のいずれかがミニマム・ギャランティ・ファンドとして規定されており、認容ソルベンシー・マージンが、ミニマム・ギャランティ・ファンドを下回った場合、監督当局は、被保険者の利益を保護するためのあらゆる措置をとることができる。

◆必要ソルベンシー・マージン

必要ソルベンシー・マージンは、保険料または保険金を基準として算出する「保険事業の不測の事態」を計量化した金額であり、最低限保有すべき資本の額である。EUでは、保険引受リスクのみが対象とされている。

必要ソルベンシー・マージンは、保険料または保険金を基にした基準金額に、係数および再保険を考慮した保有率を乗じて算出する。保険料基準と保険金基準を用いてそれぞれ計算した必要ソルベンシー・マージンのうち、金額の大きい方が、当該保険会社の必要ソルベンシー・マージンとなる。

保険料基準は、年間グロス計上保険料、または年間グロス既経過保険料の高い方を使用する。一方、保険金基準は、直近3事業年度の平均を使用する。

図表 EUの必要ソルベンシー・マージンの算出方法

必要ソルベンシー・マージン＝基準金額×係数×保有率			
基準金額		係数	保有率
保険料基準	元受保険料＋受再保険料－解約返戻金－解約返戻金の課税総額	18%	再保険控除後正味保険金額／総保険金額 (最低 50%)
保険金基準	(3 年度分の総支払保険金額(再保険、再々保険回収前)＋計算開始財務年度期首の支払備金－直近財務年度末の支払備金) ÷ 3	26%	再保険控除後正味保険金額／総保険金額 (最低 50%)

(出所) 財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第 75 号」2006 年

◆容認ソルベンシー・マージン

容認ソルベンシー・マージンは、実際に調達した株式資本のほか劣後ローンのようなハイブリッド資本などの項目により構成される。劣後ローンなどのハイブリッド資本には、容認ソルベンシー・マージンまたは必要ソルベンシー・マージンのいずれか小さい額を基準とした算入制限が定められている。

資産の時価評価により発生する含み正味準備金等は監督当局の同意が必要となる。

当該資産の市場価格に大幅な変化があった場合、監督当局は構成要素を下方修正する権限を持っている。

図表 EUの認容ソルベンシー・マージン構成項目

当局の同意	算入制限	構成項目
不要	—	払込済み株式資本金、開業基金 法定準備金、任意準備金 次期繰越利益 (控除項目) 自己株式
	50%	劣後ローン、累積優先株式資本（ただし期限付劣後ローン、定期累積優先株式資本はこれらの25%以下）
要	—	含み正味準備金
	50%	未払込株式資本、開業資金の2分の1（払込済の金額が25%に達した場合） 組合員に対して有する請求権

（出所）財団法人損害保険事業総合研究所「EU保険関係指令の現状」2006年

◆ギャランティ・ファンド

ギャランティ・ファンドとは、必要ソルベンシー・マージンの3分の1の金額、または、保険会社の引受項目ごとに設定された最低金額のいずれか低い方の金額を指す。

引受種目ごとに設定されたギャランティ・ファンドは下表の通りであり、ボラティリティの高い損害賠償責任保険等は、他の種目と比較し高い金額の保有が義務付けられている。

ギャランティ・ファンドは、新設の保険会社及び小規模の保険会社を主な対象とする規制であり、既存の大規模保険会社には関係があまりない。

図表 EUのギャランティ・ファンドの最低金額

	保険種類	ファンド		保険種類	ファンド
1	傷害	200 万ユーロ	10	自動車損害賠償責任	300 万ユーロ
2	疾病		11	航空機損害賠償責任	
3	陸上車両		12	船舶損害賠償責任	
4	鉄道車両		13	一般傷害賠償責任	
5	航空機		14	信用	
6	船舶		15	保証	
7	輸送品		16	様々な経済損失	200 万ユーロ
8	火災および自然災害		17	訴訟費用	
9	その他財物傷害		18	アシスタンス	

(出所) 財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第75号」2006年

◆介入基準

ソルベンシー・マージン規制による介入基準は、2 段階が設定されている。第1段階は、認容ソルベンシー・マージンが必要ソルベンシー・マージンを下回ったときであり、第2段階は、認容ソルベンシー・マージンがギャランティ・ファンドを下回った時である。

第1段階の時には、各国の監督官庁は、対象保険会社に対して財務健全化の回復計画の提出を義務付ける。第2段階の時には、短期資金調達計画の提出や資産処分制限を設ける。

図表 EUのソルベンシー・マージン規制による早期是正措置

段階	基準	措置の内容
第1段階	認容ソルベンシー・マージン ＜必要ソルベンシー・マージン	財務健全化の回復計画の提出を義務付ける 財務状態からさらに悪化すると見込まれた場合、保険事業者の資産の自由な処分を禁止または制限することができる
第2段階	認容ソルベンシー・マージン ＜ギャランティ・ファンド	短期資金調達計画の提出を義務付ける 資産の自由な処分を禁止または制限することができる 被保険者の利益を保護するために必要なすべての措置を行うことができる

(出所) 財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第75号」2006年

②現行投資規制

日本の保険会社の投資規制は、総資産に対して行われているが、EU 指令では、保険契約準備金を担保する資産に対する規制となっている。

生命保険会社では、リスクの集中を避けるため、分散投資のルールが定められており、これを超える投資は禁止されている。

図表 EUの生命保険会社における保険契約準備金を担保する資産の上限規制

資産項目	上限
一つの土地、建物	10%
同一事業者へ株式、債券、その他譲渡性有価証券、貸付金（注1）	5%
規制市場で取引されていない有価証券	10%
無担保貸付（同一業者へは1%）	5%
手元現金	3%

（注1）国、地域、地方政府、国際機関に対する貸付は除く

(出所) 財団法人損害保険事業総合研究所「EU 保険関係指令の現状」2006年

また、損害保険会社においても同様に、保険契約準備金対応資産は、保険事業者の事業内容を勘案して、投資の安全性、有利性及び市場性を確保するために、分散投資のルールが定められている。

図表 EUの損害保険会社における保険契約準備金を担保する資産の上限規制

資産項目	上限
一つの土地、建物	10%
同一企業の株式、公債、社債およびその他の金融・資本市場商品または同一貸付先への貸付	5%（注1）
無担保貸付	5%（注2）
現金	3%
市場にて取引されない株式、有価証券、社債	10%

（注1）貸付および証券投資が総額の全体の40%を超えない場合は10%

（注2）一つの無担保貸付については1%

（出所）財団法人損害保険事業総合研究所「EU 保険関係指令の現状」2006 年

③今後の議論

EU における議論は、保険監督者国際機構(International Association of Insurance Supervisors: IAIS)でされている内容と同じである。IAISは、1994 年に設立された国際機関だが、その設立目的として「保険監督者間の強調の促進」、「国際保険監督基準の策定」、「加盟国における監督基準に則った保険制度確立の支援」、「他の金融分野の監督機関との連携」を掲げている。

保険監督におけるソルベンシー・マージン規制は、銀行業におけるバーゼルⅡのような共通な国際基準がなく、各国・地域ごとに異なる規制が行われている。しかしながら、国際的に活動する保険グループの増加等により、国際的な統一的な基準作りが重要となっている。IAISの基準制定活動の中で現在注目を浴びているのが、ソルベンシー・マージンに関する議論である。新たなソルベンシー・マージン規制は、「ソルベンシーⅡ」という名称で検討が進められている。

◆ソルベンシーⅡ

1970 年代に策定された EU のソルベンシー制度は、EU 共通の制度を発足させるという点を重視せざるを得なかったために、最大公約数としての EU 共通規制となり、水準的には低いものにとどまっていた。しかし、1990 年代に採択された EU 第三次指令で EU 域内での単一市場・単一免許が導入されたことから、各国まちまちとなっているソルベンシー規制の統一の必要性が高まり、また現行制度と金融市場との乖離も生じていたため、現行制度の見直しが課題にあげられた。

さらに、2000 年には世界最古の近代的保険会社であるイギリスのエクイタブル生命が破綻するなど、ソルベンシー制度の見直しが急務となっていた。これらに対処するため、EU は当面の対応としてのソルベンシーⅠと本格的対応のソルベンシーⅡの二段階の改正を行うこととした。

《3 つの柱アプローチ》

ソルベンシーⅡでは、銀行業に対するバーゼルⅡにならい、「3 つの柱アプローチ」を採用している。第一の柱は、「資本要件」であり、保有しているリスクに対応できる資本水準が確保されているかを検証し、保険会社の量的側面を監督するものである。

第二の柱である「監督の検証プロセス」は、リスク管理システムや内部管理の強靱性や有効性の確認により、質的な側面から監督を行うものであり、第三の柱である「市場規律と開示」は、開示を推進し透明性を高めることにより、保険会社の市場における自立的な行動を促すものである。

図表 ソルベンシーⅡにおける3つの柱アプローチ

第一の柱	第二の柱	第三の柱
資本要件	監督の検証プロセス	市場規律と開示
資産と負債の評価に対する調和のとれた基準と資本要件の計算	リスクの適正なモニタリングと管理、及び十分な資本を保険会社が実現することを促す取組	資本十分生が保険会社間で比較可能となるような要件

(出所) 川崎智久「EU 新ソルベンシー規制導入に向けた定量的影響調査の動向」『生命保険経営』生命保険経営学会、第75巻第4号、2007年

《資本要件》

ソルベンシーⅡでは、2つの資本要件の導入が検討されている。1つは、ソルベンシー資本要件であり、もう一つは最低資本要件である。

下図は、これらの資本要件を算出際にしようするエコノミック・バランスシートである。

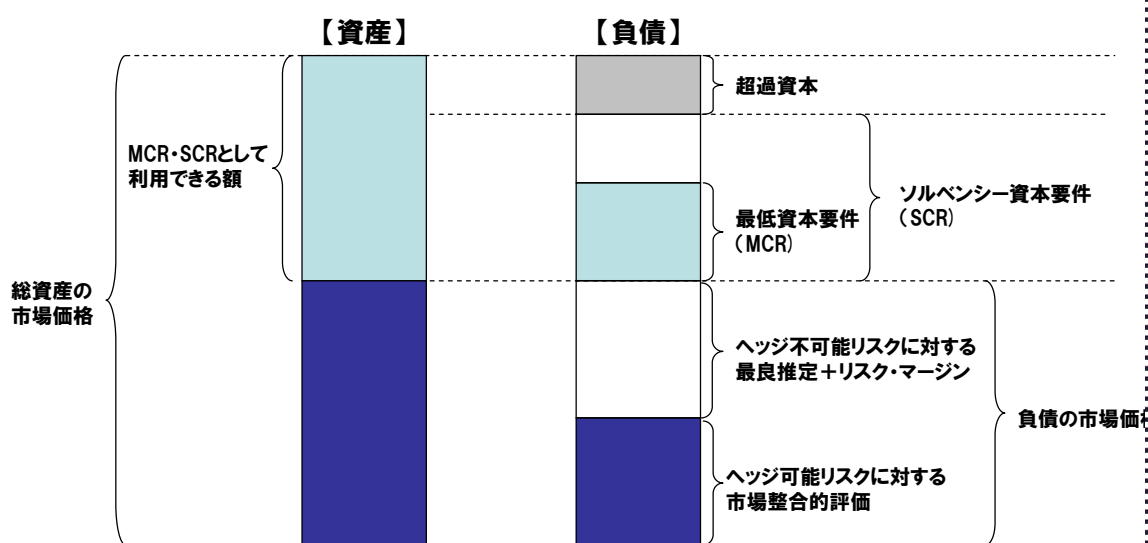
総資産は市場価格により算出され、この総資産から負債の市場価格を差し引いた部分がMCRおよびSCRとして利用できる部分である。

SCRは、支払不能に陥る可能性を一定水準以下に抑えるための目標自己資本であり、保有期間1年、信頼区間99.5%（200年に1回）のVaRとして定義され、経済資本に基づいている。この算定にあては、スタンダードアプローチもしくは内部モデルの使用は認められる予定であり、保険会社に自らが抱えるリスクの性質を見極める動機付けとなるとされている。一方で、MCRの算出には、内部モデルの使用は認められず、客

観的かつ単純な手法が用いられる。

また、欧州委員会では、保険会社が直面するリスクが多様化していることから、保険引受の側面のみならず、保険会社全体の財務健全性を検査できるあらたなソルベンシー・マージン規制が必要であるとしている。そのため、信用リスク、市場リスク、オペレーショナルリスク、流動性リスクが新たに加えられる予定である。

図表 EUのソルベンシーⅡにおけるエコノミック・バランスシートの概要



（出所）財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第75号」2006年をもとにNRI作成

《介入基準》

MCRは、資本に対し過大なリスクを保有しているとみなされる絶対的な最低水準であり、保険会社がこの境界値を下回った場合、監督当局は、強制的に裁判所の手続きを含めた介入を行う。

《ソルベンⅡの導入による影響》

ECB（欧州中央銀行）は、ソルベンⅡの導入で欧州の保険会社の財務体質が強化されることにより、保険契約者の一層の保護が図られることを肯定的に捉えている。ただし、ソルベンⅡの導入が、中長期的には保険会社株主に対するリターン向上をもたらさし、欧州保険会社の競争力が強化されると述べる一方で、短期的には適切なリスク管理を行うことのできない、体力の劣る保険会社が破綻することにより、信用リスクプレミアムの拡大やボラティリティ（資産価格の変動性）の上昇をもたらされ、金融市場が不安定になる可能性を指摘している。²²

²² 生命保険経営学会「生命保険経営第75巻第6号」2007年

IAISでは、ソルベンシー関連の枠組み、策定の概要の方針に基づき、次の 4 点の議論がなされている。

- a) リスク管理監督の強化
- b) 保険負債の評価方法の見直し
- c) 責任準備金の評価の見直し
- d) 監督制度の改善

a) リスク管理の強化

保険会社は事業経営に当たり、保険料の設定、責任準備金の決定、及び、リスク管理の観点から適切であると考ええる経済資本を決定するための適切かつ整合的な基礎となるよう、可能な限りにおいて、リスクの計量化を行う必要がある。そのために監督当局は、保険会社が経営管理を行う機会を与え、事業規模や事業特性に適した健全なリスク管理を行うインセンティブを与える必要がある。

今後、保険引受リスク²³、信用リスク、市場リスク、オペレーショナル・リスク、流動性リスクを含む、全ての潜在的に重要なリスクに対応したものにするための検討を進める必要がある。

b) 保険負債の評価方法の見直し

資産、負債、所要資本、利用可能資本間の相互依存関係を認識し、また、リスクが完全かつ適切に認識される保険経営、規制、及び保険監督とも、経済価値による評価を基礎とする必要がある。財務諸表上のすべての項目に関連した資産、債務及びリスク・エクスポージャーを、現時点における経済価値によって評価することが、保険会社の財務状況に関する適正かつ信頼できる情報を提供できる唯一の手法である。

保険負債の十分に信頼できる評価を提供する、流動性の高い流通市場は存在しないことから、保険負債の要素は、キャッシュフロー・モデルや、保険負債の決済を反映し、市場が利用しているとされる原則、方法、パラメーターに沿って評価されるべき。このような市場整合的とされる評価体制の検討を進める必要がある。

c) 責任準備金の評価の見直し

保険負債の不確実性を踏まえると、責任準備金は、契約義務を果たすコストの最良推計に加えてリスク・マージンを含む必要がある。リスク・マージンは、保険会社が保険負債を引き継ぐために求めると期待される額が責任準備金となるよう、その額が決められる。

マージンを評価するにあたっては、責任準備金の十分性の検証が必要となる。低金利の

²³ 「保険引受リスク」とは、経済情勢や保険事故の発生率等が保険料設定時の予測に反して変動することにより、保険会社が損失を被るリスクを指す。

下で発生した逆ザヤによる将来にわたる含み損失の評価が不十分ではないか、などの検討事項がある。

d)監督制度の改善

異なるレベルでの、監督当局による適時の介入を発動するソルベンシーの水準が、複数存在すべき。保険会社の健全性に関する制度では、ソルベンシー・コントロール・レベルが十分に考慮され、リスク・エクスポージャー全体の低減や資本の増強といった、保険会社と監督者による是正措置が自由に行われるよう勘案するべきである。

また、監督制度は、市場規律を強化し、また、保険会社が安全に、健全に、かつ、保険契約者を適切に扱う効果的な方法で、業務を行う強いインセンティブを与えるために、健全性に関するどのような情報を公表すべきか、という点を明確にすべきである。

監督当局に提供された、機密を前提とする情報は、監督当局と保険会社間で、競争上のセンシティブな点についての情報共有を支持し促進する。監督制度は、規制要件に関して公表され、透明であるべきであり、その目的や求める安全性の水準について明示されるべきである。

(3) 米国の動向

①現行規制『RBC (Risk Based Capital) 基準』

RBC基準とは、保険会社が抱えるリスク(オフ・バランスシート・リスクや資産リスク、信用リスク、保険引き受けリスク等)に対する自己資本の割合を算出し、その比率が一定水準以下の場合、保険会社の経営が健全でないと判断され、早期是正措置をとることができる。日本やEUにおけるソルベンシー・マージン規制と同様の概念である。

◆現行規制『RBC基準』

RBCを算出するには、保険会社が抱えるリスクを分類し、それぞれに応じた一定リスク係数を乗じてリスク量を計算する。これらを合計したものが、その会社のRBCである。

損害保険会社のRBCに考慮されるリスクは、①投資資産リスク、②信用リスク、③保険引受リスク、④経営リスク、⑤オフバランスシートリスク、⑥保険関連会社への投資リスクの6つである。金利リスクは生命保険会社には適用されるが、損害保険会社には適用されていない。これは、生命保険会社は、引受債務が長期であるため、保有する資産も長期の商品が多いのに対し、損害保険会社は、引受債務が比較的短期であるため、保有資産も短期商品が多く、金利リスクにはそれほどさらされていないためである。

損害保険会社が直面するリスクとして、RBCの算出の際に最も重視されているのは保険引受リスクである。これは、保険引受リスクが米国の損害保険会社の支払不能の大きな要

因となってきたという事例が多くあることからである。保険引受リスクは、保険料リスクと準備金リスクの 2 つに分類される。保険料リスクとは、将来の保険金支払いに対して保険料の不十分であるリスクであり、準備金リスクとは、未解決のクレームに対する準備金が、将来の保険金支払いに対して不十分であるリスクである。

信用リスクには、投資資産に関わるものは含まれず、主な与信先は、再保険会社であり、再保険会社の財務状態が悪化することにより再保険金の回収ができないというリスクである。

図表 保険会社のRBCに考慮されるリスク

リスク分類	損害保険会社	生命保険会社
投資資産リスク	○	○
信用リスク	○	○
保険引受リスク	○	○
金利リスク		○
経営リスク	○	○
オフバランスリスク	○	○
保険関連会社への投資	○	○

(出所) 財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第 75 号」2006 年より NRI 作成

◆実質資本

RBCと比較される実質資本(Total adjusted capital:TAC)は、会社資本、剰余金、資産の再評価金などからなる。

図表 実質資本

上限	項目
なし	会社資本 剰余金 資産評価準備金 任意投資準備金
50%	配当契約 子会社に関連する金額

(出所) 財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第 75 号」2006 年

◆公式

RBC比率の算出には、損害保険会社、生命保険会社および医療保険会社には、それぞれの事業特性を考慮した別の公式が用いられる。

RBC比率を算出する公式は、リスクの分散が考慮されている。例えば、いずれも投資資産リスクである固定利息リスクとエクイティリスクは、普通株と債券の相関関係を分析した結果分散が働くとして、R1 とR2という 2 つの計算要素に分けられている。

図表 損害保険会社のRBC比率算出の公式

$$RBC \text{ 比率} = \frac{\text{実質資本}}{1/2 \times \left(R_0 + \sqrt{R_1^2 + R_2^2 + R_3^2 + R_4^2 + R_5^2} \right)}$$

R_0 : 保険関連会社投資、デリバティブを除くオフバランスシートリスク
 R_1 : 投資資産リスク（固定利息投資）
 R_2 : 投資資産リスク（エクイティ投資）
 R_3 : 信用リスク（再保険会社以外への信用リスク＋再保険会社への信用リスクの2分の1）
 R_4 : ロス・リザーブルリスク、再保険会社への信用リスクの2分の1、成長リスク
 R_5 : 保険料リスク、成長リスク

（出所）財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第 75 号」2006 年

◆介入基準

監督当局は、保険会社のRBC比率が、基準を下回った場合に早期是正措置をとることができる。介入基準は、200%、150%、100%、70%という 4 段階が設けられている。

図表 介入基準

自己資本割合	早期是正措置内容
200%未満	「会社行動段階」、財務的問題の原因と、改善方法案を盛り込んだ計画を、保険監督局に提出する。
150%未満	「監督行動段階」、保険監督官は、保険会社を検査し、適切と思われる改善措置ととらなければならない。
100%未満	「権限による管理段階」、保険監督局は、会社を再生または清算を行うことが法的に根拠づけられる。保険会社は監督庁下におかれる。
70%未満	「強制的管理段階」、保険監督官は、再生または精算のために会社を差し押さえることが要求される。

(出所) 財団法人損害保険事業総合研究所「損保総研レポート第 75 号」2006 年より N R I 作成

②現行規制『IRIS (Insurance Regulatory Information System 保険監督情報システム)』

IRIS (Insurance Regulatory Information System 保険監督情報システム)とは、経営危機に陥るおそれのある会社を早期に発見することを目的に、年次報告書の財務等の比率から一定の算定式により設定したものである。

対象財務諸比率と「異常値」の基準は次の通り

図表 損害保険会社の IRIS における財務諸比率と「異常値」の基準

	比率	異常値
1	正味保険料の剰余金に対する比率	300%以上
2	正味保証料の対前年変化（増減）率	±33%以上
3	未経過出再保険料の剰余金に対する比率	25%以上
4	2 年通産総合経営比率（損害率*+事業費率**-資産収益率*） *は対既経過保険料、**は正味保険料に対する比率	100%以上
5	資産運用利回り	5.0%以下
6	剰余金の対前年変化（増減）率	50%以上、-10%以下
7	負債の剰余金に対する比率	105%以上
8	代理店勘定の剰余金に対する比率	40%以上
9	1 年経過支払備金増の剰余金に対する比率	25%以上
10	2 年経過支払備金増の剰余金に対する比率	25%以上
11	当年度支払備金推定不足額の剰余金に対する比率	25%以上

(出所) 越智 隆「1992」『米国保険事業のソルベンシー監督規制問題』『文研論集』（生命保険文化研究所）100 号、

③現行規制『投資規制』

ニューヨーク州の保険法には、デリバティブ商品についての量的・質的な制約がある。保険会社は、デリバティブ商品を運用する際には、利用計画を保険監督庁へ届ける必要がある。利用計画では、運用目的とヘッジ計画を明確にする。

④今後の議論

◆サブプライム危機による影響

サブプライム危機が米国の保険市場に与えた影響として最も大きかったのは、AIG の経営危機である。

AIGは住宅ローンの貸付、モーゲージ保険の引受など、様々な事業を通じてサブプライム住宅ローンビジネスに関係していたが、もっとも深刻な影響を生んだのは、①投資有価証券から発生したキャピタルロスと、②クレジット・デフォルト・スワップ(CDS²⁴)契約の未実現評価損である。AIGは保険部門の運用ポートフォリオにおいて、多額の投資有価証券を保有していたが、公正価値の劣化から、正味実現キャピタルロスを発生させ、07 年第 3 四半期におけるロスは、150 億ドルを超えた。

CDS の評価として、AIG は、契約条件、クレジット・スプレッド、格付などをもとに証券化商品の評価モデルを作成し、CDS の時価評価を行っていた。その際、多くの保険会社が CDS 契約は満期保有が前提であるため、評価損の多くは原則実現しないという認識であったが、市場の評価は急激に低下しており、会計方針と市場の見方の間で乖離と混乱が生じた。AIG の監査法人は、CDS ポートフォリオの内部評価に脆弱性があるとの認識から、赤字決算を公表したところ、AIG の投資家評価が厳しくなり、経営危機に陥った。

◆保険監督規制の方向性

AIG の本社があるニューヨーク州の監督当局は、一部の CDS について、保険契約として規制する新たなガイドラインを発表した。同州は 2000 年に CDS は保険ではないと定義し、これまで保険規制の対象外としていた。今後対象となるのは、実際に保有する社債をヘッジするために購入される CDS で、2009 年 1 月より新しい規制が適用される。

ニューヨーク州知事は、「CDS 市場の規制の欠落が今回の金融証券市場の混乱の要因になっていることは、誰の目から見ても明らか。連邦政府がニューヨーク州に続き、残りの CDS 市場を規制することを望む」と述べており、連邦政府レベルでの規制強化を求めている。

先述の通り、米国では、保険事業の監督・規制が各州によって異なるため、複数の州にまたがって保険事業を行う場合、州ごとに免許を取得する必要があり、複数の州で保険商品を販売する場合には、保険商品や料率の認可申請や重要事項の届出を関係あるすべ

²⁴ CDS は、ある社債の元利金の支払が滞った場合に、売り手が買い手に対して当該損失金額を保証するデリバティブ契約である。

ての州において行う必要がある。こうした結果、保険会社の商品開発や顧客サービスの迅速性に欠ける面も多く、また、外国企業が米国の保険市場に参入する際の障壁となっていることから、連邦政府による統一的な監督・規制体制を望む声も大きい。

上記の今回の金融危機を機に、金融への監督強化を求める声がさらに高まり、2008 年 3 月に財務長官から、金融監督体制の改革案が発表された。金融監督体制改革案は、短期・中期・長期的目標ごとに提案されており、保険会社の監督に関しては、中期的目標の中に「財務省傘下に保険監督庁 (Office of National Insurance) を置き保険業界を連邦政府が規制する」とある。

◆ ソルベンシー・マージン規制の方向性

RBC 基準によるソルベンシー・マージン比率の算出は、経済評価ベースでの算出と比べてリスクに対する資本の必要額が多く算出される。この点も、外国企業が米国の保険市場に参入しにくい要因の一つとなっている。そのため、EU で議論されているソルベン II による経済評価ベースの導入を検討することで、国際的な水準に足並みを合わせ、国際競争力を高めようとする動きもある。

また、ソルベンシー・マージン比率に基づいた保険会社への介入のタイミングについても全国で統一したものがないばかりか、介入基準を設けていない州もある。しかし、介入基準を設けていない州は、数字に縛られることなく、保険数理士やその他の指標を見ながら総合的判断のもとで介入を行ってきている。今後、介入方法のあり方についても議論を進める必要があると認識されている。²⁵

²⁵ ヒアリングによる。

3. 証券会社

1) 証券規制を巡る国際的な動向

2007 年後半のサブプライム問題に端を発した金融市場の混乱に対して、国際的な動きとしては、G7からの要請によって、「金融安定化フォーラム(FSF)」において議論が行われた。金融危機への対応は、まず大枠を国際的な機関が提言し、それを受けて各国金融当局がローカライズを行うという手順で進んでいる。そのため、国際的な機関の提言と各国における対応にわけて整理している。

(1) 金融安定化フォーラム (FSF) における議論

国際的な金融安定の枠組みについては、金融安定化フォーラム(Financial Stability Forum :以下、FSF)を中心に議論がなされている。FSF は、金融市場の監督及びサーベイランスに関する情報交換と国際協力の強化を通じて国際金融の安定を促進することを目的に、7カ国蔵相・中央銀行総裁会議によって1999年に創設された。FSFには、バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構(IOSCO)、保険監督者国際機構(IAIS)、国際通貨基金(IMF)・世界銀行等が参加しており、我が国からは金融庁、財務省及び日本銀行が参加している。

FSFでは今般の金融危機に際して、以下のような報告書・フォローアップが行われている。

- 2008 年 2 月 9 日 G7 に対する「中間報告書」
- 2008 年 4 月 12 日 「市場と制度の強靱性の強化に関する金融安定化フォーラム (FSF) 報告書」
- 2008 年 10 月 11 日 「市場と制度の強靱性の強化に関する金融安定化フォーラム (FSF) 報告書：実施状況についてのフォローアップ」

この一連の報告のなかでの証券会社に関連する部分における論点を整理すると、以下のようになる。

①自己資本・流動性・リスク管理に対する健全性監督の強化

a) 自己資本比率規制

資産担保証券を原資産とするABSやCDOといった複雑な証券化商品に対する所要自己資本の引き上げをすること。また、オフバランス導管体への流動性補完に関する自己資本比率規制上の取扱いを強化すること、を各国金融監督当局に要請している。

b) オフバランス機関を含むリスク管理に対する監督

証券化業務に関連するリスク管理の強化に関して 2009 年までにガイダンスを整備することをバーゼル委員会に求めている。

②透明性・価格評価の向上

a) 市場参加者によるリスク情報開示

証券化エクスポージャーについて、情報開示要件を強化するための更なるガイドラインの作成をバーゼル委員会に求めている。

b) 価格評価

金融危機によって、価格評価の実務及び情報開示における脆弱性が指摘され、公正な価値評価が困難となったことから、価格評価、方法論及び価格評価に関する不確実性に関する情報の開示基準強化を国際会計基準審議会 (IASB) に求めている。

c) 証券化プロセスの透明化

証券化商品に関する組成当初の情報開示はもとより、継続的な情報開示について透明性を強化することを各国証券市場当局と市場参加者に要請している。オリジネーター、アレन्ジャー、仲介業者、マネージャーなどは、証券化に関する一連の手続きの各段階における透明性の向上を図ることが必要とされ、各国証券業界が自主的な動きを始めている。

(2) 証券監督者国際機構 (IOSCO) における議論

米国のサブプライムローン問題に端を発した今回の金融危機に対応するため、証券監督者機構 (IOSCO) では2007年11月の年次総会で専門のタスクフォースチーム設置を決議している。そのタスクフォースの成果として、2008年5月に「サブプライム危機に関する報告書」が出されている。

この報告書では、サブプライム市場が混乱した背景、発行体の透明性及び投資家のデューディリジェンス、金融機関のリスク管理・健全性規制、評価などについてIOSCOの常任委員会への勧告としてまとめられている。

①発行体の透明性及び投資家のデューディリジェンス

ストラクチャード・ファイナンス商品について、流通市場における取引の不透明を回避するため、情報開示を進める必要性を指摘している。また、投資家のデューディリジェンスの方法、追跡可能性の必要性などについて勧告している。

表 IOSCO 勧告の内容

1. 専門委員会の多国間開示および会計に関する常設委員会（常設委員会 1）は、比較の観点から、ABSs の公募および取引に関する開示要件を参照しながら、私募 ABSs の典型的な仕組みおよび開示慣行（裏付け資産に付随するリスクについての開示慣行を含む）について、市場参加者との意見交換を行なう。 2. 常設委員会 1 は、現在の IOSCO 発行体開示基準および原則（IOSCO issuer disclose standards and principles）が資産担保証券の公募に際してどの程度適用されているか、その度合いについて見直しを行ない、そして、現在の基準と原則がそうした発行に適合しない場合には、公募資産担保証券の開示要件に関わる国際原則を策定する。常設委員会 1 は、また、公募証券化商品の裏付け資産に付随する所有権に関する現在の内部統制およびデューディリジェンスの文書化手続きが投資家利益をどの程度保護しているか、その度合いについて見直しを行なう。 3. 投資管理に関する常設委員会（常設委員会 5）を通じて、専門委員会は、集合投資スキームを個人投資家に提供している投資マネジャーがストラクチャード商品に投資している度合い、こうした投資を行なう際に通常行なわれるデューディリジェンスのタイプ、投資マネジャーがこのところの市場混乱によって被ってきた影響の度合い、そして、投資マネジャーが、かれらが被ったストラクチャード・ファイナンス商品の損失による影響から個人投資家を保護したのかどうか、またどのような方法で保護したのか、そうした行動が持つより広範な市場へのかかわり、について見直しを行なう。 4. 専門委員会の流通市場の規制に関する常設委員会（常設委員会 2）は、金融サービス業界の協力を得て、さまざまなタイプのストラクチャード・ファイナンス商品の流通市場記録システムの実行可能性について、ストラクチャード・ファイナンス商品の特質が、そうした記録に適しているのかどうか、そうしたシステムに伴うコストとベネフィットは何かということに焦点を当てて調査を行なう。

出所)「サブプライム危機に関する報告書」(IOSCO: 日本証券経済研究所訳)

②金融機関のリスク管理および健全性規制

機関投資家や投資銀行のリスクモデルや内部統制の体制が不十分であることを中心に勧告されている。なかでも外部の信用格付に過度に依存しすぎた結果、バランスシート上の流動性が不十分になったことを指摘している。

表 IOSCO 勧告の内容

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none">1. 市場仲介の規制に関する常設委員会（常設委員会 3）は、SSG（シニアスーパーバイザーグループ）の作業をモニターし、その報告をレビューして、IOSCO による追加作業が必要かどうかを決定する。2. 常設委員会 3 は、銀行規制に関するバーゼル委員会との共同作業を支援するため、流動性リスク管理および流動性基準に関するメンバーの体験を調査する。3. 常設委員会 3 および 5 は、いくつかの IOSCO 加盟国・地域における金融機関および資産管理会社(asset manager) の内部統制システムの調査に着手し、表面化するあらゆる懸念に対処するための原理を策定する。4. 専門委員会は、証券化プログラムのオリジネーターやスポンサーに対して、デューディリジェンスを強化する最良の方法、バランスシートから移転する裏付け資産のクオリティが、バランスシートに残された資産と同じクオリティであり、全く同じ評価の対象となるようなリスク管理の方法を開発するよう要請する。この作業は、こうしたベストプラクティスの妥当性についての彼らの見解を専門委員会に報告する予定になっている常設委員会 3 によってレビューされることになる。5. 常設委員会 1 あるいは議長タスクフォース (Chair Task Force) は、オフバランスシート会社に関わる追加的なガイダンスや開示が、投資家のニーズを満たすために有用かどうかについて検討する。 |
|---|

出所)「サブプライム危機に関する報告書」(IOSCO: 日本証券経済研究所訳)

2) 各国における動向

(1) 日本における対応

金融安定化フォーラム、IOSCO 等の国際的な議論を受けて、わが国では 2008 年 4 月 2 日に金融庁が「金融商品取引業者等向けの総合的な監督指針」を一部改正した。

なかでも、証券化商品における追跡可能性「Traceability」を確保することが重視され、日本証券業協会が「証券化商品の販売に関するワーキング・グループ」を立ち上げ検討をしている。2008 年 7 月 24 日には中間報告が出されている。このワーキング・グループは、業界団体として自主規制のあり方を探ることを目的としたものである。

①金融庁の監督指針改正

a) 早期警戒制度の導入

金融商品取引法における自己資本規制のうち、証券会社にかかるものとしては、自己資本規制比率※が 120%を下回らないようにすることが求められている(金商法 46 条の 6 第 2 項)。

今回の監督指針改正案では、サブプライムローン問題や金融商品取引業者の破綻事例等を踏まえ、経営を安定に維持するため、早期警戒制度が導入されている。これは監督機関が業者に対して早期警戒のモニタリングを行うものである(監督指針改正案Ⅳ-2-7)。

- ・自己資本規制比率の毎月の変動幅、変動割合を把握し、顕在化しているリスク分析を行う。
- ・金融商品取引業者の有価証券保有額を把握し、一定の価格変動を仮定したストレステストを行い、市場リスクの分析を行う。

b) 証券化商品の追跡可能性の確保

証券化によって原資産のリスクが分散された結果、証券化商品のリスクの把握が困難となる状況が生じた。証券化商品は、基本的にはプロ同士(証券会社等と適格機関投資家等)の取引と考えられるため、法令上の開示規制や業者の説明義務の対象にはならない可能性が高いとの指摘もあるが、証券化商品の今回のような問題に対し、改正案では、証券化商品の説明体制に関する新たな規定が追加されている。具体的には、監督機関は証券会社等を監督する際、以下の点に留意が必要とされている(監督指針改正案Ⅳ-3-1-2(5))。

- ・証券会社等が、販売に先立ち、原資産の内容やリスクに関する情報を収集し、適切な説明が出来るよう、社内で分析を行う。

※ 自己資本規制比率：固定化されていない自己資本の額をリスク相当額で除したもの。算出方法は、「証券会社の自己資本規制に関する内閣府令」で定めている。

- ・販売の際、格付のみに依存せず、自ら分析した原資産のリスク、格付に反映されない流動性リスク等についても情報伝達を行うよう、社内手続き・ルールが定められており、必要な体制を整備する。
- ・顧客から要望があれば、その顧客が原資産の内容やリスクに関する情報を適切にトレースできるよう、情報伝達のための社内手続き・ルールが定められており、必要な体制を整備する。
- ・市場価格の特定が困難になった場合にも、理論価格等を評価・算定し、顧客に迅速かつ的確に提示することが出来る体制を整備する。また、その理論価格等の評価・算定に当たって、客観性を確保するための体制を整備する。

②証券化商品の販売に関するワーキング・グループ中間報告

a) 原資産の内容やリスクに関する情報の収集・伝達のための態勢整備

証券化商品における追跡可能性を高める方策のひとつとして、証券化商品のリスクに関する情報収集・伝達の項目を可能な限り統一することが検討されている。証券化商品の販売前、販売時、販売後における伝達すべき基本的な情報項目が検討されているとともに、「統一情報開示フォーマット(仮称)」の作成を検討している。

対象としているのは、RMBS、CMBS、ABS、CLO などのコモディティ化している一次証券化であり、RMBS、ABS、CLO については日本銀行・証券化市場フォーラムにおける推奨フォーマットをベースとし、CMBS については CMSA (Commercial Mortgage Securities Association) 日本支部によって策定予定の日本版 IRP(Investor Reporting Package)案等をベースとする方針が出されている。

b) 理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備

金融庁の監督指針における「証券化商品の理論価格の評価・算定、提示に係る態勢整備」の具体化は、「現行の日証協ガイドラインをベースとしていく」という方向性を取る方針である。(ガイドラインのままか追加するのかは継続審議と付記)また、証券化商品の価格についての考え方については、企業会計基準委員会との連携を図り、今後とも検討を継続することが記載されている。

現行の日証協ガイドラインにおけるポイントは以下のようなものである。

「Ⅰ. 時価情報の提供に関する基本原則－3. 時価情報の適正な提供体制の整備」

- ・会員は、取引先企業に時価情報を適正に提供するための社内管理体制を整備する。

「Ⅱ. 時価情報の提供に当たっての留意事項－2. 時価情報を提供する会員の留意事項」

- ・会員は、取引先企業に時価情報を提供する場合、恣意性を排斥し客観的且つ合理的に入手又は評価・算定に努めるため、次の事項に留意する。

- (1) 会員は、時価情報の提供に当たり、予め取引先企業への提供方法等について社内的な取扱いを定めること。
- (2) 会員は、評価・算定時価情報か公表等時価情報かの別を予め明示した上で時価情報を提供すること。
- (3) 公表等時価情報については、公表資料の入手方法を提供することにより、取引先企業が、直接入手することを原則とし、会員が、当該取引先企業に代って公表等時価情報を入手し提供する場合には、入手先媒体など具体的な出所を明示すること。
- (4) 評価・算定時価情報については、実務指針に定める方法により評価・算定することを本旨とするが、時価情報を提供する会員の恣意性を排除し、公正妥当な評価・算定に資するため、次の事項に留意する。
 - ① 取引先企業から評価・算定時価情報の提供依頼があった場合においても、当該依頼のあった会員において合理的な評価・算定が困難であると判断したときは、当該取引先企業にその理由を説明し、評価・算定時価情報の提供は行わないこと。
 - ② 会員は、評価の精度を高める場合を除き、みだりにその評価・算定方法を変更せず、取引先企業からのそのような要求にも応じないこと。
 - ③ 会員は、評価・算定時価情報を提供する場合には、当該評価・算定時価情報の属性（「仲値」、「エグジット価格」等）を明確にし、次に掲げる方法により提供すること。

出所) 日本証券業協会

(2) 欧米協調による対応

欧米においては、証券化市場の信頼回復を行うため、政府サイドの市場規制の議論と並行して金融業界として直ちに組み立てる方策を検討している。

そのひとつが、「証券化市場の信頼を回復するために (Restoring Confidence in the Securitization Markets)」のレポートである。2008 年 12 月 3 日に米国証券業金融市場協会 (Securities Industry and Financial Markets Association, 以下「SIFMA」)、米国証券化フォーラム (American Securitization Forum、以下「ASF」)、欧州証券化フォーラム (European Securitization Forum、以下「ESF」)、および豪州証券化フォーラム (Australian Securitization Forum、以下「AuSF」) の 4 団体が、国際共同プロジェクト (GJI: Global Joint Initiative) を立ち上げ提言を出している。

この提言のなかで、証券会社に関連するポイントを整理すると以下のようになる。

- 証券化商品（特に RMBS）についての情報開示の標準化
 - 投資家自身も評価・分析できる程度の情報提供の充実
- 証券化商品の適切な価格評価を行うための買戻し手続きの透明化
 - オリジネータが表示、保証した事項を破棄する場合の買戻し義務の透明化
- 証券化市場の国際化に対応した情報交流の推進
 - 米国、欧州、豪州の各機関が発行する年次報告書を監修
 - 規制当局との国際的な対話を推進
- 証券化商品を提供する企業役員への研修プログラムの充実
 - 金融機関の経営層における適切な知識の普及

表 報告書における提言骨子

提言 1：米国の RMBS（住宅ローン担保証券）および欧州の RMBS につき、発行時およびその後の原資産現 状情報が、より入手しやすく、より標準化された形になるよう改善する。
提言 2：デューデリジェンス（事前精査）情報の開示および RMBS 関連業務の執行に関する業界共通基準を 設ける。
提言 3：RMBS の原資産についての表示（representations）・保証（warranties）ならびに買戻し手続きの明確 化と標準化を図る。
提言 4：RMBS のサービサー業務について業界レベルの標準的規範、およびサービサーの実績評価の基準を 開発する。
提言 5：特定の証券化商品および仕組み商品の価値評価に関連し、独立した第三者機関による評価情報の

充実・改善をはかり、評価の仕組みを整備する。

提言 6：格付機関の格付けプロセスの透明性を高めることにより、格付機関に対する信頼性を回復する。

提言 7：証券化市場の状況と市場の変化を、広く一般向けに報告する「グローバル証券化市場グループ」を設置する。

提言 8：証券化商品・仕組み商品の市場運営に責任を持つ会社および大投資家の役員を対象にした教育プログラムを開発・推進する。

出所)「証券化市場をどう再興するか」(GJI：日本証券経済研究所訳)

(3) 米国における対応

①証券規制の枠組み

米国の証券規制は証券の新規発行等に関する規制である証券法 (Securities Act of 1933) と、証券会社と証券取引所等の不正等を規制する証券取引法 (Securities Exchange act of 1934) がある。

米国では証券会社規制は連邦レベルでなされている。基本的には SEC (Securities and Exchange Commission) が規制・監督機関である。また、業界の自主規制団体として、FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) が存在している。(日本における日本証券業協会に類似する組織)

②自己資本規制に関する動向

米国の証券会社は、従来から「Securities Exchange Act of 1934」の「Rule 15c3-1 Net Capital Requirements for Brokers or Dealers」によって、レバレッジ規制(負債は自己資本の 12 倍)が適用されていた。しかし、2004 年に SEC が「Consolidated Supervised Entity Program」(CSE プログラム)を認可したため、自己管理 (Self Regulation) を前提として、大手投資銀行 5 社(ゴールドマンサックス、モルガンスタンレー、メリルリンチ、リーマンブラザーズ、ベアスターンズ)については、レバレッジ規制 (Net Capital Rule) が適用除外となることになった。

この背景には、欧州における投資銀行はレバレッジ規制を明示的に受けておらず、米国の投資銀行が競争上、不利になるという理由で、当時の業界代表としてゴールドマンサックスのポールソン社長(前財務長官)が推進したことがある。その結果、これまで 12 倍であったレバレッジ比率が 30 倍近くまで高くなり、多様な証券化商品を売買できるようになり、投資銀行の収益に貢献したと言われている。

金融危機後においては、2008 年 9 月に SEC のコックス議長が「Consolidated Supervised Entity Program」CSE プログラム)を中止するという声明を出しており、レバレッジ規制はこれまでのように 12 倍以内というルールが復活している。そのため、投資銀行業務を行う証券会社は、従来のようなレバレッジ規制を受けることとなる。ただ、このレバレッジ規制 (Net Capital Rule) は適正な自己資本を確保するために改正される可能性があると指摘している。

銀行持ち株会社に移行したゴールドマンサックスとモルガンスタンレーは、FRB による銀行規制下にあり、自己資本比率を 8% 以内にすることが求められることとなる。

図 SEC による Statement



Chairman Cox Announces End of Consolidated Supervised Entities Program

FOR IMMEDIATE RELEASE
2008-230

Washington, D.C., Sept. 26, 2008 — Securities and Exchange Commission Chairman Christopher Cox today announced a decision by the Division of Trading and Markets to end the Consolidated Supervised Entities (CSE) program, created in 2004 as a way for global investment bank conglomerates that lack a supervisor under law to voluntarily submit to regulation. Chairman Cox also described the agency's plans for enhancing SEC oversight of the broker-dealer subsidiaries of bank holding companies regulated by the Federal Reserve, based on the recent Memorandum of Understanding (MOU) between the SEC and the Fed.

出所) <http://www.sec.gov/news/press/2008/>

③銀行持ち株会社下における証券会社規制

米国では、金融危機以降、主要な投資銀行はすべて銀行持ち株会社の傘下となった。そのなかで投資銀行業務を行っていた証券会社は銀行規制の対象となる。

投資銀行が持ち株会社の傘下に入ることによる規制上、業務上の相違をみると、以下の点が指摘されている。

<規制関連>

- 投資銀行の監督官庁は、証券取引委員会（SEC）であるのに対し、銀行持ち株会社は F R B と預金保険公社（FDIC）となる
- 証券会社と違い、銀行持ち株会社は F R B と直接取引が可能で、緊急の資金調達を行うことも可能となる
- 証券会社ではできなかった商業銀行を買収することも可能となる

<業務内容>

従来の投資銀行業務の大半は継続することが可能であるが、一部に制約がかかることになる。また、銀行の預金利用やファンド出資に対する制限がかかるようになる。

- マーチャントバンク（MB）業務
 - エクイティ投資の資金量が Tier1 資本の 15%以内
 - 上記の 15%を超えると資本の積み増しが要請
- コモディティ取引

- マーチャントバンク業務以外の取引は金融外取引とみなされる可能性
- 例：発電所の所有といった投資事業は、金融外取引とみなされ困難

<投資量の制限>

銀行持ち株会社の傘下となったことから、預金のホールセール部門の活用については一定の制約を受けるようになる。これは連邦準備法 23 条 a,b に伴う規制であり、銀行持ち株会社の傘下にある銀行子会社と非銀行子会社は、グループ外会社との取引と同等に行うことが求められる。

➤ 投資銀行部門における預金活用の制限

- 銀行子会社の非銀行子会社への貸出・資産取得については、1 社あたり銀行資本全体の 10%までが上限となる。
- グループ全体でも銀行資本全体の 20%までが上限

➤ ファンド出資に対する制限

- 銀行持ち株会社の傘下にある子会社がファンドに出資する場合に一定の制限がかかる
- ①取得株式比率が高い場合（15%以上）、②社員派遣等に伴い経営権を握る場合

(4) 英国における対応

①証券規制の枠組み

FSA(Financial Services Authority)は、英国の証券・保険・銀行などの金融サービス全般を監督する機関である。金融に関わる各業界の自主規制機関を一元的に統一し、英国唯一の市場監督機関として 1997 年 10 月に発足している。

証券会社の監督についても FSA が担当しており、法令制定については財務省が関わっている。

英国では 1986 年に金融サービス法が施行される以前は、証券業に対する規制は存在しておらず、基本的に業界の自主規制とイングランド銀行(BOE)の指導で統治されていた。英国では伝統的にシティの影響力が強く、慣習法による規制が長く続いていた。

2000 年には金融サービス法を改正した「金融サービス市場法」(FSMA:Financial Service and Markets Act 2000)が制定され、投資業務を行う金融機関(証券会社、運用会社など)、銀行、住宅金融組合、友愛組合、保険会社という5つ業態を包括的に規制する体制へ移行している。

②自己資本規制に関する動向

金融サービス市場法(FSMA)では投資業者に対する財務健全性の基準を定めている。基本的にはバーゼルⅡに対応した資本要件指令(CRD:Capital Requirements Directive)が適用されており、FSA の規則にも CRD の規定が反映されている。

財務健全性に係る基準としては、証券会社は資本金を資本金要件に定める水準以上に維持することが求められる。必要な資本金は、基本資本要件と可変資本要件のうち大きな方となり、基本資本要件は認可時に求められる基準額であり、恒久的な要件である。可変資本要件は、投資業者が基準額以上の資本金を維持しなければならない規則となっている。

<基本資本要件>

- ・ 注文の仲介・執行、投資管理に係る業務：5 万ユーロ
- ・ 注文の仲介・執行、投資管理、顧客資産の保有に係る業務：12.5 万ユーロ
- ・ 上記以外の業者：73 万ユーロ

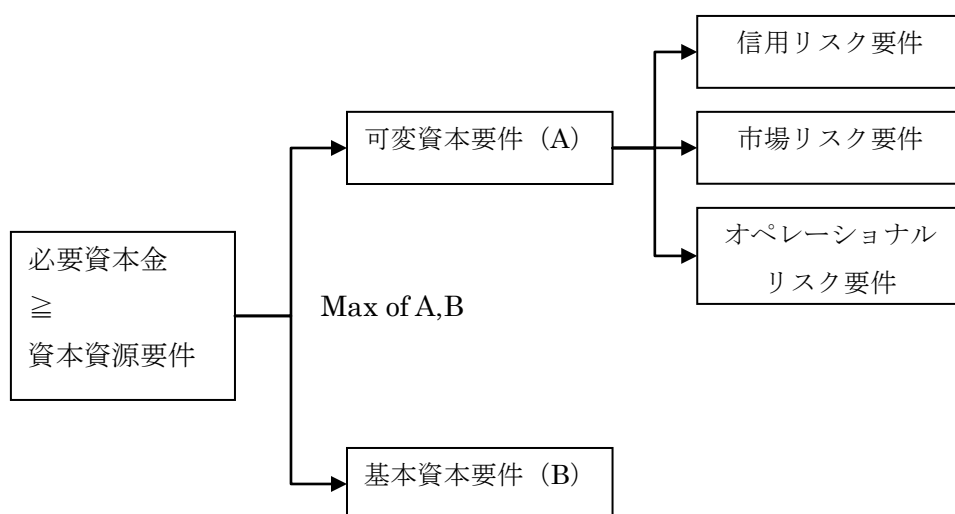
<可変資本要件>

- ・ 信用リスク要件：信用リスク資本要素、カウンターパーティー・リスク資本要素、集中リスク資本要素の合計
- ・ 市場リスク要件：金利、株式、商品、外国為替、オプション、集団投資事業に係るポジ

ションリスク

- ・ オペレーショナルリスク要件：基本的指標アプローチ（純金利収入と純非金利収入の合計を3年間平均した額の15%をオペレーショナルリスクの資本要件額とする）に従って算出された金額

図 財務健全性の要件



証券会社が必要な資本要件を計算するために、FSAはハンドブック(GENPRU1.3)を提供しており、その計算方法、評価方法に従って必要な資本金を算出している。

3) 証券会社規制における論点

(1) 現在生じている課題

2007年夏のサブプライムローン問題の発生から2008年9月の金融危機に至るまで、証券各社が想定していた範囲を超えるリスクが顕在化している。

資産担保証券などの証券化商品については、情報開示の必要性や投資家サイドにおけるデューディリジェンスの必要性、原資産に関する追跡可能性の確保が指摘されている。ただし、証券化商品についてはプロ同士の取引であるため、規制で対処するよりは、業界の自主的な動きで対処することが求められている。

また、リスク管理の側面から、自己資本規制及びリスク管理体制についての議論がなされている。

①証券会社における自己資本規制への対応状況の不十分

- 銀行とは違い経営の健全性を確保する視点ではなく、市場変動に早期に対応する必要性から、早期の情報開示を求める議論が中心となっている

②証券化商品に関する情報開示の不十分

- 証券化商品の流通プロセスにおける原資産リスクの把握が困難な状況となったことから、投資家サイドでも商品のリスクが把握できるよう情報開示の必要性や開示項目の統一といった議論が中心となっている

③証券会社におけるリスク管理体制の脆弱性

- 信用格付機関に対する過度の依存が指摘されており、デューディリジェンスの強化やリスク管理体制の強化などが検討されている。

(2) 現在論じられている規制の論点

前述の課題を受け、次のような規制についての議論がなされている。

- ①市場変動の度合いを事前に把握するための早期警戒制度の導入
- ②証券化商品の情報開示の方法
- ③証券化商品の原資産に関する追跡可能性の確保(含む社内体制)

4. ヘッジファンド

1) ヘッジファンド規制の背景

ヘッジファンドの起源は、1949 年、アメリカ・コロンビア大学の社会学博士で Fortune 誌の Associate Editor でもあった Alfred Winslow Jones が立ち上げたファンドにあると言われているが、ヘッジファンド規制が世界的に認知されるようになったのは 1992 年の欧州通貨危機後である。ヘッジファンドに対する規制が議論されるようになったのは 1998 年の LTCM 危機以降である。本章では過去にヘッジファンドが金融市場に影響を与えた事象を踏まえ、ヘッジファンドを規制が議論される背景について整理する。

(1) ヘッジファンドが金融市場に影響を与えた過去事例

まず、過去にヘッジファンドが金融市場に影響を与えた過去の事例を整理する。ヘッジファンドが過去に金融市場に影響を与えた出来事としては、1992 年欧州通貨危機、1998 年 LTCM 危機、2006 年アラムンス危機、2007 年サブプライム危機、2008 年マドフ証券事件が挙げられる。以下概要について触れた。

【図表：ヘッジファンドが金融市場に影響を与えた過去事例】

年	過去事例	概要	金融市場への影響
1992年	欧州通貨危機	- ヘッジファンドが金融市場に大きな影響力を及ぼし得る存在として世界的に広く認知された出来事。 - 著名投資マネージャーであるジョージ・ソロス氏が、ポンドが実勢に合わないほど高止まりしている状況を踏まえ、自身が運用を手掛ける Quantum Fund を通じて、大規模なポンドの空売りを実行。イギリス政府・中央銀行は為替介入や公定歩合の引上げ等で防戦するも、結局ポンドは EMS から脱退するに至った。	為替の変動 拡大
1998年	LTCM危機	アメリカFRB元副議長やノーベル経済学賞受賞者が参画し1994年の発足当初から「ドリームチーム」として注目を集めた投資マネージャー LTCM (Long-Term Capital Management) が、1998年のロシア通貨危機を機に経営危機に陥った出来事。LTCM危機が金融市場に与えた影響が極めて大きかったことから、これを機に証券監督者国際機構 (IOSCO) や金融安定フォーラム (FSF)、アメリカの大統領ワーキンググループ等において、ヘッジファンドのリスク管理強化の重要性が活発に議論された。	システミックリスク 増大
2006年	アラムンス危機	2000年に発足したアメリカの投資マネージャーであるアラムンスアドバイザーズが2006年の天然ガス相場急落をきっかけに巨額損失を計上した破綻した出来事。	-
2007年	サブプライム問題	2007年以降、アメリカの住宅価格が下落したこと等により、サブプライムローンの焦げ付きが拡大し、サブプライムローンの元利返済金を裏付けとした証券化商品の証券価格が暴落して金融機関や保険会社、ヘッジファンド等の投資家を通じて、金融システム全体に広く損失が伝播した出来事。	システミックリスク 増大
2008年	マドフ証券詐欺事件	米国ナスダックの元会長バーナード・マドフ氏による巨額の詐欺事件。投資家の被害総額は500億ドルにものぼり、ヘッジファンドに対する規制強化の議論に拍車をかけた出来事。	投資家の損失 拡大

(出所：経済産業省「国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査 2008/04」より NRI 作成)

- 1992 年 欧州通貨危機

欧州通貨危機はヘッジファンドが金融市場に影響を及ぼし得る存在として世界に広く認知された事件である。

欧州域内通貨間の為替レートを事実上固定する欧州通貨制度 (European Monetary System: EMS) により 1990 年以降、イギリスの通貨であるポンドはユーロに連動していた。著名投資マネージャーであるジョージ・ソロス氏は、ポンドが実勢に合わないほど高止まりしていると考え、自身が運用を手掛ける Quantum Fund を通じて、大規模なポンドの空売りを実行。イギリス政府・中央銀行は為替介入や公定歩合の引上げ等で防戦するも、結局ポンドは EMS から脱退するに至る。ヘッジファンドが金融市場に大きな影響力を及ぼし得る存在として世界的に広く認知された。

- 1998 年 LTCM 危機

LTCM 危機は、アメリカ FRB 元副議長やノーベル経済学賞受賞者が参画し 1994 年の発足当初から「ドリームチーム」として注目を集めた投資マネージャー LTCM (Long-Term Capital Management) が経営危機に陥った出来事である。

LTCM は、発足当初はで割高な債券を売り割安な債券を買うアービトラージ戦略を用いた運用が功を奏し、高リターンを獲得した (1995 年と 1996 年はおよそ 40%、1997 年はおよそ 20% のリターン)。ただし、1998 年のロシア通貨危機でロシアルーブルが切り下げられると、世界各地の市場で信用リスクに対して一気に慎重な姿勢に傾き「質への逃避」が発生し LTCM は、流動性の低い債券のポジションを解消できないまま含み損が拡大し、高レバレッジを活用した運用手法が災いして経営危機に陥った。その影響は多数の投資銀行等に波及し、金融市場が混乱。NY 連銀が欧米の金融機関 14 社に対して LTCM への緊急救済を呼びかけ、総額 36 億ドルの融資で事態を収拾した。

LTCM 危機が金融市場に与えた影響が極めて大きかったことから、これを機に証券監督者国際機構 (IOSCO) や金融安定フォーラム (FSF)、アメリカの大統領ワーキンググループ等において、ヘッジファンドのリスク管理強化の重要性が活発に議論されるようになった。

- アマランス危機

2000 年に発足したアメリカの投資マネージャーであるアマランスアドバイザーズが 2006 年の天然ガス相場急落をきっかけに巨額損失を計上した破綻した出来事。当初は転換社債アービトラージ戦略などを手掛けていたが、同戦略の収益率の低下等に伴い、採用する戦略を拡大し天然ガス市場に取引を集中した。2006 年の天然ガス相場急落をきっかけに巨額損失を計上し、破綻。破綻の原因がアマランス内の統治問題にあったこと、LTCM 危機当時に比べて金融機関によるリスク管理体制が強化されていたこと等から、金融市場への影響は限定的なものに留まった。

- ・ サブプライム問題

2007 年以降、アメリカの住宅価格が下落したこと等により、サブプライムローンの焦げ付きが拡大し、サブプライムローンの元利返済金を裏付けとした証券化商品の証券価格が暴落して金融機関や保険会社、ヘッジファンド等の投資家を通じて、金融システム全体に広く損失が伝播した出来事。当該危機においてはそもそも証券化商品に対するリスク評価に問題があったとの認識が一般的ではあるものの、流動性の低い証券化商品の価格下落をヘッジファンドが加速化させたとの見方もある。ヘッジファンド業界が構造的問題を抱えているとする論調については懐疑的な見方が多い。

- ・ バーナード・マドフ証券投資会社

米国ナスダックの元会長バーナード・マドフ氏による巨額の詐欺事件。投資家の被害総額は 500 億ドルにものぼり、ヘッジファンドに対する規制強化の議論に拍車をかけた出来事。

米連邦捜査局(FBI)は米国時間 2008 年 12 月 11 日に米国ナスダックの元会長バーナード・マドフ氏を詐欺の容疑で逮捕した。バーナード・マドフ元ナスダック会長は 1960 年に創業したバーナード・マドフ・インベストメント・セキュリティーズ LLC (BMIS 社)を通じて 1989 年より年平均 10%以上の高利回りをうたったヘッジファンドを運用していた。しかし、実際にはそれは虚偽の運用実績であり、新規の投資家から集めた資金を配当や解約資金に充てていたという疑いが持たれている。同氏によれば、投資家に対する被害総額は約 500 億ドルにのぼり、エンロン事件を凌ぐ史上最大の証券詐欺事件としてメディアでも大々的に取り上げられた。

マドフ容疑者の運用するヘッジファンドは 1989 年の設定以来、年率 10%以上という高利回りを 2-3%という低いボラティリティで達成していた。運用手法は、いわゆるスプリット・ストライク・コンバージョン(SSC)戦略と呼ばれるオプション取引を利用した投資戦略である。具体的には株価指数(ここでは便宜的に日経平均株価を例とします)と高い相関を持つ個別株を数十銘柄購入し、その購入金額に相当する想定元本のアウト・オブ・ザ・マネーの(権利行使価格が原資産価格を上回っている)日経平均先物のコールオプション(原資産を買う権利)を売り、そしてその売却代金で日経平均プットオプション(原資産を売る権利)を買うというものである。この取引では、購入した個別銘柄の株価がコールオプションの権利行使価格まで上昇すると、コールオプションが行使されて利益が出る。逆に、個別銘柄の株価が下落した場合には、プットオプションを行使して損失を回避できる。こう見ると非常に複雑な取引に思えるが、オプション取引の形態としてはカラー戦略とも呼ばれる一般的なものであり、リターンが限定的な一方で下方リスクも限られる堅実な投資戦略である。

しかし、この SSC 戦略によって 10%以上の年率利回りを継続的に出すことはデリバティブのディーラーであっても不可能だという指摘は以前からあった。確かに、世の中にリスクをほとんど取らずに 10%以上ものリターンを継続して得られるような投資機会が存在すれば、

そこにはたくさんの投資家が押しかけることとなり、結果として需給のバランスが崩れ、高いリターンを出すことは困難になる。実際に、マドフ容疑者は、新しく募った投資家の資金を既存投資家の配当や解約資金にあてる「ねずみ講」的な手法で高利回りを偽装してきたとされる。この様な偽装疑惑が指摘されていたにもかかわらず、世界中の名だたる金融機関がこの詐欺事件の被害者となっている。ヘッジファンド投資の専門家であるはずのファンド・オブ・ファンズもその例に漏れず、巨額の顧客資金をマドフ容疑者のヘッジファンドに投じていたことが明らかになっている。その被害総額は 500 億ドル(約 4 兆 6000 億円)に達すると言われている。マドフ容疑者は米店頭市場ナスダックの運営会社会長をはじめ、証券業界の要職を務めたウォール街の重鎮でもあり、経歴などから同氏を信用して資産運用を任せていた投資家も多かったと言われている。低いリスクで高利回りを長期に渡り稼ぎ出し、しかも報酬は成功報酬のみで運用報酬はゼロ、そしてファンドからは勧誘がないと投資できないという高級クラブ的な排他性といった点も、この様な投資家の心理を助長したようである。これまでもヘッジファンドが絡む詐欺は幾つかあった。金額の大きなケースでは、マイケル・バーガーの運用するマンハッタン・ファンドによる 4 億ドルの詐欺(2000 年に検挙)、サミュエル・イスラエルの運用するバイユー・ファンドによる 3 億ドルの詐欺(2005 年に検挙)といった事件が有名だが、今回はこれらのケースとは 2 桁も違う 500 億ドルという巨額な詐欺事件である。また、運用の失敗により破綻したヘッジファンドの代表例である LTCM(1998 年に破綻、46 億ドルの損失)やアマランス(2006 年に破綻、65 億ドルの損失)と比べても今回の事件の大きさは際立つ。ただ、マドフ事件では実際に資金が市場に投下されていた訳ではないので、市場の混乱という事態には至らなかったことが不幸中の幸いであったが、その損失額の大きさを鑑みると今後ヘッジファンドに対する規制の強化が叫ばれることは必至である。また、ヘッジファンド業界も大きな再編の波にさらわれる可能性もある。金融危機を発端にヘッジファンドの運用成績が低迷する中、10 月と 11 月の 2 ヶ月で約 1 兆ドルもの資金がヘッジファンドやファンド・オブ・ヘッジファンドから流出したと言われている。この流れに、今回のマドフ事件が更なる拍車をかけることは避けられないと思われる。これまで急速に拡大してきたヘッジファンド業界がこのような業界再編にさらされることによって膿を出すことも、投資家にとっては好ましいことなのかもしれないが、タイの国家予算(2007 年の歳出ベース)に匹敵する 500 億ドルという代償はあまりに大きいと言える。

投資家から資産運用を託されているファンド・オブ・ファンズ等の機関投資家がこの様な不正を見抜けなかったが、マドフ容疑者の運用するヘッジファンドには、危険を知らせる赤信号が幾つか灯っていた。独立したプライム・ブローカーやカストディアンを使っていなかった点、無名の小規模な監査法人を使っていた点など、数多くの問題点がありながら、マドフ容疑者の知名度を過度に信用して巨額の損失を出していたことは、デューデリジェンスが軽視されていたことの表れとも言える。

(2) ヘッジファンドの金融市場に与える影響とヘッジファンド規制の目的

- ・ ヘッジファンドが金融市場に与える影響
 - ・ ヘッジファンドが金融市場に与えるネガティブな影響
 - 大規模なヘッジファンドが破綻した場合に市場混乱を招き、システムティックリスクを増加させる可能性がある。
 - 新興国市場や、コモデティ市場等の比較的小規模な市場においてヘッジファンドの投資活動が価格変動等に影響を与える可能性がある。
 - ・ ヘッジファンドが金融市場に与えるポジティブな影響
 - 低流動性市場への流動性の提供
 - アセットの価格発見機能の提供
- ・ ヘッジファンド規制の目的
 - ・ 金融市場の安定化
 - システムックリスクの低減
 - 極小市場の安定化
 - ・ 投資家保護
 - 投資家の損失拡大リスクの低減

2) ヘッジファンド規制に関する議論

(1) ヘッジファンド規制に関する国際的な議論

① 金融危機以前の議論の整理

1998 年、アメリカの有力投資マネージャーであった LTCM 危機を契機に、国際社会がヘッジファンドに対する規制の議論を開始した。これまで国際機関・政府当局では、G8、金融安定化フォーラム、IOSCO、PWG を中心に、業界団体では、AIMA、HFWG、MFA、Hedge Fund Matrix 等において各種報告書が出されている。各機関の概要は下記の通り。

【図表：ヘッジファンド規制等に関する国際機関一覧】

機関名	概要
金融安定化フォーラム FSF: Financial Stability Forum	LTCM危機を受け、1999年2月にボンにおけるG7財務省・中央銀行総裁会議にて設立が決定された政策フォーラム。各国の財務省、中央銀行、金融監督当局間の国際協力強化を通じた金融の安定と市場機能の改善、システミック・リスクの減殺を目的としている。
証券監督者国際機構: IOSCO: International Organization of Securities Commissions	世界の証券監督当局や証券取引所等によって構成される国際機関。米州証券監督者協会 (Interamerican Association of Securities Commissions) を改名し、1986年に現在の名称になった。公正かつ効率的な証券市場の育成・整備を目的とし、証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定等を行なっている。1998年のLTCM危機以降、「投資管理に関する委員会」(IOSCO理事会の下に設けられている常設専門委員会)にてヘッジファンドに係る議論を行っている。
大統領ワーキンググループ (金融市場作業部会) PWG: President's Working Group Financial Market	アメリカ大統領の直属機関。財務長官を議長とし、財務省、FRB、SEC(証券取引委員会)、CFTC(商品先物取引委員会)により構成される。LTCM危機後に報告書を発表したほか、2007年9月には、当該部会の下に運用担当者と投資家が別々に参加する2種類の民間委員会を設置して、ヘッジファンドの情報開示やリスク管理の改善策の協議を進めている。

【図表：ヘッジファンド規制等に関する業界団体一覧】

機関名	概要
HFWG; Hedge Fund Working Group	FSFがヘッジファンドに関する市場規律強化の必要性を提言(2007年5月)したことを受け、2007年6月に大手ヘッジファンドマネージャー14社(うち12社はイギリスに拠点を置く)の幹部が組織した作業部会。会長は、ラージ元英中銀イングランド銀行副総裁。AIMAからもオブザーバーが出席している。2008年1月に、ヘッジファンドが守るべき行動規範を策定した。
HFSB; Hedge Fund Standards Board Ltd	HFWGの自主行動規範を管理する機関。
MFA; Managed Funds Association	1991年に設立されたオルタナティブ投資運用の業界団体。アメリカを中心に世界に1300以上の会員を有する。PWGにおけるヘッジファンド議論を受けて自主的に行動規範を策定した他、アメリカ政府へのロビー活動も積極的に行っている。
AIMA; Alternative Investment Management Association	1990年に設立された世界のオルタナティブ投資運用業界を代表する非営利団体。世界の業界に対する理解を深め、業界の成長を促進することを目的とする。業界情報の発信や、市場関係者に対する啓蒙活動を行っている。
Hedge Fund Matrix	AIMA, HFSB, IOSCO, MFA and the Asset Managers' Committee of the US PWGが共同で各機関の策定したベストプラクティスに関するガイドラインを調和することを目的として2008年10月に設立した機関。

(出所：経済産業省「国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査 2008/04」より NRI 作成)

以下では、上記国際機関・政府当局、業界団体で過去に出された報告書の概要を機関ごとに整理する。LTCM 危機後から金融危機前までは、後自己資本規制等の直接的な規制は世界の投資フローを変化させ、逆に市場に悪影響を及ぼす可能性があるため、基本的には取引のある金融機関等を通じた間接的な規制を通じたシステミック・リスクの減殺を検討することが望ましいということが主要な方向性であった。ただし、間接的規制が有効でないと判明した場合には、直接的規制も検討されるべきとしている。ただし、直近の金融危機、マドフ証券等の事件を受け、ガバナンス、リスク管理、バリュエーション、情報開示等に関する監督・規制について議論がなされている。

【図表：ヘッジファンド等に関する国際機関等のこれまでの報告書一覧】

機関名	過去の報告書	
金融安定化フォーラム FSF: Financial Stability Forum	2000/4	• Financial Stability Forum, "Report of the Working Group on Highly Leveraged Institutions," • ヘッジファンドに対する規制は基本的には間接的な規制を通じたシステミック・リスクの減殺を検討することが望ましいとする旨を提言。
	2007/5	• "Update of FSF Report on Highly Leveraged Institutions" • 市場規律を強化するために監督当局や投資家、ヘッジファンド業界が取り組むべき諸事項を提言。サミット財務大臣会合に提出。G8首脳会議(2007年6月)も本報告書を支持。
	2007/10	• Progress in Implementing the Recommendations of the FSF Update report on Highly Leveraged Institutions" • 2007/5の提言の履行状況に関する報告書。
証券監督者国際機構: IOSCO: International Organization of Securities Commissions	1999/11	• Technical Committee of IOSCO, "Hedge Funds and Other Highly Leveraged Institutions," • ヘッジファンド等のHLIs 及びHLIs と取引を行う市場参加者が一層の情報開示を追求することが、HLIs によって引き起こされるシステミック・リスクや市場不安に対する懸念を払拭する最も効果的な手段と提言
	2007/4	• Call for Views on issue that could be Addressed by IOSCO on Funds of Hedge Funds (Consultation Report)" ファンド・オブ・ヘッジファンドの情報開示や投資方針等に関する規制の可能性、望ましいあり方を探るための市中協議文書。
	2007/11	• "Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios" • ヘッジファンド運営者が資産評価に関して留意すべき9つの原則を提言。
大統領ワーキンググループ (金融市場作業部会) PWG: President's Working Group Financial Market	1999/4	• PWG, "Hedge Funds, Leverage, and the lessons of Long-Term Capital Management," 1999. • ヘッジファンドに対する直接的規制は金融市場にかえって悪影響を及ぼす可能性があることから、基本的には間接的な規制を通じたシステミック・リスクの減殺を検討することが望ましい旨提言
	2007/2	• "Agreement among PWG and U.S. agency principals on principles and guidelines regarding private pools of capital" • 再度ヘッジファンド規制に対する姿勢をまとめている。内容は1999年の報告書に沿ったもので、ヘッジファンドの破綻をすべて防ぐのは不可能なので、金融機関の与信リスク体制の強化を行うべきであると提言
	2009/1	• "Best Practices For The Hedge Fund Industry" by The Asset Manager's Committee • 運用会社10社による委員会により取りまとめられた報告書。開示、評価、リスク管理、取引と事業の運営、コンプライアンス等の5項目について定めている。
	2009/1	• "Principles And Best Practices For Hedge Fund Investors" by The Investor's committee • 投資家向けのヘッジファンド投資のガイドラインとして投資家によって策定された報告書

(出所：経済産業省「国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査 2008/04」より NRI 作成)

【図表：ヘッジファンド等に関する業界団体のこれまでの報告書一覧】

機関名	過去の報告書	
HFWG; Hedge Fund Working Group	2007/10	• "Hedge Fund Standards: Consultation Paper PART 1: Approach to best practice in context." • "Hedge Fund Standards: Consultation Paper PART 2: The best practice standards." • 市場規律を通じたヘッジファンド業界の発展を実現するため、投資マネージャーの行動規範に関する市中協議文を提言。
	2008/1	• "Hedge Fund Standards: Final Report" • ヘッジファンドの情報開示、資産価格評価、リスク管理、統治、アクティビズム活動について、ヘッジファンド管理会社や投資マネージャーが守るべき行動規範を策定。2007/10に発表した市中協議文書の改訂版
MFA; Managed Funds Association	2007/11	• "Sound Practices for Hedge Fund Managers" • 投資マネージャーが守るべき行動規範を策定。2000年に第1版を発表し、2003年、2005年に続く改訂。HFWGが策定した行動規範と類似点が多い。
AIMA; Alternative Investment Management Association	2008/1	• "Offshore Alternative Fund Director's Guide"
	2007/12	• "AIMA's Illustrative Questionnaires for Due Diligence"
	2007/5	• "Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers"
	2007/3	• "AIMA's Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation"
	2006/9	• "AIMA's Industry Guidance Note on Side Letters"
Hedge Fund Matrix	2008/10	• Hedge Fund Matrix 各業界団体等のベストプラクティスの比較を実施。 • http://www.hedgefundmatrix.com/en/the-matrix.cfm

(出所：経済産業省「国内外で存在感を高めるヘッジファンドの実態調査 2008/04」より NRI 作成)

【図表 各種 HF 業界団体の提言一覧(Hedge Fund Matrix)】

(図表) 各種HF業界団体の提言一覧 (Hedge Fund Matrix)

		AIMA				HFSB	IOSCO	MFA	PWG
		Guide to Business Continuity Management for Hedge Fund	Guide to Sound Practices for European Hedge Fund Managers	Guide to Sound Practices for Hedge Fund Valuation	Offshore Alternative Fund Director's Guide	Hedge Fund Standards: Final Report	Principles for the Valuation of Hedge Fund Portfolios	Sound Practices for Hedge Fund Managers	Asset Managers' Committee Report
Section A Creating and Managing a Hedge Fund	1.Management and Controls	x	△	x	x	△	x	△	△
	2.Finance	x	△	x	x	x	x	x	△
	3.Compliance	x	△	x	x	△	x	△	△
	4.Employees	x	△	x	x	x	x	△	△
Section B Investment Process and Portfolio Risk Management	1.Investment Process	x	△	x	△	△	x	△	△
	2.Portfolio Risk Management	x	△	x	x	△	x	△	△
Section C Portfolio Administration and Operational Controls	1.Trade and Reconciliation Procedures	x	△	x	x	△	x	△	△
	2.Portfolio Valuations	x	△	△	△	△	△	△	△
	3.Non-trading Transaction	x	△	△	x	x	x	x	x
	4.Information Systems and Business	△	△	x	x	△	x	△	△
Section D Raising Capital and Investor Relations	1.Raising Capital	x	△	x	△	△	x	△	△
	2.On-going Investor Communication	x	△	x	△	△	x	△	△
Section E Hedge Fund Structure and Organisation	1.Structure of the Hedge Fund	x	△	x	△	△	x	x	△
	2.Independent Service Providers	x	△	x	△	△	x	△	△

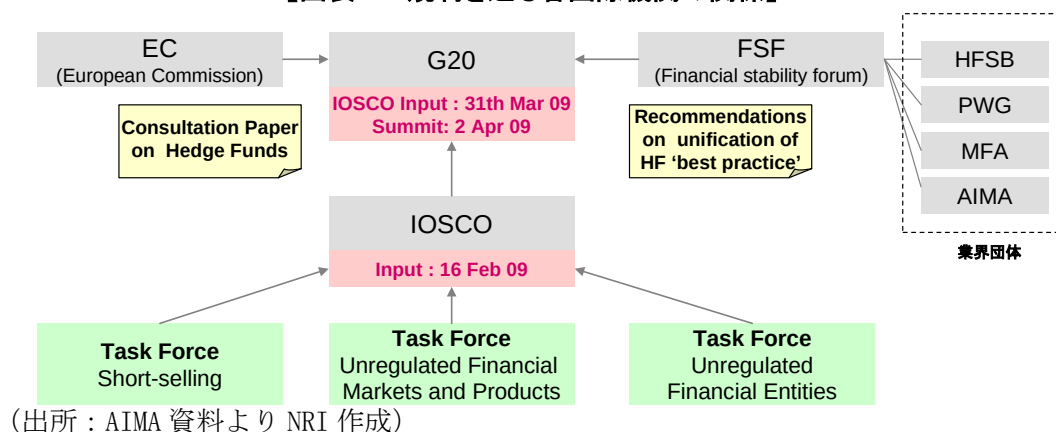
(出所: Hedge Fund Matrix HP : <http://www.hedgefundmatrix.com>)

凡例：△：レポートにて言及有り、×：レポートにて言及なし

②金融危機以後の議論の動向

現在、2009 年 4 月 2 日の G20 を目標に国際機関 (G20、FSF、EC(European commission)、IOSCO 等)や業界団体 (AIMA、MFA、HFWG、PWG 等)が HF 規制に関する規制のあり方について現在議論を進めている。

【図表 HF 規制を巡る各国際機関の関係】



a)2008/11 の G20

2008/11に G20 が開催され、金融・世界経済に関する首脳会合の宣言がなされた。その中で、「私募ファンド及び・あるいはヘッジファンドに関するベスト・プラクティスを既に策定している民間団体は、一連の統一されたベスト・プラクティスの提案を提示する。財務大臣は、規制当局、拡大された FSF、及びその他関連機関の分析に基づき、これらの提言の適切性を評価する。」ことを 2009/3/31 までに実施する行動計画として言及されている。

b)2008/11 に IOSCO がタスクフォースを設置

証券監督者国際機構 (IOSCO) 専門委員会は 2008/11、金融市場及び投資家保護を強化することに焦点を当てながら、継続する市場の混乱に対処するための詳細な作業計画を作成するために、電話会議を開催した。

クリストファー・コックス IOSCO 専門委員会議長は、次のように述べている。「IOSCO 専門委員会は、ショート・ポジションと取引活動に対する報告要件を含む、市場濫用的な空売りに対する国際的規制手段の調和のために緊急対応をしている。」「世界中の 100 以上の証券規制当局を代表する IOSCO は、現下の金融危機に対処するための調和のとれた規制的解決策を策定する中心的な役割を担っている。取引濫用への規制は、効果的であるために、主要な市場間で調和されなくてはならない。これは空売りだけに当てはまるだけでなく、デリバティブ取引や、ヘッジファンドなどの現状規制されていない事業体の活動に

も当てはまる。これらの各課題について専門委員会が立ち上げた3つのタスクフォースは、国際資本市場が、健全な基盤の上に、調和のとれた手法を持って、現在の混乱に対処することを確保するのに役に立つであろう。」

専門委員会の各タスクフォースは、下記の課題について検討する。

◆空売り

タスクフォースは、株の手当てのない空売りに対する受渡し要件やショート・ポジション開示を含む様々な規制的手法の格差を解消するための作業を行う。これに関連して、本タスクフォースは、どのようにすれば、資本形成及び市場の変動低減に重要な役割を果たしている正当な有価証券の貸付け、ヘッジ行為その他の種類の取引への悪影響を最小化できるかについても検証する。本タスクフォースは、香港証券先物委員会が議長を務める。

◆非規制金融市場・商品

規制されていない金融市場・商品が国際資本市場に及ぼしてきた影響に鑑み、本タスクフォースは、例えばデリバティブ等の証券化商品の店頭市場などの規制されていない市場に対してより多くの透明性と監視を導入するための方法を検討する。本タスクフォースは、豪証券投資委員会及び仏金融市場庁が共同議長を務める。

◆非規制金融事業体

本タスクフォースは、ヘッジファンドのような規制されていない事業体を取り巻く、取引と不透明性に係るリスクを軽減するための望ましい規制手法の開発を含む課題を検証する。本タスクフォースは、伊証券取引委員会と英金融サービス機構が議長を務める。

各タスクフォースは、2009 年 2 月の次回の専門委員会において報告書を提出し、さらに 2009 年春の次回の G20 サミットへ報告される予定である。

(出所：金融庁 プレスリリースより引用)

c)2008/12 に European Commission がコンサルテーションペーパーを公表

2008/12/18に European Commission は、ヘッジファンド業界に対する適切な規制に関して公の場で幅広い意見を募集するコンサルテーションペーパーを出した。この内容は 4 月に行われる G20 の議論のインプットとして活用されることになっている。コンサルテーションペーパーでは、下記 5 つの論点について 11 の質問を提起している。

【図表 EC によるヘッジファンド規制に関するコンサルテーションペーパー】

1.Scoping the issues:

ヘッジファンドの定義について質問。

Q1:下記のヘッジファンドの特徴が、ヘッジファンドを他のプレイヤーと区別する上で十分であるか？もし十分でない場合は、他にどのような特徴を加えればヘッジファンドを定義できるか？

- ・ 市場環境にかかわらず絶対リターンの獲得を目指している
- ・ 比較的高い且つ戦略的なレバレッジの利用（借入、空売り、デリバティブ等を通じたレバレッジ）
- ・ 伝統的に投資家が機関投資家や洗練された投資家に限られる

Q2:ヘッジファンドの投資活動がグローバルでなされている中、欧州だけでヘッジファンドに対応することが効果的であるか？

2.Systemic risks:

プライムブローカーを含むカウンターパーティや資産価格へ与える影響を通じて市場に伝播するヘッジファンドセクターから生じるリスクについて、規制当局が把握し、対応するにマクロレベルで監督するシステムが十分であるか。

Q3:昨今の金融危機の踏まえて、ヘッジファンドのシステミックリスクに対する関係性について再調査する必要があるか？

Q4:プライムブローカー等への健全性要求を通じたヘッジファンドに対する“間接的な規制”は、金融危機後の現在でもヘッジファンドの破綻するリスクから銀行システムを隔離する上で適切であるか？

Q5:規制当局は金融市場がさらされているヘッジファンドに対するエクスポージャー、及びヘッジファンドの資産価格（asset price）の変化に与える影響について効率的に把握できる手段を保有しているか？

3. Market integrity and efficiency:

ヘッジファンドの投資活動が金融市場の効率性や完全性に脅威を与えるか？またどのような市場環境において脅威を与えうるか。

Q6:直近のヘッジファンドの取引の減少（HFの資産、レバレッジの減少、空売り規制による）は金融市場の効率性に影響を与えているか？また資産の価格形成や取引環境に良い/悪い方向を与えているか？

Q7:空売りが価格を乱す状況、空売りに制限を設けることが適切な状況はあるか？

Q8:空売りが金融市場の整合性(integrity)や安定性を脅かすような状況はあるか？特にヘッジファンドだけに空売りの制限を設けることは効果的か？

4. Risk management:

規制当局は今以上に、ヘッジファンドや投資家がさらされているリスクを管理する方法、ヘッジファンドのポートフォリオのバリュエーション方法、そしてヘッジファンドのもつ潜在的な利益相反を管理する方法について関与すべきか。

Q9:ヘッジファンドの内部プロセス、特にリスク管理についてはどのように改善すべきか？ヘッジファンド業界のリスク管理、Administrationに関する業界規定を補完、強化するためにどのような規制が描かれるべきか？

5. Transparency towards investors and investor protection:

ヘッジファンドの投資家は十分に保護されており、健全な投資の意思決定に必要な情報を得ているか？

Q10:投資家が投資判断をする上で必要な情報を、契約前、投資時時点でヘッジファンドから得ているか？もし得ていないなら、どこに欠陥があるか？投資家に対するヘッジファンドの透明性を高めるために、どのような規制的な対応が必要か？

Q11:適切にコントロールすることを条件に、個人投資家のヘッジファンドに対する投資を促進することがポジティブなヘッジファンド投資の発展であると考えてるか？

(出所：Consultation Paper on Hedge Funds: European Commission)

d)European Commission のコンサルテーションペーパーに対する各機関の回答

2008/12 に European Commission が公表したコンサルテーションペーパーは 1/31 が期限となっており、FSA、ECB 等の規制監督当局、Hedge Fund Standard Bords(HFSB)、AIMA、ISDA 等の業界団体等の複数の機関が回答をしている。以下は EU のヘッジファンドの 80%(AUM ベース)が拠点を置いている英国の金融当局である FSA の回答の要旨である。

・FSA/HM Treasury の回答

FSA/HM Treasury は回答にあたって、まず今回の金融危機の主要因はヘッジファンドではなく銀行セクターの信用リスク管理等にあると言及している。さらに、ヘッジファンドの投資戦略、投資行為はヘッジファンドだけでなく、投資銀行の自己勘定投資等他のプレイヤーでも実施されており、ヘッジファンドにのみ焦点をあてた規制の議論は規制のアービトラージを生じるため適切でないと指摘している。FSA/HM Treasury の EC のコンサルテーションペーパーに対する回答の要旨は下記の通り。

1.Scoping the issues:

Q1:下記のヘッジファンドの特徴が、ヘッジファンドを他のプレイヤーと区別する上で十分であるか？もし十分でない場合は、他にどのような特徴を加えればヘッジファンドを定義できるか？

- ・ 市場環境にかかわらず絶対リターンの獲得を目指している
- ・ 比較的高い且つ戦略的なレバレッジの利用（借入、空売り、デリバティブ等を通じたレバレッジ）
- ・ 伝統的に投資家が機関投資家や洗練された投資家に限られる

【回答内容要旨】

- ・ ヘッジファンドの定義については定義するのは難しい。まず、上記定義についてはコメントすると、ヘッジファンドは高いレバレッジを採用していると一般的に言われているが、多くのヘッジファンドは少ししかまたはレバレッジをしていないというのが実態である。また、ヘッジファンドは平均で見ると銀行よりもレバレッジのレベルは低いというのが実態である。
- ・ UK ではヘッジファンドは、他のプレイヤーと同様 MiFID 等の既存の規制の対象になっている。UK の金融当局は、ヘッジファンドを規制されていないセクターであるということは正確な表現ではないと考えている。
- ・ また、空売り等ヘッジファンドで実施されている投資行為については、他のプレイヤーも実施していることであり、規制の議論する場合はヘッ

ジファンドに特定するのではなく市場全体というより幅広い視点で議論すべきである。

Q2:ヘッジファンドの投資活動がグローバルでなされている中、欧州だけでヘッジファンドに対応することが効果的であるか？

【回答内容要旨】

- ・ イギリスや他の欧州の主要国では、ヘッジファンドの規制・監督（アメリカではまだ存在していない）は、ヘッジファンドのリスクを抑えるのに効果的である。
- ・ ただし、ヘッジファンドは明らかにグローバルな問題であり、ヨーロッパのみで対応することは効果的ではない。
- ・ G20 における議論が明らかになる前に、EU 単独での議論を進めることを我々はサポートしないであろう。

2. • Systemic risks:

Q3:昨今の金融危機の踏まえて、ヘッジファンドのシステミックリスクに対する関係性について再調査する必要があるか？

【回答内容要旨】

- ・ 伝統的にヘッジファンドの破綻がプライムブローカー等の破綻を招き金融市場に影響が及ぶシステミックリスクが論じられているが、今回の金融危機でこのような事例は起きていないことを踏まえると、既存の規制の枠組みは効果的であるというポジティブな捉え方ができると考えている。

Q4:プライムブローカー等への健全性要求を通じたヘッジファンドに対する“間接的な規制”は、金融危機後の現在でもヘッジファンドの破綻するリスクから銀行システムを隔離する上で適切であるか？他の手法はあるか？

【回答内容要旨】

- ・ 銀行の借手の規制によって銀行のクレジットリスクを緩和することを求めることは危険な議論である。規制当局は、効果的なクレジットリスク管理は銀行自身が責任を負うべきという原則を希薄化させることはしてはならない。
- ・ 銀行はクレジットリスクの評価をしっかりと実施するとともに、十分な資本を積み立てることが重要である。これまでヘッジファンドのエクスポージャーについても同様のことが実施されるように、規制当局と銀行は強固なリスク管理プロセスを構築してきた。

- ・ 2007 年の金融安定化フォーラムでの議論にあるように、UK 当局は銀行がこれらの領域において改善していくように世界の各機関と今後とも連携していく。

Q5:規制当局は金融市場がさらされているヘッジファンドに対するエクスポージャー、及びヘッジファンドの資産価格 (asset price) の変化に与える影響について効率的に把握できる手段を保有しているか？

【回答内容要旨】

- ・ 今回の金融危機で、macroprudential risk に対応するために全ての金融機関について効果的な監督を実施していくことの重要性が明らかになった。今後ヘッジファンドだけでなく、他のプレイヤーについても監督を強化していくことが必要になるだろう。
- ・ これは監督機関によるヘッジファンドのレバレッジや投資戦略等の情報収集 (data collection) を含むことになる。これらの情報収集が適切になされれば規制当局がある特定のセクターに集中したリスクを特定することに役立つであろう。

3. Market integrity and efficiency:

Q6:直近のヘッジファンドの取引の減少 (HF の資産、レバレッジの減少、空売り規制による)は金融市場の効率性に影響を与えているか？また資産の価格形成や取引環境に良い/悪い影響を与えているか？

【回答内容要旨】

- ・ 近年ヘッジファンドは取引の流動性に貢献してきたし、直近のヘッジファンドの活動の減少により bid-ask spread が開き、流動性が減少しているものの、ヘッジファンドの環境変化がどれくらい直近の多くの金融商品のボラティリティー等に影響しているかを調べるのは難しい。

Q7:空売りが価格を乱す状況、空売りに制限を設けることが適切な状況はあるか？

【回答内容要旨】

- ・ 空売りを実施するものは、ミスリードするサインを市場に提供することがありうる。空売りは株の標準的な売買ではなく、売り手は株をより株価が低くなった段階で買い戻すことを想定している。つまり、上記を把握していない他の市場参加者は株価の動きに応じて株を売却し、結果さらに株価が下がり、stop-loss points に達したことを契機に更に株価が下がるということが生じる可能性がある。空売りを実施者は株価が下がった段階で買い戻すということを実施する。この戦略は市場において誤った噂が生じることによってサポートされていることもありうる。
- ・ ただし、空売りは上記のような戦略にも活用可能であるが、ロングポジションを維持するという目的でも可能である。重要なのは市場乱用行為が価格の混乱に繋がっているということで、規制当局はそのような行為を監督すべきであるということである。
- ・ そして、UK では既に市場乱用規制（Market Abused Directive）があり、市場にミスリーディングな情報を広げること等については権限を行使できるようになっている。
- ・ ただし、我々は空売りに関してより透明性を高めることを目指しており、間もなく我々の考えを公表する。

Q8:空売りが金融市場の整合性(integrity)や安定性を脅かすような状況はあるか？
特にヘッジファンドだけに空売りの制限を設けることは効果的か？

【回答内容要旨】

- ・ 08 年秋に空売りを通じた市場の混乱が見られた。金融機関の株価の大幅な下落が債権者が金融機関から資金を引き上げる動きを促進させ、より金融機関の不安定化に繋がっていた。株価の下落を下支えするために、英国では空売りに対する規制を導入した。（現在その規制は終了している）。
- ・ ただし、この空売り規制の問題はヘッジファンドだけの問題ではない。

Q9:ヘッジファンドの内部プロセス、特にリスク管理についてはどのように改善すべきか？ ヘッジファンド業界のリスク管理、Administration に関する業界規定を補完、強化するためにどのような規制が描かれるべきか？

【回答内容要旨】

- ・ ヘッジファンドのリスク管理のスキルはプライムブローカー等の他の市場参加者よりも上回っているというように我々は見ている。リスク管理の改善は金融市場全体で重要なテーマであるが、今回の金融危機下のパフォーマンスはヘッジファンドにおけるリスク管理の脆弱さを示すものではない。
- ・ UK の枠組みにおけるヘッジファンドの監督の重要なポイントは、FSA がリスク管理の practice に焦点を絞っていることである。さらに、当局はマドフのスキャンダルを契機にリスク管理に関する調査を検討することになるだろう。

5. Market integrity and efficiency:

Q10:投資家が投資判断をする上で必要な情報を、契約前、投資時時点でヘッジファンドから得ているか？ もし得ていないなら、どこに欠陥があるか？ 投資家に対するヘッジファンドの透明性を高めるために、どのような規制的な対応が必要か？

【回答内容要旨】

- ・ 現在も投資家に対して最低限のディスクロージーズがされるようになっている。一つの例は material side letters の存在である。FSA はこれらの開示を要求すると共に、Alternative Investment Management Association(AIMA)のベストプラクティスを承認している。
- ・ ただし、ディスクロージャーに関して一般的な詳細な requirements を求めることは適切ではないだろう。一つは、ヘッジファンドの戦略が多様であり、それゆえ投資家に有益な情報の形式のレベルが多様である（長期投資家にはデイリーの開示は不要である一方、より高頻度で取引を実施する投資家にはデイリーの開示が必要等）ことが理由である。もう一つの理由はヘッジファンドの投資家は必要な情報は自らファンドに要求できるからであるプロの投資家に限定されているからである。

Q11:適切にコントロールすることを条件に、個人投資家のヘッジファンドに対する投資を促進することがポジティブなヘッジファンド投資の発展である
と考えるか？

【回答内容要旨】

- ・ ヘッジファンドに関連するリスクを把握するのに必要な専門性を保有していない個人投資家が直接ヘッジファンドと取引するのは望ましくない。
- ・ ただし、個人投資家がファンドオブファンズに対して投資をすることはある。UK では FSA がそのような枠組みについて投資家の相談に対応している。

(出所 : Response by HM treasury and the Financial Services Authority)

(2) ヘッジファンド規制に関する各国の議論

①2006 年 IOSCO の各国ヘッジファンド規制調査結果

IOSCO(証券監督者国際機構 <http://www.iosco.org/>)は、加盟当局のヘッジファンド規制実態を調査したうえ、2003 年に「ヘッジファンドへの個人投資家の参加にともなう規制・投資家保護問題」と題する調査レポートを発表していたが、その後ヘッジファンドに対する追加的行動の必要性を検討するために新たな調査を 2005 年に行い、2006 年 11 月に「ヘッジファンドに対する規制状況—調査および比較検討」(The Regulatory Environment for Hedge Funds A Survey and Comparison)と題する報告書を発行した。以下、この 2006 年レポートにより世界のヘッジファンド規制状況をまとめた。

【図表 IOSCO「ヘッジファンドに対する規制状況—調査および比較検討」要約】

1. IOSCO レポートの要約・結論

IOSCO の今回のレポートは、同機構理事会が設置した専門委員会の下にある第 5 常設委員会(投資管理に関する委員会)が加盟規制当局に対し 29 項目の質問を送付し、それに対して回答を寄せた 18 カ国・20 当局の回答(米国は SEC および商品先物取引を監督する CFTC の 2 当局、カナダはオンタリオ、ケベックの 2 当局が回答した)内容をまとめたものである。

(1) 回答集計結果の要約詳細は後述のとおりであるが、レポートは「主として次の 4 つの結論が得られた」と述べている。

① ヘッジファンドについて正式の法的定義をしている当局は一つもない。しかし、各当局とも「ヘッジファンドとは何か」についての見解は持っている。IOSCO 専門委員会は、この各当局見解にもとづきヘッジファンドの規制方法について幾つかにグルーピングできたので、このグルーピングにより今後のヘッジファンドに関する情報収集・分析をより正確に行えるであろうと考えている。

② 多くの当局がヘッジファンドの運用者(advisers)を規制している。登録ファンドあるいは集団投資スキーム(Collective Investment Schemes、以下「CIS」)として公認されたヘッジファンドについて、ファンド自身に特別の規制を課している当局もある。多くの当局はファンド自身は規制していなくても、ヘッジファンドのオペレーター、スポンサー、運用者などを規制対象としている。加えて、ディスクロージャー、宣伝広告、記録管理、報告に関して規制を適用している当局もある。③ 現時点でヘッジファンドが「個人投資家化」している地域は少ない。しかし、これから急速に変わるだろうと見ている規制当局がある。

④ ヘッジファンドに関わる不正事件は既に起こっている。その程度（苦情件数）は全体としては多くないが地域によって異なっている。将来、個人投資家への販売が広がると大規模な不正発生リスクがあるとの見方もある。またヘッジファンド規制の枠組みが最近作られたばかりであるので、ヘッジファンド不正事件のデータが全くないと指摘する当局もある。いずれにしてもレポート記載の収集データは調査実施時点での断片的情報であることに配慮する必要がある。各規制当局はヘッジファンドに関する不正を引き続き監視していくこととする。

2003 年の IOSCO 専門委員会レポートの発表以降、ヘッジファンドが各地でどう規制されているかについての関心が高まっているが、ヘッジファンドの規制の仕方は当局によって様々であり、規制方法をまだ検討中である当局も多い。大部分の当局はファンドの運用者を規制しているか規制する計画をもっている。

中で、ファンドそのものよりファンドの運用者を規制する方を選んでいる当局もあるが、多くの当局はファンドと運用者の両方を規制している。一方、ファンドの販売について規制している当局は多いが、加えて・或いは（and/or）顧客への情報開示を義務づけている当局もあれば、加えて・或いは（and/or）ファンドの資金調達（finances）に関して当局への情報提供を義務づけている当局もある。

（２）これからの課題

IOSCO 専門委員会はヘッジファンドの規制について更なる作業が必要かどうかを注視していく方針であり、注視事項の例として個人投資家向け CIS として許される投資戦略の種類、登録ファンド・オブ・ファンズ、評価、リスク格付けの問題などを挙げている。そして、これまでの作業に基づけば、ヘッジファンドに対する一般的な投資家保護策は特に次の事項の必要性に焦点をあてることになると述べている。

①当該ヘッジファンドの特性（たとえば経費、リスク、運用者の経験の程度、内部統制、実績開示、利益相反、ファンド・オブ・ヘッジファンド（以下「FoHF」）の問題等）についての明確・簡潔・効果的なディスクロージャーがなされていることの保証

②ファンド純資産価格計算の誤りは当該ファンド投資家の利益に幅広い影響を与えるとの認識に立つて）評価にかかわる原則の構築

(ア) 米国

以下米国における投資ファンドの規制についてまとめた。

(1) 米国におけるヘッジファンドの定義について (SEC) from IOSCO report

- ・ 原則定義はない。
- ・ 「ヘッジファンド」は一般的には「証券及び他の資産のプールを保有し、その権利が登録公募の方法で販売されずに、且つ投資会社として登録されていない主体」として使われている。

(2) 米国におけるヘッジファンドの監督機関

- ・ SEC

(3) 米国におけるヘッジファンド規制の現状

a) ビークルに関する規制

➤ Investment Company Act of 1940

- ✧ 米国内で又は米国人を対象としてファンドを運営する場合には、投資会社法 (Investment Company Act of 1940) により、ビークルは投資会社として SEC への登録が原則必要となる。しかしながら、同法においては、投資家が 100 人以下で私募の場合、又は、投資家が適格購入者 (Qualified Purchaser) のみで私募の場合には SEC への登録が不要となる。

➤ Securities Act of 1933

- ✧ 私募の要件は、証券法 (Securities Act of 1933) に関する SEC 規則で定められており、投資家が自衛力認定投資家 (Accredited Investor) に限定される (あるいはそれ以外の投資家で金融および事業に関する知識・経験を有する投資家が 35 人以下、又はそう信じるに足りる理由がある) 場合は、実務上、私募とみなされる。

➤ Securities Exchange Act of 1934

- ✧ 証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) には、投資家 500 人以上かつ資産 1 千万ドル超の投資会社等は SEC への登録が必要となるとの規定が置かれている。
- ✧ このため、ヘッジファンドが登録投資会社とならないための要件は、投資会社法、証券法、証券取引所法の規定を合わせ、(ア) 私募形式で出資者が 100 人以下の自衛力認定投資家に限定されている、(イ) 私募形式で出資者が 499 人以下の適格購入者に限定されている、のいずれかとなる。
- ✧ 登録免除要件に該当せず SEC への登録が必要となる投資会社 (登録投資会社) には、同法により空売り等の投資手法や資金調達の手法に様々な規制が課される。また、投資家に対し半年毎に財務状況を期末から 60 日以内に開示する義務を負う。
- ✧

b) マネージャーに関する規制

➤ Investment Advisers Act of 1940

- ✧ 投資マネージャー業務は、投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) で定める投資顧問業務に該当するため、証券取引委員会 (SEC) に対して登録することが原則として必要となる。しかし、投資顧問法では、(ア) 直近 12 ヶ月で顧客 (投資顧問契約先) が 15 人未満 16 であること、(イ) 投資顧問の名称を用いて顧客を募集していないこと、(ウ) 登録投資会社を顧客としていないことの全ての条件を満たす場合は、SEC に対する登録は不要となる。
- ✧ この場合、投資マネージャーは、投資家・SEC に対する情報開示、書類保存、SEC による検査の受入等の義務を負わなくなる。
- ✧ また、商品先物取引等を行う場合には、商品取引所法 (Commodity Exchange Act) により商品先物取引委員会 (CFTC) への登録が必要となるが、この登録義務も顧客が 15 人以下であること等の一定の条件を満たすことにより免除される。
- ✧ 登録投資マネージャーが顧客から受け取る報酬を業績連動型とすることは、投資顧問法により原則禁止される。現在、多くの投資マネージャーは上記の登録免除要件を満たすことで、業績連動型報酬を可能にしている。

- The SEC' s 2004 Regulation for HF and Goldstein court
 - ☆ 従来は上記に記した規制内容であったが、2004 年 10 月、SEC はヘッジファンドの資産規模の著しい増加、個人投資家の増大、ヘッジファンドに係る不正の増加等を背景として、不正防止のために投資マネージャーに対する規制を強化するための規則改正を決定した。
 - ☆ ただし HF マネージャーの Goldstein により SEC の規制に対する告訴に対して高裁が違法の判決を出し規制は廃案。
- 2007/5 Senator Chuck Grassley submit the bill to regulate HF
- 2007/7 SEC は規則 206(4)-8（不正禁止規則）を採択。情報の不正開示、詐欺行為に関して全ての投資ファンドを対象に規制

(4) 今後のヘッジファンド規制の今後の主要論点（規制手法等）

- ・ 米 Rothstein Kass 社の 2008 年 11 月の調査によると 98%のヘッジファンドマネージャーが今後、政府がヘッジファンドに対する規制を強化すると予測している。主な規制強化のポイントは下記の項目。
 - a) Asset Valuation
 - b) Counterparty Risk
 - c) Capital Rasing
 - d) Transparency
- ・ 金融危機や Madoff 氏のスキャンダルを契機に、Senator Chuck Grassle が再度 HF を規制する法案を上院に提出する見通し。2009 年度内にも可決される可能性がある。この法案により、これまで SEC への登録が免除されていた HF も登録が必要になる可能性がある。
- ・ 09/3/26 に米国財務長官であるディム・ガイトナー氏が主要なヘッジファンドに対して登録制を導入することを議会に提案することに言及した。米国においてもヘッジファンドの登録制が導入され、ヘッジファンドに対する規制・監督が強化される見通しが高い。

(イ) 英国

英国金融サービス機構(以下「英FSA」)ではヘッジファンドそのものの規制は行っていない。ヘッジファンドは法令上定義されておらず、ヘッジファンドは、規制外集団投資スキームに分類されている。そのため、ほとんどのヘッジファンドが英国外で設定・運用されている。これは、ヘッジファンドが英国で設定された場合、配当・利子所得及び譲渡所得が法人税の対象になることによる。英FSAには、英国外で設定されたヘッジファンドに対する規制・監督権限がないため、英国内におけるヘッジファンドの販売活動と英国に拠点を置くヘッジファンド・マネージャーに対する規制・監督を行っている。

・ 英国に拠点を置くヘッジファンド・マネージャーの規制

投資管理や投資顧問などの規制対象業務を行う者は、金融サービス市場法に基づき英FSAの認可を受けなければならない。集団投資スキームの設立、他人に帰属する資産の管理及び特定の資産の売買の助言は規制対象業務に含まれ、投資マネージャー(あるいは投資アドバイザー)として英FSAの認可を受ける必要があるが、ヘッジファンド・マネージャーもこの中に含まれ、規制を受けることとなる。

3) 今後のヘッジファンド規制に関する主要な論点と有識者の意見

(1) ヘッジファンド規制に関する主要な論点

①ヘッジファンドの定義について

ヘッジファンド規制するにあたって、ヘッジファンドをどのように定義するかということが国際機関、各国当局において議論されてきた。昨今の議論を踏まえると、ヘッジファンドの特徴については言及可能であるものの、英国 FSA の EC コンサルテーションペーパーへのコメントにあるように、法的に定義は困難であるという見方が主流であるようである。

②ヘッジファンドの登録制について

今回の金融危機を経て、**macroprudential risk** に対応するために全ての金融機関について効果的な監督を実施していくことの重要性が明らかになった。今後ヘッジファンドだけでなく、他のプレイヤーについても監督を強化していくが必要になるだろう(FSA のコンサルテーションペーパーに対する回答より)。この観点から踏まえると、最低限主要なヘッジファンドについては登録が義務付けられ、当局にたいする情報開示を実施することが求められる見通しが高い。(英国では既に登録が義務付けられているため基本的には米国において)。既に 09/3 月に実施された EU 首脳会談においても「すべての市場参加者は、適切な監視を受けなければならない」とヘッジファンドの規制強化を提唱されており、米国の財務長官のガイトナー氏も 09/3 にヘッジファンドの登録制の必要性についても言及している。

③ヘッジファンドに対するカウンターパーティーを通じた“間接的規制”の有効性

FSA のコンサルテーションの回答にあるように、銀行の破綻リスクを回避するためのヘッジファンド規制(システムリスクを抑えるためのヘッジファンド規制)という観点では、ヘッジファンドの規制が主要な論点ではなく、銀行の信用リスク管理が主要な論点であるというのが規制当局の見方であろう。

また、ヘッジファンド業界においても、規制当局の専門性等を加味するとプライムブローカー等を通じた間接的規制が、最も現実的であり有効であるという状況は金融危機前後で変わりはないということが主流な意見である(HFSB のコンサルテーションペーパーに対するコメント及び、国内有識者ヒアリングより)。

すなわち、金融危機以前より議論されているカウンターパーティーを通じた“間接的規制”は金融危機後においても、当局にとっては有効な規制手段であるというのが主要な見方である。

④空売り、レバレッジ等ヘッジファンドの運用手法等に関する規制について

FSA のコンサルテーションペーパーに対する回答にもあるように、空売り、レバレッジ等の行為についてはヘッジファンドに限らず、投資銀行等他の機関でも実施されている行為である。これについては、ヘッジファンドに閉じた議論ではなく、金融市場全体の視点から議論していくことが必要だというのが主要な見方である。

また空売りについては一部市場濫用行為により、金融市場を混乱させる可能性はあるものの、そのような不正行為が規制されている範囲においては、投資家がロングポジションを維持する上で必要な運用手段でもあり、市場の流動性を高める有効な手段であるというのが主要な見方である。英国では FSA が 09 年秋に空売り規制を導入したが、当局として金融安定化に必要であると判断した際には、一時的に空売り規制を導入することもありうるという見方を FSA はしている。

⑤リスク管理、バリュエーションに関する規制について

リスク管理については金融市場全体で改善が課題ではあるものの、ヘッジファンドのリスク管理スキルはプライムブローカー等の他の金融機関よりも上回っているというのが規制当局含めた一般的な見方のようなのである (FSA のコンサルテーションに対する回答より)。また、UK に限っては FSA の提示する原則にヘッジファンドも従う必要があるとともに、HFSB 等のベストプラクティスをベースに実施していくことで当面は問題ないという見方もある (HFSB のコンサルテーションペーパーに対する回答より)。

⑥情報開示に関する規制について

ヘッジファンドに対する投資家は機関投資家等のプロの投資家であり、必要な情報については自らファンドに対して情報開示を要請することが可能であり、既存の業界団体等によるガイドライン等 (HFSB 等) で十分であるというのが基本的な見方であるようである。なお、英国においては、FSA が最低限の情報開示をヘッジファンドに要求している模様である。

5. 格付機関

1) 規制の背景と現在生じている課題

2007 年夏にサブプライムローン問題が顕在化した際に、大手格付機関が証券化商品に付与している格付けを相次いで引き下げるという異常事態が発生した。それを発端として、証券化商品に対する格付け付与における方法論や格付け付与後のモニタリング方法、引いては格付け対象と格付機関の関係性の在り方など様々な点が課題として指摘されるようになった。ここでは、まず格付機関に関する規制が議論されるようになった背景について概観をし、続いて現在格付機関に係る課題として指摘されている各種論点について検討していきたい。

(1) 規制の背景

そもそも格付け機関に関する規制に関しては、2007 年にサブプライムローン問題が顕在化してから初めて議論されるようになったわけでは決していない。古くは 1920 年代の世界恐慌から、近年では 1997 年のアジア通貨危機や 2001 年のエンロン事件などに関しても格付け及び格付機関に関する規制が議論されてきている。特に近年では、規制の論点として格付機関と発行体の関係性や格付が発行体に与える影響などに関して議論されてきた。前者に関しては、利益相反の可能性を如何に防止するかという点が論点であり、後者についてはイベント発生の際に短期間に格付を何段階も引き下げることの是非が論点となっていた²⁶。

だが、そのような論点が指摘されていたにもかかわらず、なぜサブプライムローン問題が顕在化するまで格付機関への規制は本格的に議論されてこなかったのであろうか。それを理解するためには、格付けが持つ本質的な性質について言及をしなければならない。格付けについて議論する上で忘れてはならない性質の 1 つは、格付けがあくまでも市場参加者が自発的に利用することにより育まれてきた社会インフラであるということである。行政上の規制当局や国際機関などから格付けの利用が強制されて格付けの利用が始まったわけではなく、あくまでも有価証券の発行体と投資家との間の情報の非対称性を解消するために自主的に開発・利用されるようになったサービスなのである。であるので、そのような自主的なサービスに関して規制当局が積極的に規制をすることは憚られてきたという背景がある。

格付けが持つもう 1 つの性質として、格付けは 1 つの意見の表明に過ぎず、それ以上でもそれ以下でも無いという点が挙げられる。これは主に格付けの中身・質に関する規制との兼ね合いで議論されることが多い。つまり、格付けが有価証券を発行する発行体の信用リス

²⁶例えばムーディーズの格付けについて見ると、2001 年 10 月 16 日の時点ではエンロンの長期格付けは Baa1 であったが、11 月 28 日までの間に一挙に B2 まで 5 段階以上引き下げており、それがエンロンの破綻の引き金となったとの批判もある。

クに関する 1 つの意見に過ぎないとすれば、それを規制することは「表現の自由」に関する規制に抵触してしまう可能性があるということである²⁷。

以上のような格付けの持つ性質から、格付機関に対する規制は本格的な進展をみせずにはいたが、2007 年夏のサブプライムローン問題の顕在化という事態を受けていよいよ本格的に議論をされるようになってきたのである。

(2) 現在生じている課題

①格付機関に対する監督体制の不十分さ

2007 年夏にサブプライムローン問題が発生した際に、モーゲージローンなどを原資産とする証券化商品の格付けが、一定期間の間に格付け機関により次々と引き下げられたことが大きな問題となった。そもそも格付けは対象とする有価証券の信用リスクを表しているはずであり、それが一定期間の間に急激に引き下げられるということは正常な事態ではない。このことを発端として、格付機関の付与する格付けに対して各種議論が喚起されることとなったのである。

特にサブプライムローン問題以降の議論については、伝統的に議論されていた格付機関と発行体の利益相反の可能性に加えて、「格付けの質」に関しても議論されるようになってきている。サブプライムローンを原資産とするRMBSやそれらのRMBSを原資産とするCDOなどを見てみると、RMBSの格付は 2008 年 2 月までに 2006 年発行分の 94.2%、2007 年発行分の実に 76.9%が引き下げられている(いずれも格付けはムーディーズのものを対象)。より複雑な仕組を持つCDOについては、最上位から一気に最下位の格付に引き下げられたものもあったようである²⁸。これらの状況を鑑み、「格付けの質」に関する議論が注目されるようになってきたのは当然の流れであるといえる。

ただし、格付けの本質的な性質に配慮して、「格付けの質」を直接的に規制するのではなく、あくまでも格付機関の監督や情報公開の促進を通じて「格付けの質」を向上させていくというスタンスが主流となってきている。そのような流れを受けて、格付機関の監督体制について本格的に議論されるようになってきたのである。

また、格付機関の監督に関しては、格付け業界の特殊な業界構造を考慮すると更にその必要性が認識できるようになる。もともと格付け業界は、ムーディーズ(Moody's Investors Service)、スタンダード・アンド・プアーズ(Standard & Poor's)、フィッチ(Fitch Ratings Limited)の大手 3 社による寡占状態にあった²⁹。そのため、競争による

²⁷ 「格付けはあくまでも意見であり、アメリカの憲法修正 1 条で認められた言論の自由で保護されている」と格付機関側からは主張されることが多い。実際にアメリカではその主張を認めた判例も出されているようである。

²⁸ より詳細な解説に関しては、ムーディーズ、「証券化商品の格付遷移(1983 年-2007 年)」,2008,に詳述されている。

²⁹ 2007 年の世界の格付収入シェアにおいて、ムーディーズと S&P がそれぞれ約 40%、フィッチが約 15%と、大手 3 社だけで世界シェアの約 95%を占めている。

サービス向上効果が限定的であり、寡占状態を問題視する声も上がっていたようである。ただ、基本的に金融市場全体が好調で右肩上がりのときには、そのような問題への対応も保留されていた。しかし、2007 年夏のサブプライムローン問題の発生を契機として「格付けの質」が問われるようになり、業界内の競争促進による格付けの質の向上ということが目指されるようになってきた。この流れを汲んで、現在各国で議論されている格付機関規制も基本的に格付機関同士の競争促進による格付けの質の向上を目指すというスタンスをとっており、登録要件に関しては最低限の要件さえ満たせば承認されるような参入規制が検討されている³⁰。

②格付機関や格付け手法に関する情報開示の不十分さ

サブプライムローン問題の発生以降、格付機関に関する課題として議論されるようになった論点の 2 つ目として、格付機関及び格付手法に関する情報開示が挙げられる。前述の通り、サブプライムローン問題発生時に証券化商品の格付が一定期間の間に続けて引き下げられたことは、格付に対する投資家の見方について再検討を促す結果となった。

近年では、伝統的な社債だけでなくより複雑な証券化商品の発行が急増してきており、証券化商品に対する格付手法もより複雑なものとなってきている。特に CDO Squared のような非常に複雑な証券化商品に関しては格付手法もブラックボックス化してしまう可能性が高く、そのプロセスに関して情報公開が求められるようになったことは想像に難くない。加えてサブプライムローン問題以降は、格付けの質に関する疑問が呈されていただけに、格付手法に関する情報公開の促進が喫緊の課題として挙げられるようになった。

また、情報開示の不十分さと合わせて、格付を利用する投資家側の姿勢にも問題点があったことが指摘されている³¹。格付機関からの主張を借りれば、格付けはあくまでも信用リスクのみを評価した記号であり、流動性リスクなどのそれ以外のリスクは考慮されていない。であるので、信用リスク以外のリスクに関しては記号と別途提供されている定性コメントをあわせて総合的に判断するべきものであり、格付記号のみに過度に依存して投資判断を行っていたと言われている一部の投資家のスタンスにも問題があったといえる。そのような指摘にも対処するためにも、格付けに関する情報開示だけでなく、それを如何に活用するかという啓蒙活動に近い情報提供も課題となるであろう。

³⁰ 一部 EU で議論されている参入要件や制裁措置等については、格付機関に対する規制強化と看做される部分もあるが、基本的なスタンスとしては格付機関間の競争促進という方向性が目指されている。

³¹ 大手格付け機関・有識者ヒアリングより。

③組織の内部管理体制や格付け対象との関係性の不透明さ

格付機関規制に関する 3 つ目の課題として、組織の内部管理体制や発行体などの格付け対象との関係性の不透明さが挙げられる。発行体などの格付け対象との関係性については、非常に伝統的な課題として以前から認識されていた。格付業界が基本的に Issuer Pay Model³²を採用している以上、格付け業において利益相反が発生してしまう可能性は完全に排除することはできないであろう。であるので、常に重視されてきたのは利益相反を如何に防止するかということであった。

この論点に対する防止策は、伝統的な債券に対する格付けにおいては比較的正常に機能してきたと言われているが、一方で新しい商品である証券化商品に関しては様々な批判・指摘がなされてきている³³。特に証券化商品に関しては、そもそも格付け作業が非常に複雑な点やアレンジャーと格付機関とのコミュニケーションが密にならざるをえない点などの要因により、公正性や独立性の観点から見て、格付け手法の運用や格付機関内のガバナンスについて問題を発生させる可能性がある。

この傾向は、格付機関の収益構造において証券化商品のウェイトが大きくなることによって更に加速されることになる。例えば、大手 3 社については証券化商品への収入依存度が高く、格付け収入全体の 40%-50%程度を占めていたと言われている³⁴。証券化商品の格付け手法に関するルールの設定や運用方法の徹底がなされていなかったことに加えて、証券化商品への格付け付与取扱量が増大することにより格付け機関が抱える問題を更に増幅させてしまった可能性があるのである。

以上のような実態を踏まえて、格付機関と格付け対象の関係における透明性の向上や、それを支えるための格付機関内の管理体制の整備などが重要な課題として指摘されるようになってきたのである。

³² Issuer Pay Model とは、有価証券に対する格付け取得を目指す発行体自身が、格付機関にフィーを支払い格付けを付与してもらうというビジネスモデルのことを指す。

³³ 例えば、SEC, "Summary Report of Issued Identified in the Commission Staff's Examination of Select Credit Rating Agencies", July 2008 などに詳しい。

³⁴ 小立敬,「日米欧の新たな格付け機関規制の方向性」(資本市場クォーターリー2009年冬号), 野村資本市場研究所

2) 各国における議論の状況

2007年後半のサブプライムローン問題に端を発した金融市場の混乱に関して、その要因の1つに証券化商品の存在が指摘されたことから、証券化商品に格付けを付与していた格付機関に対する規制の議論が盛んに行われるようになった。格付機関に対する規制については、2001年のエンロン事件以降比較的早くから取り組んでいたアメリカが議論を主導していたが、2008年の金融危機以降、IOSCO (International Organization of Securities Commissions:証券監督者国際機構)を中心とした国際的な枠組みの中でも議論が進んできている。ここでは、近年議論されている格付機関規制に関して、まずは国際的な議論の枠組みについて概観し、その後、IOSCO、アメリカ、ヨーロッパ、日本等の検討主体ごとに分けて整理を行うこととしたい。

(1) 格付機関規制に関する国際的な議論の枠組み

まず、サブプライムローン問題が顕在化する以前の格付機関規制に関する国際的な議論の枠組みについて見てみたい。「図表 1 格付け機関に関する国際的な議論の枠組み (サブプライムローン問題以前)」に表されるように、サブプライムローン問題以前は基本的に IOSCO の行動規範が各国における格付機関規制の共通のベースとなっており、IOSCO の行動規範に基づいた各格付機関による自主的な規制が求められている。

図表 1 格付け機関に関する国際的な議論の枠組み (サブプライムローン問題以前)

	自主規制型	監督規制型
	IOSCO行動規範	2006年格付機関改革法 SEC規則
アメリカ	全ての格付機関に適用	NRSROに適用 NRSRO以外の格付機関は対象外
EU	全ての格付機関に適用	EU域内における外部規制は無し (IOSCO行動規範の遵守を支持)
日本	全ての格付機関に適用	日本国内における外部規制は無し (指定制度はあるものの監督規制は無し)

出所) 田村香月子,「格付け会社への監督規制」,2008年,講演資料よりNR I作成

特に、EU や日本においては IOSCO の行動規範以外に行政側による監督・規制は存

在しておらず、あくまでも各格付機関による自主的な取組によって格付機関運営のモラル・品質維持を任せていたところが特徴的である。これは、既に説明したように格付機関の生い立ちや社会インフラ・一つの意見としての特徴を考慮すると、市場参加者の自主的な規制に任せるというスタンスは整合的であったと言える。

一方で、アメリカにおいては 2001 年のエンロン事件の教訓から、格付機関が投資家に与える影響の大きさを考慮し比較的早い段階から格付機関に対する規制・監督の導入に踏み切った。2006 年には格付機関改革法を制定し、NRSRO³⁵の登録要件・手続きなどを明確化し、利益相反の回避や法令順守の強化などに関する一定の規制を設定した。また、2007 年 6 月にはSECの監督規制が制定され、NRSROの登録要件の更新と登録後の監督体制について整備が行われた。このような規制・監督体制が整えられてはいたが、行政監督側はあくまでも格付機関間の競争を通して格付けの質を向上させていこうというスタンスであり、強制的な監督規制の色は比較的抑えられていたと言われている³⁶。

だが、サブプライムローン問題の発生により、そのような状況は微妙に変化し始めることとなる。「図表 2 格付け機関に関する国際的な議論の枠組み（サブプライムローン問題以降）」にまとめられているように、まずは各国での議論における共通のベースであった IOSCO の行動規範が強化されることとなる³⁷。

図表 2 格付け機関に関する国際的な議論の枠組み（サブプライムローン問題以降）



出所) 田村香月子, 「格付け会社への監督規制」, 2008 年, 講演資料より NRI 作成

³⁵ Nationally Recognized Statistical Rating Organization の略称で、全国的に認知された統計格付機関のことを指す。

³⁶ 大手格付け機関・有識者ヒアリングより。

³⁷ IOSCO の行動規範改正に至るまでの議論・分析に関しては、IOSCO, "The Role of Credit Rating Agencies in Structured Finance Markets", 2008 にまとめられている。

主に強化された論点としては、格付けプロセスの品質や格付機関の利益相反の回避、関係主体への情報開示の促進などが挙げられる。これらの規制強化に対応する形で、各国における個別の格付機関規制に関する議論も展開されていくこととなる。

まず、既に格付機関規制を導入していたアメリカでは、サブプライムローン問題により新たに認識された各種問題に対して、SEC規制案を強化することにより対応を図っている。主な論点としては、情報開示を通じた格付けの質の向上、利益相反防止のための対応策の強化などが挙げられている。次にEUにおいては、欧州委員会により格付機関の規制案が公表された³⁸。この規制案についても、規制項目に関しては情報開示を通じた格付けの質の向上や利益相反の防止などアメリカの規制強化案と大きな差異はない。ただし、アメリカの規制案に比べて、EU域内における子会社の設置義務や格付アナリストのローテーション制の導入、制裁措置として業務停止が盛り込まれるなど、よりガバナンスの面に関して踏み込んだ規制項目が多いことが特徴的である。そして最後に日本についてであるが、日本はサブプライムローン問題による直接的な被害が相対的に軽微だったこともあり、格付機関規制に関する議論はやや遅れて始められている。2008年10月から金融庁長官の諮問機関である金融審議会にて格付機関への規制導入の検討が開始され、その検討結果が報告書として取りまとめられている³⁹。そしてその後、2009年3月6日に格付機関への規制導入を盛り込んだ金融商品取引法改正案が閣議決定されるに至っている。

³⁸ European Commission, “Regulation of the European Parliament and of the Council on Credit Rating Agencies”, 2008

³⁹ 金融審議会では、2008年12月に「金融審議会金融分科会第一部会報告－信頼と活力のある市場の構築に向けて」を公表しており、格付機関の登録制の導入を諮問する金融審議会報告を公表している。

(2) IOSCO における議論 ―サブプライム危機報告書から行動規範改定へ―

国際的な枠組みにおける格付機関規制に関しては、2007 年のサブプライムローン問題以降に議論が活発になされるようになった。IOSCO においては、SEC (Securities and Exchange Commission: 証券取引委員会) の委員長であるクリストファー・コックス氏などを共同議長とした専門委員会を設置し、格付け業務の実態と投資家の利用状況、そこから導出される問題点などについて調査を行った。結果として、格付機関は、格付けはあくまでも債務者あるいは債券の弁済能力の評価であり、債券に付随する流動性リスク、市場リスク、変動性リスクのレベルを評価するものではないと主張しているものの、一部の投資家からはそのような認識がされていないという実態が判明した。つまり、投資家によっては、格付けをある種の品質保証であるかのように看做し、一部の証券化商品の評価に関しては格付けに過度に依拠してしまう傾向がみられたようである。そのような問題点に対応するために、格付機関は市場に対して格付けに関して情報開示を進めることや、格付機関の独立性を向上させること、格付け業界における競争を促進すること、などが課題として挙げられた。それらを踏まえて、IOSCO は『信用格付機関の基本行動規範』の改定を行った。具体的には、「格付けプロセスの品質と公正性」、「格付機関の独立性と利益相反の回避」、「一般投資家及び発行体に対する格付機関の責任」、「行為規範の開示と市場参加者への情報提供」などの項目について対応がなされている。

図表 3 IOSCO 専門委員会における格付機関規制の検討内容

	IOSCO専門委員会 (「サブプライム危機に関する最終報告書」)
調査の対象	●証券化商品の格付け業務の内容・プロセス ●証券化商品の評価における格付けへの依拠実態
規制上の諸問題	●格付け会社の透明性及び市場の認識 ●独立性及び利益相反の防止 ●格付け会社の競争及び競争が格付け会社の独立性に与える影響
行動規則の改定項目	●格付けプロセスの品質と公正性 ●格付け会社の独立性と利益相反の回避 ●一般投資家及び発行体に対する格付け会社の責任 ●行為規範の開示と市場参加者への情報提供

出所) Technical Committee of IOSCO 「Report on the subprime crisis, final report」より NRI 作成

(3) アメリカにおける議論 ―2006 年信用格付機関改革法から SEC 規則へ―

アメリカにおける格付機関規制については、2006 年 9 月に「2006 年信用格付機関改革法」案が可決されたことにより、規制の内容が具体的に整備された。「2006 年信用格付機関改革法」は監督当局による強硬な規制を目指しているものではなく、あくまでも市場の自主的な規律により格付け機関の健全性を確保しようとしている点が特徴的である。つまり、格付け業務に関する参入規制を緩和することにより信用格付け業界における競争を促進し、適度な競争を通して格付け機関の健全性を担保していこうという試みである。ただし、格付け実績や格付け手法などに関する情報の開示や、法令順守の徹底などのコンプライアンスに係る点に関してはアメリカ証券取引委員会 (SEC) による監督が強化されている。規制の背景としては、アメリカでは格付け業務が大手格付機関による事実上の寡占状況にあったことや、SEC による格付け機関の監督が行われてこなかったことなどがある。

具体的な規制の内容・項目については、以下の通りである。

図 表 4 アメリカにおける格付機関規制の枠組み (SEC 規則)

	米 国 (1934 年証券取引所法・SEC 規則(一部改正案))
対象	●NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization:全国的に認知された統計格付機関)を対象とする
登録制度	●信用格付会社として3年間の業務実績がある。信用格付会社の要件として以下の点を重視:①アクセス可能性・無料／合理的な料金、②定性的・定量的モデルの利用、③発行体・投資者等からの料金受領 ●適格機関購入者により一定の信用格付付与について認証されている ●ただし、①財務・経営基盤が不十分、②既登録の停止・取り消し、等により登録が拒否されることもある
登録の効果	●SEC 規則において、ブローカー・ディーラーの自己資本評価やMMFの投資対象基準などに関してNRSRO の格付を参照するよう規制されている ●ただし、上記参照が暗黙の公的保証を与え、投資家による過度の依存をもたらさないように参照箇所を見直し中である(44箇所のうち38箇所を変更・修正予定)) ●バーゼル規制のECA(ECAI: External Credit Assessment Institution(適格格付機関))認定の前提とされている
違反時の措置	●停止命令、差止訴訟、譴責、登録停止、登録取消、刑事罰(禁固刑・罰金)、民事制裁金などがある

出所) 金融庁 第 56 回金融審議会金融分科会第一部会 参考資料等より NRI 作成

(4) ヨーロッパにおける議論 ―欧州委員会による格付機関規制案―

2008 年の金融危機の発生以降、格付機関に対する批判が相次ぐ中で、欧州委員会も 2008 年 11 月に格付機関規則に関する規則案を公表した。規則案の内容に関しては、既に述べたアメリカの格付け規制や IOSCO が 2008 年 5 月に発表した改訂版『信用格付機関の基本行動規範』の影響を色濃く受けた内容となっており、基本的に格付けに関する情報開示やコンプライアンス体制の整備などを規定している。ただし、金融危機以降の格付機関に対する論調を反映した内容となっているため、格付機関の登録要件や監督手法などに関して一部他国の規制よりもより踏み込んだ内容となっている(例えば EU 域内における子会社設置義務など)。

具体的な規制の内容・項目については、以下の通りである。

図表 5 ヨーロッパにおける格付機関規制の枠組み (EC 規則案)

	欧 州 (欧州委員会による規則案)
対象	●一定の格付会社を対象とする(信用機関、投資会社、保険会社、集団投資スキーム、年金基金に関するEU 域内の規制を遵守するために利用される格付を付与する格付会社を指す)
登録制度	●CESR(欧州証券規制当局委員会)に登録申請し、CESRが加盟国当局と協力して登録を判断。 ●監督は加盟国当局がCESR、他の加盟国と連絡を取りながら実施する予定。 ●EU 域内にて会社を設立する必要がある(子会社設置義務)
登録の効果	●一定の格付付与が可能となる(信用機関、投資会社、保険引受、集団投資スキーム、年金基金等は規制目的上、登録格付け会社の格付けのみ利用が可能) ●投資会社、信用機関による登録格付け会社の格付の利用義務がある(投資会社、信用機関は、格付が付与された金融商品について登録格付け会社による格付がない場合には、当該商品について顧客のために注文を実行してはならない。) ●バーゼル規制のECA(ECAI: External Credit Assessment Institution(適格格付機関))認定の前提とされている
違反時の措置	●EU域内における格付発行の業務停止処分、格付利用の停止などが想定されている ●業務改善命令、本規則違反の公示、登録取消、刑事訴追、刑罰等は各国で規定される予定である

出所) 金融庁 第 56 回金融審議会金融分科会第一部会 参考資料等より NRI 作成

ただし、上記のように他国よりも踏み込んだ規制内容となっていたため、CESR (Committee of European Securities Regulators:欧州証券規制当局委員会)や格付機関からも意見や批判等が出されていたようだが、最新の欧州委員会による報告書「The High-Level Group on Financial Supervision in The EU」⁴⁰の中では、下記のようにまとめられている。特に格付け対象により格付け記号を区別する点については、格付機関だけでなく投資家にとっても大きな影響を与えてくるため、引き続き議論の行方がどのようになるのか注目されるところである。

図表 6 報告書「The High-Level Group on Financial Supervision in The EU」内における格付機関への規制に関する提言

格付機関への規制に関する提言
●EU域内における格付機関への規制に関しては、CESRの機能を強化し、格付機関の登録及び監督を担当させるものとする
●格付機関のビジネスモデルを考慮し、格付機関の手数料の獲得体系と業務の範囲(格付け付与業務とアドバイザー業務の業務)を分けるようにする。
●金融規制において格付けを利用することを、順次減らしていくこととする。
●仕組債・証券化商品等に関する格付けは、当該商品向けの独自の記号を用いて格付け付与を行うこととする。
●上記のような規制強化に関しては、投資家自身によるデューデリジェンスや商品性判断の促進や監督当局自身の改善なども同時に取り組んでいくことが必要である。

出所) EC 「The High-Level Group on Financial Supervision in The EU」よりNRI作成

⁴⁰報告書「The High-Level Group on Financial Supervision in The EU」は2009年2月25日に発表されており、ECの格付機関規制に対するスタンスを表す最新の報告書であると考えられる。本報告書では、当該報告書内の格付機関規制に関する箇所について引用している。

(5) 日本における議論 ―金融庁金融審議会での議論を踏まえて閣議決定―

2008 年の金融危機の発生と各国での格付機関規制に関する議論の本格化を受けて、いよいよ日本でも格付機関規制について論じられるようになった。もともと日本でも 2007 年秋の時点で金融庁から格付機関規制を公的に導入する検討を行う方針が公表されていた。それを受ける形で、2008 年 10 月から金融審議会にて格付機関への規制導入に関する検討が開始されており、それらの検討をまとめる形で 2008 年 12 月に「金融審議会金融分科会第一部会報告―信頼と活力のある市場の構築に向けて」が公表されている。

「金融審議会金融分科会第一部会報告―信頼と活力のある市場の構築に向けて」で公表されている具体的な規制の内容・項目については、以下の通りである。

図表 7 日本における格付機関規制の枠組み（金融庁報告書・規制案）

	日本 (金融庁金融審議会による報告書・規制案)
対象	●格付け記号ではなく格付機関を規制の対象とする
登録制度	●根拠法として金融商品取引法を想定している ●格付け業への新規参入を阻害しないため登録制を想定している ●一定の要件を満たす場合には登録を受けることが可能である(具体的要件は未定) ●登録申請時には体制整備についての審査を実施し、独立性確保、利益相反防止、格付プロセスの品質管理・公正性確保、法令等遵守等について確認を行う ●拠点設置要件については検討中である ●登録を受けた者を「信用格付業者」として位置づける ●現行の金融商品取引法制等において採用されている「指定格付機関」制度を廃止し、「信用格付業者」の制度に統合する予定である ●「適格格付機関制度」は引き続き維持し、登録を受けた「信用格付業者」であることを適格格付機関の選定要件とすることにより整合性を図る
登録の効果	●一定の格付け付与が可能となる ●未登録者の格付け利用においては説明義務が発生する(未登録者の格付け利用にあたっては、金融商品取引業者が金融商品の契約の締結の勧誘において、当該格付けが公的規制において定める格付けプロセス等の枠組みに則っていないことや、格付手法、前提、データ、格付の限界等について、具体的に説明しなければならない)
違反時の措置	●業務改善命令、規則違反時の公示、重大な法令違反時におけるより強力な措置を検討中である

出所) 金融庁 「金融審議会金融分科会第一部会報告―信頼と活力のある市場の構築に向けて」より NRI 作成

その後、金融商品取引法の枠組みの中で格付機関の登録制を導入するため、法律改正のための作業が進められ、2009年3月6日に格付機関規制が盛り込まれた金融商品取引法改正案が閣議決定された。導入される具体的な規制項目に関しては、以下の通りとなっている。

図表 8 金融商品取引法改正案における格付機関規制の内容

	金融商品取引法等の一部を改正する法律案 における格付機関規制に関する項目
登録制の導入	●体制整備された信用格付業者を登録 ●金融商品取引業者等が無登録業者による格付を利用して勧誘を行うことを制限（無登録である旨、格付の前提・限界等の説明義務）
登録格付機関が負う義務	●誠実義務 ●体制整備義務 ・利益相反防止 ・格付プロセスの公正性確保 等 ●格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止 等 ●情報開示義務 ・格付方針等の作成及び公表 ・説明書類の公衆縦覧 等
監督及び違反時の措置	●登録を受けた信用格付業者に対する報告徴求・立入検査、業務改善命令 等

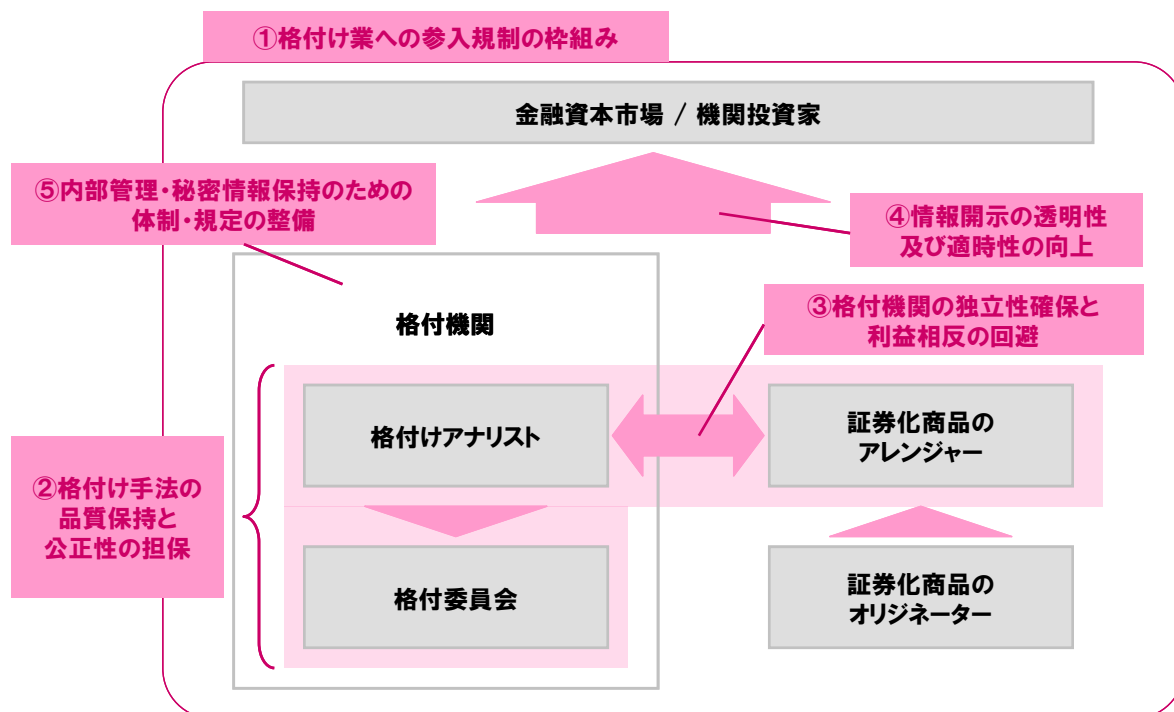
出所) 金融庁 「金融商品取引法等の一部を改正する法律（案）（平成21年3月6日提出）」より NRI 作成

3) 現在論じられている規制の論点と今後の見通し

これまで第1章、第2章にわたり、格付機関への規制に関して議論がされるようになった背景や、各国での議論や取組状況についてみてきた。その中では既に述べてきたように、未だ議論が継続されており結論が出ていない項目や、各国ごとの対応に差が残っている項目などが存在している。本章ではそれらを踏まえたうえで、現状で考えられる格付機関規制における論点と今後の見通しについて整理をしてみたい。

これまでの議論を踏まえると、格付機関規制の論点に関しては大きく分けて5つの点に整理することができる。5つの論点とは、①格付け業に関する参入規制の枠組みの制定(登録要件・制裁措置など)、②格付け手法に関する品質維持と公正性の担保、③格付け対象との関係規制(独立性の確保と利益相反の回避)、④格付け情報開示の透明性及び適時性の向上、⑤内部管理・秘密情報保護のための体制・規定の整備、に挙げられる通りであり、各関係主体との関係性を考慮したうえで整理を行うと「図表9 格付機関に関して現在論じられている規制の論点」にまとめられる通りである。ここでは、以上の5つの論点に沿って、現在議論されている内容やその問題点に関して見ていくこととしたい。

図表9 格付機関に関して現在論じられている規制の論点



出所) 有識者ヒアリング・各種公表資料等より NRI 作成

(1) 格付け業に関する参入規制の枠組みの制定（登録要件・制裁措置など）

エンロン事件も含め過去にも議論されてきたことではあるが、「格付けとはあくまでも有価証券に対する1つの意見の表明に過ぎない」とされており、格付け内容に対する規制は「表現の自由」を守る観点からも問題があると言われている。この議論は主に格付機関の側から主張されるものであり、確かに「表現の自由」への配慮は非常に重要なことであると考えられる。ただし一方で、1つの意見表明に過ぎない格付けが、資本市場や金融機関・投資家等に与える影響が実質的に大きいものとなっている現状を鑑みるに、何らかの対応策が必要なことも事実である。ただし、その対応策については、単純に登録制度や情報開示・内部管理などについて規制をかけるのではなく、金融市場全体をどのように育成・発展させていくのかというより中長期的なビジョンを持って議論していくことが必要と考えられる。そしてそのビジョンの中で、金融市場における重要なインフラとしての格付機関の役割及び規制について検討がなされるべきである。

だが、現状の格付機関への規制に関する議論については、2008年夏以降の金融危機に対する緊急対応が求められていることもあり、まずは規制を実施するというスタンスで議論が進んでいるようである。以前から格付け業への規制に関する枠組みについては大きく分けて、①国際機関や業界団体が自主的に作成したガイドラインの下に自律的に規制を行うという「自律型規制」と、②国の監督当局が規制を策定し、登録された格付機関に対しては定期報告や立ち入り検査などを実施する「監督型規制」の2つが議論されてきた。2007年夏のサブプライムローン問題以降においては、2つのタイプの規制についてそれぞれバランスをとって検討がなされていたが、2008年夏の金融危機以降はより強制力を伴う「監督型規制」の方に重点が置かれるようになってきているようである。

ここで「監督型規制」と一口に言っても、具体的な中身について各国の間で温度差があることも議論の論点となっている。つまり、どこまで監督当局が規制に関して深く入り込むか、ということである。例えばアメリカとEUの間でも規制の度合いに関して乖離が見られているようであり、規制においてアメリカは個別論点への対応を重視、EUは格付機関へのガバナンス全体を強化していると言われている⁴¹。その背景として、アメリカは既に2007年の段階で格付機関への規制の枠組みが整備されていたのに対して、EUは2008年夏の金融危機時には格付機関規制は整備されておらず、危機以降に規制の枠組みについて包括的に検討を始めているため、それらの事情が影響していると考えられる。また個別の規制項目についても、EUのEC(European Commission)規制案においては、EU域内における子会社設置義務や規制違反時に業務停止命令を下せるなど、登録要件や罰則などの規定においてより強力な内容になっている。

また、より強力な「監督型規制」が導入される結果として、逆に規制導入の目的が達成さ

⁴¹小立敬,「日米欧の新たな格付け機関規制の方向性」(資本市場クォーターリー2009年冬号), 野村資本市場研究所

れなくなってしまうという問題点も論点として議論されている。つまり、元々格付け業に対する参入規制を緩和し、競争を促進することにより格付け業の品質・サービス向上を目指すということが規制導入の大原則であったにも関わらず、過度な「監督型規制」を課すことにより定期的な情報開示や監督当局へのレポーティング、及び内部管理体制の整備などへの対応コストが嵩んでしまう可能性が高い。そうすると、中堅規模以下の格付機関に関しては対応コストの負担が重く押し掛かり経営を圧迫し、競争促進効果が見込まれてなくなってしまうのである。更に規制導入により増加した対応コストを最終的に誰が負担するのかという議論も残されている。つまり一時的に増加した対応コストを格付機関が負担するとしても、最終的にはその負担分は手数料の増加という形で発行者(格付けの発行依頼者)に転嫁される可能性が高いため、発行者の負担の増加にもつながるのである。これは、元々格付けは発行者と投資家の間の情報の非対称性を解消することにより、有価証券の発行コストを低減しようとする試みであるにもかかわらず、規制導入により格付けがコスト増要因となってしまう可能性もあるのである。これらの論点に関しては、参入規制の導入及び導入後の個別具体的な規制検討の際においても、引き続き検討することが必要と考えられる。

(2) 格付け手法に関する品質維持と公正性の担保

格付けの品質を向上させるために、格付け内容そのものについてではなく、格付け手法・プロセスに関する規制が検討されている。具体的には、格付けプロセスごとに利用している格付け手法や利用している原資産のデータに関して一定以上の情報公開が検討されている。

また、格付けプロセスそのものに関する規制についても議論がされている。現状での証券化商品に関する標準的な格付けプロセスは、格付けアナリストとアレンジャーが証券化商品の原資産の情報や商品設計等に関して密にコミュニケーションを取りながら商品の分析が実施されている。そして格付けアナリストが付与した格付けが格付委員会に提出され、そこで審議及び承認がなされる。規制の議論において論点となっている部分は、前者の格付けアナリストとアレンジャーのやり取りの箇所である。複雑な証券化商品の場合は、原資産や商品設計の特徴等について、格付けアナリストとアレンジャーの間でコミュニケーションを密にとる必要性があり、コミュニケーションそのものを否定するものではない。だが、その中で高い格付けを付与するためのコンサルティングが実施される可能性が残るという点については問題視されており、格付業務におけるコンサルティングの禁止(若しくは格付業務とコンサルティング業務の分離)がルール化される必要がある。また、そのようなルールが格付プロセスの中で厳格に運用されていることを常にモニタリングすることも併せて必要となってくるであろう。一部の先進的な格付機関においては、既に格付け手法や徹底的なルール運用について自主的に内部チェックを実施しているようであるが、規制としてどこまで強制

的に対応を求めるかについては今後の論点となってくるであろう。

最後に現状では各国間で国際的なコンセンサスは得られてはいないものの、格付けの品質に重大な影響を与える要素として、アレンジャー（格付け利用者側）から提供されている原資産に関する情報の質の問題が挙げられる。この問題点については社債との比較で考えるとわかりやすい。つまり、社債への格付け付与においては、監査法人などの第3者機関によりチェックを受けた財務データの利用が格付け付与の前提となっている。一方で証券化商品に関しては、原資産となる住宅ローンや貸出債権等の元データについて、第3者機関によるチェックを経していないため、その質について必ずしも万全であるとは言えないのである。ただし、この元データの質的チェックに関しては、各格付機関にその義務を課してしまうとその負担は非常に大きくなってしまうと考えられるため、今後の更なる議論が必要と考えられる⁴²。

（3）格付け対象との関係規制（独立性の確保と利益相反の回避）

格付機関と格付け対象との関係性については、2008年の金融危機以降、格付機関が抱えている問題点の中でも特に重要なものとして各国で議論されている。ただし関係性を検討する上での前提としては、あくまでもIssuer Pay Modelをベースとしているようである⁴³。Issuer Pay Modelをベースとして考える以上、格付け業には必然的に利益相反の可能性を内包することとなる。であるので、この利益相反を無くそうとするのではなく、如何に発生を防止していくかということが規制における主要な論点となってくる。

具体的な対応策としては、格付けアナリストが当該格付け業務に関する報酬をアレンジャーと直接交渉しないような体制にするという方法や、格付けアナリストと営業担当の評価・報酬体系を明確に分離する方法が議論されている。そのような内部的な対応策に加えて、格付機関全体としては、一定量以上の手数料収入を得ている大口顧客に関する情報開示や、格付機関全体の収益に占める特定顧客の収益シェアの制限などの導入も検討されている。個別の論点として、EUでは格付けアナリストのローテーション制度導入が議論されているようではあるが、格付けの品質維持や格付けアナリストの専門性育成の観点からも慎重な議論が求められるであろう。

⁴² 情報の質に関する問題を回避するために、格付けに利用するデータについては原則公開情報のみを使用するように規制すべきとの意見も一部に見受けられるが、コンセンサスは得られていないようである（大手格付け機関・有識者ヒアリングより）。

⁴³ Issuer Pay Modelについては脚注7を参照。その他の代替的なモデルとしては、格付けを利用する投資家が格付け手数料を支払う「Investor Pay Model」、国が一括して格付け機関に支払う「Government Pay Model」などが考えられる。

(4) 格付け情報開示の透明性及び適時性の向上

格付けへの信頼を回復し、かつ格付けの品質を維持・向上させるためには、格付機関からの情報開示を促進させるということが1つの対応策として議論されている。情報開示の促進においては、格付機関が過去の格付け付与実績やデフォルト率の実績、格付けにおける前提条件などを可能な限り適宜公表していくという対応策が議論されており、それらに関しては関係者間である程度のコンセンサスは得られていると考えられる。ここでは、未だある程度のコンセンサスが得られず、引き続き関係者間での議論が必要とされる問題点について見てみたい。

まず、情報開示の促進において議論されている論点の1つに、格付けに利用した情報をもの程度まで一般に開示するかという点が挙げられる。確かに格付けの品質を維持する上で情報開示は重要な役割を果たすと考えられるが、一方で格付けに利用する情報は非常に守秘性の高い情報であることも事実である。例えば、証券化商品の原資産となる住宅ローンや貸出債権などに関する情報は、いわば金融機関にとって重要な営業情報であり、それらを公開することには強い抵抗があると想定される。であるので、格付けに利用した情報の開示においては、開示する情報の対象範囲を慎重に議論し明確化することが重要となってくる。加えて、各国の格付機関規制において情報公開の対象範囲を可能な限り統一することも必要である。なぜなら、情報公開の対象範囲が各国間で統一されていない場合、より情報公開規制が緩い国へと格付機関及び証券化商品の発行体が逃避する可能性が出てくるからである。そのような規制の格差による歪みを生じさせないためにも、各国間での調整が重要となってくる。

情報開示の促進における2つ目の論点として、情報開示の具体的な方法、つまり証券化商品やストラクチャード商品などに関する格付け記号付与の在り方が挙げられる。証券化商品への格付け記号付与については、監督当局側と格付機関・投資家側との間で意見の齟齬が見られるようであり、更なる議論が必要であると考えられる。具体的には、監督当局側は証券化商品やストラクチャード商品について、伝統的な債券とは異なる格付記号を使用し、リスクの性質が異なることを強調することにより投資家保護を強化しようとしている。一方で、格付機関及び格付けを利用する投資家側から見ると、投資対象ごとに格付け記号が異なってしまうと対象ごとの比較検討を行うことが難しくなってしまう。そして、ひいては自身の投資ポートフォリオ全体のリスク管理も煩雑化してしまう可能性があるのである。監督当局側及び格付機関・投資家側からの主張にはそれぞれ根拠があるものの、格付けを利用する投資家にとって格付けがより有用なものになるように引き続き検討が必要である。

情報開示の促進における最後の論点として、単純に情報開示を進めるだけでなく、開示された情報を投資家が適切に理解し利用できるようにするための啓蒙活動が挙げられる。これは監督当局による直接的な規制項目となる可能性は低いかもしれないが、非常に重要な点であると考えられる。例えば、2008年夏の金融危機の際にも、投資家の意思決定にお

いて過度に格付けに依存し過ぎている点が問題視された。これは、より正確には過度に「格付記号」に依存し過ぎていたといえる。この事態に対して、格付機関側からは「元来、格付記号は、信用リスクに対する意見を表明したものに過ぎず、それ以外の様々なリスクに関しては定性コメントで補完している。であるので、それらを総合的に考慮したうえで、投資の意思決定を行うべきである」という主張がなされていた。しかし、実態としては投資家の中ではそのような運用がなされていないこともあったようであり、情報開示の促進だけでなく、開示した情報を適切に投資家に利用してもらうための啓蒙活動が必要とされてくると考えられる。

(5) 内部管理・秘密情報保護のための体制・規定の整備

内部管理体制及び秘密情報保護のための体制・規定の整備については、当たり前のことを当たり前に実施することが必要となってくる。近年、特に金融機関においてはコンプライアンス対応の厳格化が重点課題として取り組まれてきており、格付機関においても格付機関規制が整備された後に、それらに重点的に対応することが求められてくる可能性が高い（もちろん現状でも、金融市場における社会的なインフラとしての位置づけを重視し、自主的に対応している格付機関も存在する）。具体的には、内部監査委員会、チーフコンプライアンスオフィサー等を設置し法令順守体制を強化したり、また、格付けを実施するために顧客から預かっている情報に関しても他の用途に利用されないよう厳格なファイアウォールを設けたりすることが考えられる。また、IOSCO や各国の監督当局が発表する追加的な規制に関しても適宜対応できるように、十分な人員と専門家を確保し体制整備を行っておくことが必要である。

6. 金融振興策

1) 金融振興策の全体像

2006 年に金融庁から公表された「アジアの金融資本市場と我が国市場の発展に関する共同研究」の論点整理資料において指摘されているように、「アジアの金融資本市場が発展することは、①我が国を含むアジアの個人投資家や事業会社等にとっての金融サービスの選択肢の増加や利便性の向上につながるとともに、②直接・間接金融のバランスが取れた形での域内の資金調達機能の強化を通じ、アジアにおける域内分業の深化や市場の発展を金融面でサポートすることにつながり、アジア経済全体の安定的な成長に寄与する」ものである。従って、本章では、事業会社を直接間接に支援する金融サービスの振興策としてどのような政策がありうるのかを検討する。

(1) アジア各国の金融振興策

金融振興策については、公共部門・民間部門を通じて各種調査検討が行われているが、共通して認識されているのは、これまでの伝統的な金融センター(ロンドン、NY 等)が経済活動量に応じて自然発生的に育成されてきたのに対し、今後は戦略的に金融センターを育成し、集積された金融活動が国内を中心とした産業の発展を助けるモデルが中心になるということである。このような狙いに基づき、諸外国はさまざまな金融振興策を採っているが、とりわけアジア各国では政策的な振興策が顕著に見られる。

①香港(中国)

歴史的には株式市場に強みがあった。地場富裕層へのファミリーマネー運用や株式市場の規模、シンジケートローン実績が強みであるが、中国本土経済の成長を受けて、国際金融市場として拡大している。「香港基本法」においても、「国際金融センターの地位を維持する」と明記されており、他の金融センターとの一層の差別化を図っている。

a) 背景と強み

英国統治時代の遺産として、各種インフラ、よく整備された法律制度や会計制度、英語が堪能な人材が挙げられる。

外資(特に華僑資金など)の中国への流入と、後背地である中国(特に華南地域)企業の資金調達ニーズの結節点となりえた。

アジア通貨危機ではドルペッグ制を維持するため大きな代償を支払っており、通貨・金融制度をどうするかが課題とされてきた。

b) 主な金融振興策

- 居住者・非居住者を問わず金融所得(株式取引のキャピタルゲイン、配当)が非課税。

- 香港への投資促進のため、相続税が廃止。(2006 年 2 月)
- 投資家補償基金による 1 人当たり 15 万香港ドルまで補償。
- 法人税は 16.5% (2008 年 4 月、それまでの 17.5% から引き下げ) で、最も税率の低い国の一つ。
- 課税対象となるのは国内取引から得た所得だけで、海外で発生したオフショア所得は、原則非課税。
- 外国為替管理や資本取引規制が存在しない。
- 英語と北京語の習熟 (特に学校レベルでの会話力向上) に注力。学校での IT 教育にも力を入れている。
- 香港国際空港は、1998 年に開港 (24 時間運用)。
- 金融センターでは、ほぼ全ての業務 (取引含め) で英語に対応。
- それまで 10 あった証券関連法令が「証券先物条例」に統合整理された。
- 原則、国際会計基準に対応している (一部 (新興企業など) は国内基準で対応)。
-

②クアラルンプール (マレーシア)

2008 年末時点で、世界最大のイスラム債券市場である。戦略的にイスラム金融の窓口としての機能を育成してきたが、オイルマネーの流入などで現在も急拡大中であり、国際イスラム金融センターを目指している。イスラム金融サービス委員会 (IFSB) の本部が設置されている。

a) 背景と強み

マレーシアの人口: 2,690 万人のうち、65% がイスラム教徒であり、マレー人を優遇する「ブミプトラ政策」に不満を持つイスラム教徒等が、巡礼者基金とイスラム金融制度の創設を熱望してきた。バンク・ヌガラ・マレーシアの見積もりによると、2010 年までにこのイスラム金融の分野において 11 万 6000 人の専門家ないしは訓練された労働者が必要とみており、これは有利子銀行の労働者の 31% に相当する。

アジア通貨危機後に資本市場改革を実施し、海外投資家への規制緩和、先物・オプション市場の創設、上場基準の緩和などに取り組んだ。

b) 主な金融振興策

- スクーク (イスラム債) への投資はどの通貨建てで取引しても、キャピタルゲインや配当課税は免除。
- スクーク発行に際して、マレーシアで SPV を設立する際、スクーク発行コストは法人税から免除。また、印紙税も 10 年間免除。
- マレーシア政府が率先してスクークを発行。
- 中央銀行 (BNM) が通常とは違うイスラム金融向けの監督行政を担当。
- イスラム銀行法に基づくイスラム専門銀行だけでなく、「イスラミックウィンド

ー」方式により兼業銀行を認め、ネットワーク拡充を支援。

- 通常の金融とイスラム金融を明確に区別し、規制・監督の法体系や行政側の体制を分けて対応する方針をとっている。
- マレーシア・イスラム国際金融センター（MIFC）では、英語・仏語・アラビア語の3ヶ国語にWEBサイトが対応。国際化を受け、特に英語での対応範囲を拡大している。
- 鉄道のセントラル駅やクアラルンプール国際空港（24時間運用）を整備
- マレーシア人以外のイスラム法学者を招聘し、同時にイスラム法学者の質についてのガイドラインの作成、登録制の導入。
- イスラム金融に関する行政機関窓口を一元化し、イスラム金融向け標準財務諸表を策定し、開示項目を明示している。

③ドバイ（UAE）

ドバイ金融センター（DIFC）内にドバイ国際金融取引所（DIFX）等が設立されている。オイルマネーを目当てに金融機関の進出が相次いでおり、金融ハブに向けて、急成長している。

a）背景と強み

ドバイは、UAE 内で産油地域ではなく、石油に依存しないため、代替産業（金融業や観光業）に着手してきた。王室主導で、企業誘致のためにインフラ整備（世界最大の人工港、物流システムの確立）を実施し、中東のハブとして発展してきた。

07～08 年の原油価格の高騰などを受け、巨大に膨れ上がったオイルマネーがドバイに流入してきている。

b）主な金融振興策

- ドバイ国際金融センター（DIFC）では、所得税、キャピタルゲイン課税、利子課税、不動産税、相続税などが免除。
- 海外投資家（非在住者）が、証券口座の開設・取引を自由にできる。ドバイ証券取引所の上場株式の過半数に投資可能。
- 海外投資家が、ドバイの不動産について購入・転売を自由に出来る。購入者はビザが取得できる特典がある。
- DIFC では、国内法による監督・規制を受けず、金融サービス庁（DFSA）の監督を受ける。
- DIFC では、100%外国資本の金融機関が営業可能であり、海外金融機関の支店設立が容易。
- DIFC では、法人税が免除され、上場企業以外は監査報告の義務がない。（「ライセンスフィー」など独自義務がある）

- ドバイ国際空港（24 時間運用）を拡張。ドバイ・ワールド・セントラル国際空港を建設中。
- 国内交通機関としては、急速に道路網を整備、ドバイメトロを建設中。
- 会計基準は、国際財務報告基準、米国基準の双方に対応している。
- DIFC においては、ほぼ全ての業務（取引含め）で英語が対応している。

（２）金融振興策の全体像

アジア各国の金融振興策を見ると、その内容は以下のように分類できる。

- ①投資家（富裕層）優遇施策・・・資金供給の呼び込み
- ②金融機関優遇施策・・・資金運用主体の呼び込み
 - a. 税制優遇施策
 - b. 認可制度等による優遇施策
 - c. 法制度の運用による優遇
- ③環境・インフラ整備・・・資金供給者・資金運用主体の呼び込み

第二節では、香港と並んで国際的な金融センターとして位置づけられているシンガポールの金融振興策を検討する。

2) シンガポールの金融振興策

シティ・オブ・ロンドンが定期的に調査している The Global Financial Centres Index (GFCI)において、シンガポールはロンドン、ニューヨークに次いで世界第三位の評価を受けている。

順位	都市	スコア
1	ロンドン	781
2	ニューヨーク	768
3	シンガポール	687
4	香港	684
5	チューリッヒ	659
(15)	東京	611

出所) City of London “The Global Financial Centres Index 5”, 2009/03

これは、東京の15位はもちろん、香港を上回り、アジアで最高の評価となっている。

(1) シンガポールの金融行政の体制

シンガポールの金融行政は基本的にシンガポール通貨庁(MAS: Monetary Authority of Singapore)が担っており、中央銀行としての機能と金融監督機能の両面において責任を負っている。その他の経済官庁としては、経済開発庁(Economic Development Board)、国際企業庁(旧貿易開発庁)(International Enterprise Singapore)が存在している。

①MASの位置づけと機能

MASはそのミッションを「To promote sustained non-inflationary economic growth, and a sound and progressive financial centre (インフレを抑制した経済成長と堅牢で進歩的な金融センターであることを維持する)」と定義されている。

このMASの特徴として挙げられるのは、金融政策を金利でコントロールするのではなく、為替レートのコントロールをしている点である。日本や米国など多くの国は金融調整にあたり通常は金利水準の変更により物価や景気をコントロールするのに対し、国内経済規模が小さく輸出が多いシンガポールは外的要因により景気は大きく左右されるため、為替レートを制御する事を大きな役割としている。

MASの目的としては以下の3つが上げられている。

- 1.To conduct monetary policy and issue currency, and to manage the official foreign reserves and the issuance of government securities;
- 2.To supervise the banking, insurance, securities and futures industries, and

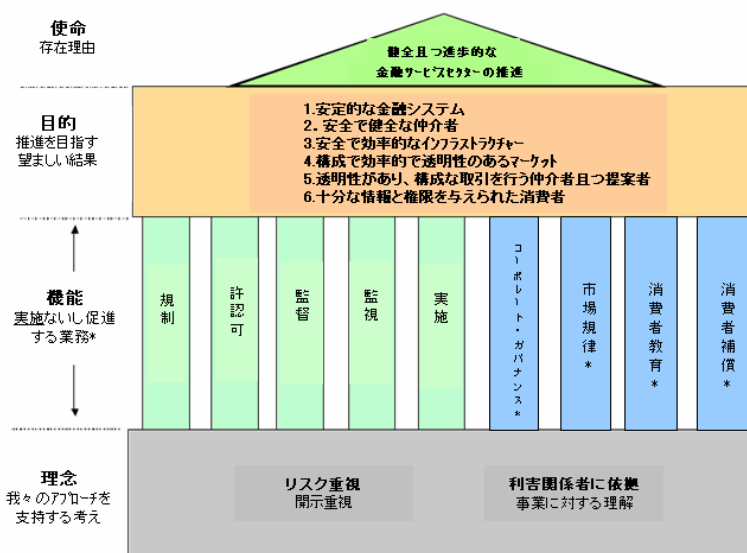
develop strategies in partnership with the private sector to promote Singapore as an international financial centre; and

3.To build a cohesive and integrated organisation of excellence.

- ✧ 金融政策と通貨発行を行い外貨準備高を管理し公債を発行する
- ✧ 銀行、保険、証券、先物取引産業の監督と民間部門との戦略的なパートナーシップ構築によりシンガポールを国際的なファイナンシャルセンターとして促進する
- ✧ 結束があり統合された優れた組織の構築

第二項に掲げられているように、金融行政組織として、単なる監督だけではなく「民間部門との戦略的なパートナーシップ構築」という点が大きくクローズアップされている。この点については、組織運営上も常に意識されており、シンガポールに進出する外資からも高い評価を受けているようである。

図表 MAS の使命、目的、機能、理念



出所) MAS

②シンガポールにとっての金融業

シンガポールは建国時の経済基本原則として次の3項目を挙げている。

- ✧ 外資による製造業の誘致
- ✧ 中継の貿易ハブ(拠点)
- ✧ 金融センター化

この原則に沿う形で、具体的には、①ICや半導体などの資本集約型製造業を誘致、②世界の物流ハブ化、③旧SIMEX(シンガポール国際金融取引所)によるデリバティブなどの金融先物取引の活性化をこの10年以上進めてきている。

(2) シンガポールの金融振興策の概要

①シンガポールの金融振興策

a) 背景と強み

歴史的には為替市場に強みがあり、オフショア市場の比率が大きい。近年は、PB を核とする資産運用業務が盛んでヘッジファンドなどの誘致にも積極的。また外国為替や先物取引も依然として盛んである。

- (香港と同じく) 旧英国領であり、英国の法制度と英語が堪能な人材が用意されている。
- ファンドの主要投資先である中国、インドへの地理的な近さ (言語、時差)。
- 戦後アセアン地域のオフショアセンターとして発展してきたが、他の拠点との競争が激化する中で、資産運用ビジネスに注力。
- 市場の安心感・信頼感 (政治的な安定イメージ、堅固な法制度、銀行のプライバシー保護、法律・会計等専門サービス)。

b) 主要な金融振興策

	主な優遇施策
投資家 優遇施策	■ヘッジファンドの一般投資家向けの販売も解禁 ■小口投資家でも購入できるように元本保証型商品の最低出資額規制を撤廃 ■政情不安地域から富裕層の移住をねらった永久居住権の付与
金融機関 優遇施策	■信託会社の規制運用主体を金融通貨庁 (MAS) とし、信託サービス、PB、資産運用の規制主体を一本化 ■政府資金 (外貨準備の運用を主業務とする政府投資会社、MAS の資金) の民間の運用委託を実施 ■国内のリテール業務「フルバンク (QFB)」、「ホールセールバンク (WB)」の規制 (事業免許の発給制限) を解除し、外国金融機関への市場開放 ■税制優遇措置 (法人税率は一律 18%) ■多国籍企業誘致のための「金融分野インセンティブ制度」「認定金融財務センター制度」等の支援
環境・ インフラ 整備	■インフラ (インテリジェンスビル、高層公共住宅、地下鉄網とバス網、無料高速道路) への積極的な投資。チャンギ国際空港は 1981 年開港 (24 時間運用)。 ■ブティック型ファンド・マネージャーの早期独立を支援する税制優遇措置 ■運用資産人材育成のためアジア初の資産運用専門の大学院 (WMI) を開校 ■会計基準は、国際財務報告基準、米国基準双方に対応。金融センター内のほぼ全ての業務 (取引含め) で英語が対応。 ■信託業の行動基準強化やプライバシー保護については、規制を厳しくしている

②税制上のメリット

a) 法人税率全般

法人税率は18%(08年4月に引き下げ)であり、香港など他のアジア金融センターと比較して著しい優位性が存在するとは言えない(香港は16.5%、マレーシアは完全非課税も)。

しかしながら、金融業に対しては各種インセンティブにより業態に応じて五―一〇%の軽減税率が適用されるため、実質的な税負担は極めて低水準となっている。

また、キャピタルゲインは非課税(キャピタルロスは損金参入できない)であり、資産運用ビジネスにおける税制メリットは大きい。

b) 金融分野インセンティブ制度

シンガポールでは、法人税に対する法制は所得税法 **Income Tax Act** で規定されており、この中に日本における国税通則法、国税徴収法、法人税法、所得税法が含まれている。我が国における施行規則や通達、租税特別措置法等に該当するような詳細な規定は存在せず税務当局と業態の監督官庁の判断に基づいて税務行政が実施されている傾向がある。(93年から「**Interpretation and Practive**」を発表するとともに、近年では Web サイト上で様々なケースを公表するなど、規定の明確化に力を入れている。)

このような実務レベル・運用レベルでの判断による差異が存在するものの、金融業に対しては基本的に以下の税制優遇措置が存在する。

◆ファンドマネジメントに対する優遇措置・・・税率10%に軽減

シンガポール国内へのファンド業務の誘致の観点でファンドマネージャーが以下の業務から得た所得については税率を10年間に亘って10%に軽減している。

- 外国投資家の資金を MAS が認める投資内容で管理する
- 外国投資家に MAS が認める方法で投資顧問業務を行う
- 外国投資家に代わり、投資資金の借入業務を代行し、手数料を得る

◆ブティック型ファンドマネージャーに対する優遇・・・税率10%

- 特定の種類のファンドを取り扱う投資顧問会社に対して、ファンドマネジメントに対する優遇措置と同様の措置を行う

◆外国人投資家に対する優遇・・・免税

- 非居住投資家がシンガポール国内のファンドマネージャーに運用を委託することにより得た所得は一定の条件下で免税とする。

◆海運インセンティブ・・・免税

- 国際水域での運行及びリースにより海運会社が得る所得は10年間非課税。
- 最長30年までの延長申請が可能。
- 船舶投資ビークルに対しても10年間免税

◆国際貿易インセンティブ・・・税率5%もしくは10%

- エネルギー、穀物、建設資材、環境関連製品、一部工業製品、一部消費財、上場先物商品、店頭デリバティブ商品の取引に関わる所得に対しては各監督官庁（経済開発庁、国際企業庁等）の認可により軽減税率が適用される

◆商品デリバティブ取引インセンティブ・・・税率 5%

- MAS 指定業者との間で行われた商品デリバティブ取引及びそれに付随する実物取引による所得、仲介手数料等については 5%の税率を適用

➤

c) 認定金融財務センター制度等

このような金融業に対する優遇措置に加えて、事業会社の金融機能向けに 10% (10 年間)の軽減税率を適用するインセンティブが存在する。

- 関係会社、事業所に対して金融サービスを提供した対価として得た所得に対しては、各監督官庁の認可により 10%の軽減税率が最長 20 年間適用される。

これに加えて、事業会社の HQ 機能向け軽減税率も存在しているため、アジアの地域本社機能をシンガポールに設置する企業も多数存在する。日系金融機関の多数はこれらの事業会社への金融サービス拠点としてシンガポールに進出しているケースが多い。

- 国際統括本部：10%、10 年
- 地域統括本部：15%、5 年

d) 今後の方向性

シンガポール政府による 09 年度予算案では以下の項目が主要な税制方針として挙げられたことから分かるように、今後も金融業に関する税制インセンティブの維持・強化を実現していくものと考えられる。

- ファンドマネジメントインセンティブの強化
- 銀行等のローン減損会計
- 商品デリバティブ取引スキームの延長と強化
- 金融セクターインセンティブの強化
- 船舶関連源泉非課税の拡大と強化

③認可・監督制度

通貨危機後、アジア各国の金融界が不安定になり、金融自由化に消極的になる中、シンガポールは「戦略転換が必要」と改革を次々と発表・実施してきた。97年11月に、リー・シェンロン副首相が、金融改革8大原則を発表。金融セクターにおける政府の役割を、それまでの「管理」から「監督」へ移行し、業界の自主性を高めていくこととした。続いて98年2月には、政府の諮問委員会である、競争力検討委員会が、資金運営の自由化などを提言した、金融システムの抜本的改革案を提示。その内容をうけて、同6月には、リー・シェンロン副首相が金融自由化に向けた5つの政策を発表し、その中で、外国企業の金融業への参入を、5年間で段階的に開放していくことなど、方針を示した。

金融関連の制度変化

年	銀行	証券	保険	ファンドマネージメント	年金(CPF)
1998年	政府の諮問委員会である競争力検討委員会による金融システムの抜本的改革案の提示。				
				政府資金運用の民間委託の増加	
1999年	外国銀行に対して、支店増設などが認められる新ライセンス(Qualified Full Bank (QFB)制度)の創設	シンガポール証券取引所 (SES) とシンガポール国際金融取引所 (SIMEX) の合併と株式会社化	Insurance Intermediaries Act 施行、ブローカーの登録制度などを導入		
		不動産投資信託に関するガイドラインの発表			
2000年		証券売買手数料の自由化			
2001年				ヘッジファンドに関するガイドラインを発表	
2002年	証券・先物法の施行			RETAIL HEDGE FUNDS、RETAIL FUTURES、OPTIONS FUNDSに関するガイドラインを発表	
	ファイナンシャルアドバイザー法の施行				
2003年	証券・先物法、ファイナンシャルアドバイザー法に伴い、1年間の移行期間の後、Securities Industries Act, Futures Trading Act, Insurance Intermediaries Actが廃止				
2003年		証券とデリバティブ業界活性化のための基金を創設。			
2004年		「金融調停調停会社(FIDREC)」を設立	投資型保険商品に関する規制と基準の発表		
2005年		「金融調停調停会社(FIDREC)」を設立			
2007年					CPF積立金からの投資信託の販売手数料の上限設定、CPF認可投資信託の費用割合の上限設定

出所) 各種資料より NRI 作成

98年以降、金融監督方法を、金融機関に一律に規制を課す形から多様なリスクに柔軟に対応するスキームに変更し、金融機関経営に自由度を与え、同時に外資の国内業務への参入を許すことにより競争原理の導入が図られた。これにより国内銀行の強化を実現している。

a)証券業界

MASが与えた証券ライセンスを持つ会社は87 社であり、銀行系・独立系の代表的企業は下記の通り。

◇ 国内銀行系証券会社

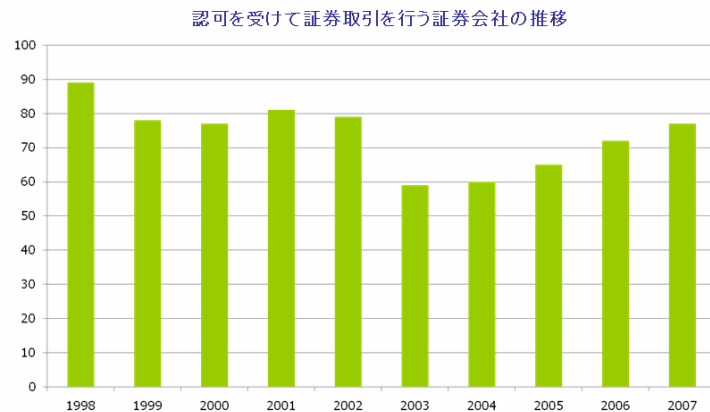
- DBS ヴィッカーズ セキュリティーズ(シンガポール) DBS Vickers Securities (Singapore) Pte Ltd
- UOB ケイヒャン UOB Kay Hian Private Limited
- OCBC セキュリティーズ OCBC Securities Private Limited

◇ 独立系証券会社

- キム・エン セキュリティーズ Kim Eng Securities Pte Ltd
- CIMB-GK セキュリティーズ CIMB-GK Securities Pte. Ltd.
- フィリップ セキュリティーズ Phillip Securities Pte Ltd
- リム&タン セキュリティーズ Lim & Tan Securities Pte Ltd

アジア通貨危機以降の証券会社の進出数は目覚ましいものがあるが、証券会社増加の主要な要因は、金融センターとしてのシンガポールの位置づけが強化されたためであり、従属的な変数であると考えられる。

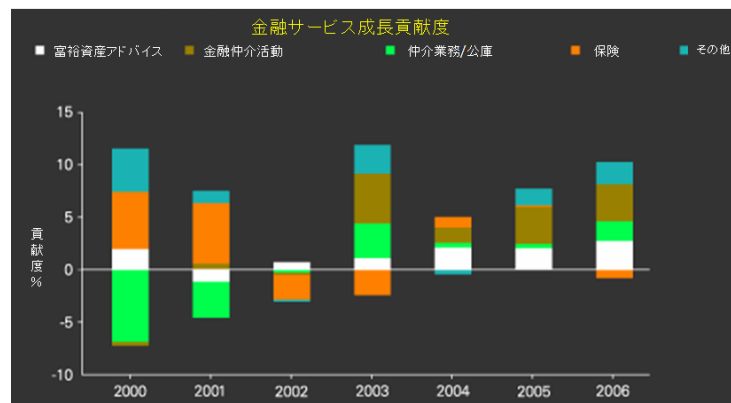
最近2～3年はシンガポールの富裕層を狙ったPBビジネスを展開するために進出してくる事例も多い。



出所) MAS

キャップジェミニ・メルリンチの調査では、100 万米ドル以上の資産を保有する「富裕層 (HNWI)」の数は 2006 年には 66,660 人に達し、前年比で 21%増加した。

シンガポール富裕層の投資可能資産額は 490 万米ドルであり、地域平均の 330 万米ドルおよび世界平均の 390 万米ドルを上回る。



● 法制度：証券先物取引法

- シンガポール取引所とシンガポール国際金融取引所の 1999 年の統合によって必要とされた動きである証券と先物に関する単一の免許体制を提供するために、証券業法および先物取引法の一部を統合することによって 2001 年に証券先物法が制定された。
- 証券先物取引法は、取引の体制と認可、認定取引に関する規制、認定市場運営者に関する規制、清算機関、認定持株会社および資本市場業務ライセンスについて規定している。
- 本法令により、証券会社は MAS（次頁参照）から資本市場業務ライセンスを取得することが求められている。
- 資本市場業務ライセンスによって規制されている業務は以下の通りである。
 - ✧ 証券取引
 - ✧ 先物契約取引
 - ✧ レバレッジ外国為替取引
 - ✧ コーポレートファイナンス（企業金融）に関するアドバイザリー
 - ✧ 資産運用
 - ✧ 証券ファイナンス
 - ✧ 証券保管業務の提供

b) 資産運用

資産運用業の育成施策として、市場規模拡大を目的とした政府資金の民間ファンド・マネージャーへの委託、資産運用業者の多様化に向けた外国の運用会社の誘致、国内ブティック型ファンド・マネージャーの育成、ヘッジファンドの受け入れを行っている。

☆ 認可対象外ファンドの登録制度

- 認可対象外ファンドは海外オフショアファンド向けに整備された制度であり、認可ファンドよりも簡易に設立できる。私募で、顧客の大口投資家が 30 社以下であることなどを要件に、届け出に基づき MAS が承認する。
- 検査は実施しているものの、取り消しは海外での不祥事等の場合のみ
- 01 年に 10 社程度だったが、経済復興期の 04 年には約 70 社、現在は 300 社程度が活動している。

☆ 資産運用会社（ヘッジファンド）の最低資本金規制の引き下げを実施

☆ MAS、シンガポール政府投資公社（GIC）内部留保金の運用委託

☆ 個人が年金の一部を投資信託に投資

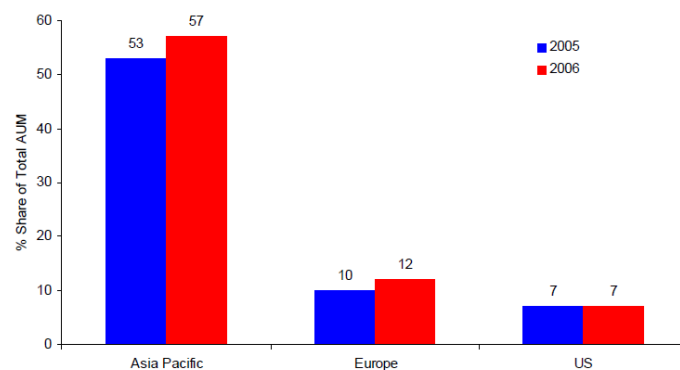
☆ ファンドの人材育成プログラムへの公的助成

シンガポール金融機関の運用資産の 84%はシンガポール国外からのもので、そのうちアジア太平洋地域からの資金が 43%を占める。

投資先も半分以上がアジア地域（日本、中国、インド）であり、アジアの金融拠点として位置づけられている。

アセットマネージャーの AUM（運用資産残高）は、毎年二桁にのぼる成長率（2003 年は 20%以上）を記録。（1997 年から 2006 年までで 7 倍以上の成長。）

シンガポール籍投資信託の投資先地域



④環境・インフラ整備

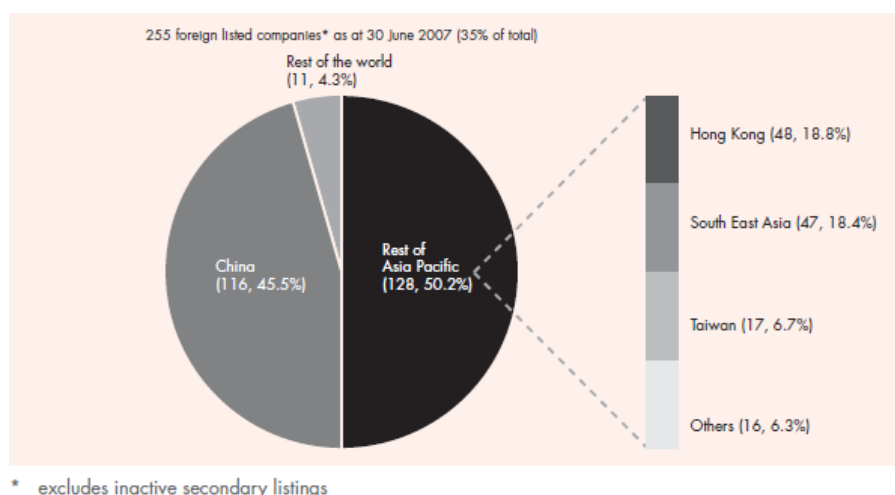
a) 資本市場整備

資本市場の整備については、まず、国債市場の整備から着手し、次いで「シンガポールの非国際化政策」の緩和や、税制優遇措置を講じることによって外国金融機関をプレーヤーとして活用する、等の方策を通じて社債市場の整備が進められた。一方、デリバティブ市場では上場商品の多様化によって、また株式市場については上場商品の多様化に加えて海外取引所との提携によって、利便性の向上が図られた。

- 20年債発行により長期債券市場を育成（長期金利の指標となり大型インフラ開発向けのプロジェクト債など長期債券市場の育成）
- 証券取引所の統合
- ファンドの上場の積極的支援

SGX の年間 IPO 件数は 2007 年に 46 件、うち 70%が外国からの上場であり、外国上場の 45%を中国企業が占め、他に香港・東南アジア・台湾からの上場も多い。

上場企業(722社)のうち外国企業(255社)の出身国内訳



b) 金融行政の運用

法制度の運用面では、以下の点が金融機関から高く評価されている。

- ファンド設立／金融機関進出に対するアドバイス（MAS）
 - ✧ ファンド設立にあたっては、MAS の専門部署が各種アドバイス業務を行っており、優遇措置や公的助成（人材育成など）を極力享受できるように専任担当者がついて指導している。
 - ✧ 他の官庁との連携が必要な場合も担当部署、担当者を明示し、事前の連絡を入れている。
- 認可までの期間
 - ✧ 金融業の認可、登録に要する期間は最短で3日程度。通常は事前の調整も含めて1ヶ月以内に可能となっている。

c) インフラ

- 環境面で最大の要因として複数の金融機関で挙げられたのは、「人材確保のしやすさ」。
- 金融に関する人材（ハイ・インテリジェンスな人材）で英語対応可能なアジア拠点としては香港かシンガポールしか考えられない。
- シンガポールではオフィス設立時の人材募集も速やかであり、特にファンドにとってのメリットは大きい。
- FM にとってもシンガポールであれば居住メリットも大きく、欧米に準ずる環境なため、欧米・日本からの人材収集も可能である。
 - ✧ 船舶、環境などシンガポールが国策として人材育成している分野のファンドであればより一層人材調達がしやすい（シンガポール国立大学では海運学科でそれ向けの教育を行っている）
- 日系の金融機関は顧客との関係が最大の要因である。
- その他の要因としては、アジア投資先地域、投資家との時差を考慮した場合、ベストなポジションにあること。
- 日本との決定的な違いは税制及び人材。
- 香港との差別化は明確ではないが、中国だけでなくアジア全域を考えればシンガポールの方が有利である。（政治リスクも加味）

IV. 終わりに

2008 年 9 月のリーマンブラザーズの経営破たん以降、経済のスローダウンが顕著になり、未曾有の金融危機が発生した。その原因は、それ以前の好景気を牽引した欧米先進国の金融業に対する規制緩和が行き過ぎたものになったことにあると言われている。確かに、欧米の金融機関においては、投資銀行業務や金融工学を活用した金融商品等を中心に、過度にリスクを取引が行われてきたことは否めないようである。

このような考え方の広まりとともに、2008 年 11 月には G20、金融サミットが開催され、一般の金融危機の原因を分析するとともに、各金融プレーヤーに対する規制を強化する方針が打ち出されている。

現在のような金融危機の原因を考慮する場合、規制強化は、金融システムの安定性・健全性を維持するために必要なものであろう。しかしながら、産業・企業をはじめとする金融の利用者に対する付加価値の提供をあわせて検討すべきであろう。金融安定化の名目により、過度の規制が講じられることになり、金融の利用者に対する円滑な資金供給を妨げることにつながる事態は望ましいことではない。例えば、銀行に対するリスク評価の算定方法の厳格化は、リスク・アセットを増加させるため、自己資本を増加できない場合は、貸し渋りを引き起こすことが予想される。

上記を考慮すると、金融システムの安定性・健全性の構築・維持と金融の利用者へのサービスレベルの維持における調和がとれた水準での厳格さで金融規制が実行されることが望まれるところであろう。

本調査研究の成果が、バランスがとれた金融規制の枠組みの構築の一助になれば幸いである。