

### 欧州アセットマネジメント会社に対する自己資本規制

2001年2月、欧州における現行の自己資本規制の見直しを企図し、「銀行等貸付金融機関及び投資サービス会社に対する自己資本規制に関する第二次協議案」が欧州委員会により発表された。同協議案は、投資顧問業者のオペレーショナル・リスクに対して自己資本規制を課すことを提示しており、投資顧問業者に自己資本規制を課していない我が国や米国の法体系からすると、特異なものとなっている。

本稿では、アセットマネジメント会社に対する自己資本規制に視座を据え、欧州における現行の自己資本規制及び欧州委員会の提案する新しい自己資本規制を概観した上で、その争点に関する欧州委員会及びアセットマネジメント業界の見解を紹介する。

#### 1. 欧州における現行の自己資本規制

現在、欧州における金融機関に対する自己資本規制は、EU（欧州連合）の「支払能力比率指令」<sup>1</sup>及び「適正資本金指令（Capital Adequacy Directive、以下CAD）」<sup>2</sup>によっている。

「支払能力比率指令」は、銀行等貸付金融機関の信用リスクに対して自己資本規制を課す指令<sup>3</sup>であり、1989年12月に採択されている。

CADは、欧州域内の銀行等貸付金融機関及び投資サービス会社（下記参照）のマーケット・リスクに対して自己資本規制を課す指令であり、1993年6月に採択されている。

CADにおいて、1）投資サービス会社は、2）自己資本について、3）マーケット・リスク・ベースの自己資本規制、若しくは、4）固定間接費ベースの自己資本規制のいずれか大なる方を満たしていなければならないとされている。

欧州の投資顧問業者は、投資サービス会社としてCADの適用を受ける。しかし、投資顧問業者は、自己ポジションで投資をすることが原則としてないため、専ら、4）固定間接費ベースの自己資本規制が適用されている。

<sup>1</sup> Council Directive 89/647/EEC of December 1989 on a solvency ratio for credit institutions

<sup>2</sup> Council Directive 93/6/EEC of 15 March 1993 on the capital adequacy of investment firms and credit institutions

<sup>3</sup> EUにおける立法の形式。各加盟国は18ヶ月以内に指令の内容を国内法化しなければならない。

## 1) 投資サービス会社

CAD では、投資サービス会社の定義に関して、「投資サービス指令」<sup>4</sup>における投資サービス会社の定義を準用している。「投資サービス指令」において、投資サービス会社とは、第三者への専門的な投資サービスの提供を目的とする法人と定義され、具体的には、ブローカー、ディーラー、アンダーライター、投資顧問業者<sup>5</sup>を指すとされる。

このように、現行の自己資本規制において、投資顧問業者は、単独で規制されているのではなく、いわゆる証券業者に対する規制の一環として扱われている。

## 2) 自己資本

CAD では、自己資本の定義に関して、「自己資本の定義に関する指令」<sup>6</sup>における自己資本の定義を準用している。「自己資本の定義に関する指令」において、自己資本は、資本金、準備金、再評価準備金、一般銀行リスク引当金などからなると定義されている。

## 3) マーケット・リスク・ベースの自己資本規制

CAD において、マーケット・リスクは、ポジション・リスク、カウンター・パーティー・リスク、決済リスク、外国為替リスクに区分され、各リスク毎に算出された額の合計が必要自己資本額とされている。

## 4) 固定間接費ベースの自己資本規制

CAD において、投資サービス会社は、前年の固定間接費の 1/4 に相当する自己資本を保有していなければならないとされる。但し、欧州各国の監督当局は、投資サービス会社の業務に重要な変化が生じた場合、当該規制に調整を加えることができる。

なお、投資サービス会社が業務を開始してから 1 年が経過していない場合は、当該投資サービス会社の事業計画において予測された固定間接費の 1/4 に相当する自己資本を保有していなければならないとされる。但し、監督当局は当該事業計画に変更を求めることができ、その場合は例外とされる。

---

<sup>4</sup> Council Directive 93/22/EEC of 10 May 1993 on investment services in the securities field

<sup>5</sup> 投資サービス指令において、投資顧問業者は、「個別のマンデートに基づいてポートフォリオを裁量的に運用するサービス」を提供する業者と定義されている。

<sup>6</sup> Council Directive 89/299/EEC of 17 April 1989 on the own funds of credit institutions

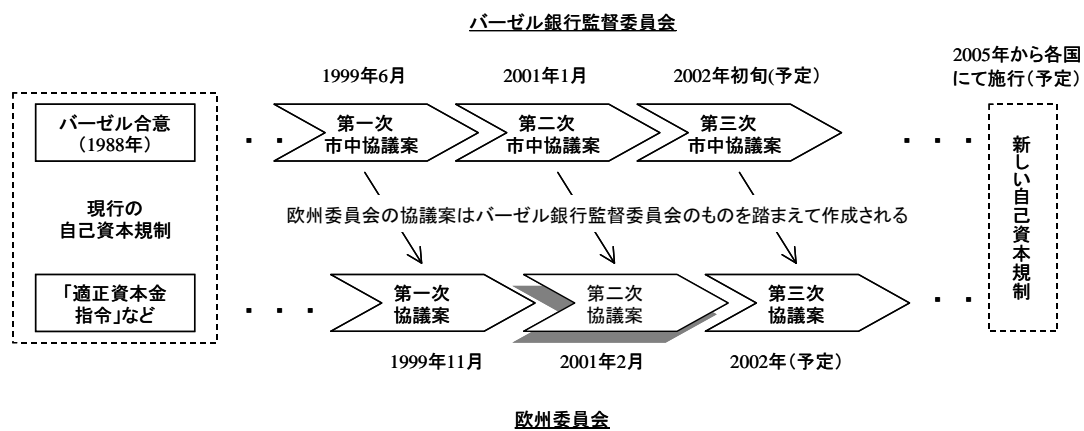
## 2. 投資サービス会社に対する自己資本規制に関する欧州委員会の協議案

### 1) 「第二次協議案」の背景

バーゼル銀行監督委員会による第二次市中協議案「自己資本に関する新バーゼル合意(以下「新バーゼル合意」)」<sup>7</sup>が2001年1月16日に発表されたことを受け、2001年2月5日に「銀行等貸付金融機関及び投資サービス会社に対する自己資本規制に関する第二次協議案(以下「第二次協議案」)」<sup>8</sup>が欧州委員会によって発表された。

「第二次協議案」は、必要自己資本額の算出法について、「新バーゼル合意」と内容を同じくしている。しかし、その適用対象については、「新バーゼル合意」と異なっている。即ち、①対象となる地域について、「新バーゼル合意」は世界全体を対象としているのに対し、「第二次協議案」は欧州域内を対象としており、②対象となる業種について、「新バーゼル合意」は海外業務を展開する銀行を対象としているのに対し、「第二次協議案」は銀行等貸付金融機関及び投資サービス会社を対象としている。

図1 バーゼル銀行監督委員会及び欧州委員会による新しい自己資本規制の策定に関わる動き



(出所) 野村総合研究所作成

### 2) 「第二次協議案」におけるアセットマネジメントの扱い

投資顧問業者については、CAD 同様、証券業者に対する自己資本規制の一環で扱われている。それに加えて、「第二次協議案」では、必要自己資本額の算出においてミューチュ

<sup>7</sup> The New Basel Capital Accord 詳細については、漆畑春彦「BIS 規制改正案・第2次市中協議案の概要について」『資本市場クォーターリー』2001年春号参照。

<sup>8</sup> Commission Services' Second Consultative Document on Review of Regulatory Capital for Credit Institutions and Investment Firms

アルファンドやユニットトラストに係る業務も含まれるとされているため、投資顧問業者の投信運用部門や銀行の投信運用子会社など、アセットマネジメント業務／会社全般が適用対象となる。但し、投資顧問業務を行わない独立系の投信運用会社は対象に含まれない。

### 3) 「第二次協議案」におけるオペレーショナル・リスク・ベースの自己資本規制

「新バーゼル合意」では、銀行の事務処理におけるミス、契約の不備、詐欺行為、システム上のトラブルといったオペレーショナル・リスクが定義され、これを必要自己資本の算定に含めることが示された。これを受けて「第二次協議案」では、投資サービス会社についても、オペレーショナル・リスクに係る自己資本規制を導入することが提案された。

現行制度の下、欧州の投資顧問業者は、前述の固定間接費ベースの自己資本規制を適用されているが、オペレーショナル・リスクに係る自己資本規制が導入された場合、固定間接費ベースの自己資本規制がどのように扱われるのかは未だ明らかでない。この点に関して、欧州委員会は、リスク・ベースの自己資本規制の導入によって固定間接費ベースの自己資本規制の重要性は低下するとし、固定間接費ベースの自己資本規制の役割について見直すことを検討するとしている。

#### (1) オペレーショナル・リスクの定義

「第二次協議案」において、オペレーショナル・リスクとは、「内部のプロセス、人員、システムが不適切ないし機能しないこと、または外部の出来事から生じる直接的若しくは間接的な損失に係るリスク」である、と定義されている。

オペレーショナル・リスクの典型的なものとして、コンピューター・システムの故障やバックオフィスにおける作業ミスなどがある<sup>9</sup>。「第二次協議案」は、そのような典型的なオペレーショナル・リスクに加えて、書類の不備等により契約を履行できないリスク、不公正な販売方法によって顧客に訴えられるリスクといった法的リスクも含まれるとしている。一方、ビジネス戦略リスクや風評リスクは、必要自己資本額の算出において数値化が困難であるため、含まれないとした。

---

<sup>9</sup> A Review of Regulatory Capital Requirements for EU Credit Institutions and Investment Firms (第一次協議案)より。

表1 アセットマネジメント会社のオペレーショナル・リスクの例

①顧客ガイドラインからの逸脱	顧客との契約におけるガイドラインから逸脱すること。最も頻度が高い。
②デューリングにおけるミス	ブローカーへの発注に際してのミスなど。一般的に過失により生じる。
③ユニットトラスト等の価格付けのミス	ユニットトラストやミューチュアルファンドの価格を計算する際に生じる。
④他社マンドートの獲得に伴うリスク	他のアセットマネジメント会社のマンドートを獲得した場合、前の担当者が適切に記録を管理していないことなどにより生じる。
⑤詐欺行為のリスク	職員の不誠実な行為により生じる。
⑥元本保証の失敗	特定の商品について、保証されたリターンを顧客に提供できないこと。
⑦コンピューター・システムの問題	コンピューター・システムの故障や停止。
⑧資産のリコンシリエーションの失敗	アセットマネジメント会社の記録とカストディアンの記録との照合における失敗。
⑨最良執行の失敗	顧客の注文を最良の価格で執行できないこと。
⑩カウンターパーティーの債務不履行	ブローカーなど、取引相手が支払不能に陥ること。
⑪決済上の問題	支払いを済ませたにも関わらず、ブローカーから証券の引き渡しがない場合など。
⑫収入機会を逸するリスク	保有している株式の発行会社が別の会社を買収されるとき、被買収会社の株式を買収会社の株式に転換する手続きを踏まないことによって生じるリスクなど。
⑬ストック・レンディングの失敗	株式の借方が返済できず、担保も十分でない場合。

(注) 1.欧州アセットマネジメント会社 39社に対するアンケート調査(1999年)に基づく。

2.丸数字は頻度の順番。①が最も頻度が高く、⑬が最も低い。

(出所) Oxford Economic Research Associates Ltd., *Risks and Regulation in European Asset Management: Is There a Role for Capital Requirements?*より野村総合研究所作成

## (2) オペレーショナル・リスクに係る必要自己資本額の算出法

「第二次協議案」では、オペレーショナル・リスクに係る必要自己資本額の算出法として、①ビジネスライン毎に定めた指標から算出する「標準的アプローチ (standardized

approach)」、②内部損失データを用いて算出する「内部計測アプローチ (internal measurement approach)」、③粗利益から算出する「基礎的指標アプローチ (basic indicator approach)」が提示されている。それぞれの内容に関しては、「新バーゼル合意」を準用している。

なお、「新バーゼル合意」、「第二次協議案」の何れにおいても、具体的な係数・数式については未定とされている。「第二次協議案」では、オペレーショナル・リスクに係る必要自己資本額の算出に用いられる具体的な係数・数式について、後に EU 加盟諸国によって調査・報告されると記されている。

### 3. 欧州委員会の提案をめぐる議論

欧州委員会による「第二次協議案」では、欧州における金融機関に対する新しい自己資本規制の一環として、投資顧問業者のオペレーショナル・リスクに対して自己資本規制を課すことが提示されている。この点に関して、欧州委員会と欧州アセットマネジメント業界の間で見解の相違が生じている。

#### 1) 欧州委員会の見解

欧州委員会は「第二次協議案」において、同一のビジネスには同一の規制を適用するとした上で、投資サービス会社は、同様の活動を行う銀行等と同一の条件の下、オペレーショナル・リスクに係る自己資本規制の適用を受けるとしている。即ち、平等な競争機会を確保するという観点から、投資サービス会社にも、直接の競争関係にある銀行等貸付金融機関と同等の自己資本規制の網を被せようという考えである。

#### 2) アセットマネジメント業界による批判

上記のような欧州委員会の見解に対し、欧州アセットマネジメント業界では批判的な見方が大勢を占めている。

欧州におけるアセットマネジメント業界団体である欧州アセットマネジメント協会 (European Asset Management Association) は、2001年2月に、欧州委員会に宛てたレターにおいて、以下の(1)～(8)の主張を展開している。

##### (1) アセットマネジメントに自己資本規制を課すことの適否

一般的に、銀行に対する自己資本規制は、システミック・リスクの削減と投資家保護を目的とする。

しかし、アセットマネジメント会社は、一般的に、自己勘定で取引を行うことがなく、

顧客に元本保証を提供することも原則としてないため、金融システムに与える影響は軽微である。

投資家保護に関しても、下記（3）にあるように、ほとんどの場合、アセットマネジメント会社のオペレーショナル・リスクの規模は小さい。また、①顧客資産はカストディアンに預けられるなど、アセットマネジメント会社の資産とは別に管理されており、②アセットマネジメント会社は一般的にパフォーマンスに関して保証を提供することがなく、保証のある場合でもリスク・ヘッジがなされているため、自己資本の積立による投資家保護の構図は成り立たない。

## （2）銀行業とアセットマネジメントの違い

欧州委員会の「第二次協議案」は、欧州におけるアセットマネジメントが銀行業の一部門であり、故に、オペレーショナル・リスクに関してアセットマネジメントと銀行業の共通点が多いという誤った認識に立っている。銀行の子会社でないアセットマネジメント会社も多く（表2）、銀行の子会社であっても、多くは親銀行から独立して運営されている。その場合、資本に対する収益率に関してもグループ全体ではなく、アセットマネジメント会社単体で一定水準を満たすことが要求される。

表2 アセットマネジメント会社の保有主体

	会社数	保有主体 (%)			
		銀行	保険	独立系	年金基金
フランス	473	69.2	23.1	7.7	0.0
ドイツ	500	25.0	53.6	17.9	3.6
アイルランド	15	66.7	33.3	0.0	0.0
イタリア	55	60.0	30.0	10.0	0.0
英国	1,160	11.4	34.3	31.4	22.9

(注)1.ドイツの会社数は概数。

2.保有主体のデータは Intersec 250（1998年）より算出されたもの。

(出所) Oxford Economic Research Associates Ltd., *Risks and Regulation in European Asset Management: Is There a Role for Capital Requirements?*及び英国・王立国際問題研究所コンファレンス資料より野村総合研究所作成

## （3）高水準の自己資本規制が欧州アセットマネジメント業界に与える影響

欧州アセットマネジメント業界は、極めて競争的な市場であり、参入障壁も低い。しかし、高水準の自己資本規制が導入されることによって、スキルのある業者の新規参入が阻まれてしまう。

欧州の外に眼を転じると、欧州アセットマネジメント会社は米国系アセットマネジメント会社との競争にさらされている（表3）。高水準の自己資本規制が欧州のアセットマネジメント会社に課されるということは、その分、自己資本規制を課されていない米国系アセットマネジメント会社に対して、コスト競争の面で不利な立場に立つことになる。

高水準の自己資本規制は、中小企業の育成にも影響を及ぼしかねない。即ち、多くの小

規模アセットマネジメント会社は、時価総額の低い銘柄への投資に特化しているが、高水準の自己資本規制によって、そのようなアセットマネジメント会社の新規参入が阻まれてしまい、中小企業への投資主体が減少することになると考えられるのである。

表3 英国における年金資産運用受託会社上位15社

	英国年金資産 (億ドル)	シェア (%)
シュローダーズ・インベストメント・マネジメント	988	11.9
メリルリンチ・インベストメント・マネジャーズ	965	11.7
パークレイズ・グローバル・インベスターズ	734	8.9
フィリップス・アンド・ドリュウ	700	8.5
ハーミーズ・ペンションズ・マネジメント	685	8.3
ガートモア	489	5.9
ドイチュェ・アセット・マネジメント	465	5.6
ゴールドマン・サックス・アセット・マネジメント	339	4.1
ヒル・サミュエル・アセット・マネジメント	228	2.8
ブルデンシャル・ポートフォリオ・マネジャーズ	209	2.5
フォーリン・アンド・コロニアル	169	2.0
フィデリティ・インターナショナル	164	2.0
ヘンダーソン・インベスターズ	155	1.9
ファースト・クアドラント	132	1.6
フレミング・アセット・マネジメント (JPモルガンに買収)	131	1.6

(注) 1.1998年6月末のデータ。

2.網掛け部分は米国系アセットマネジメント会社。

(出所) *Institutional Investment in the United Kingdom: A Review* (マイナーズ報告書) より  
野村総合研究所作成

#### (4) リスクの指標として運用資産残高を用いることの適否

「標準的アプローチ」では、アセットマネジメントの指標として運用資産残高を提示している。しかし、オペレーショナル・リスクに係る必要自己資本額を算出するための指標として運用資産残高を用いることは、欧州アセットマネジメント業界におけるオペレーショナル・リスクの実態を適切に反映しておらず、失当である。

#### (5) アセットマネジメントにおけるオペレーショナル・ロスの実態

欧州アセットマネジメント業界におけるオペレーショナル・ロスのほとんどは、現行の自己資本規制において求められる必要自己資本の額より少ない(表4)。

なお、詐欺行為によって、現行の必要自己資本額を上回るロスがまれに生じる。このロスをカバーするには膨大な金額が必要となるが、これを自己資本の積立で賄うとなると、非現実的な必要自己資本額が求められることになり、欧州アセットマネジメント業界の米国に対する競争力は著しく損なわれることになる。



表 4 営業経費及び運用資産残高に対する最大損失額の割合

	最大損失額 (万ユーロ)	対営業経費比 (%)	対運用資産残高比 (%)
ディーリングにおけるミス	7.20	17.021	0.00941
顧客ガイドラインからの逸脱	3.00	7.500	0.00566
収入機会を逸するリスク	2.60	0.139	0.00112
ユニットトラストの価格付けのミス	0.30	0.283	0.00049
他社マンドートの獲得に伴うリスク	0.20	0.087	0.00037
決済上の問題	0.20	0.011	0.00009
資産のリコンシリエーションの失敗	0.10	0.005	0.00004
コンピューター・システムの問題	0.10	0.044	0.00018
詐欺行為	0.03	0.018	0.00003

- (注) 1.欧州アセットマネジメント会社 22 社に対するアンケート調査(1999 年)に基づく。  
 2.対営業経費比は、固定間接費の 25%を必要自己資本額とする、現行制度との比較のために用いられた指標。  
 3.対運用資産残高比は、アセットマネジメントについて、運用資産残高をベースに自己資本額を算出する、「標準的アプローチ」との比較のために用いられた指標。  
 4.それぞれのリスクの定義については表 1 参照。

(出所) Oxford Economic Research Associates Ltd., *Risks and Regulation in European Asset Management: Is There a Role for Capital Requirements?*より野村総合研究所作成

#### (6) 固定間接費ベースの自己資本規制の適否

現行の固定間接費ベースの自己資本規制は、アセットマネジメント業界にダメージを与えることなく、十分な投資家保護をもたらしてきた。

欧州委員会は、現行の自己資本規制がアセットマネジメント会社による内部統制システムへの投資を妨げており、ひいてはオペレーショナル・リスクが増大していると主張している。しかし、契約不履行などの法的リスク及びそれに伴う風評リスクなど、アセットマネジメント会社が内部統制システムに投資するインセンティブとなる要素は他にもある。

#### (7) 欧州アセットマネジメント業界における暫定的なソリューション

欧州委員会は、アセットマネジメント・ビジネスにおけるオペレーショナル・リスクの実態に即した自己資本規制ができるまでの間、新しく提案された自己資本規制の対象からアセットマネジメント業界を除外するべきである。そのような暫定的なソリューションが採られたとしても、アセットマネジメントと銀行とは元々異なったマーケットを形成しているため、平等な競争機会の確保を害することはない。

#### (8) 代替的アプローチ

アセットマネジメントにおける市場の失敗は、銀行業のようにシステミック・リスクにより生じるのではなく、情報の非対称性や詐欺行為により生じる。これらの防止・是正は、自己資本規制により間接的に行うのではなく、ディスクロージャー、会計監査、当局による監督、保険、カストディアンシップによって直接的に行われるべきである。

### 3) 海外アセットマネジメント業界の論調

バーゼル銀行監督委員会は、「新バーゼル合意」に対する各方面からのコメントを公表しており、米国投信協会（Investment Company Institute、以下 ICI）及びカナダ投信協会（The Investment Funds Institute of Canada、以下 IFIC）からもコメントが寄せられている。何れも、持株会社レベルにおける自己資本規制に関する見解を表明したものであるが、アセットマネジメントに自己資本規制を課すことに対して否定的な立場をとっていると見ることができる。以下では、ICI 及び IFIC がバーゼル銀行監督委員会に寄せたコメントの論点を紹介する。

#### （1）ICI の見解

「新バーゼル合意」は、銀行グループの必要自己資本額の算出において、アセットマネジメントをビジネスラインに含めている。故に、「新バーゼル合意」の提示するアセットマネジメントに対する自己資本規制は、持株会社レベルで課されることになる。

この点について、ICI は、①銀行グループのアセットマネジメント会社に自己資本規制を課すことに係る問題、及び、②アセットマネジメントにおけるオペレーショナル・リスクを計測することに係る問題があると考ええる。

#### ①銀行グループのアセットマネジメント会社に自己資本規制を課すことに係る問題

ICI は、「新バーゼル合意」が、銀行持株会社レベルで、アセットマネジメント子会社に対する自己資本規制を課していることについては議論の余地があると考えている。

一般的に、銀行業務以外におけるオペレーショナル・リスクに対して自己資本規制を課すことには慎重になるべきである。特に、合従連衡が進行し、より多くの金融機関が一つの持株会社の傘下に加わっている現在の金融業界では、銀行グループのアセットマネジメント会社に自己資本規制を課すことは、極めて大きなインパクトをもたらすと考えられる。

なお、米国連邦議会は、1999年に、銀行持株会社レベルで傘下の投資顧問業者に対する自己資本規制を課すことを否定している。現行の1956年銀行持株会社法において、連邦準備制度理事会は、投資顧問登録をしている銀行の子会社に対して自己資本規制を課すことを認められていない。

#### ②アセットマネジメントにおけるオペレーショナル・リスクを計測することに係る問題

バーゼル銀行監督委員会は、アセットマネジメントに係るオペレーショナル・リスクを特定していない。故に、ICI は、「新バーゼル合意」において示された指標<sup>10</sup>が、アセットマネジメントにおけるオペレーショナル・リスクを正確に反映したものであるか否かにつ

<sup>10</sup> 「基礎的指標アプローチ」では粗利益、「標準的アプローチ」では運用資産残高が指標として提案されている。「第二次協議案」においても同じ。

いて、懐疑的に見ている。

バーゼル銀行監督委員会は、アセットマネジメントにおけるオペレーショナル・リスクを削減する手法について、業界及び監督当局と協議するべきである。例えば、ミューチュアルファンドの従業員による詐欺行為に対してフィデリティ・ボンド<sup>11</sup>を要求する規制は、オペレーショナル・リスクの削減に資するものであると考えられる。

## (2) IFIC の見解

IFIC は、自己資本規制の文脈において、銀行のアセットマネジメント業務に係るオペレーショナル・リスクが考慮されることについて疑問を感じる。

カナダのミューチュアルファンド規制において、銀行は、グループ内のアセットマネジメント会社が運用するミューチュアルファンドの投資家に対して、何らの責任も負わない。また、投資家に送付されるディスクロージャー書類には、銀行とミューチュアルファンド運用会社が別々の機関であり、ミューチュアルファンドは預金保険によって保護されず、価額が上下するものであることが記載されなければならない。

## 4. 今後の展望

欧州委員会は、2002年初頭の発表が予定されているバーゼル銀行監督委員会の第三次市中協議案を踏まえた上で、「第二次協議案」に続く協議案を発表し、新しい自己資本規制がEU法の枠組みにおいてどのように適用されるのか、詳細を提示するとしている。

欧州委員会の協議案は、欧州委員会が起草する自己資本規制に関する指令案の土台になると見られている。同指令案は、2003年～2004年に欧州理事会・欧州議会にて可決され<sup>12</sup>、目標期日である2005年に各加盟国において施行されることが有力視されている。

アセットマネジメント会社に対する自己資本規制の導入自体は有力視されている現状では、欧州委員会が2002年に発表する協議案において、具体的にどの程度の自己資本がどのような方式で求められるのかが注目される。

(神山 哲也)

<sup>11</sup> 従業員の不正行為から生じる損失に対する保険。

<sup>12</sup> 欧州議定書に定められた協力手続による場合、指令案は欧州理事会と欧州議会の両方にて可決される必要がある。詳細については、平松那須加「欧州証券委員会 (ESC) の創設」『資本市場クォーターリー』2001年秋号参照。