

## 運用会社のノンバンク SIFI 認定を巡る米国での議論

岩井 浩一

### ■ 要 約 ■

1. 米国では、運用会社をシステム上重要なノンバンク金融会社（ノンバンク SIFI）に認定するかどうかを巡り、議論が盛り上がっている。議論の口火を切ったのは、財務省・金融調査局（OFR）が 2013 年 9 月末に公表した報告書である。
2. OFR 報告書は、運用業界が金融システムにもたらす脆弱性やリスクを考察し、運用会社や運用ファンドの一部の活動が金融システムを不安定化させ得ると結論づけた。具体的には、①利回り追求と群衆行動、②解約リスク、③レバレッジ、④大手運用会社の破綻という経路を通じて、運用業界が金融システムを不安定化させる恐れがあると指摘している。
3. 報告書を受け、将来的に SIFI 認定される可能性を意識した運用業界は報告書に対して、利用データに間違いがある、運用実務を理解していない等と、猛烈に批判している。一部の議員や当局関係者からも、OFR の議論に疑念が示されている。
4. 金融安定監督カウンスル(FSOC)は、今後、運用会社の SIFI 認定に関して、国際的な議論も意識しながら、認定基準を詰める作業を進めるとみられる。その動向次第では、将来的に、米国運用業界の事業環境に大きな影響を与える可能性もあり、また、ノンバンク SIFI という政策手段の評価を決めることにもなると予想される。

### I. 運用会社のノンバンク SIFI 認定を巡るこれまでの経緯

ドッド・フランク法が成立してから 3 年余が経過した米国では、システム上重要なノンバンク金融会社（ノンバンク SIFI<sup>1</sup>）を巡る議論が改めて注目されている。ノンバンク SIFI とは、ドッド・フランク法 113 条で取り入れられた制度であり、銀行以外の金融機関のうち金融安定監督カウンスル（FSOC）がシステム上重要であると認定し、連邦準備制度理事会（FRB）による厳格なプルデンシャル規制が義務づけられる先を指す。ノンバンク SIFI に対しては、リスクベース資本要件、レバレッジ要件、流動性要件といった財務構造に係

<sup>1</sup> 米国のノンバンク SIFI に関しては、小立敬・磯部昌吾「米国 FSOC によるシステム上重要なノンバンク金融会社の指定基準の規則提案」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号を参照。

る規制やストレス・テスト要件等、幅広い規制が課される扱いになっている。既に AIG、GE キャピタル、プルデンシャル・フィナンシャルの3社がノンバンク SIFI に認定されている。足許注目されているのは、運用会社がノンバンク SIFI に認定されるのかどうかという点にある。

ドッド・フランク法の規定により、運用会社がノンバンク SIFI の対象になり得ることは以前から認識されていたが、ノンバンク SIFI の認定基準等を定めた 2012 年 4 月の最終規則・解釈ガイダンスのなかで、運用会社やヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド等に関しては、認定基準を別途検討する必要性が示されていた。即ち、運用会社に関しては、運用会社自体の資産と運用会社が運用するファンドの資産残高の違いを適切に考慮したうえで、運用会社の SIFI 認定基準について追加的なガイダンスを発出する予定であるとされたほか、ヘッジファンドとプライベート・エクイティ・ファンド、及び、それらのアドバイザーに関しては、SEC 等が進めている情報開示規制<sup>2</sup>から得られる情報を基にして、認定基準を検討することとされていた。

こうしたなか、ノンバンク SIFI 認定を所管する FSOC は、財務省・金融調査局 (OFR) に対して、運用業界を分析し、運用業界が米国金融システムへの脅威になるのかどうか、仮に脅威になるのであれば、運用会社をノンバンク SIFI として規制していくのか、あるいは、別の規制措置をとるべきかを考察するよう要請していた。これを受け、OFR が 2013 年 9 月 30 日に運用会社のシステム・リスクに関する報告書を公表した<sup>3</sup>。報告書は、運用会社が米国金融システムにどのような経路でシステム・リスクをもたらすかを検討したものであり、米国当局が運用業界をマクロプルデンシャルの観点から考察した最初の分析結果と位置づけることができる。OFR は既に報告書を FSOC に提出しており、今後は、FSOC が今般の報告書も踏まえて、運用会社をノンバンク SIFI に認定していくかどうかを検討していくことになる。しかし、OFR 報告書の内容を巡り、各方面から批判の声が寄せられている。

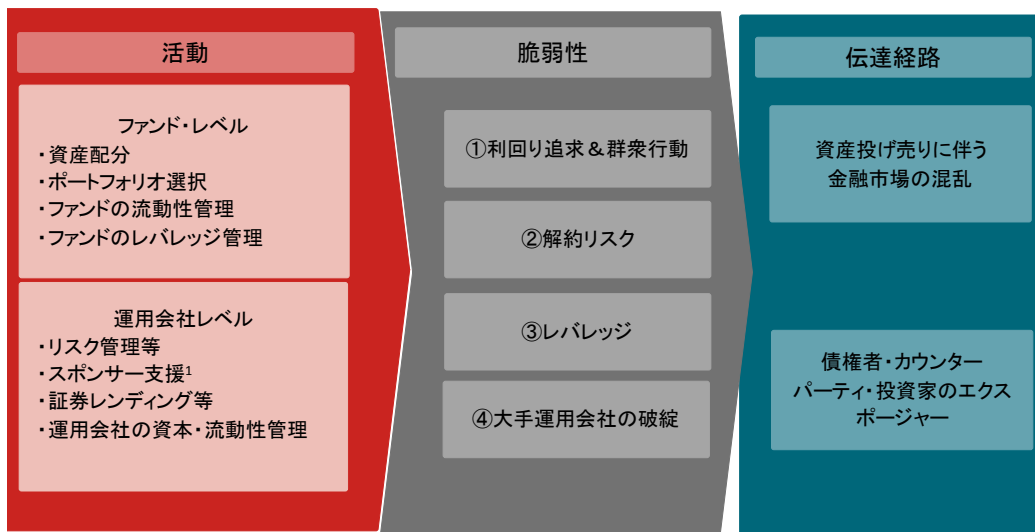
## II. 金融調査局 (OFR) の報告書

OFR 報告書は運用業界に内在する脆弱性やリスクとそれらが金融システムに波及するメカニズムを考察したものである。分析対象は、ミューチュアル・ファンドや ETF 等の投資会社法に基づく登録ファンドやセパレート・アカウント等に加え、これらのファンドを運用する運用会社も考察対象になっている。運用業界の脆弱性やそれが金融システムに与える影響を考察するために、運用ファンドが行う活動とファンドの運用を担う運用会社(運用スポンサー) の行う活動を峻別し、それぞれの活動がもたらすリスクに着目している(図表 1 参照)。

<sup>2</sup> 具体的には、2012 年 6 月から、プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドのアドバイザーには、Form PF の報告義務が課されている。

<sup>3</sup> “Asset Management and Financial Stability” Office of Financial Research, September 2013.

図表1 OFR 報告書における分析フレームワーク



(注) 1. スポンサー支援とは、ファンドの基準価額が一定以下（例えば、元本割れ）になった場合等に、運用会社が当該ファンドを支援することを指す。

(出所) OFR 資料より野村資本市場研究所作成

報告書の一つの結論は、運用会社が投資家の代理人（エージェント）として行動しているという意味で、銀行や保険会社とは異なるものの、運用会社や運用ファンドの活動のなかには、銀行等と同様に、「満期変換」や「流動性供給」を担っているものがあるため、金融システム安定化の脅威になり得る、というものである。

そのうえで報告書は、運用業界のリスクが金融市場全体に波及する理由として、以下の4点を挙げている。第一は、運用会社が競争上のプレッシャー等を理由に利回りを追求するあまり、金融市場全体が不安定化するリスクである。例えば、運用会社が、投資証券の流動性等を軽視し、一時的に注目の集まっている証券への投資を重視する等、群衆行動に走り、その結果、資産価格やボラティリティの上昇を招き、最終的に市場全体の混乱につながることを指摘している。

第二は、運用ファンドがデリバティブや証券レンディング、レポ取引等を通じてレバレッジを引き上げるリスクである。当局への登録義務のないファンドにはレバレッジの上限を定めた規制がないほか、登録ファンドであっても、金融危機に至る過程のなかでクレジット・デリバティブへのエクスポージャーが急速に高まっていたこと等を指摘し、ファンドによるレバレッジ増大が、金融危機時にブローカー・ディーラー等の高レバレッジが引き起こした問題を引き起こしかねないとしている。

第三に、市場ストレス下において投資家による解約が自己増殖的に拡大するリスクを指摘している。現行制度では、登録ファンドは投資家の解約を制限する権限をほとんど有していないとし、市場ストレス時に投資家が一斉に解約をした場合に、金融市場全体が混乱に陥る可能性を危惧している。特に、前述の群衆行動が発生しており、多くのファンドが

同一の資産や互いに相関する資産に投資している状況では、投資家の解約が市場の混乱に繋がりがやういとしている。

第四は、幾つかの運用会社が巨大化していることに伴うリスクである。大手運用会社の規模が大きくなり、業務が複雑になっているため、これら大手運用会社が破綻した場合に、金融市場全体が混乱に陥る可能性がある」と指摘している。

但し、報告書は、十分なデータや情報がないために、マクロプルデンシャルの観点から運用業界を評価するには追加情報と一層の分析が必要であるとも述べている。例えば、セパレート・アカウントや非上場運用会社、証券レンディングに関するデータが不足しているほか、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドに関しては、追加的な分析を実施することになると断っている。この意味では、今般の報告書は、運用業界のリスクを指摘する一方で、分析自体が不完全であることを明確に認めている。

### III. 報告書への反応

#### 1. SEC の意見募集と寄せられたコメント

OFR 報告書に対しては各方面から批判の声が上がっている。最初に行動を起こしたのは米国証券取引委員会（SEC）であった。SEC は報告書の公表当日に、当該報告書に関して意見募集を受け付けることをアナウンスした。連邦当局が他の当局が策定した規則案に関して意見募集を行うこと自体が珍しいなか、SEC の決定は規則案でもない報告書に関して意見募集を行うものであり、極めて異例の措置といえる。SEC は意見募集を行う理由を表立っては説明していないが、メディア報道によれば、運用会社の所管当局として、OFR 報告書の内容を非常に懸念していたとされている<sup>4</sup>。

2013 年 11 月 1 日の期限までに、運用会社、業界団体、法律事務所、研究者等から、総数 26 件の意見が寄せられた<sup>5</sup>。このなかには、報道において FSOC がノンバンク SIFI に認定することを念頭に置いているとされるフィデリティとブラックロックも含まれる<sup>6</sup>。寄せられた意見には様々な立場がみられるが、際立った批判の一つは、OFR 報告書自身が、今回の分析がデータ不足等のため十分ではないこと、また、運用会社が、銀行等と異なり、あくまでも最終投資家のエージェントとして行動していることを認めているにもかかわらず、運用業界にシステミック・リスクがあると結論付けていることを問題視するものである。利用データに間違いがあり、また、運用会社が金融システムに与えるリスクについて、何らの定量的な分析やモデルによる評価が示されておらず、言わば、主観的な判断を示し

<sup>4</sup> 例えば、“SEC sees flaws in new Treasury asset management report: Sources” October 8, 2013, *Reuters* を参照。また、後述するブルッキングス研究所主催のカンファレンスでは、SEC は、運用会社に対するプルデンシャル当局の影響力が拡大することを回避するために、OFR 報告書に対して否定的な立場をとっている、と指摘されている。

<sup>5</sup> 期限後に提出された意見も含めると、32 件のコメントが寄せられている (<http://www.sec.gov/comments/am-1/am-1.shtml> を参照)。

<sup>6</sup> 例えば、“Funds’ 31 pages of woe” October 8, 2013, *The Wall Street Journal* を参照。

たに過ぎないという批判も多く示されている。フィデリティは、報告書で指摘された同社の運用残高や会社名自体に間違いがあったと指摘し、分析の信憑性に疑念を提示している。また、米国投資会社協会（ICI）は、業界全体の運用残高が実態よりも大きく報告されている等、報告書には分析の一貫性と正確性に問題があり、政策判断や今後の規制対応の根拠とされるべきでなく、撤回されなくてはならないと指摘している。

更に、報告書が挙げた前述の4つのリスクに関しても、運用業界の実態を反映していないという厳しい評価が寄せられている（図表2参照）。まず、利回り追求やレバレッジに関しては、登録ミューチュアル・ファンドにはレバレッジやデリバティブ利用に関して制限が課されており、現実には、過度なリスクテイクはそもそもできない。また、群衆行動については、その根本的な原因は運用会社ではなく最終投資家にあるので、エージェントとして行動する運用会社へ規制を課しても群衆行動を抑制できない。群衆行動の結果、証券価格が反応したとしても、そうした市場価格を非合理的な反応であったと断定することは難しいという指摘も見受けられる。

解約リスクを巡る議論も批判されている。例えば、登録ファンドの多くが保有資産の最低85%を流動性の高い資産に投資することが義務付けられ、市場価格で基準価額（Net Asset Value）を算出していることを踏まえると、投資家が他の投資家よりも先に解約するインセンティブを持っているとはいえ、解約リスクは大きくない、と指摘されている。但し、ブラックロックのように、一部の集団投資ビークルに関して、巨額の解約が発生する可能性を認める立場もある。しかし、この立場からも、解約リスクに対しては、特定の商品や運用戦略に限定して規制上の対応を行うべきであり、運用会社をノンバンク SIFI に認定して対処するのは適切ではないとされている。

最後に、大手運用会社の破綻がシステムック・リスクに繋がりにかぬないという点に関しては、運用会社の事業があくまでも最終投資家のエージェントとして投資を行うに過ぎず、その結果、運用会社自体のバランス・シートが銀行に比べて遥かに小規模であること、また、運用会社が破綻したとしても、投資家は自らの資産を容易に別のファンドに移行することができるため、市場全体に悪影響を及ぼすことはないという意見が寄せられている。むしろ、大手運用会社は様々な運用商品を提供し安定的な経営を実現しているほか、高度なリスク管理能力を持っているため、経営破綻リスクが小さい。大手金融機関の信用格付けにおいても、運用子会社が存在することはポジティブに評価されてきたと主張されている。

## 2. その他の批判

運用会社をノンバンク SIFI に認定することには、議員や当局関係者の間にも、懐疑的な見方がある。例えば、ドッド・フランク法の起草者であるバーニー・フランク前議員は、最近のカンファレンスにおいて、大手運用会社を SIFI 認定することは法律制定時に意図されておらず、規制当局は運用会社ではなく銀行に集中して規制を議論すべきである、と発

図表2 OFR 報告書に寄せられた主要な意見

| 論点①：運用会社による利回り追求がもたらすリスク   |  |
|----------------------------|--|
| 米国投資会社協会                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OFR が参照する研究では、ミューチュアル・ファンドに関して群衆行動が発生している証拠はほとんどないと指摘している。その他の既往研究でも、ミューチュアル・ファンドやその投資家がシステムック・リスクを引き起こすと結論づけているわけではない。</li> </ul>  |
| フィデリティ                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OFR 報告書では、利回り追求や群衆行動が金融安定の脅威になるという根拠を示していない。登録ファンドの場合、分散化要件、流動性要件、開示要件等が課されており、群衆行動が金融システムを不安定化させるという判断は適切ではない。</li> </ul>  |
| ブラックロック                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 如何なる群衆行動も、その根本的な原因は最終投資家にある。エージェントとして行動する運用会社を問題視することは不適切である。群衆行動の結果、特定の証券価格が変動したとしても、合理的な価格反応と非合理的な反応を識別することは困難である。</li> </ul>   |
| 論点②：ファンドによるレバレッジ利用がもたらすリスク |  |
| 米国投資会社協会                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 投資会社法とその関連規則によって、登録ファンドに対しては、レバレッジを引き上げる取引を行なううえで厳格な制約が課されている。</li> </ul>   |
| フィデリティ                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OFR 報告書では、証券レンディング等に関するデータが不十分であり分析が難しいとしておきながら、運用会社が証券レンディングを利用することがシステムック・リスクに繋がると指摘している。また、ファンドにはSECのノーアクション・レター等を通じて、デリバティブ利用に制限が課されている。</li> </ul>   |
| ブラックロック                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 運用会社自体はレバレッジを顕著に利用することもなく、バランス・シートも小さい。多くの運用商品では、レバレッジに関して厳格な規制に服している。運用会社は証券レンディング市場の取引量のごく一部を占めるに過ぎない。</li> </ul>   |
| 論点③：投資家による解約がもたらすリスク       |  |
| 米国投資会社協会                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• ミューチュアル・ファンドは保有資産の最低85%を流動性資産（7日以内に市場価格と近似する価格で処分できる資産）として保有しなくてはならないほか、非常に厳格な開示要件に従っている。</li> </ul>  |
| フィデリティ                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OFR 報告書は、最低85%の流動性基準を満たす変動NAVのファンドにおいて、投資家の間に、他の投資家よりも先に解約をしようとするインセンティブが何故発生するかを示していない。</li> </ul>   |
| ブラックロック                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 集団投資ピークルから巨額の解約が発生することはあり得るが、こうした解約リスクは運用会社に固有の要因とは無関係であり、商品レベルの規制で対処されるべきである。</li> </ul>   |
| 論点④：巨大運用会社がもたらすリスク         |  |
| 米国投資会社協会                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 運用会社は投資家のエージェントとして行動するに過ぎず、ファンドの資産は運用会社のバランス・シートには計上されない。投資会社法は登録ファンドに対して、厳格な分別管理を義務付けおり、リーマンショック時にも混乱は発生しなかった。</li> </ul>  |
| フィデリティ                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OFR 報告書は大手運用会社の破綻がシステムック・リスクに繋がると指摘しているが、その因果関係や運用会社の破綻確率を考察していない。また、OFRの見解は、金融機関の信用格付け上、運用子会社がポジティブに評価されてきたことと相容れない。</li> </ul>  |
| ブラックロック                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 大手運用会社は多様な業務を有しており、小規模企業よりもリスクが小さい。運用会社のバランス・シートは小規模であり、OFRが指摘するリスクは運用残高とは無関係である。過去20年間の運用会社の破綻事例は、資本市場に大きな影響を与えていない。</li> </ul>  |
| その他の指摘                     |  |
| 米国投資会社協会                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 運用業界に係る分析はSECとの緊密な協力関係の下に実施されるべき。今回の報告書は、政策判断や今後の規制対応の根拠とされるべきでなく、撤回されなくてはならない。</li> </ul>  |
| フィデリティ                     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• OFR 報告書では、非断定的な表現（「かもしれない」「可能性がある」「潜在的には」）を150回以上用いて金融安定への脅威を論じているが、データや定量モデルを用いた説明がない。また、会社名や運用残高に誤りもあり、分析の信憑性に疑念がある。</li> </ul>   |
| ブラックロック                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 銀行と異なり、運用会社の破綻処理は政府支援を求めるものではなく、Too Big To Failという期待形成は生じない。運用会社自体にはシステムック・リスクは発生しないが、一定の運用商品や実務に伴うリスクについては政策対応の必要性はある。</li> <li>• 当局は、運用会社をSIFI認定するための基準を策定するのではなく、システムック・リスクをもたらず投資商品や実務に対して、包括的な規制フレームワークを考察するべき。</li> </ul> |

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

言している<sup>7</sup>。

更に、フランク前議員の発言報道に続いて、2013年12月16日には、16名の金融当局の元幹部<sup>8</sup>が連名でウォール・ストリート・ジャーナル誌に OFR と FSOC の動きを明確に批判する寄稿を掲載している。その内容は概ね以下の3点に要約できる。

- OFR 報告書は、運用会社に関して、完全に間違っただけに基づき、間違っただけの分析をしている。また、証券市場の機能を根本的に理解していない。
- 運用会社が投資戦略を追求することを銀行規制と類似の規制を通じて制限する場合には、運用リターンが低下し、投資家が余計なコストを負担することになる。その結果、最終的には、経済成長に不可欠の健全な証券市場の機能が損なわれる。
- FSOC が運用会社に関して懸念を抱くのであれば、公開された場において、その懸念が妥当であるか、また、どのような規制が望ましいかを議論する必要がある。更に、その過程のなかで、FSOC の懸念に関して所管当局と十分な対話を持つ必要がある。

OFR 報告書に対するこれらの批判は、運用会社に対してノンバンク SIFI 規制を課すことに対して明確に反対の立場を示したものである。特に強調されているのは、運用業界への規制は銀行規制とは異なるべきであり、仮に運用業界が金融システムの脅威になるようなリスクをもたらしている場合には、運用業界の特性を踏まえた規制対応が望ましいという点である。更に、規制対応をするのであれば、FSOC や FRB ではなく、運用業界を最もよく理解している SEC が中心になるべきとしている。

#### IV. 当局サイドの動き

OFR から報告書を受け取った FSOC は、2013年10月31日に会合を開き、運用業界について議論を開始している。その議事録<sup>9</sup>によれば、当日の会合では、FSOC が運用業界とその諸活動に関して行うべき分析手法に関して財務省高官によるプレゼンテーションがあり、その後、FSOC メンバーによる議論が行われている。ドッド・フランク法の規定もあり、ノンバンク SIFI の認定対象先は認定作業の最終段階にならないと公表されないため、当日の FSOC 会合において個別の運用会社が議論されたかどうかは明らかにされていない。しかし、一部メディアでは、ブラックロックやフィデリティに関して議論が開始されたと報道されている<sup>10</sup>。

その後、2013年12月16日には、OFR のリチャード・バーナー局長がブルッキングス研

<sup>7</sup> “Barney Frank vs. Dodd-Frank: Treasury moves to regulate asset managers as ‘systemic risks’.” *The Wall Street Journal*, December 8, 2013 を参照。

<sup>8</sup> 内訳は、SEC 委員長経験者 4 名、SEC 委員経験者 5 名、前 CFTC 委員長 1 名、CFTC 委員経験者 3 名、FDIC 長官経験者 2 名、前財務次官 1 名である。

<sup>9</sup> 議事録は、<http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/council-meetings/Documents/Oct%2031,%202013.pdf> で公表されている。

<sup>10</sup> 例えば、“BlackRock, Fidelity face initial risk study by regulators” November 6, 2013, *Bloomberg* や“Markets regulators study risk at Fidelity, BlackRock” November 6, 2013, *The Wall Street Journal* を参照。

究所のカンファレンスにおいて、OFR 報告書の狙いや当局の現在の取組み等に関して議論している<sup>11</sup>。カンファレンスでは、他の登壇者から前記と同様の批判が相次いで示され、それに対して、同局長は次の立場を示している。

- 報告書は運用業界の活動が脆弱性を引き起こすかどうかを検討したものであり、どのような（規制上の）対策が必要になるかを判断したものではない。
- 運用ビジネスでは、運用会社がエージェントとして活動する業務が中心であり、この意味で、商業銀行や保険会社とは顕著に異なる。
- 運用業界には多様なビジネスモデルが存在している。このため、報告書では、分析単位として運用会社ではなく、運用会社の行う活動を採用した。
- 分析の結果、運用業界が行っている活動のうち、①リスクテイキング、②セパレート・アカウント、③証券レンディング（特に、現金担保の再投資）の3つについて、脆弱性を引き起こす可能性があることが確認された。なお、登録投資会社（ミューチュアル・ファンド）が通常の業務で行う証券売買やそれに伴う資金フローは我々の関心事項ではなく、報告書において、こうした取引にリスクがあるという議論は展開していない。
- OFR の役割は、ほとんどの人が気付いていないリスクに光を当てることである。こうした考え方にに基づき、報告書では、多くの公表データが利用できる登録投資会社よりも、透明性に欠けるセパレート・アカウントに注目した。但し、セパレート・アカウントが顕著であるが、厳密な分析を実施するには利用可能なデータが不足している。
- 報告書を作成する際には、SEC と全ての論点について対話をし、SEC からは多くの示唆が得られ、且つ、我々はそれらを受け入れた。SEC が意見募集を行った理由は承知していない。

バーナー局長は、運用業界の懸念を拭うために、OFR 報告書が SIFI 認定の根拠や具体的な基準を示すものではないことを明言する一方で、報告書の内容に関しては、これまでほとんど意識されてこなかった脆弱性を敢えて指摘したものとし、批判を受け付けない姿勢を明確にした。

## V. 今後の注目点

OFR 報告書に幾つかの誤りがあることが明らかになり、また、OFR 自身が認めているように、報告書は運用会社のマクロプルデンシャル分析としては不完全なものである。SEC に寄せられた意見のなかには、運用業界がもたらすシステムック・リスクへの対処策として、ノンバンク SIFI 認定ではなく、個別商品や特定の実務に対して既存の規制枠組みを用いて対処すべきという意見や、新たな規制枠組みを作り直す必要性を指摘する声があった。こうした議論を受けて、FSOC が今後、運用会社のシステムック・リスクに関して、どのような考

<sup>11</sup> 議事録は、<http://www.treasury.gov/initiatives/fsoc/council-meetings/Documents/Oct%2031,%202013.pdf> で公表されている。



え方に立脚し、いかなる対応を取るのか注目される。

FSOCの今後の動向を占ううえでは、2つの点に注視する必要がある。第一は、FSOC議長役のジャック・ルー財務長官とFSOCでの発言力が大きいとされるFRB議長がどのような判断を示すかである。新たにFRB議長となったジャネット・イエレン氏は、副議長の職にあった2013年11月14日の上院・銀行住宅都市問題委員会の公聴会において、ノンバンクSIFIに係る規制・監督に関して、画一的な手法は望ましくなく、各社の特徴に適した基準を策定すべきという考え方を表明している。これに対して、ルー財務長官は、大手銀行に関しては「大き過ぎて潰せない問題」の観点から積極的な発言をしてきたが<sup>12</sup>、運用業界に関しては、余り踏み込んだ発言をしていない<sup>13</sup>。例えば、2013年12月5日の講演でも、OFR報告書に関して、運用業界のリスクを理解するうえで重要な分析をFSOCに提供するものであると一定の評価を示しているが、認定基準や残された課題等に関しては発言を控えている<sup>14</sup>。

図表3 FSB及びIOSCOによる投資ファンドのSIFI認定基準（概要）

|                                     |  |   |
|-------------------------------------|--|---|
| 対象先                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>個別ファンドレベルで判断する。</li> <li>集団投資スキーム（オープン・エンド型、クローズド・エンド型）。ミューチュアル・ファンド（含むMMF、ETF）、プライベート・ファンド（ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャー・キャピタル）。</li> <li>セパレートリー・マネージド・アカウントを含めるかは検討中。</li> </ul> |   |
| 対象先の抽出基準<br>(materiality threshold) | <ul style="list-style-type: none"> <li>投資ファンド：ネット運用残高（負債控除後のAUM）が1,000億ドル以上。</li> <li>ヘッジファンド：グロス名目エクスポージャー（GNE）に関する追加基準を利用（基準はGNE 4,000億ドル～6,000億ドルの範囲内で定める）。</li> </ul>  |   |
| 業種特有の指標                             | 規模（size）   | <ul style="list-style-type: none"> <li>ネット運用残高。</li> <li>GNE（ヘッジファンドの場合）。</li> </ul>  |
|                                     | 相互連関性<br>(interconnectedness)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>レバレッジ比率（グロス運用残高÷ネット運用残高、等）。</li> <li>カウンター・パーティ・エクスポージャー比率。</li> <li>金融機関との取引額。</li> </ul> |
|                                     | 代替可能性（substitutability）  | <ul style="list-style-type: none"> <li>特定の資産に関するターンオーバー指標。</li> <li>ファンドのターンオーバーの同種ファンドのターンオーバーに対する比率。</li> <li>投資戦略。</li> </ul>  |
|                                     | 複雑性（complexity）  | <ul style="list-style-type: none"> <li>デリバティブの取引量÷総取引量。</li> <li>再担保比率。</li> <li>高頻度取引戦略に従う比率、等。</li> </ul>                       |
|                                     | 国際的プレゼンス<br>(cross jurisdictional presence)  | <ul style="list-style-type: none"> <li>投資先の国数。</li> <li>ファンドが販売されている国数。</li> <li>カウンターパーティの国数。</li> </ul>                         |

（出所）FSB、IOSCO 資料より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 例えば、岩井浩一「米国における『大き過ぎて潰せない問題』を巡る最近の動きと今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』2013年秋号を参照。

<sup>13</sup> 同長官の運用業界に関する見識に関しては、運用業界での実務経験もないため、懐疑的な見方がある。例えば、脚注7の記事を参照。

<sup>14</sup> 詳しくは、“Remarks of Secretary Lew at Pew Charitable Trusts” US Treasury, December 5, 2013 を参照。これに対して、財務省の国内金融問題担当のメアリー・ジョン・ミラー財務次官（Under Secretary）は、「運用業界には、情報の透明性が確保されている領域がある一方で、透明とは言えない部分もある」と述べ、OFR報告書が指摘した問題点を部分的に肯定する発言をしている。例えば、前掲の“BlackRock, Fidelity face initial risk study by regulators” November 6, 2013, *Bloomberg* を参照。

二つ目の注目点は、グローバルな規制改革との調整である。2014年1月8日に金融安定理事会（FSB）と証券監督者国際機構（IOSCO）がノンバンク金融機関を「グローバルにシステム上重要な金融機関」と認定するための基準等を公表し、意見募集を開始している。新たに示された基準（図表3）では、①運用会社ではなく、運用ファンド単位でシステム上の重要性を判断する、②運用残高が1,000億ドルを超えたファンドに関して、規模、相互連関性、代替可能性、複雑性、国際的プレゼンスの5つの観点から評価し、最終的にSIFI認定先を決定する、という考え方が採用されている。米国における運用会社SIFI認定の議論には、運用会社自体を認定対象にするという議論が含まれており、国際的な議論と完全に一致しているわけではない<sup>15</sup>。今のところ、FSOCやその関係者から、FSBとIOSCOの基準に関して、目立った発言は聞かれておらず、FSOCにおける認定基準の考え方が国際基準と一貫性を持つ内容になるかどうかは不明である。

いずれにしても、米国当局が今後、運用業界や運用会社のシステミック・リスクに対して、どのような考え方の下、どのような規制上の対策を示すかは、53兆ドルの運用残高を誇るとされる米国運用業界の事業環境に影響を与えるだけでなく、ノンバンクSIFIというドッド・フランク法の目玉政策の一つが上手く機能するかどうかを決める重要な分岐点になると思われる。

<sup>15</sup> 但し、FSBとIOSCOは、運用会社単位でSIFI認定をすべきかどうか、意見を募集している。