

プルデンシャル規制に関して対立する

米当局と米国資産運用業界

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 現在、米国資産運用業界に対するプルデンシャル規制に関する議論が活発化している。2014年12月、FSOCは運用業界のプルデンシャル規制に関し通達を発し、米国資産運用業界の商品及び業務活動について、①流動性及び解約、②レバレッジ、③オペレーショナル・リスク、④レゾリューション（資産運用会社及び集団投資スキームの破綻・清算）の4点に着目して、システムミックリスク誘発の可能性について意見を募集した。
2. これに対して米国資産運用業界は、1940年投資会社法の規定により、公募ミューチュアル・ファンドのポートフォリオの少なくとも85%は「流動性の高い有価証券」によって構成されていること、当該商品のバランスシートにおけるレバレッジは300%に制限されていることなどを理由に「流動性及び解約」と「レバレッジ」についてFSOCの考えに反論している。
3. また、2014年9月にPIMCOのビル・グロス氏が退社した際に、資産運用業界が提供する金融サービスの代替可能性が高いことが示され、過去15年において年間平均287本の公募ミューチュアル・ファンドが清算しており、システムミックリスクを誘発した事実はないことから、FSOCが提示した「オペレーショナル・リスク」及び「レゾリューション」についてもプルデンシャル規制の対象として適切ではないと反論している。
4. 今後、米国資産運用業界に対するプルデンシャル規制の動向として論点は以下の3つある。第一に、「特定の商品や業務活動」について本稿執筆時点ではセキュリティーズ・レンディングに焦点が当たっているが、その他にも波及するかどうかである。第二に、資産運用会社をSIFI特定する場合、米国ノンバンクSIFIの特定及び解除の基準を明確にする必要がある。第三に、資産運用会社によるFSOCに対する批判は、既にSECの規制監督体制によって成り立っている事項が多いため、SECとFSOCの関係性を整理する必要がある。

I はじめに

現在、米国資産運用業界に対するプルデンシャル規制（金融危機再発の防止を目的とした規制）に関する議論が活発化している。2013年9月、財務省・金融調査局（OFR）が、米国資産運用業界が金融システムに与える影響について報告書を公表したことを受け、金融安定監督カウンスル（FSOC）は、ブラックロックやフィデリティ等の米国資産運用会社をノンバンク SIFI に特定するべきかどうかを検討してきた¹。しかし、資産運用会社は大手銀行とは異なり、2008年金融危機時にシステムリスクを誘発していないため、米国資産運用会社の SIFI 特定の動きに対する批判は大きかった。

その後、2014年7月になって、FSOC は米国資産運用業界に対するプルデンシャル規制の方向性として、資産運用会社を SIFI 特定するのではなく、システムリスクを誘発する可能性がある「特定の商品や業務」に焦点を当てることを示唆した²。しかし、特定の商品や業務活動に規制を課すことは資産運用会社が証券市場において自由な投資活動を行うことを妨げ、結果的に投資家に負担をおわせるとして、これもまた批判の声が多い。

規制アプローチが定まらない中、2014年12月、FSOC は、運用業界のプルデンシャル規制に関し意見を募集する通達を発した³。当該通達は米国資産運用業界の商品及び業務活動について、①流動性及び解約、②レバレッジ、③オペレーショナル・リスク、④レゾリューション（資産運用会社及び集団投資スキームの破綻・清算）の4点に着目して、システムリスク誘発の可能性について意見を募集し、2015年3月に締め切られた。本稿は上記4点をめぐる FSOC と米国資産運用業界の対立構造を明らかにし、プルデンシャル規制に関する議論の整理を図る。

II 流動性及び解約

1. 金融危機時に高まる解約インセンティブへの懸念

FSOC は、金融危機時（流動性低下局面）において、集団投資スキーム（CIS）の投資家行動が、米国の金融システムに脅威をもたらす可能性があると考えている。これは投資家が「解約インセンティブ」（first-mover advantage）を有しているからである。一般に、ある投資家による CIS の解約コストは、当該 CIS を解約していない投資家によって負担される。金融危機時には市場流動性が枯渇しているため当該解約コストは高まり、投資家は先を争って CIS を解約する可能性が高く、資産運用会社に対する解約請求は巨額になる。その結果、資産運用会社は投資対象資産の投げ売りを余儀なくされ、資産価格が下落

¹ 岡田功太「米国資産運用業界がもたらすシステム・リスクに関する議論の展開」『野村資本市場クォーターリー』2014年秋号および、岡田功太「整理を要する米国ノンバンク SIFI の特定と解除を巡る議論」『野村資本市場研究所駐在員レポート（ニューヨーク情報）』No. 15-05（2015年8月12日）を参照。

² “Asset Managers Notch an Important Win” Wall Street Journal, July 31st 2014.

³ FSOC, “Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, December, 2014.

するという負の連鎖に陥る。FSOC は、CIS の投資家が有する解約インセンティブがシステミックリスクを誘発するまでの一連のメカニズムに注目し、ブルデンシャル規制の強化を主張している。

2. 公募ミューチュアル・ファンド業界の反論

これに対して米国資産運用業界は反論を展開している。その中でも公募ミューチュアル・ファンドに関しては、以下の 4 点に関する主張が見られる⁴。第一に、米国の公募ミューチュアル・ファンドは 1940 年投資会社法の規定に従って、少なくともポートフォリオの 85%は「流動性の高い有価証券」によって構成される⁵。そして、実務上、同法の規定よりも保守的に運営されており、例えばフィデリティは少なくともポートフォリオの 90%以上を「流動性の高い有価証券」としている⁶。

第二に、運用者は、常に投資家の解約請求に備えてポートフォリオ内に現金同等物を保有していることに加え、急激な解約請求に備えた流動性供給源として、1940 年投資会社法の規定に沿ってレポや銀行のクレジットラインの提供を受ける体制を整えている。ただし、運用会社の対応は一律ではなく、例えばブラックロックは、原則、解約請求に対してポートフォリオが保有している有価証券を売却することで対応可能であり、追加的な流動性供給はあくまで一時的なものとしている⁷。

第三に、図表 1 及び 2 が示す通り、株式投信は過去 60 年、投資適格債投信は過去 20 年に亘って取り付け騒ぎによる急激な資金流出に見舞われた事実はない⁸。その理由として、米国公募ミューチュアル・ファンドの純資産総額 (AUM) の約 40%は確定拠出年金などの退職プラン経由で保有される資産であり、長期投資家が保有しているという構造が挙げられる (2014 年 3 月末時点)。

第四に、FSOC が主張する CIS の投資家が有する解約インセンティブは、解約の規模もしくは速度がどの程度に達したらシステミックリスクを誘発するのか、具体的なデータが示されていない。ブラックロックのバーバラ・ノビック副会長は、資産運用業界の構造や性質に対する誤解が規制強化の動機となっていると述べており、規制強化の動きは事実の裏付けがないことが多いと指摘している⁹。

⁴ Fidelity, “Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, March, 2015., BlackRock, “Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, March, 2015., AIMA, “AIMA’s response to the FSOC Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, March, 2015., ICI, “Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, March, 2015.,

⁵ Investment Company Act § 22(e)を参照。流動性の高い有価証券とは 7 日間以内に売却可能な有価証券を指す。

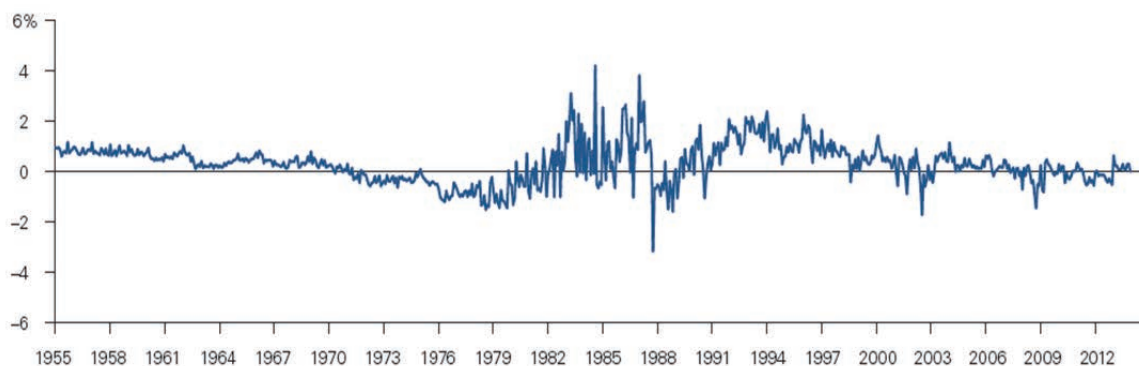
⁶ Fidelity, “Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, March, 2015.

⁷ BlackRock, “Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, March, 2015.

⁸ ただし、米国 MMF はシステミックリスクを誘発した経緯がある。詳細は、岡田功太「米国の MMF 最終規則の公表とその影響」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号および岡田功太「米国 MMF 最終規則の施行に向けた資産運用会社の動向」『野村資本市場クォーターリー』2015 年春号参照。

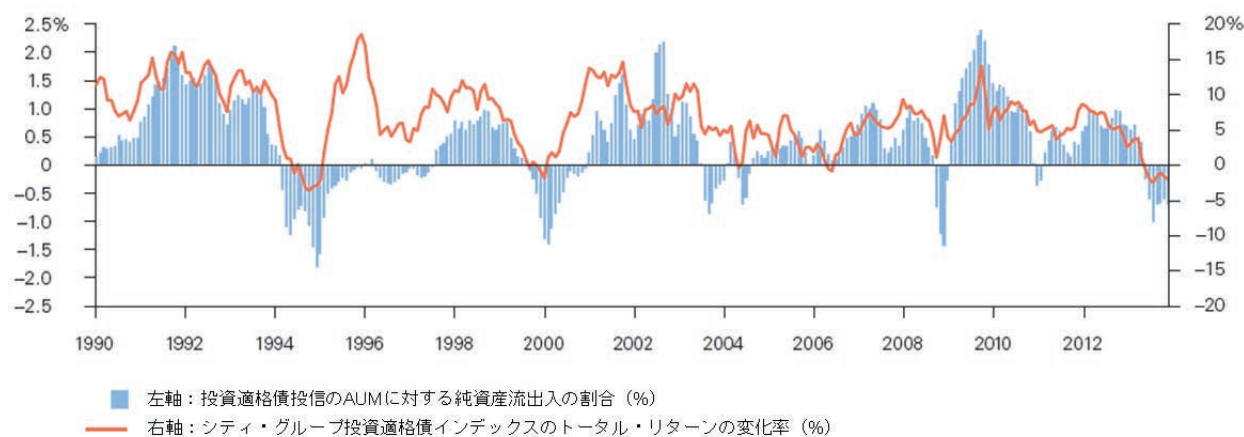
⁹ “Fund Industry Leaders Warn SIFI Designation Misguided” IAG Breaking News, May 13th, 2015.

図表 1 米国の株式投信の純資産流出入（1955年から2014年、月次データ）



（出所）バンガードより野村資本市場研究所作成

図表 2 米国の投資適格債投信の純資産流出入及びパフォーマンスの推移（1990年から2014年、月次データ）



（出所）バンガードより野村資本市場研究所作成

3. ヘッジファンド業界の反論

前述の公募ミューチュアル・ファンドとは異なり、ヘッジファンド（HF）等の私募ファンドは 1940 年投資会社法に準拠しないため、高流動性資産の保有義務がない。むしろ、一部の HF は非流動性資産に積極的に投資し、絶対収益を追求することを特徴としている。しかし、一般に、それらの HF は投資家の解約インセンティブの誘発や、流動性低下に伴う大幅なディスカウントによる資産売却を回避するため、投資家に対して以下の制約を課している（図表 3）。

第一に、投資家の設定・解約の頻度に関する制約である。HF は日次の設定・解約を提供する公募ミューチュアル・ファンドとは異なり、投資対象資産の流動性に応じて設定・

図表 3 HF の投資家に対する制約

項目	概要
設定・解約の頻度	月次・四半期・半期毎の解約
解約可能金額	段階的解約（ある四半期は投資総額の 25%まで、次の四半期は 50%まで解約可能）
解約額の事前把握	解約可能日の 30 日、60 日、90 日前の事前通知（ノーティス）
解約一時停止	取締役の裁量によって発動するゲート条項
解約可能期間	新規投資後 1-2 年間の解約を禁止するロックアップ期間

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

解約の頻度を月次や四半期としている¹⁰。事実、オルタナティブ投資協会（AIMA）が HF80 社（AUM の総額は約 4000 億ドル）に対して行った調査によると、全体の約 75%以上が設定・解約の頻度を月次より低頻度としている（2015 年 3 月末時点）¹¹。

第二に、投資家の解約可能金額の制約である。段階的解約と呼ばれるが、例えば、ある投資家による HF に対する投資総額のうち、ある四半期では全体の 25%まで、次の四半期では全体の 50%まで解約可能とする、といった具合である。また、HF は解約額を事前に把握するために投資家に対して解約通知期間（ノーティス）を設けており、前述の AIMA の調査によると約 40%が 30 日以上ノーティスを設定している。

第三に、投資家の解約可能期間の限定である。一部の HF にはゲート条項（解約一時停止）が付与されており、例えば金融危機時に HF の取締役の裁量により解約を一時停止できる。更に、一部の HF は投資家が新規投資を開始した後、最適なポートフォリオを構築するまでの当初 1-2 年間は解約を禁止している（ロックアップ期間）。

以上の通り、HF は投資家の解約頻度とポートフォリオの流動性のミスマッチを回避するため工夫を施しているが、そもそも HF のポートフォリオの流動性が全て低いというわけではない。事実、2013 年 7 月、証券取引委員会（SEC）が米国拠点の HF823 社（AUM が 5 億ドル以上の HF）を調査した結果、半数以上が 7 日以内に全資産の売却が可能であった（図表 4）¹²。また、前述の AIMA の調査は、半数以上の HF が金融危機時においても大幅なディスカウントを伴わず、1 か月以内の全資産売却が可能であるとした（図表 5）。つまり、HF は法的な制約を受けていないものの、リスク管理の観点から定期的にポートフォリオに対するストレステストを実施することで流動性を確保し、万が一、金融危機時に資産売却することになった場合にも、事前に解約コストを把握しておくことで損失の最小化を試みている。

¹⁰ もっとも、日次の流動性を投資家に提供するヘッジファンドも登場している。これらはリキッド・オルタナティブと呼称され、米国においては 1940 年投資会社法に準拠する。詳細は、岡田功太「米国の投信市場で拡大するリキッド・オルタナティブ」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号参照。

¹¹ AIMA, “AIMA’s response to the FSOC Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities”, March, 2015.

¹² SEC, “Annual Staff Report Relating to the Use of Data Collected from Private Fund Systemic Risk Report”, March, 2013.

図表 4 米国 HF823 社の全資産売却の所要時間

解約額 (AUM に対する割合)	全資産売却の所要時間
27%	1 日未満
53%	7 日未満
71%	30 日未満
80%	90 日未満
85%	180 日未満
89%	365 日未満

(出所) SEC より野村資本市場研究所作成

図表 5 HF80 社の大幅な価格ディスカウントを伴わない全資産売却の所要時間

解約額 (AUM に対する割合)	全資産売却の所要時間
31.5%	1 週間未満
26.0%	1 ヶ月未満
24.7%	四半期未満
17.8%	四半期以上

(出所) AIMA より野村資本市場研究所作成

III レバレッジ

1. レバレッジに対する米当局の懸念点

FSOC は、資産運用会社がリスク・ヘッジまたはリスク控除後のリターン向上を目的としてレバレッジを活用していることに理解を示す一方で、2008 年の金融危機の経緯を踏まえると過度なレバレッジは、資産運用会社もしくは CIS の経営・運営危機を招き、急激な資産価格の変動をもたらすと考えている。資産運用業界におけるレバレッジは、レポやセキュリティ・レンディングによる外部からの借り入れによって実現する場合（フィナンシャル・レバレッジ）と、デリバティブなどの金融取引によって実現する場合（エコノミック・レバレッジ）に大別できる。FSOC は 2 つのレバレッジについて、資産運用業界に対してシステミックリスクを誘発する可能性があるか否か意見を募っている。

2. フィナンシャル・レバレッジに関する反論

フィナンシャル・レバレッジ (FL) は、資産運用会社のバランスシートにおけるレバレッジと、運用商品のバランスシートにおけるレバレッジに分類できる。前者の数値が高いということは、当該金融機関のデット・エクイティ・レシオ (DER) が高いことを意味する。過去には、DER が高い金融機関の破綻が、米国金融システムの安定性を脅かしてきた。例えば、破綻直前 (2008 年 3 月末時点) のベアー・スターンズの DER は約 31 倍、破綻の約 1 年前 (2007 年 8 月) のリーマン・ブラザーズの値は約 30 倍と高水準であった¹³。

¹³ ICI, "Notice Seeking Comment on Asset Management Products and Activities", March, 2015.

しかし、フィデリティ等の伝統的な資産運用会社は顧客資産の受託・運用を行っているため、自己のバランスシートを積極的に活用することは少なく、過去の金融危機時においてシステミックリスクを誘発していない。HF できさえも、前述の AIMA の調査によると、最近（2015年3月時点）のバランスシートにおけるレバレッジは2.8倍と前述のベアー・スターンズやリーマン・ブラザーズの数値よりはるかに低水準である。

次に、運用商品のバランスシートにおけるレバレッジであるが、投資家に提供するリスク控除後のリターンの向上を追求するために CIS が外部から資金調達を行う場合がある。しかし、公募ミューチュアル・ファンドは1940年投資会社法の規定により、外部借入を300%に制限されている¹⁴。実際、フィデリティの調査によると、G-SIB のバランスシートにおけるレバレッジの平均値は10.7倍である一方で、1000億ドル超のAUMを有する米国公募ミューチュアル・ファンドの値は1.04倍と低水準である（2013年6月末時点）¹⁵。

3. エコノミック・レバレッジに関する反論

前述の通り、エコノミック・レバレッジとは主にデリバティブ取引によって実現するレバレッジのことであり、代表的な指標は「グロス名目エクスポージャー（gross notional exposure; GNE）」である。GNEとはデリバティブのロング及びショート・ポジションの合計額（グロス値）であり、市場において価格変動リスクにさらされているポジション量（エクスポージャー）の総額である。2011年にコロンビア大学が行った調査によると、2004年12月末から2009年10月末において大手銀行のGNE平均値は14.2倍であった一方で、HFは2.1倍と低水準であった¹⁶。また、OFRの2014年次報告書によると、1300本のヘッジファンドを調査した結果、2012年6月末から2014年3月末においてGNEからネット名目エクスポージャーを除いた値はレラティブ・バリュー戦略¹⁷を除いて約2倍であり、前述のコロンビア大学の調査結果と整合的であった¹⁸。なお、レラティブ・バリュー戦略の当該値は2012年6月末時点で約6倍であったものの、2014年3月末時点で約4倍まで低下しており、前述のG-SIBのバランスシートにおけるレバレッジ平均値10.7倍より低水準であった。

¹⁴ Investment Company Act § 18(f) (1)を参照。

¹⁵ 脚注5を参照。

¹⁶ Columbia University and NBER, “Hedge Fund Leverage”, January, 2011.

¹⁷ レラティブ・バリュー戦略とは、2つの有価証券の一時的な価格の歪みが合理的な価格に収斂する前提のもとに、同時にロングとショートのポジションを取るヘッジファンド戦略である。ロング及びショート・ポジションを取る際、外部借入やデリバティブによるレバレッジを多用するという特徴がある。

¹⁸ OFR, “2014 Annual Report”, December, 2014.

IV オペレーショナル・リスク

1. 米当局の注目点

FSOC は、資産運用業務に関連する金融サービスにおけるオペレーショナル・リスクに着目している。例えば、顧客から受託した資産（もしくは投資口座）を、ある資産運用会社から他の資産運用会社に移管する際にオペレーショナル・リスクが顕在化するのではないかという点である。また、あるカストディ（投資家に代わって有価証券の保管・管理を行う金融機関）やトランスファー・エージェント（投資家に対して口座の記録保持・取引や口座残高の確認書の送付を行う金融機関）が提供するサービスに、資産運用会社が過度に依存しており、当該金融機関の経営動向の影響を受けるのではないかという点である。つまり、資産運用会社に関連する金融サービスは代替可能性が高いかどうか精査しようとしており、万が一、代替可能性が低い場合はオペレーショナル・リスクが米国の金融システムに影響をもたらすのではないかと考えている¹⁹。

2. 米資産運用業界の反論

これに対して米国資産運用業界は、以下の3点から反論している。第一に、主にカストディに関しては、既にプルデンシャル規制下にある JP モルガン、BNY メロン、シティバンク、ステートストリートなどの G-SIB が担う場合が多い。また、通常、資産運用会社は取引関係にあるカストディやトランスファー・エージェントを分散しており、例えばブラックロックは G-SIB を含むカストディ 80 社と契約を締結している²⁰。

第二に、資産運用会社は代替可能性（substitutability）が高い。2014 年 9 月、「債券王」と呼ばれた PIMCO のビル・グロス氏が同社を退社し、当時、世界最大の債券ファンドであったピムコ・トータル・リターン・ファンドは、2014 年 10 月から 2015 年 1 月にかけて 680 億ドルの資金を失った。しかし、流出資金の殆どは他の運用商品に流れ債券市場に影響を及ぼすことはなかった。つまり、資産運用会社は代替可能性が高く、特定の運用者の変更が金融システム全体に影響を及ぼす可能性は低い。

第三に、資産運用業界は合併・買収（M&A）が活発であり、資産運用会社の変更が頻繁に発生している。2014 年上半期は、世界の資産運用業界において 66 件の M&A が公表された。買収額の合計は約 130 億ドルに達し、図表 6 が示す通り買収額 10 億ドル以上の M&A は 3 件であった²¹。また、金融危機時においても資産運用会社の M&A は活発で買

¹⁹ 代替可能性とは当該金融機関が倒産した場合、他の金融機関が同水準の価格及び質で代替的な金融サービスの提供が可能かを指す標である。詳細は、岡田功太「整理を要する米国ノンバンク SIFI の特定と解除を巡る議論」『野村資本市場研究所駐在員レポート（ニューヨーク情報）』No. 15-05（2015 年 8 月 12 日）を参照。

²⁰ 脚注 6 を参照。

²¹ 脚注 5 を参照。

図表 6 買収額 10 億ドル以上の資産運用会社の M&A (2014 年上半期)

	買い手	ターゲット	買収額 (億ドル)
1	TIAA-CREF	Nuveen Investments	62.5
2	London Stock Exchange Group	Frank Russell Company	27
3	Bank of Montreal	F&C Investment Management Plc	12

(出所) フィデリティより野村資本市場研究所作成

収額の合計は 2008 年に 163 億ドル、2009 年に 317 億ドルであり、過去に M&A による運用者変更が米国の金融システム全体の安定性を脅かしたことはない。

V レゾリューション（資産運用会社及び集団投資スキームの破綻・清算）

1. 米当局の注目点

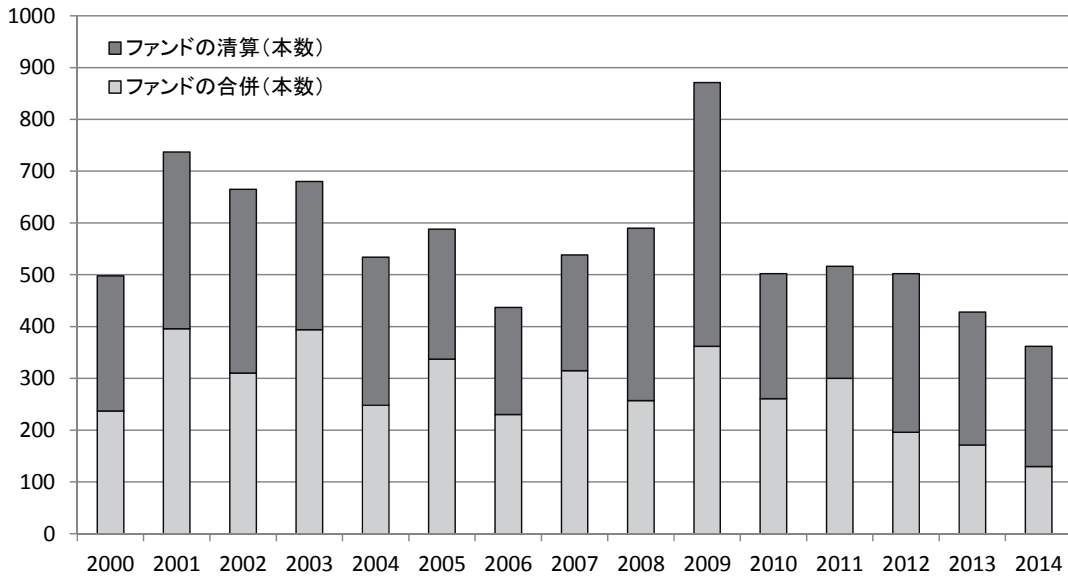
資産運用業界におけるレゾリューションとは、資産運用会社の経営破綻と CIS の破綻・清算のプロセスを指す。そして、FSOC はある CIS が清算することになった場合、その運用を担っている資産運用会社にどのような影響を及ぼすのか、また、米国金融システムにどのような影響を及ぼすのかについて懸念している。さらに、資産運用会社が世界各国に拠点を置き、国際的なオペレーションを展開している場合、破綻処理は複雑化するはずであり、どの程度のレゾルバビリティ（破綻処理の実行可能性）を有しているのかについて注目している。

2. 米資産運用業界の反論

これに対して米国資産運用業界は、以下の 2 点から反論している。第一に、資産運用会社と CIS は法的に別主体であり、さらに顧客資産はカストディが保全していることから両者が破綻や清算を通じて影響を及ぼし合うことはない。また、資産運用会社はあくまでアセット・オーナー（年金基金等の機関投資家）から、運用を行うための代理人として指名されているだけであるため代替可能性が高い。

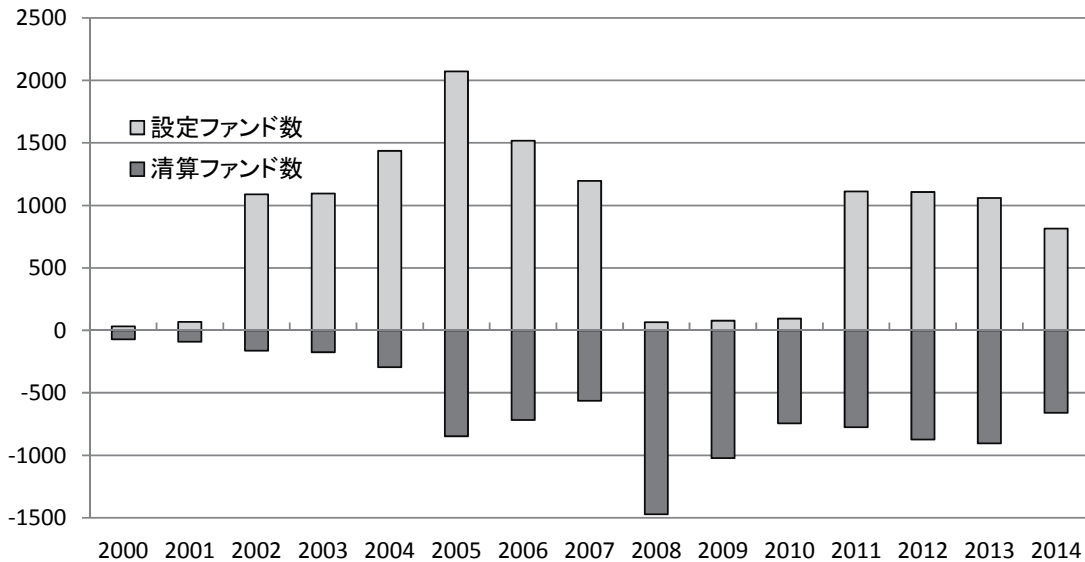
第二に、米国公募ミューチュアル・ファンドは、過去 15 年において年間平均 276 本のファンドが合併し、287 本のファンドが清算しており、当該プロセスは 1940 年投資会社法の規定に沿って行われている（図表 7）。ヘッジファンドについても過去 15 年において年間平均 625 本のファンドが清算している。パフォーマンスが軟調で投資家から資金が流入しないファンドが市場から淘汰されるのは避けがたいことであり、システムックリスクの誘発要因になるとは考えられない（図表 8）。

図表7 過去15年の公募ミューチュアル・ファンドの清算・合併本数



(出所) ICI より野村資本市場研究所作成

図表8 過去15年のヘッジファンドの設定・清算本数



(出所) HFR より野村資本市場研究所作成

VI 今後整理を要する3つの論点

1. 「特定の商品や業務活動」へのフォーカス

現在、FSOCの通達に対する反論を受け、プルデンシャル規制の方向性に関する米国当局間のコンセンサスは醸成されていない。しかし、2015年6月、ダニエル・タルーロ

FRB 理事は「FSOC が米国資産運用業界にプルデンシャル規制を導入する場合、資産運用会社を対象とするのではなく「特定の商品や業務活動」にフォーカスすべきである」と発言した²²。

そして、本稿執筆時点で規制対象の候補として議論されている「特定の商品や業務活動」は、セキュリティーズ・レンディング（SL）である。SL とは資産運用会社など有価証券を多く保有する金融機関が、他の金融機関に有価証券を貸出し、その対価として貸借料を徴収するビジネスである。資産運用会社の中でも、パッシブ運用者が多くの有価証券を保有しているため、ブラックロックやステートストリート及びそのカストディが活発に行っている。

議論の発端は、2014 年 12 月、ニューヨーク連銀のニコラ・セトレリ氏が執筆した論文の公表であった²³。同氏は、資産運用会社が、他の金融機関に提供した有価証券の担保を再投資している点は、まさにバンキング業務と類似しており、それにもかかわらず銀行規制が適用されていないと指摘した。これに対して、2015 年 5 月、ブラックロックは、現金担保は SEC が 2010 年に導入した規則に基づいて安全に運用されていると反論した²⁴。今後、SL が「特定の商品や業務活動」として規制の対象となるのか、SL 以外の資産運用業務や運用商品にも議論が波及するのかが注目される。

2. 米国ノンバンク SIFI 及び国際的な規制動向との整合性

一方で、「特定の商品や業務活動」へのフォーカスではなく、資産運用会社を FRB が米国ノンバンク SIFI に特定する可能性も依然として残されている。ただ、米国ノンバンク SIFI の特定及び解除を巡る議論は混沌としている。2015 年 1 月、メットライフが当該特定プロセスは不透明であるとして、FSOC を提訴した。そして、2015 年 3 月の上院銀行委員会の公聴会において、ジャック・ルー財務長官が米国ノンバンク SIFI の特定解除基準は議論の余地があると認めており、解除基準の明確化が求められている。また、GE キャピタルを除く米国ノンバンク SIFI 特定済み 3 社に適用する規制を明確化する必要がある²⁵。

さらに、資産運用会社に対するプルデンシャル規制は米国だけではなく、世界的に議論されている。2015 年 3 月、金融安定理事会（FSB）および証券監督者国際機構（IOSCO）は、グローバルなシステム上重要なノンバンク金融機関（systemically important non-bank non-insurer financial institutions; NBNI G-SIFIs）の特定を図るために、第二次市中協議文書

²² “Fund managers to escape ‘systemic’ label” Financial Times, July 14th, 2015.

²³ Nicola Cetorelli, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, “Hybrid Intermediaries”, December, 2014.

²⁴ BlackRock, “Securities Lending: The Facts”, May, 2015.

²⁵ GE キャピタルに対しては、FRB は 2015 年 7 月に大手米銀と同等の規制監督を課すことを決定した。米国ノンバンク SIFI4 社のうち、GE キャピタルの資本構造や業務内容が大手米銀と類似していたためにプルデンシャル規制が策定された。

を公表した²⁶。当該文書は、投資ファンドとは別に資産運用会社をそれぞれ NBNI G-SIFIs として特定するデュアル・アプローチを提案し、議論されている最中である。

したがって、米国の資産運用会社を米国ノンバンク SIFI に特定することでプルデンシャル規制を課す場合、米国ノンバンク SIFI 自体の規制の枠組みの精緻化と NBNI G-SIFIs との整合性が必要になる。

3. SEC と FSOC の役割及び関係性

前述の通り、FSOC に対する米国資産運用業界による反論は、既に 1940 年投資会社法に規定されている事項を多用している。つまり、米国資産運用業界に対するプルデンシャル規制は、既存の SEC による規制監督体制によって成り立っている側面がある。実際、フィデリティは「FSOC を構成するメンバーの中で、米国資産運用業界及び資本市場、その規制に最も精通しているのは SEC であり、引き続き SEC が米国資産運用業界の規制監督を主導すべきである。SEC は投信の流動性及び解約、投信によるデリバティブの活用、顧客資産の速やかな移管といった FSOC が挙げる課題の多くに取り組んでいる」と述べている²⁷。

2014 年 12 月、メアリー・ホワイト SEC 委員長は、米国資産運用会社に対するポートフォリオのデータ提供等の規則を強化する方向性を示した²⁸。その際「単にシステムックリスクを特定、モニター、評価するだけでは不十分」であるとして「ポートフォリオ構成の複雑さを増す今日の資産運用業界に対する規制には、より幅広く積極的な施策が必要である」と述べており、プルデンシャル規制を担うことに前向きな姿勢を示している²⁹。今後、米国資産運用業界に対するプルデンシャル規制の対象及び方向性が明確化されるに従って、SEC と FSOC の関係性が整理されていくことが期待される。

²⁶ 詳細は、小立敬・岡田功太「システム上重要なノンバンク金融機関（NBNI G-SIFIs）の特定に関する第2次市中協議」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号参照

²⁷ “Asset managers could face tighter supervision under new plan: SEC” Reuters, December 11th, 2014.

²⁸ SEC, “Enhancing Risk Monitoring and Regulatory Safeguards for the Asset Management Industry”, December, 2014.

²⁹ “SEC Preps Mutual Fund Rules” Wall Street Journal, September 7th, 2014.