

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

小立 敬、岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 金融安定理事会（FSB）および証券監督者国際機構（IOSCO）は2015年3月4日、グローバルな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次市中協議文書を公表した。これは、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）およびグローバルなシステム上重要な保険会社（G-SIIs）に続いて、NBNI G-SIFIs の特定を図る手法を検討するものである。ただし、特定された NBNI G-SIFIs に適用されるプルーデンス措置の検討は進んでおらず、G-SIBs や G-SIIs に比べると取り組みは遅れている。
2. 第2次市中協議文書のポイントは、第1次市中協議文書では NBNI G-SIFIs として、ファイナンス会社、市場仲介業者（証券会社）、投資ファンドが提案されていたが、①ファイナンス会社、市場仲介業者については特定手法が前回と同じでほぼ最終化していること、②投資ファンドを伝統的な投資ファンドとヘッジファンド等の私募ファンドに分け、特に後者に関してはレバレッジに焦点を当てていること、③投資ファンドとは別に資産運用業者を新たに NBNI G-SIFIs に追加しており、資産運用業界については投資ファンドと資産運用業者を別に特定するデュアル・アプローチを提案していることである。
3. 一方、米国ではドッド＝フランク法の下でノンバンク SIFI 規制の議論が進んでいる。米国当局は現在、資産運用業界の意見を踏まえて、資産運用業者の規模というよりは資産運用業に関わる商品や業務活動が金融システムにもたらすリスクに焦点を当てる可能性を示している。そのため、米国の資産運用業界は、資産運用業者をも NBNI G-SIFIs に特定する FSB および IOSCO のデュアル・アプローチの提案に対して反発している。
4. 今後の注目点としては、資産運用業界に係る NBNI G-SIFIs の特定手法として FSB および IOSCO がデュアル・アプローチを採用するのか、あるいは米国での議論を受けて特定手法が変更される可能性があるのかということが挙げられる。さらに、FSB および IOSCO は、特定された NBNI G-SIFIs に適用するプルーデンス措置に関する検討を行っていない。NBNI G-SIFIs のビジネスにどのような影響が出るのかはプルーデンス措置の内容に左右されることになるため、どのような措置が適用されるのか、今後議論を注視する必要がある。

I 第2次市中協議文書の公表

金融安定理事会（FSB）および証券監督者国際機構（IOSCO）は、2015年3月4日に「銀行・保険会社以外のグローバルなシステム上重要な金融機関の特定のための評価手法」と題する第2次市中協議文書を公表した¹。これは、FSBのイニシアティブによって進められているグローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFs）を対象とする政策措置の検討のうち、グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）およびグローバルなシステム上重要な保険会社（G-SIIs）に続いて、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-SIFs）の特定を図るものである。

金融危機以降、金融機関の規模が大きくてつぶせないというトゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（too big to fail）への対応を図る観点から、G20サミットの枠組みの下でFSBのイニシアティブによって、G-SIFsを特定し、より厳格なプルーデンス措置を適用する取り組みが進められている。例えば、G-SIBsには、バーゼルⅢの自己資本比率の上乗せとして1.0～2.5%の資本サーチャージが要求されるほか、破綻時の損失吸収力の確保を図るTLACという新たな規制の導入が検討されている²。また、G-SIIsに関しても追加的な資本賦課の検討が行われている³。G-SIBs、G-SIIsの特定は終わっており、それらに対するより厳格なプルーデンス措置も明らかになりつつある。

一方、NBNI G-SIFsに関しては、2011年のカンヌ・サミットにおいて、G20首脳からFSBに対してNBNI G-SIFsの特定が要請されていたものの、その特定には未だに至っていない。2014年1月によくFSBおよびIOSCOからNBNI G-SIFsの特定手法に関する第1次市中協議文書が公表された。今般の第2次市中協議文書は、第1次市中協議文書に対するパブリック・コメントを踏まえて策定・公表されたものである⁴。特定されたNBNI G-SIFsに対する政策措置の検討の方は進んでおらず、G-SIBsやG-SIIsに比べると取り組みは遅れている。

FSBおよびIOSCOが公表した第2次市中協議文書のポイントは、以下のとおり。

- 第1次市中協議文書はNBNI G-SIFsの対象セクターとして、①ファイナンス会社（finance company）、②市場仲介業者（証券会社）（market intermediary (securities broker-dealer)）、③投資ファンド（investment fund）の特定手法を提案。一方、第2次市中協議文書では、ファイナンス会社、市場仲介業者の特定手法については第1次

¹ FSB, and IOSCO, “Assessment Methodologies for Identifying Non-Bank Non-Insurer Global Systemically Important Financial Institutions: Proposed High-Level Framework and Specific Methodologies,” Consultative Document (2nd), 4 March 2015 (<http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/2nd-Con-Doc-on-NBNI-G-SIFI-methodologies.pdf>).

² 小立敬「トゥー・ビッグ・トゥ・フェイルの終焉を図る TLAC—FSBによる新たな G-SIB 規制の概要—」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号を参照。

³ 井上武「保険会社に対する国際的な資本規制の整備の進展」『野村資本市場クォーターリー』2015年冬号（ウェブサイト版）を参照。

⁴ 第1次市中協議文書の概要に関しては、小立敬「システム上重要なノンバンク金融機関の特定に関する FSB および IOSCO の提案」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号（ウェブサイト版）を参照。

市中協議文書と同じ

- 第2次市中協議文書は、投資ファンドを伝統的な投資ファンド (traditional investment fund) とヘッジファンド等の私募ファンド (private fund) に区分して特定することとしており、特に私募ファンドについてはレバレッジのかかったレバレッジド・ファンドに焦点
- 第2次市中協議文書は、投資ファンドとは別に資産運用業者 (asset manager) の特定手法を追加しており、資産運用業界に関しては、投資ファンドと資産運用業者をそれぞれ NBNI G-SIFs として特定するデュアル・アプローチを提案

FSB および IOSCO は、第2次市中協議を経て 2015 年末までに NBNI G-SIFs の特定手法を最終化させるとしている⁵ (フェーズ 1)。特定手法の最終化の後、FSB、IOSCO、その他の関係する基準設定者とともに、NBNI G-SIFs がもたらすシステム・リスクやモラルハザードの回避に必要な政策措置の検討が開始される (フェーズ 2)。つまり、NBNI G-SIFs に特定されると、規制対象金融機関でなくても金融当局によって何らかのプルーデンス規制が課せられることになる。そして、NBNI G-SIFs に対する政策措置の決定の後、FSB と IOSCO は各国当局による NBNI G-SIFs の評価プロセスを監視する国際監視グループ (International Oversight Group; IOC) を設置し、NBNI G-SIFs の決定プロセスを開始する方針を述べている (フェーズ 3)。

以下では、第2次市中協議文書について、第1次市中協議文書から特定手法が変更された投資ファンドおよび新たに追加された資産運用業者の特定手法に焦点を当てて整理する⁶。

II NBNI G-SIFs の特定手法の全体像

NBNI G-SIFs の特定に当たっては、G-SIBs や G-SIFs と同様に、①規模 (size)、②相互連関性 (interconnectedness)、③代替可能性 (substitutability)、④複雑性 (complexity)、⑤グローバル業務 (法域をまたがる業務) (global activity (cross-jurisdictional activity)) をシステム上の重要性を測る指標とする一方、ノンバンク金融エンティティは多様な法的形態やビジネス・モデル、リスク・プロファイルを有することから、G-SIBs や G-SIFs とは異なり、それらの指標についてはセクターやエンティティの種別で異なる個別指標が設定されている。

また、ノンバンク金融エンティティは規制対象金融機関とは異なり、システム上の重要性の評価に必要なデータの入手が難しく、また国によっては情報共有に関する守秘義務の問題を生じるおそれがあることから、バーゼル委員会や保険監督者国際機構 (IAIS) が主

⁵ 市中協議の期限は 2015 年 5 月 29 日に設定されている。

⁶ ファイナンス会社 (リース会社、オートローンのファイナンス会社を含む) や市場仲介業者 (証券会社) の特定手法、さらに、NBNI G-SIFs の特定のための評価プロセスに関しては、第1次市中協議文書と同じであるため、本稿では割愛する。それらの内容については前掲注 4 を参照。

体となって特定を図る G-SIBs、G-SIIs とは異なり、NBNI G-SIFs の特定は母国当局による分析やその監督上の判断に主に依拠することとなる。ただし、法域間やセクター間のアービトラージを回避するため、前述のとおり、母国当局による評価プロセスは IOG によって監視される。

NBNI G-SIFs の対象となるセクターやエンティティとしては、第1次市中協議文書で示された①ファイナンス会社、②市場仲介業者（証券会社）、③投資ファンドに加えて、第2次市中協議文書では、④資産運用業者が新たに追加されている。第2次市中協議文書は、ファイナンス会社および市場仲介業者については特定手法が最終化に近い（near-final）ものであることを述べており、第2次市中協議の狙いは、投資ファンドと資産運用業者の特定手法の最終化にあることが分かる。

NBNI G-SIFs の特定に関しては、G-SIBs や G-SIIs と同様、規模に関する重要性基準が設けられている。重要性基準は、NBNI G-SIFs の特定の要否を判断するために詳細な分析が行われるノンバンク金融エンティティを絞り込むための閾値であり、それはセクターごとに定められている。具体的には以下のとおり。

- ファイナンス会社、市場仲介業者（証券会社）： バランスシートの総資産の規模が1,000億ドル
- 私募ファンド（例えば、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ）： レバレッジを反映するグロスの想定エクスポージャー（gross notional exposure; GNE）が4,000億ドル
- 伝統的な投資ファンド（私募ファンド以外の投資ファンド）： ①純資産価値（net asset value; NAV）が300億ドルかつNAVに対するレバレッジが3倍で、規模に関する補完的な基準としてネットの運用資産（asset under management; AUM）が1,000億ドル、または②投資ファンドが市場で優越的なプレーヤーでない場合はグロス AUM が2,000億ドル
- 資産運用業者： ①バランスシートの総資産の一定値（例えば、1,000億ドル）、または／および②AUMの一定値（例えば、1兆ドル）を検討

ファイナンス会社、市場仲介業者、投資ファンド、資産運用業者の重要性基準と個別指標については、図表1のとおりである。ファイナンス会社と市場仲介業者の個別指標は、第1次市中協議文書からほぼ変更はない。なお、G-SIBs や G-SIIs の特定手法が適用されないその他のノンバンク金融エンティティについてもバランスシートの総資産が1,000億ドルを超える場合、NBNI G-SIFs に特定される可能性がある。ただし、国際開発銀行や各国輸出入銀行を含む公的金融機関、ソブリン・ウェルス・ファンド（SWF）、年金基金は、NBNI G-SIFs の対象には含まれない⁷。

⁷ 公的金融機関および SWF については、政府が所有していたり完全な政府保証があること、年金基金に関しては、長期投資の観点からグローバルな金融システムや経済に与えるリスクが小さいことを NBNI G-SIFs の対象から外す理由として挙げている。また、年金基金については、資産運用業者との契約やファンドの利用を通じて間接的にカバーされる点も指摘している。

図表1 ノンバンク金融エンティティの各セクターにおける重要性の個別指標

		ファイナンス会社	市場仲介業者 (証券会社)	投資ファンド	資産運用業者
重要性基準		● バランスシート総資産1,000億ドル	● バランスシート総資産1,000億ドル	● ネット運用資産(AUM)1,000億ドルのうち純資産価値(NAV)300億ドルかつレバレッジ3倍、または優越的プレーヤーでなければグロスAUM 2,000億ドル ● 私募ファンドの場合、グロス想定エクスポージャー(GNE)が4,000億ドル	● 資産運用業者のバランスシート総資産1,000億ドル、ネットAUM1兆ドルという選択肢を検討
個別指標	規模	①グローバルの連結バランスシート総資産 ②グローバルの連結オフバランス総エクスポージャー	①グローバルの連結バランスシート総資産 ②グローバルの連結オフバランス総エクスポージャー ③顧客資産残高	①ファンドのネット運用資産(AUMまたはNAV) ②私募ファンドで適用可能な場合: 代替的な指標としてのGNE	①ネット運用資産(AUM) ②バランスシートの資産
	相互連関性	①金融システム内の資産 ②金融システム内の負債 ③種類別の借入 ④レバレッジ比率	①金融システム内の資産 ②金融システム内の負債 ③レバレッジ比率 ④短期債務比率 ⑤OTCデリバティブの資産・負債 ⑥清算機関またはCCPから要求されるマージンの額	①投資ファンドのバランスシートにおける財務レバレッジ ②投資ファンドのレバレッジ比率 ③投資ファンドのNAVに対するGNEの比率 ④投資ファンドが差入れている担保のNAVに対する比率 ⑤投資ファンドに対するカウンターパーティ信用エクスポージャー ⑥G-SIFIsに対する金融システム内の債務 ⑦ファンドの投資家の性質	①レバレッジ比率 ②保証およびその他のオフバランス・エクスポージャー
	代替可能性	①代替可能性に関する定性的評価: 多様なファイナンス市場における当該会社の市場シェア、他のファンディング・プロバイダーの代替可能性の程度を考慮	①(重大な機能またはサービスに関する)市場仲介業者の市場依存度に関する定性的評価 ②市場シェア: (a)国内取引所の日次の市場取引量、(b)(可能であれば)グローバル市場における証券の取引量(株式、債券、先物を含む)によって計測	①ファンドの特定の資産クラスの日次取引量と同一市場セグメントの全体的な日次取引量の比較 ②特定の資産クラスごとのファンドの保有額と同一資産クラス全体の日次取引量との比較 ③ファンドのNAVと運用する資産の市場規模との比較	①代替可能性の評価: 資産運用業者としての収入と資産運用関連ビジネスに係る総収入の比率 ②市場シェア: 特定の戦略に基づく資産運用業者のAUMとすべての資産運用業者の同一戦略に基づいて投資するAUMの比率
	複雑性	①OTCデリバティブの想定元本 ②破綻処理時の困難性 ③非流動資産の額	①ストラクチャーの複雑性: 連結対象のリーガル・エンティティ数で計測 ②オペレーション上の複雑性: 非流動資産によって計測	①ファンドの総取引量に占める非集中清算デリバティブの取引量の比率 ②カウンターパーティが差入れた担保をファンドが再担保する比率 ③投資ファンドの高頻度取引(HFT)戦略を利用するポートフォリオの割合 ④投資ファンドの流動性プロフィール ⑤レバレッジド・ファンドの場合、GNEに対する担保等で拘束されていない現金の比率 ⑥投資ファンドのNAVに対する担保等で拘束されていない現金の比率 ⑦非流動資産の額	①組織ストラクチャーの影響 ②破綻処理時の困難性
	法域をまたがるプレゼンス	①法域をまたがる債権等の規模 ②法域をまたがる債務の規模 ③業務を行う法域の数 ④外国法域の資産または収入	①市場仲介業者その関係会社がオペレーションを行う法域の数 ②法域をまたがる債権等および債務	①ファンドが投資している法域の数 ②ファンドが販売/上場されている法域の数 ③ファンドがカウンターパーティを有する法域の数	①資産運用業者がプレゼンスを有する法域の数

(注) 斜字部分は第1次市中協議文書からの変更点を表している。
(出所) 第2次市中協議文書より野村資本市場研究所作成(本文を踏まえて一部修正)

III 投資ファンド、資産運用業者の特定に関する提案

1. 資産運用業界に対するアプローチ

資産運用業界に関する NBNI G-SIFIs の特定に関しては、第1次市中協議文書では、①個々のファンドを NBNI G-SIFIs として特定する場合に加えて、②同一または類似の投資戦略に従うファンド・ファミリーを特定する場合、③資産運用業者を単体ベースで特定する場合、④資産運用業者とそのファンドを集計して特定する場合という4つの方法が想定されていた。

FSB および IOSCO は、第1次市中協議のパブリック・コメントでは、個々のファンドを NBNI G-SIFs に特定する方法に支持が得られたとする。その一方で、FSB および IOSCO は、資産運用業界の特定のエンティティがグローバルな金融システムに与えるシステミック・リスクを包括的に分析する必要性を唱えており、その結果、第2次市中協議文書では、個々の投資ファンドを NBNI G-SIFs として特定することに加えて、資産運用業者（または投資アドバイザー）を NBNI G-SIFs に特定するための手法が提案されている。

したがって、この新たに提案されたデュアル・アプローチの下では、投資ファンドと資産運用業者とは別々に NBNI G-SIFs の特定手法が適用される。第2次市中協議文書は、資産運用業者が NBNI G-SIFs に特定されなくても資産運用業者が運用するファンドが NBNI G-SIFs として特定されたり、逆に、資産運用業者が運用するファンドが NBNI G-SIFs に特定されなくても資産運用業者が NBNI G-SIFs に特定される場合があるとしている。

一方、FSB および IOSCO は、業界全体に及ぶ規制の変更も含めて資産運用に係る業務や商品から生じる金融の安定への潜在的なリスクに対処する政策ツールは多様であることを認識している。デュアル・アプローチは資産運用セクターで共通に行われる業務として投資ファンドや資産運用業者が与える潜在的な金融の安定に対するリスクに焦点を当てるものではないとしており、NBNI G-SIFs への特定がより適切なツールであるエンティティ（投資ファンド、資産運用業者）のストレスや破綻が金融システムに与える影響を評価するために個々のエンティティに焦点を当てるものであることを述べている。

2. 投資ファンドの特定手法

1) 投資ファンドの定義

第2次市中協議文書は、オープンエンドおよびクローズドエンドで承認・登録される集団投資スキームであると投資ファンドを定義している。また、個々の投資ファンドがグローバルにシステム上重要かどうかを評価する特定手法は多様なファンドを対象に適用され、ミューチュアル・ファンド（投資信託）や MMF、ETF 等の公募ファンドから、ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド、ベンチャー・キャピタル・ファンドを含む私募ファンドも対象となる。

2) 重要性基準

投資ファンドの重要性基準は、第1次市中協議文書ではネット AUM が 1,000 億ドルの水準に設定され、さらにヘッジファンドについては AUM に代わる代替的な重要性基準として GNE が 4,000～6,000 億ドルという範囲が示されていた。一方、第1次市中協議文書に対するパブリック・コメントでは、より高いレバレッジは借入を通じてより大きな相互連関性をもたらすとの意見が寄せられた。そこで、FSB および IOSCO は、投資ファンドがグローバルな金融システムにリスクをもたらす主たる要因はレバレッジであるとの認識の下、第2次市中協議文書においては、ヘッジファン

ドを含む投資ファンドの特定を図るプロセスの中で、レバレッジにより焦点を当てるように修正を図っている。

第2次市中協議文書は、ヘッジファンドやプライベート・エクイティを含む私募ファンドの重要性基準については、レバレッジを反映するものとして GNE が 4,000 億ドルという水準を提示している。その上で私募ファンドの特定手法については、高度なレバレッジド・ファンド (highly leveraged fund) に主な焦点を当てるとしており、GNE が 4,000 億ドル以上の水準を満たすすべての私募ファンドは、NBNI G-SIFIs に特定されるまでに、さらに個別指標においてレバレッジを含めてシステム上の重要性に関する評価が行われることになる。

一方、私募ファンド以外の伝統的な投資ファンドの特定手法としては、2つのオプションが検討されている。1つの手法は、NAV が 300 億ドルかつ NAV に対するバランスシート上のレバレッジが 3 倍という基準であり、さらに当該基準には、規模のバックストップ基準としてネット AUM が 1,000 億ドルという水準が示されている。

もう1つの手法としては、投資ファンドが市場において優越的なプレーヤーではないことを証明できる場合には、そのグロス AUM が 2,000 億ドルという基準である。第2次市中協議文書は、優越的なプレーヤーではないことを証明する基準として、運用するアセット・クラスの日次取引量に対するファンドの取引量で表される代替率 (substitutability ratio) が 0.5%未満、または市場のストレス・シナリオの下、ファンドのネット AUM が運用するアセット・クラスの日次取引量で容易に吸収できる程度を表す投売率 (fire sale ratio) が 5%未満であることが例として挙げられている。

3) 個別指標

重要性基準を満たす投資ファンドについては、母国当局が規模、相互関連性、代替可能性、複雑性、グローバル業務というシステム上の重要性に関してさらに詳細な分析を行うこととなるが、第2次市中協議文書は、投資ファンドに関する具体的な個別指標として図表2を定めている。

3. 資産運用業者の特定手法

1) 資産運用業者の定義

第2次市中協議文書は、NBNI G-SIFIs の対象として新たに追加する資産運用業者については、一般に個人口座および／または投資ファンドを通じて顧客資産をマネージする金融エンティティであると定義しており、投資アドバイザーもその範疇に含めている。また、資産運用業者のコアな機能として、特定の投資マנדートまたは投資ファンドの目論見書に明記した投資戦略に従って、他人のためにエージェントとして資産をマネージすることを挙げており、資産運用業者は顧客が投資のリスクを理解するため、顧客との間で合意した投資ガイドラインまたは投資戦略に従わなければならない

図表2 投資ファンドに関する個別指標

規模		
指標1-1	ファンドのネット運用資産(AUMまたはNAV)	ネットAUMはAUMから債務を控除したものであり、より一般的にはNAVを表す
指標1-2	ヘッジ・ファンドの場合で、適用可能であれば代替指標としてのグロス想定エクスポージャー(GNE)	ネットAUMはレバレッジが反映されないことから、投資戦略として一般にレバレッジを利用するヘッジファンドに関しては、ロング・ポジションとショート・ポジションを合計し、デリバティブは想定元本で計測するGNEを利用
相互連関性		
指標2-1	投資ファンドのバランスシートの財務レバレッジ	現金または証券の借入を通じたレバレッジを捕捉するものであり、デリバティブの利用から生じるエクスポージャーは計測しない
指標2-2	投資ファンドのレバレッジ比率	バランスシートの総資産の市場価値をNAVで除した値、または総借入とNAVの合計額をNAVで除した値
指標2-3	投資ファンドのNAVに対するGNEの比率	投資ファンドが利用しているレバレッジの程度を計測
指標2-4	投資ファンドが差入れる担保のNAVに対する比率	マージンのエクイティ比率を計測し、投資ファンドの清算または重大なストレスの可能性とその影響を把握
指標2-5	投資ファンドに対するカウンターパーティ信用エクスポージャー	投資ファンドが直ちに清算される場合に金融システムにおいて発生する損失の程度を把握
指標2-6	G-SIFsに対する金融システム内の債務	投資ファンドに対するネットのカレント信用エクスポージャーの合計額。G-SIFsとの間の相互連関性の程度を把握
指標2-7	ファンドの投資家の性質	機関投資家が当該ファンドに巨額の投資をしているかどうか、投資家がシステム上重要性を有する銀行、保険会社、主要企業で構成されているかどうかを把握することで、システムリスクの伝達チャネルとなるかどうかを把握
代替可能性		
指標3-1	ファンドの特定の資産クラスの日次取引量と同一市場セグメント全体の日次取引量の比較	一定の資産クラス、市場セグメントにおいてファンドのトレーディングが代替可能かを把握
指標3-2	特定の資産クラスのファンドの保有額と同一資産クラスの全体的な日次取引量の比較	投資ファンドから生じる売りの潜在的な影響を把握
指標3-3	ファンドのNAVと運用する資産の市場規模の比較	市場規模と比較して高い投資割合となる資産を投資ファンドが保有しているかを把握
複雑性		
指標4-1	ファンドの総取引量に占める非集中清算デリバティブの取引量の比率	非集中清算デリバティブの取引が多いファンドは高いカウンターパーティリスクを内包
指標4-2	カウンターパーティが差入れた担保をファンドが再担保する比率	カウンターパーティからの差入担保を再利用する比率が高いファンドは、担保が容易に返却できない場合により高いリスクを内包
指標4-3	投資ファンドの高頻度取引(HFT)戦略を利用するポートフォリオの割合	HFTは市場リスクをもたらす、自動執行プログラムとアルゴリズム取引戦略は直ちに流動性に影響を与え、市場の秩序を混乱するという認識
指標4-4	投資ファンドの流動性プロファイル	投資ファンドの流動性と投資家に供する流動性との比率または差を計測
指標4-5	レバレッジド・ファンドの場合、GNEに対する担保等で拘束されていない現金の比率	大きくレバレッジをかけたポジションまたは大きなデリバティブ・ポートフォリオを含む投資戦略を有するファンドには適切な基準であり、ストレス時における償還またはマージン・コールに対応する流動性バッファを把握
指標4-6	投資ファンドのNAVに対する担保等で拘束されていない現金の比率	損失吸収力に関する投資ファンドの流動性リスクを把握
指標4-7	非流動資産の額	非流動資産の額としてレベル2資産、レベル3資産を考慮
法域をまたがる業務(グローバル業務)		
指標5-1	ファンドが投資している法域の数	グローバルに投資を行っているファンドはグローバルにより大きな影響
指標5-2	ファンドが販売/上場されている法域の数	グローバルに販売/上場されているファンドはグローバルにより大きな影響
指標5-3	ファンドがカウンターパーティを有する法域の数	カウンターパーティの地理的分散を把握

(出所) 第2次市中協議文書より野村資本市場研究所作成

ないとする。さらに、個人、機関投資家という多様な顧客のためにアクティブ・ファンドやパッシブ・ファンドに投資し、資産保有のために一般にサードパーティであるカストディアンを利用することなど、資産運用業者の定義として一般的な説明が行われている。

2) 重要性基準

投資運用業者についても NBNI G-SIFs の特定のためにより詳細な分析を行う対象を絞り込むための重要性基準が定められている。FSB および IOSCO は、資産運用業者レベルで生じるリスクが金融システムに及ぶリスクがどの程度であるかを測定する

ものとして資産運用業者の重要性基準を捉えたと、エージェントとしてではなく自己勘定業務に関わるものであると述べている。その一方で FSB および IOSCO は、資産運用業者レベルで生じる特定のリスクは自らがマネージする投資ファンドを通じて拡大されることがあることから、そうした場合には AUM が重要性基準として適切であるとしている。

そのような認識の下、第 2 次市中協議文書は以下のとおり、バランスシートの総資産と AUM という 2 つの重要性基準を提案しており、それらの具体的な水準の決定に関しては、第 2 次市中協議のプロセスを経て特定手法の最終化の前に水準調整が行われる。

- バランスシートの総資産： 伝統的に資産運用業者のバランスシートは顧客資産をマネージするものであることから相対的に小さい。したがって、大規模なバランスシートを有する資産運用業者では重大な非資産運用業務が行われている可能性があることを踏まえて、ファイナンス会社や市場仲介業者の重要性基準と平仄を合わせて、バランスシートの総資産として 1,000 億ドルの水準にすることを検討
- AUM： より大きな額の AUM を有する資産運用業者は、自らがマネージする資産を通じてリスクが拡大する場合、例えば、レピュテーション・リスクといった特定のチャンネルを通じて、グローバル市場により大きなシステム・リスクをもたらす可能性がある。一方、その他のチャンネルに関しては AUM は必ずしも有効な指標ではない。こうした点を考慮しながら、AUM の水準として例えば 1 兆ドルの水準を検討

第 2 次市中協議文書は、AUM を重要性基準に選んだ理由としてレピュテーション・リスクを挙げているが、資産運用業者のレピュテーション・リスクあるいはオペレーション・リスクを通じて市場にストレスがもたらされる例として、訴訟や鍵となる個人の退職、内部プロセスや内部システムの欠陥といったオペレーション上の問題によって資産運用業者が重大なストレスに陥る可能性を念頭に置いている。

3) 個別指標

重要性基準を満たす資産運用業者については、規模、相互関連性、代替可能性、複雑性、グローバル業務に照らして、母国当局がシステム上の重要性に関して詳細な分析を行うことになる。その際の個別指標として、第 2 次市中協議文書は図表 3 を定めている。

図表3 資産運用業者に関する個別指標

規模		
指標1-1	ネット運用資産(AUM)	レピュテーション・リスク(またはオペレーショナル・リスク)のチャネルを通じてグローバル金融システムに影響をもたらす可能性
指標1-2	バランスシートの資産	資産運用業者は一般にバランスシートの規模は小さいことから、通常よりも相当程度大きい資産を有する資産運用業者では資産運用業以外の業務が行われている可能性
相互関連性		
指標2-1	レバレッジ比率	株主資本をオンバランスの資産とオフバランス・エクスポージャーの合計額で除した値
指標2-2	保証およびその他のオフバランス・エクスポージャー	資産運用業者は投資助言とポートフォリオ・マネジメントに焦点を置いているが、他の市場参加者に保証等を与えている場合はオフバランス・エクスポージャーが発生
代替可能性		
指標3-1	代替可能性の評価: 資産運用業としての収入と資産運用関連ビジネスに係る総収入の比率	資産運用業者が代替が困難なファンド・マネジメント以外のビジネスを主として行っている場合の状況の把握
指標3-2	市場シェアの評価: 特定の戦略に基づく資産運用業者のAUMとすべての資産運用業者の同一戦略に基づいて投資するAUMの比率	資産運用業者がグローバル市場において優越的な市場参加者に対してサービスをより提供していれば、そのストレスや破綻がグローバルな経済活動をより阻害する可能性が高まる
複雑性		
指標4-1	組織ストラクチャーの影響	資産運用業者がストレスの状況に陥ったり、破綻した場合、その子会社や関係会社を通じて、組織ストラクチャーに起因してグローバルな金融システムに影響が発生
指標4-2	破綻処理時の困難性	契約を他の資産運用業者に容易に承継できるかといったレゾルバビリティに関する定性的な評価
法域をまたがる業務(グローバル業務)		
指標5-1	資産運用業者がプレゼンスを有する法域の数	資産運用業者のクロスボーダーの業務が多いほどそのストレスや破綻がグローバルに影響する可能性が高まる

(出所) 第2次市中協議文書より野村資本市場研究所作成

IV 資産運用業界の SIFIs の扱いに関する米国の議論

1. 米国における議論

FSB および IOSCO から公表された第2次市中協議文書のポイントは、第一に、私募ファンドについてはレバレッジド・ファンドに焦点を当てること、第二に、投資ファンドとは別に資産運用業者をそれぞれ NBNI G-SIFIs に特定するデュアル・アプローチを採用したことであった。こうした方針は、米国の資産運用業界に対する規制のあり方に関する議論に影響を受けているものと考えられる。

米国では、資産運用業界を対象とするシステムック・リスクの抑制を図る規制として、シャドバンキング規制とノンバンク SIFI 規制の2つの枠組みの具体化が進められている⁸。シャドバンキング規制における顕著な進展は、2014年7月に証券取引委員会 (SEC) が公表した米国の MMF に関する最終規則である。これにより、MMF が潜在的に内包するシステムック・リスク抑制策として、機関投資家向けプライム MMF を対象に変動 NAV を採用することが要求され、個人投資家向けを含むプライム MMF には流動性

⁸ ドッド=フランク法は米国の SIFI 規制として、連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に加えて、金融安定監督カウンスルが認定するノンバンク金融会社に対して、FRB によってより厳格なブルーデンス規制を課すことを定めている。

手数料および解約制限が導入されることが決定した⁹。

一方、ノンバンク SIFI 規制に関しては、近年、保険会社と資産運用業者のノンバンク SIFIs への特定および特定プロセスの明確化の議論が活発化している。資産運用業界に関しては、2013 年 9 月に米国財務省の金融調査局（OFR）が公表した資産運用業者のシステムミック・リスクに関する報告書が議論の口火を切った¹⁰。OFR の報告書は、資産運用業者が米国金融システムにどのような経路でシステムミック・リスクをもたらすかを検討したものであり、米国当局が資産運用業界をマクロプルーデンスの観点から分析した最初のペーパーである。

しかし、OFR 報告書には多くの反対意見が寄せられた。その中でも特に目立つのは、資産運用業者の事業はあくまでも最終投資家のエージェントとして投資行動を行っているにすぎず、その結果として、資産運用業者のバランスシートは銀行に比べてはるかに小規模であること、米国のミューチュアル・ファンドは毎年一定程度は清算もしくは合併しており、それがシステムミック・リスクを誘発したことはなく、1940 年投資会社法の下で高い規律をもって行われていることなどの意見であった¹¹。

金融安定監督カウンスル（FSOC）は反対意見を受けて 2014 年 7 月に会合を持ち、米国の資産運用業界が金融の安定に及ぼす可能性があるリスクについて議論を行った。その結果、資産運用業者が提供する商品やその業務活動により焦点を当てて分析を行う可能性に言及している¹²。つまり、米国当局はドット=フランク法の下で資産運用業者をノンバンク SIFIs に認定することを検討してきたが、商品や業務活動がもたらすリスクを重視する可能性を示唆したものである。

このような規制の方向性の転換を資産運用業界は歓迎している。業界最大手のブラックロックは SIFI 認定を回避するため、資産運用業者が金融システムにもたらすリスクは銀行とは異なるとし、金融システムに対するリスク低減を目指すには、当局は規模を重視するのではなく、商品に対して基準を定めるべきだと主張してきた¹³。米国当局が方向転換を示唆したことは、ブラックロックをはじめとする資産運用業者による当局への働きかけが功を奏した結果でもある。

さらに、FSOC は 2014 年 12 月、資産運用業者の商品や業務活動に関する市中協議文書

⁹ プライム MMF とは「ガバメント MMF 以外の MMF」のことであり、主に民間の金融機関が発行する短期金融商品で運用する MMF を指す。なお、ガバメント MMF は、現金、国債、国債を担保とするレポ等にポートフォリオの 99.5%以上を出資している MMF である。流動性手数料とは、MMF が保有する資産の流動性が、ある一定水準以下になった場合、投資家の解約を抑止するために解約額に対して追加的に課す手数料のことを指す。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（ウェブサイト版）参照。

¹⁰ Office of Financial Research, “Asset Management and Financial Stability,” September 2013.

¹¹ ICI によると、2004 年から 2013 年の 10 年間に於いて、米国のミューチュアル・ファンドの清算ファンド数の平均値は 281.9 本で、合併ファンド数の平均値は 267.2 本であり、毎年一定数存在する。

¹² Financial Stability Oversight Council meeting July 31, 2014.

¹³ さらに、ブラックロックのローレンス・フィンク CEO は、リスクの高い具体的な商品としてレバレッジド ETF を挙げ、当該商品は商品構造上の問題があり、資産運用業界全体に大きな打撃を及ぼす可能性があると言及している。詳細は、岡田功太「米国資産運用業界がもたらすシステムミック・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（ウェブサイト版）参照。

を公表し、業界関係者の意見を募集することを明らかにした¹⁴。FSOC の市中協議文書は、第一に、流動性および解約のインセンティブ構造について意見を求めている。金融危機の際は投資家はなるべく早期にファンドを解約し現金化する方が経済合理的である。解約に関わるコストは既存投資家が負担することになるため投資家は先を争うように解約に走り、投資家からの解約請求に対してポートフォリオの流動性が応えられないと流動性リスクが顕在化することになる。

第二に、レバレッジの問題を挙げている。ファンドが様々なタイプのレバレッジを活用することで、金融危機時に資産価格の下落にどの程度寄与しているのか、どの様なカウンターパーティーに影響を及ぼすのかについて意見を求めている。第三に、オペレーショナル・リスクを挙げている。例えば、複数の資産運用業者がカストディなど同じサービス・プロバイダーを利用している場合にどの様な潜在的なリスクを内包しているかという論点が立てられている。そして、第四に、破綻処理の問題が挙げられている。具体的には、資産運用業者は、銀行と異なり、バランスシートは小規模ではあるものの、デリバティブ取引やレバレッジなどによって無数のカウンターパーティーが存在することから、資産運用業者が破綻した時にどの様な副作用が発生するのかについて意見を募っている。

2. 米国と FSB および IOSCO の議論の対比

FSB および IOSCO の第2次市中協議文書がレバレッジド・ファンドに焦点を当てている理由は、FSOC が明らかにした市中協議文書で示された問題意識と同じく、投資ファンドのレバレッジが金融の安定にとってリスクになるということである。この点に関しては、ジャネット・イエレン連邦準備制度理事会 (FRB) 議長も言及しているところである¹⁵。

一方、米国では、資産運用業界に対する規制として、資産運用業者を規制対象とするのか、それとも資産運用に係る商品や業務活動を規制対象とするのかについて検討が行われているところであり、米国当局としては、資産運用業者の AUM の規模ではなく、商品や業務活動がもたらすリスクを重視する可能性を示唆していた。こうした米国の検討を前にして、FSB および IOSCO は、投資ファンドに加えて、資産運用業者の規模にも着目してそれぞれを別々に NBNI G-SIFIs に特定するデュアル・アプローチを打ち出した。米国の投資ファンドの業界団体である ICI は、デュアル・アプローチは「巨大な後退の一步 (giant step backward)」であるとの批判を加えており、経済活動に対するファイナンスにリスクをもたらすと警鐘を鳴らしている¹⁶。

¹⁴ Financial Stability Oversight Council, “Notive Seeking Comment on Asset Management Products and Activities,” December 2014.

¹⁵ “Top U.S. Regulators to Seek Input on Asset Management and its Risks,” *Wall Street Journal*, 18 December 2014.

¹⁶ “Sifi Rules Set to Net More Asset Managers,” *Financial Times*, 15 March 2015.

V 今後の注目点

FSB および IOSCO は今後、第 2 次市中協議を経て 2015 年末までに NBNI G-SIFIs の特定手法を最終化する予定である。ファイナンス会社および市場仲介者に関しては、ほぼ特定手法の最終化は終わっている。そのため、今後、注目される点は、資産運用業界における NBNI G-SIFIs の特定手法が、FSB および IOSCO が新たに提案する投資ファンドと資産運用業者の双方を特定するデュアル・アプローチになるのか、あるいは、資産運用業者の AUM の規模ではなく商品や業務活動から生じるリスクに焦点を当てる米国の議論の影響を受けて特定手法が変更されるかということである。2015 年末までの NBNI G-SIFIs の特定手法の最終化という期限を考えるとデュアル・アプローチが採用される可能性があるが、今後、米国で行われている議論が FSB および IOSCO の検討にどのように影響していくのかという点に留意すべきであろう。

また、FSB および IOSCO は、特定された NBNI G-SIFIs に対して適用されるブルーデンス措置に関する検討を明示的には行っておらず、特定された NBNI G-SIFIs のビジネスにどのような影響が出るのかは、ブルーデンス措置の内容に左右されることになる。この点については、米国でもドッド＝フランク法の下でノンバンク SIFIs に特定された資産運用業者あるいは投資ファンドに対してどのような規制が課せられるかは明確ではない¹⁷。今後の注目点として、NBNI G-SIFIs の特定手法の最終化に加えて、特定された NBNI G-SIFIs に対してどのようなブルーデンス措置が課せられるのかについても重大な関心をもって議論を注視していく必要があるだろう。

¹⁷ FRB は 2014 年 11 月、ノンバンクである GE キャピタルについては厳格なブルーデンス規制として、連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社（銀行 SIFIs）と同様の規制を適用することを提案している。