

みずほレポート

2013年8月15日

シャドーバンキング規制の 国際的動向

- ◆シャドーバンキングとは、通常の銀行システムの外で行われる信用仲介をいい、近年その役割は増している。
- ◆金融危機後の規制改革は、これまでバーゼルⅢを始めとする銀行部門の改革を中心に進められてきたが、規制回避の抜け穴を塞ぐ意味でも、シャドーバンキング規制が重要になっている。
- ◆国際的には、①銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係、②MMF、③MMF以外のシャドーバンキングエンティティ、④証券化、⑤証券貸借とレポ、の5分野を中心に現在検討中。
- ◆本年9月までに、FSB（金融安定理事会）から上記5分野を含む最終提言が出される予定であり、今後さらに具体的な検討が進む見通し。

金融調査部 主席研究員 三谷 明彦
03-3591-1428 akihiko.mitani@mizuho-ri.co.jp

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。

目 次

I. シャドーバンキング規制をめぐる問題	1
1. シャドーバンキングとは何か	1
2. シャドーバンキングと規制アービトラージの防止	2
II. G20での議論	3
1. 金融危機後のG20での規制改革議論	3
2. ソウル・サミット以後のシャドーバンキング規制議論	3
III. FSBおよびIOSCOにおける作業とその内容	4
1. FSBバックグラウンドペーパー（2011年4月）	4
2. シャドーバンキングの規制と監視の強化に関するFSB提言（2011年10月）	5
(1) 全体的なアプローチ	5
(2) シャドーバンキングシステムのモニタリングのためのハイレベル原則	6
(3) シャドーバンキングシステムのモニタリングについてのアプローチ	6
(4) シャドーバンキングの規制手段に関する一般原則	6
(5) シャドーバンキングの規制手段に関する提言事項	7
3. FSB証券貸借およびレポ取引に関する中間報告書（2012年4月）	8
(1) 証券貸借およびレポにおける4つの市場セグメント	8
(2) 証券貸借およびレポ市場を推進する5つの力	9
(3) 金融安定上の課題	10
4. MMFに関するIOSCO市中協議報告書（2012年4月）	11
(1) MMFの2つのタイプと改革オプション	11
(2) MMFの評価とプライシングの枠組み	13
(3) 流動性管理に関するオプション	13
(4) 格付への依存を減らす取り組み	13
5. MMFに関するIOSCO政策提言（2012年10月）	14
6. 証券化規制に関するIOSCO最終報告書（2012年11月）	15
7. FSB市中協議文書（2012年11月）	17
(1) 銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係（WS1）	17
(2) MMF（WS2）	18
(3) MMF以外のシャドーバンキングエンティティ（WS3）	18
(4) 証券化（WS4）	21
(5) 証券貸借とレポ（WS5）	21
(6) 今後の予定	23
8. 大口エクスポージャーの計測と管理に関するBCBS市中協議文書（2013年3月）	24
(1) 原資産の特定——ルックスルー・アプローチ（LTA）	24
(2) 追加的リスクの特定	25
(3) ルックスルーされた原資産に対するエクスポージャーの計算	27
9. 銀行のファンド投資に係る資本要件に関するBCBS市中協議文書（2013年7月）	27
(1) 背景および現状	27
(2) 新ルール案の枠組み——3段階アプローチ	27

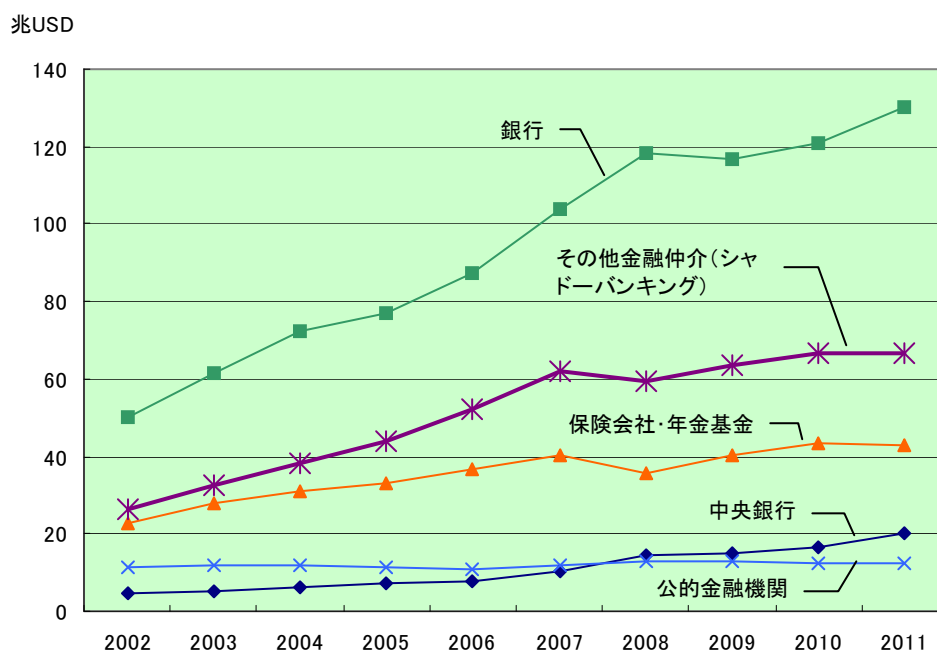
IV. EUおよび米国での取組み	30
1. EU	30
(1) 欧州委員会グリーンペーパー（2012年3月）	30
(2) シェドーバンキングに関する欧州議会決議（2012年11月）	35
2. 米国	39
(1) ドッド・フランク法	39
(2) MMF改革の動向	42
(3) トライパーティー・レポ改革の動向	48
V. 今後の影響等	53
(1) 中国のシェドーバンキング問題	53
(2) 日本に対する影響と今後	54
[参考資料]	57

I. シャドーバンキング規制をめぐる問題

1. シャドーバンキングとは何か

シャドーバンキング（影の銀行）とは、通常の銀行システムの外で行われる金融活動を指す。国際的な金融規制に関する基準の調整等を行う金融安定理事会（FSB）は、2011年10月の報告書「シャドーバンキング：規制と監視の強化」（FSB（2011b））において、シャドーバンキングを「通常の銀行システムの外にあるエンティティおよび活動が関係する信用仲介システム（“the system of credit intermediation that involves entities and activities outside the regular banking system”）」と定義している。シャドーバンキングは近年拡大を続けており、金融システムにおける役割が増している。FSBが2012年11月に公表した国際的なシャドーバンキングに関するモニタリング報告書（FSB（2012f））によれば、世界の主要国・地域（20か国¹+ユーロ圏）の金融仲介に占めるシャドーバンキング資産²は、2002年の26兆ドルから2007年には62兆ドルへと急増し、その後いったん落ち込むものの、2011年末時点では67兆ドルに達している（図表1）。これは、金融仲介全体の25%程度に当たるとされる（銀行が50%弱を占める）。

図表1 主要20か国およびユーロ圏の金融仲介に占めるシャドーバンキング資産の推移



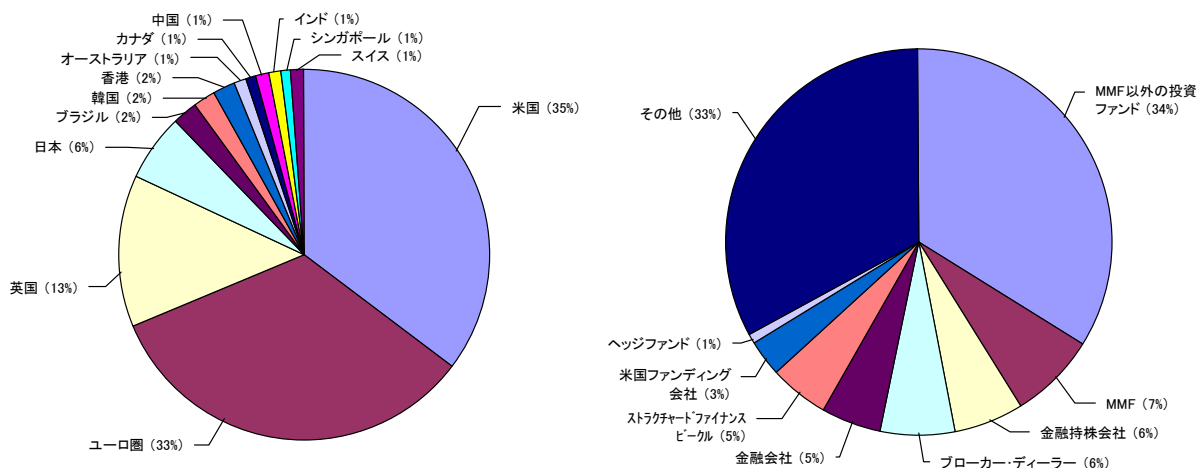
(資料) FSB (2012f) に基づき、みずほ総合研究所作成

¹ アルゼンチン、オーストラリア、ブラジル、カナダ、チリ、中国、香港、インド、インドネシア、日本、韓国、メキシコ、ロシア、サウジアラビア、シンガポール、南アフリカ、スイス、トルコ、英国、米国の20か国。

² ここでは、銀行、保険会社、年金基金、公的金融機関、中央銀行を除くその他全ての金融機関の資産をいう。

国別で見ると、上記 20 か国とユーロ圏でのシャドーバンキング資産の国・地域別保有割合は、米国が全体の 35%を占め最大、続いてユーロ圏が 33%、英国が 13%、日本が 6%（いずれも 2011 年末）などとなっている（図表 2 左グラフ）。また、同じく 20 か国とユーロ圏でのシャドーバンキング資産の種類別の内訳を見ると、最も多くを占めるのが MMF 以外の投資ファンド（株式ファンド、債券ファンド、ETF 等）であり、MMF、金融持株会社、ブローカー・ディーラー、金融会社、ストラクチャードファイナンスビークルなどが続いている（図表 2 右グラフ）。

図表 2 シャドーバンキング資産の国・地域別保有割合および種類別内訳（2011 年末）



(資料) FSB (2012f) に基づき、みずほ総合研究所作成

2. シャドーバンキングと規制アービトラージの防止

金融危機後、危機の再発防止に向けた規制・監督の改革が進められてきたが、これまでは、自己資本ルールの見直しを中心とするバーゼルⅢのように、銀行を対象とした取り組みがその主要な部分を占めてきた。システム上重要な金融機関 (SIFIs) に対する監督強化や破綻処理制度の整備等の取り組みにおいても、特にシステム上重要な銀行 (SIBs) に関する議論が、保険・証券等の他の業態の議論に先行して行われているし、銀行から自己勘定取引やファンド投資等のリスクの高い業務を切り離そうとする米国のボルカー・ルールや、英国におけるリテール銀行の分離案 (リテール・リングフェンス) なども、まさに銀行を対象とした規制である。

これまでの金融規制議論の焦点がまずは銀行に向けられてきたことは、金融システムにおいて銀行が果たす役割と影響の大きさを考えれば自然な流れとも言えるし、銀行に対する規制の重要性自体は今後も変わることはない。しかし、最初に見たように、シャドーバンキングによる金融活動が発達してきている今日では、銀行と同様の活動を銀行以外のセクターで行うことも可能であるため、銀行に対する規制を強化すればするほど、シャドーバンキングシステムを用いて規制を回避しようとするインセンティブが生まれがちである。シャドーバンキング規制強化の動きの背景には、このような規制アービトラージ (裁定行動) を防止する目的がある。後にも触れる 2010 年 11 月の G20 ソウル・サミ

ット文書では、「銀行に対する新たな基準の完成に伴い、シャドーバンキングシステムにおいて規制の格差が生じる可能性がある³⁾」と指摘し、シャドーバンキングに対する規制・監視の強化を求めた。このように、金融システム全体の健全性は、銀行だけでなくシャドーバンキングも同様に規制・監督することで初めて確保されるものであり、現在のシャドーバンキング規制強化はまさにそのための取り組みであると言える。

II. G20 での議論

1. 金融危機後のG20 での規制改革議論

現在の国際的な金融規制に関するルール作りの枠組みは、G20 において定められた大きな方針を受け、金融安定理事会 (FSB) と、銀行関係であればバーゼル銀行監督委員会 (BCBS)、証券関係であれば証券監督者国際機構 (IOSCO)、保険関係であれば保険監督者国際機構 (IAIS) において具体的な基準やガイドライン等の策定が行われる体制となっている。

まず G20 について見ると、リーマン・ブラザーズ破綻後の金融システムの混乱を受け、2008 年 11 月に第 1 回首脳会議 (サミット) が米ワシントン DC で開催されたが、当初は、のちにバーゼルⅢとして結実する銀行の自己資本規制や、システム上重要な金融機関に対する監督体制、破綻処理制度などが中心的な課題であった。これらの銀行を中心とする改革プログラムは、2009 年 9 月のピッツバーグ・サミットにおいてそのメニューがほぼ出揃い、以後、それらを具体化し実施するための作業とその進捗状況管理の段階に入っている。

2. ソウル・サミット以後のシャドーバンキング規制議論

ピッツバーグ・サミットの後、2010 年 11 月に開催されたソウル・サミットでは、合意文書の中の「将来の作業：更に注意が必要な事項」の 1 つとしてシャドーバンキングへの規制および監督の強化が取り上げられた。そこでは、銀行とシャドーバンキングシステムとの間の規制の格差が指摘され、FSB に対して「その他の国際的な基準設定主体と協働して、シャドーバンキングシステムの規制及び監視の強化のための提言を 2011 年半ばまでに策定」するよう要請がなされた。

FSB はこれを受け、2011 年 4 月にバックグラウンド・ペーパー (FSB (2011a)) を、続いて 10 月に提言事項を含む報告書 (FSB (2011b)) を取りまとめ、公表した (後述Ⅲ.1 および 2)。

続く 2011 年 11 月のカンヌ・サミットの最終宣言でも、「金融セクターの規制と監督におけるギャップへの対処」という項目の 1 つとしてシャドーバンキング規制への対応が盛り込まれた。同最終宣言は、「シャドーバンキングシステムは規制裁定の機会を生み出すとともに、規制されている銀行セクターの範囲外においてシステムリスクの蓄積を引き起こし得る」との認識に立ち、「シャドーバンキングシステムに対する規制・監視を強化することに合意し、FSB の最初の 11 の提言と 2012 年のう

³⁾ 外務省仮訳 (<http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaiko/g20/seoul2010/document.html>)。以下、本稿において引用する G20 サミット関連文書の訳は、外務省仮訳による。

ちにこれら提言を更に進展させるための作業計画を承認した上で、「財務大臣と中央銀行総裁に対し、4月の会合でこの分野における進捗状況レビューすることを求め」た。これを受け、FSBは2012年4月に行われたG20財務大臣・中央銀行総裁会議において進捗報告書（FSB（2012a））を提出し、財務大臣・中央銀行総裁会議では「潜在的なシステムリスクを軽減するための、シャドーバンキングシステムの監視・規制の強化に関するFSBの進捗状況報告書を歓迎し、FSBの2012年末までの最終提言を期待する」との文言が声明に盛り込まれた。

続く6月に開催されたロス・カボス・サミットの首脳宣言では、シャドーバンキングシステムの監視及び規制の強化に向けた継続中の作業に対する支持が表明されるとともに、11月の財務大臣・中央銀行総裁会合においてこれらの分野における提言をレビューすることが求められた。FSBはこれに従い、11月に「シャドーバンキングの規制と監視の強化」と題する3つの市中協議文書（FSB（2012c, d, e））を公表した（後述Ⅲ.7）。11月の財務大臣・中央銀行総裁会議はこれを歓迎した上で、ピアレビューの対象となるシャドーバンキングの監視および規制の強化に関する政策措置をサンクトペテルブルク・サミット（2013年9月）までに最終化するよう要請した。

III. FSBおよびIOSCOにおける作業とその内容

こうして、G20の指示や要請を受けたFSBとIOSCOは、シャドーバンキングシステムに関する規制・監視に係る検討作業を進め、報告書や提言を公にしてきた。以下ではその主なものについて、時間に沿って内容を見ていくことにする。

1. FSBバックグラウンドペーパー（2011年4月）

FSBは、2011年半ばまでにシャドーバンキングシステムの規制・監視の強化ための提言を策定するよう求めるG20ソウル・サミットでの指示を受け、2011年4月12日にまず議論の整理のためのバックグラウンドペーパー（FSB（2011a））を公表した。

本ペーパーでは、最初にシャドーバンキングシステムの定義が検討され、以下のような2段階アプローチが示された。

まず第1段階として、対象を広く捉える。これは、シャドーバンキング関連リスクを生む可能性のある活動について漏れなくデータ収集や調査を行えるようにするために、銀行システムの外側で行われる信用仲介を広くシャドーバンキングシステムとして把握する。

次の第2段階ではフォーカスを絞り、ノンバンク信用仲介のうち、マチュリティや流動性の変換、瑕疵ある信用リスク移転、レバレッジの創出等によってシステムリスク上の懸念をもたらす可能性があるもの、あるいは、規制アービトラージに対する懸念を生む可能性があるものを対象とする。

こうすることで、データ収集等においては幅広い活動を対象に含めることでさまざまなリスクの可能性に目を光らせつつ、それらの中で実際にリスクをもたらす可能性のある活動を特定し、そこに具体的な規制上のアクションを加えるという柔軟な対応が可能になるとしている。

次に、シャドーバンキングシステムをモニタリングする際のアプローチ方法について検討している。

まず、シャドーバンキングシステムに対するモニタリングをマクロ（システム全体）の視点とマイクロ（エンティティベース/活動ベース）の視点から整理し、その上で不足している情報は何かを特定し、モニタリングの枠組みの改善に向けた提言を行うべく作業を進めるとしている。

最後に、シャドーバンキングシステムに対する規制上の対応手段を、①銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係の規制（間接規制）、②シャドーバンキングエンティティの規制（直接規制）、③シャドーバンキング活動の規制、④マクロプルーデンス規制の4つのカテゴリーに分類した上で、それぞれのカテゴリーについて可能な規制上の手段を具体的に検討していくとしている。

2. シャドーバンキングの規制と監視の強化に関するFSB提言（2011年10月）

FSBはバックグラウンドペーパーで検討された定義や規制上のアプローチを踏まえ、G20から要請された提言事項を2011年10月に取りまとめた（FSB（2011b））。

（1） 全体的なアプローチ

バックグラウンドペーパーで提示された2段階アプローチによる定義に基づき、まず広範囲の対象をモニタリングし、次にシステム上のリスクをもたらす恐れのある活動に焦点を当てるべきであるとする。ここでは、そのような活動に含まれる要素として、①マチュリティの変換、②流動性の変換、③不完全な信用リスクの移転、④レバレッジ、を挙げている。

モニタリングによってリスクをもたらす恐れがあるとされた活動に対しては、規制上の対応が行われなければならない。FSBは対応が必要とされる主な分野として5つを定めた上で、それぞれに作業部会（ワークストリーム（WS））を立ち上げ、そこで規制上の対応についての検討を行うこととした。これら5つの分野とは、図表3に示したとおり、①銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係に対する規制（間接規制）、②マネーマーケットファンド（MMF）の規制、③その他シャドーバンキングエンティティの規制、④証券化の規制、⑤証券貸借およびレポ（リパーチェス取引）の規制、である。これ以降、国際的なシャドーバンキング規制の検討は、これらの5項目を軸に行われている。

さらに、FSBはこれらの規制上の対応を行う際の一般原則（詳細は次頁(4)参照）と、各WS毎の提言事項（7頁(5)参照）を示している。

図表3 FSBにおけるシャドーバンキング規制検討のための5つの作業部会

作業部会	検討事項
WS 1	銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係に対する規制
WS 2	マネーマーケットファンド（MMF）の規制
WS 3	その他シャドーバンキングエンティティの規制
WS 4	証券化の規制
WS 5	証券貸借およびレポの規制

（資料）みずほ総合研究所作成

(2) シャドーバンキングシステムのモニタリングのためのハイレベル原則

各国当局がシャドーバンキングシステムのモニタリングを行う際に従うべきハイレベルの原則として、FSB は以下の 7 つを示した。

a. 対象範囲

当局は、シャドーバンキングシステムとそれが金融システム全体に及ぼすリスクについての包括的な姿を把握するため、適切なシステム全体の監督枠組みを導入すべきである。

b. プロセス

シャドーバンキングシステムに対するモニタリングの枠組みは、通常ベースで継続的にリスクの特定および評価を行うものであるべきである。

c. データ／情報

シャドーバンキングシステムに対するモニタリングの枠組みを構築するに当たっては、関連する当局は必要な全てのデータおよび情報を収集する権限とともに、規制上の報告の範囲を定める権限を持つべきである。

d. イノベーション／変化

シャドーバンキングシステムに対するモニタリングは、新たなリスクを生み出す金融システム上のイノベーションや変化を捉えられるよう、柔軟かつ適応性を備えたものであるべきである。

e. 規制アービトラージ

シャドーバンキングシステムのモニタリングにおいては、当局は規制の変化によって引き起こされるシャドーバンキングの拡大に向けたインセンティブに留意する必要がある。

f. 法域固有の特性

モニタリングの枠組みを構築するに当たっては、当局は当該法域における金融市場の構造や規制枠組み、それらの国際的な連関についても考慮すべきである。

g. 情報交換

シャドーバンキングシステムがもたらすリスクを評価するため、当局は関連する法域内および法域間で、定期的に適切な情報の交換を行うべきである。

(3) シャドーバンキングシステムのモニタリングについてのアプローチ

シャドーバンキングシステムのモニタリングは、3 つのステップで行うことが提言されている。これは、①第 1 のステップとして、シャドーバンキングシステム全体を俯瞰し（スキャンニング）、ノンバンク信用仲介の規模や傾向を描き出す（マッピング）。②第 2 のステップでは、それらを踏まえ、シャドーバンキングシステムの中でシステミックリスクや規制アービトラージの懸念を惹起する部分を特定する。③第 3 のステップで、特定されたリスクや問題点について詳細な評価・検証を行う、というものである。

(4) シャドーバンキングの規制手段に関する一般原則

以上のモニタリング作業によって抽出されたリスクに対して、規制上の手段を取る際に踏まえるべき一般原則として、以下の 5 つのポイントが示されている。

a. フォーカス

規制上の手段は、シャドーバンキングシステムが生み出す外部性やリスクに焦点を当てて注意深く設計されるべきである。

b. 比例原則

規制上の手段は、シャドーバンキングが金融システムにもたらすリスクに比例したものであるべきである。

c. フォワードルッキング・適応性

規制上の手段は、新たに生起するリスクに対してフォワードルッキングかつ適応性のあるものであるべきである。

d. 実効性

規制上の手段は、共通のリスクに対処し国境を越えたアービトラージ機会の創出を回避する必要性と、法域ごとの金融構造やシステムの相違に適切に配慮する必要性とのバランスを取りつつ、実効性のある形で設計され、導入されるべきである。

e. 評価とレビュー

規制当局は、規制上の手段の導入後も定期的にその実効性を評価し、経験を踏まえたそれらの改善のための修正を必要に応じて行うべきである。

(5) シャドーバンキングの規制手段に関する提言事項

これらを踏まえ、FSBは、シャドーバンキングに関連する規制上の手段について、先に述べた5つの作業部会における検討項目に沿って、以下の11項目の提言事項をまとめた。

a. 銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係の規制 (WS1)

- ① 健全性規制(例えば、リスクベース資本およびレバレッジ比率ならびに流動性比率の算出)上は、銀行がスポンサーであるシャドーバンキングエンティティがすべて当該銀行のバランスシートに含まれることを連結ルールによって担保すべきである。そのような連結ルールは国際的に整合性の取れた形で適用されるべきである。
- ② 銀行のシャドーバンキングエンティティに対するエクスポージャーの大きさおよび性質に対する制限は強化されるべきである(例えば、連結エンティティに対する個別または合算でのエクスポージャー制限)。
- ③ 銀行のシャドーバンキングエンティティ向けエクスポージャーに対するリスクベース資本要件は、そのリスクが十分に捕捉されていることを担保するため、検証されるべきである。例えば、以下の問題には特別の留意が必要である。
 - ー ファンドに対する投資の取扱い(具体的には、原資産のリスクおよびレバレッジを考慮した厳格なルックスルーの取扱いの適用を検討)、および、
 - ー バーゼルII/IIIの証券化フレームワークの対象外となるシャドーバンキングエンティティ向け短期流動性ファシリティの取扱い
- ④ 「暗黙の支援」の規制上の取扱いをより厳格化することで、厳格な連結ルールを適用した場合に

は連結対象外となるエンティティに対する銀行の支援を制限すべきである。

b. マネーマーケットファンド（MMF）の規制改革（WS2）

⑤ MMF に対する規制改革は強化されるべきである。

c. 他のシャドーバンキングエンティティの規制（WS3）

⑥ 他のシャドーバンキングエンティティの規制について検討し、健全性の観点から一層強化すべきである（例えば、資本および流動性規制）。

d. 証券化の規制（WS4）

⑦ 証券化に関連するインセンティブについて十分に対処すべきである。特に、次に掲げる事項には一層の留意が必要である。

- － 証券化の提供者（例えば、オリジネーター、スポンサー）に対し、証券化に付随するリスクの一部を保持するインセンティブを与えるための要件（すなわち、リスク保持要件）、および、
- － 証券化商品の透明性および標準化

e. 証券貸借およびレポの規制（WS5）

⑧ 担保付資金調達市場、特にレポおよび証券貸借の規制について注意深く検討し、必要に応じ、健全性の観点から一層の強化を図るべきである。

f. その他既存の取組みの実施のモニタリングに関する提言

⑨ 情報の透明性および報告は必要に応じ継続的に改善されるべきである。当局は、シャドーバンキングシステムのモニタリング枠組みに関する提言に従い、シャドーバンキングの定義に該当するエンティティおよび活動に対し、必要と認められる追加的報告または開示を求めるべきである。

⑩ 引受基準は全ての関連する金融機関に対し厳格であるべきであり、かつ、必要に応じ継続的に改善されるべきである。

⑪ シャドーバンキング活動を助長するような信用格付機関（CRA）の機能は、引き続き適切に削減されるべきである。

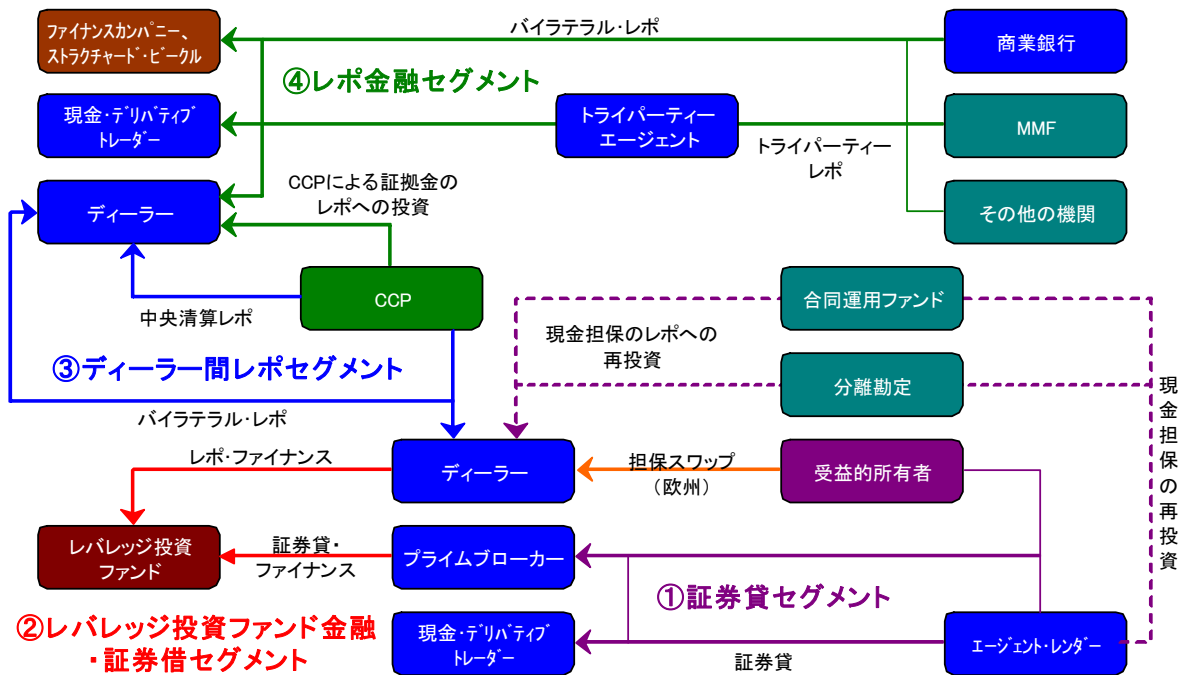
3. FSB証券貸借およびレポ取引に関する中間報告書（2012年4月）

2011年11月の提言で示された5つの作業部会の中の「証券貸借およびレポに関する作業部会（WS5）」は、必要に応じて2012年末までに政策提言を行うこととされていた。これを受け、WS5は2012年4月27日に証券貸借およびレポに関する現状分析についてまとめた中間報告書（FSB（2012b））を公表した。

（1）証券貸借およびレポにおける4つの市場セグメント

中間報告書は、最初に証券貸借・レポ市場の構造について分析している。ここでは証券貸借・レポ市場を、①証券貸セグメント、②レバレッジ投資ファンド金融および証券借セグメント、③ディーラー間レポセグメント、④レポ金融セグメント、の4つに分類した上で、それぞれのセグメントにおいて、何がどのような目的で行われているかについて概観している。これらのセグメント間の関係や取引の流れを図示したものが下の図表4である。

図表4 証券貸借およびレポにおける4つの市場セグメント



(資料) FSB (2012b)

中間報告書によれば、まず①の証券貸セグメントは、保険会社や年金基金等の機関投資家が、銀行やブローカー・ディーラーに対し現金や証券を担保に証券を貸す取引からなり、一般に借り手は自らのショートポジションをカバーするため、あるいはレポ金融等の担保とするために特定の証券を借り受けるものとされる。一方、貸し手が担保として受け入れた現金は、エージェント・レンダーが管理する別勘定または合同運用ファンドを通じて再投資される。

②のレバレッジ投資ファンド金融および証券借セグメントは、リバースレポやマージン・レンディングを用いた銀行およびブローカー・ディーラーによるレバレッジ投資ファンドのロングポジションに対するファイナンスならびにショートポジションをカバーするための証券貸からなり、ファンドのショートポジションによって得られた現金はプライムブローカーの証券借の担保として用いられることで、①の証券貸セグメントと密接に結びついているとされる。

③のディーラー間レポセグメントは、銀行およびブローカー・ディーラーの間で行われるレポ取引で、ロングポジションのファイナンス（主に国債を担保）または特定の証券を借入れて手当てするために用いられる。また、④のレポ金融セグメントは、主に銀行やブローカー・ディーラーが資金余剰のエンティティ（中央銀行、リテール銀行、MMF等）や非金融会社から短期資金を調達するために行うレポ取引である。

(2) 証券貸借およびレポ市場を推進する5つの力

次に中間報告書は、これら4つのセグメントの特徴や成長の仕方についてよりよく理解するため、何が証券貸借およびレポ取引を牽引する原動力になっているかについて分析を行い、以下の5つの要

素があることを指摘している。

- ① 中央銀行および預金保険対象銀行預金の代替としてのレポ需要
- ② レバレッジを用いた金融仲介のファイナンスニーズ
- ③ レバレッジ投資ファンドのファイナンスとショートポジションのカバーに対するニーズ
- ④ 銀行およびブローカー・ディーラーによるレポ、証券金融、デリバティブに関する担保を最適化するための証券ニーズ（コラテラル・マイニング）
- ⑤ 機関投資家等証券の貸し手およびエージェント・レンダーによるリターンの追求

(3) 金融安定上の課題

中間報告書は、証券貸借およびレポに対する各国の規制の現状についての調査結果を踏まえ、証券貸借およびレポが抱える金融安定上の課題として、以下の7点を指摘している。

a. 透明性の欠如

証券金融市場は複雑で進化が急であるために、市場参加者や当局にとって不透明なものとなる可能性がある。加えて、証券金融取引の多くが相対取引であることも透明性を欠く要因となっている。したがって、①マクロレベルの市場データ、②ミクロレベルの市場データ（取引データ）、③市場参加者による開示、④取引仲介者による顧客向けリスク報告、の4つのレベルにおいて透明性の改善を検討すべきである。

b. プロシクリシティ

証券金融市場は担保価値の変化に反応しやすく、金融機関のレバレッジに対しプロシクリカルな影響を与える可能性がある。プロシクリシティを生む要素としては、①市場参加者が利用でき受け入れられる担保証券の価値、②担保証券に適用されるヘアカット（掛目）、③担保の回転率（担保が再利用される割合）が挙げられる。

c. 担保の再利用に伴うその他の問題

担保の再利用には、プロシクリシティを強めることに加え、市場参加者間の相互関連性やレバレッジを高める効果もある。担保再利用によって複数の市場参加者が同一の担保をそれぞれの債権者に提供している場合に、それらの者が同時に破綻したらどうなるかといった問題が生じる。

d. カウンターパーティー破綻時の担保資産の投げ売りリスク

証券貸借やレポ取引においてデフォルトが発生した場合には、デフォルト当事者のカウンターパーティーは現金を得るため直ちに担保証券の売却を行う。このような担保の投げ売り（ファイアーセール）が市場の混乱を引き起こしたり、混乱に拍車をかけたりすることになる。適切な担保管理要件やエクスポージャー限度の下で業務を行っている市場参加者であれば、ある特定のカウンターパーティーに対して自身が持つエクスポージャーについてはコントロールすることは可能であるが、そのカウンターパーティーの市場取引や担保の全体像が分からなければ、デフォルトに伴う影響を予見することはできない。

e. エージェント・レンダーの実務に起因する潜在的なリスク

多くのエージェント・レンダーは、借入人のデフォルトによる損失をレンダー（保険会社、年金基金

等)に負担させないが、損失負担に関する条件は一様ではない。このため、異なる市場慣行がレンダ－のリスク管理に対するインセンティブに与える影響について考慮する必要がある。エージェン－ト・レンダ－が借入人のデフォルトの損失をレンダ－に負担させないとすれば、レンダ－はエージェン－ト・レンダ－を実質的なカウンターパーティーとみなすようになり、借入人の審査やモニタリングを行うインセンティブを失わせる恐れがある。

f. 現金担保の再投資によって生じるシャドーバンキング

証券貸借取引において差入れられる現金担保を再投資することで、銀行類似の活動を行うことができるが、それに伴ってレンダ－は信用リスクや流動性リスクを抱えることになる。多くの現金担保再投資プログラムはエージェン－ト・レンダ－によって管理されており、彼らはレンダ－と利益をシェアするが損失は負わないことから、利益相反の可能性があると議論がある。また、現金担保を合同運用ファンドに投資するケースでは、透明性が劣り支配力も及ばないため、問題発生時には資金の引き上げが起りやすくなる。

g. 担保評価・管理における厳格さの欠如

金融危機の初期にモーゲージ担保証券(MBS)の価格が下落した際には、多くの金融機関が保有するMBSの時価評価を行っていなかったり、過度に楽観的なモデルに基づいて意思決定を行ったりしていた。もっと早くから、継続的な時価評価によって価格変動がバランスシートに反映されていれば、金融市場の混乱はより少なくてすんだという意見がある。

4. MMFに関するIOSCO市中協議報告書(2012年4月)

FSBが証券貸借およびレポに関する市中協議文書を公表したのと同じ日に、IOSCOは「MMFのシステミック・リスク分析と改革のオプション」(IOSCO(2012a))と題する市中協議報告書を公表した。これは、2011年10月のFSB提言を受け、IOSCOがMMFの取り付け等のリスクを緩和するための規制改革案について検討したものであり、MMFが抱えるシステミックリスクの分析と政策対応のオプションが示されている。

報告書は冒頭、MMFを「投資家に資金の貯蔵手段と日々の流動性を提供する目的を有する投資ファンドで、その目的のための手段として、質が高くデュレーションの短いフィクストインカム(債券等)投資を用いるもの」と定義した上で、MMFは流動性が高く、信用リスクの分散した投資を求めるリテール投資家や機関投資家と、短期の資金調達手段を求める借り手とを結びつける手段として用いられていると指摘している。

(1) MMFの2つのタイプと改革オプション

MMFにはCNAVとVNAVという2つのタイプが存在する。CNAVは“constant net asset value”の略で、ファンドに組み入れられた資産を時価評価しないタイプである。したがって、表面上の資産価値は一定(コンスタント)である。一方、VNAVは“variable net asset value”の略で、資産は時価評価され、それに伴いファンドの資産価値も変動するタイプをいう。当然ながら、投資家や市場関係者から見てVNAVの方が透明性の高いMMFであるということができ、規制上の観点からはCNAV

から VNAV への移行が望ましいとされる。このため、報告書では、MMF に係る政策対応オプションとして、CNAV から VNAV への移行義務化の是非が問われている。また、移行を義務化せず、CNAV の存続を認める場合の代替的なオプションについても案が示されている。代替的オプションとして挙げられているのは以下の手段である。

a. NAV バッファ

VNAV への移行義務化の代替策の 1 つめは、MMF に対し、損失に対する備えとして資本準備金 (NAV バッファ) の積み立てを義務付けることである。NAV バッファを構築する方法としては、以下のバリエーションが示されている

- MMF に対し、NAV バッファとして劣後出資持分 (subordinated equity share) を市場で発行させる考え方
- MMF の投資者にバッファを拠出させる考え方
- MMF の投資者に、安定価値持分への投資を行う条件として、一定額の資本性証券の購入を義務付ける考え方
- MMF のスポンサーに財務上の支援を義務付ける考え方

b. 保険の利用義務化

2 つめは、短期資金のショートに備えるため、MMF に対し民間保険の利用を義務付ける考え方である。ただし、これに対しては、リスクの相互連関性が強くテールリスクの大きい分野であるため、そもそもこのような保険を引き受ける保険者が存在するののかという疑問や、保険者が適切なリスクの価格付けを行えるのかといった問題点が指摘されている。

c. 特別目的銀行への転換

3 つめは、機能上の類似性から CNAV 型 MMF を特別目的銀行とみなし、銀行と同様の規制を課す考え方である。銀行とみなされることにより、MMF に対しても公的な預金保険や流動性供給へのアクセスを認めることも可能になるが、預金保険の保険料をどうするかといった問題が伴う。また、MMF が銀行と同水準の資本を確保することはハードルが高いことなども指摘されている。

d. VNAV と CNAV の 2 層システム

4 つめは、VNAV と CNAV の並存 (2 層システム) を認めた上で、CNAV 型 MMF に対しては何らかの制限を課すアプローチである。CNAV 型 MMF に課す制限の内容によって 2 つのバリエーションが示されている。第 1 のバリエーションとしては、一定のリスク削減措置 (例えば、民間流動性ファシリティの利用義務付けや規制要件の強化等) の導入や、CVAV 型 MMF の投資対象の限定 (例えば、政府債務に限定する等) が挙げられている。第 2 のバリエーションは、CNAV 型 MMF の販売対象をリテール投資家と機関投資家に分けるというものである。これは、機関投資家はリテール投資家よりも機会主義的に払戻しを受ける傾向が強いことに着目したものであるが、リテール MMF の規模の小さい国では適切ではないとされている。また、実務上リテール MMF と機関投資家向け MMF は截然と分けられるものではないことも指摘されている。

(2) MMFの評価とプライシングの枠組み

前述のとおり、VNAV型MMFは投資家にとっての透明性が高い点、また、資産価値下落時に資金を引き出そうとする投資家も下落した価格に見合った払戻ししか受けられないことから、早く引き出した者が残りの投資家の負担で利益を得る「早い者勝ち」がなくなるという点でメリットがある。しかし、VNAV型MMFへの移行義務化も、MMFのシステミックリスク、とりわけ取り付けのリスクを完全には解消できないし、ファンドが保有する全ての証券の市場価格を試算するのは非常にコストがかかるという問題もあることから、全ての資産に時価評価を要求することは望ましくない、あるいは現実的でないと指摘もなされている。

このため、本報告書では、時価評価を原則としつつ、それに対する例外として償却原価法を限定的に認める（すなわち、限定的にCNAVを認める）アプローチが提示されている。1つは、償却原価法を用いることができる金融商品を、残存期間、信用力、市場リスク感応度等の観点から限定する考え方、もう1つは、償却原価による評価と市場価格での評価との間の乖離を一定範囲内に制限する考え方である。

(3) 流動性管理に関するオプション

MMFはその性質上、常に投資家からの払戻し請求に備えなければならず、ファンドマネージャーにとっては流動性管理が重要な仕事である。流動性管理のための手段として、本報告書では以下の案を提示している。

a. ポートフォリオの流動性

- MMFに対して一定量の流動資産の保持を義務付けるとともに、非流動資産の量を制限
- 資金流出の予測力を高めるため、「自らの投資家を知る」ための方針・手続の制定を義務付け

b. 負債/投資家サイドの流動性管理

- 一定のトリガーイベント（例えばファンドの時価の一定水準以下への下落）発生時の払戻しに対する手数料の課金（流動性フィー）
- 一定の最低残高維持を義務付け、最低残高を割り込む額の払戻しには一定の待機期間を設定（実際に払戻しが得られるまでの期間に価格が下落した場合は、投資家はその損失を負担）
- MMFに対してビッド価格で資産を評価することを許容
- MMFのポートフォリオ構成に応じた割合での現金と現物証券両方での払戻しを義務付け
- 1日当りの払戻し可能総額を制限し、基準額を超えた払戻し請求がある場合は、払戻し可能総額の範囲内で請求した投資家に比例配分（払戻しゲート）

c. 民間緊急流動性ファシリティの利用

- 短期の現金不足を補うため、外部の流動性ファシリティの利用を義務付け

(4) 格付への依存を減らす取り組み

MMFの投資対象資産の格付低下に伴う「クリフ効果」を回避するため、MMF規制から格付の参照を排除することが提言されている。また、MMF自体の格付についても、トリプルAに偏重することなく多様化を促すことが提言されている。

5. MMFに関するIOSCO政策提言（2012年10月）

2012年4月から6月にかけて、上記市中協議報告書に対するパブリックコメントが実施された。その結果を踏まえ、IOSCOは2012年10月9日、MMFに関する以下の15項目の提言を取りまとめて公表した（IOSCO（2012c））。

ここで示された提言は、後にIVで見るEUや米国といった個別法域におけるMMF改革のための取り組みも踏まえ、MMFの規制と管理のための法域を越えた共通の基準を示すことを目的としていることもあり、市中協議報告書で示された具体的な規制手段のオプションのいずれかを選択してその導入を義務付けるものにはなっておらず、一般的な原則にとどまっている。例えば、CNAV型MMFについては、提言4で償却原価法の使用を限定的に認めていることから、全面的に禁じているわけではなく、提言10でリスク削減策や多額の払戻しに対するセーフガードを求めているものの、その具体的な方法までは特定していない。

MMFに関するIOSCO政策提言

全般的事項に関する提言

提言1 MMFは集団投資スキーム（CIS）規制の中で明示的に定義づけられるべきである。

提言2 MMFが投資することができる資産および取ることでできるリスクの種類を特定した制限が課されるべきである。

提言3 規制当局は、MMFに類似した他のビークル（集団投資スキームまたは他の種類の証券）の開発や使用を十分に監視すべきである。

評価に関する提言

提言4 MMFは、そのポートフォリオ上で保有する証券を評価する際は、公正価値の一般原則に従うべきである。償却原価法は限定された場合にのみ用いられるべきである。

提言5 MMFの評価実務は、定期的なファンド会計検査の一部として、第三者の検証を受けるべきである。

流動性管理に関する提言

提言6 MMFは、自らの投資家について知るための健全な方針および手続を制定するべきである。

提言7 MMFは、払戻しへの対応力を強化し、投げ売りを回避するため、最低限の量の流動資産を保持するべきである。

提言8 MMFは定期的に適切なストレステストを実施するべきである。

提言9 MMFは、異例な市場環境や多額の払戻し圧力に対処するための手段を備えるべきである。

安定的NAV型MMFに関する提言

提言10 安定的NAVを提供するMMFは、安定的NAVの特性と結びついたリスクを削減し、それらのリスクから生じるコストを内部化するように設計された手段に従うべきである。そうでない場合は、安定的NAV型MMFの強靭性を高め、多額の払戻しへの対応力を強化す

るためのセーフガードが導入されるべきである。

格付の利用に関する提言

提言 11 MMF のレギュレーションは、内部信用リスク評価実務について責任を持つエンティティの義務を強化すべきであり、外部格付への機械的な依存を回避すべきである。

提言 12 信用格付機関を監督する当局は、信用格付機関が MMF を格付する方法についてより一層明らかにするよう努めるべきである。

投資家へのディスクロージャーに関する提言

提言 13 MMF のドキュメンテーションには、元本保証がなく損失の可能性があることに対し投資家の注意を促すような特別の開示が含まれるべきである。

提言 14 MMF の投資家へのディスクロージャーには、評価およびストレス時に適用される手続に関する当該ファンドの実務についての必要な全ての情報が含まれるべきである。

レポに関連するMMFの実務に関する提言

提言 15 規制当局は、必要に応じ、レポ市場に関する現在の作業結果を考慮した上で、MMF によるレポの利用に関する枠組みを強化するためのガイドラインを策定するべきである。

6. 証券化規制に関するIOSCO最終報告書（2012年11月）

FSB はシャドバンキングに関する作業部会の 1 つ (WS4) を証券化の検討に充て、規制の見直しを検討してきたことは既に見たとおりであり、2011 年 10 月の提言では、証券化提供者に対するリスク保持義務および証券化商品の透明性・標準化の 2 点について得に留意すべきとされていた (III.2.(5)d (8 頁))。FSB は 2011 年 7 月、IOSCO に対し、上記の 2 つの事項 (リスク保持要件と証券化商品の透明性・標準化) に関する各国での規制上の取り組みに関するレビューと、それらを踏まえた政策上の提言を要請した。

IOSCO はこれを受け、2012 年 6 月に市中協議報告書 (IOSCO (2012b)) を公表し、意見募集を行った上で、同年 11 月に最終報告書を取りまとめた (IOSCO (2012d))。

最終報告書は、証券化市場の役割とそこで規制が果たすべき役割に関する議論と、国際的な証券化市場の現状分析に続き、市中協議に対するコメントを踏まえたリスク保持要件と透明性向上・標準化推進等に関連するレビューの結果をまとめた上で、10 項目の提言事項を示している。そこでは、証券化実施者のリスク保持義務の導入や、透明性の向上、標準化の推進を各国に働きかけるとともに、これらの規制の国際的なハーモナイゼーションに向けた取組みを求めている。

証券化規制に関する IOSCO 提言 (要約)

インセンティブの調整とリスク保持

提言 1 全ての法域において、証券化のバリューチェーンにおける投資家および証券化実施者のインセンティブを調整するためのアプローチについて評価し、定式化するべきである。その

アプローチには、妥当であれば、証券化商品のリスク保持の義務化が含まれるべきである。提言 2 で示された内容に即したアプローチを 2014 年半ばまでに実施するために必要なステップをとるよう努めるべきである。

提言 2 各法域において、インセンティブ調整のためのアプローチの内容を明示するべきである。その際、リスク保持義務が望ましいアプローチである。リスク保持を義務付ける場合には、①義務を負う者、②リスク保持の形態、および③適用除外について定めるべきである。リスク保持義務を課さない法域の政策決定者および規制当局は、ピアレビューにおいて他の手段が適切な理由およびその方法について説明すべきである。

提言 3 規制当局は、インセンティブ調整およびリスク保持要件に対するアプローチの相違によって生じるクロスボーダー証券化取引への悪影響を極小化するよう努めるべきである。調和の取れた実施を促進するため、IOSCO はセクター横断的な作業部会の創設を奨励する。加えて、各法域で対応がとられた後、IOSCO 評価委員会はピアレビューを実施する。

透明性と標準化

提言 4 投資家が情報の詳細を入手しやすくするため、IOSCO はメンバー国に対し、国内で開示に関係する当局および業界とともに、2013 年末までに資産クラス毎の詳細を報告するためのテンプレートの標準化を進めるための作業を行うよう求める。IOSCO は BCBS と協働して、政策決定者および当局が法域を越えてこれらのテンプレートのコンバージェンスを図るための一般原則を策定する。まず、RMBS のテンプレートについて 2014 年までに実施する。

提言 5 規制当局は、投資家の投資判断に必要な情報を販売時およびその後も継続的に投資家に提供するように発行者に義務付ける方法について検討すべきである。

その他考慮すべき事項

提言 6 IOSCO は健全性規制を設定する当局に対し、証券化商品と他の仕組み金融または担保付金融商品との間での資本ウェイトおよび流動性上の取扱いの相違について検証し、それらの相違がリスクに照らして正当化できるか否かを評価するよう求める。

提言 7 IOSCO は FSB に対し、IASB および FSSB と協働して、証券化 SPV の連結ルールに対するアプローチの調和に向け取り組むよう要請する。

提言 8 IOSCO は、クロスボーダー取引に関する証券化規制およびターミノロジーの相違から生じる可能性のある悪影響を削減または除去するために取り得る手段についてのガイダンスを策定すべきである。

提言 9 IOSCO は、より複雑でなく標準化された商品の開発に向けた業界の努力をサポートし、より流動性の高い証券化商品を奨励する。

提言 10 IOSCO は全ての法域に対し、FSB の健全なモーゲージ引受審査慣行原則を国レベルで導入することを奨励する。

7. FSB市中協議文書（2012年11月）

FSBは、G20で承認された作業計画に従い、2012年11月18日、シャドーバンキングシステムの監視および規制の強化に関し、次の3つの市中協議文書からなる包括的な政策提言を公表し、パブリックコメントに付した。

- ① 「シャドーバンキングの規制と監視の強化：包括的な政策提言の概要」（FSB（2012c））
- ② 「シャドーバンキングの規制と監視の強化：シャドーバンキング主体の監視および規制の強化のための政策枠組み」（FSB（2012d））
- ③ 「シャドーバンキングの規制と監視の強化：証券貸借・レポ取引のシャドーバンキングリスクに対処するための政策提言」（FSB（2012e））

また、これら3つの市中協議文書とともに、2012年度のグローバル・シャドーバンキングモニタリング報告書（FSB（2012f））も公表され、関連するデータとともにシャドーバンキングセクターに関する現状分析が示されている。

3つの市中協議文書では、2011年10月のFSB提言レポート（FSB（2011b））において示されたシャドーバンキング規制手段に関する5つの一般原則（Ⅲ.2.(4)（6頁）参照）を踏まえ、政策提言が示されている。文書①では、それらの政策提言の内容が、FSBの設置した5つの作業部会（WS）毎にまとめられている。以下、文書①に即して、適宜②および③も参照しつつその内容について見ていくことにする。

（1） 銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係（WS1）

金融危機後、シャドーバンキングによってもたらされるリスクへの対応として、BCBSはバーゼル2.5およびバーゼルⅢを通じて以下の対応を実施してきた。

- ① 銀行の再証券化エクスポージャーおよび証券化ビークルに対する（1年未満の）流動性ファシリティに適用される資本要件の引上げ
- ② 総資産1,000億米ドル以上の規制対象金融機関向けエクスポージャーと、規模にかかわらず規制対象外の金融機関向けエクスポージャーに対する内部格付アプローチ（IRB）での資本要件の引上げ
- ③ 証券化リスク、レピュテーションリスクおよび暗黙の支援に対する資本の充実に関する第2の柱の下での内部評価プロセスの強化
- ④ 証券化に関連する第3の柱での開示の強化

また、BCBSは、健全性規制上の連結範囲の改善および銀行のシャドーバンキングエンティティ向けエクスポージャーの取扱いの精緻化に関し、さらなる対応の必要性を検討した。

2012年7月には、BCBSはFSBに対し所見を報告し、①シャドーバンキングエンティティの連結範囲、②シャドーバンキングエンティティに対する大口エクスポージャー、③銀行のファンド投資、の3つの分野において2013年半ばまでに詳細な政策提言を行う計画を明らかにした。

2011年10月のFSB提言による要請を受け、BCBSはバーゼルⅢの証券化フレームワークの外側

にあるシャドバンキングエンティティ（例えば MMF）に対する銀行の短期流動性ファシリティに係る資本要件について更なる検討を行ったが、この分野においては、負の影響をもたらす可能性があり（例えば、資本枠組みのリスク感応度の引き下げ）、かつ、流動性カバレッジ比率（LCR）の導入等、他の政策変更に照らして不必要であることから、BCBS はこれ以上の政策変更を行わないことを決定した。

FSB は BCBS 提案のレビューを行い、BCBS に対し、銀行の MMF やその他の出資ビークルに対する支援が、連結範囲やレピュテーションリスクと暗黙の支援の取扱いに関する BCBS の作業によって十分に捕捉されるよう要請した。

(2) MMF (WS2)

MMF については既に見たとおり、2012 年 10 月に IOSCO が 15 項目の政策提言を公表している（III.5 (14 頁) 参照）。FSB はそれらを検討した上で、MMF のリスクに対する強さを包括的に高める上で有効な枠組みであるとして承認した。特に FSB は、可能な場合には極力、安定的 NAV 型 MMF を変動 NAV 型に転換すべきとする提言 10 に対する支持を表明している。また、転換が可能でない場合に安定的 NAV 型 MMF の取り付け（ラン）への耐性を高めるために導入が求められるセーフガードは、銀行に求められる資本、流動性その他の健全性要件と実質的に同等の機能を有するものであるべきだとしている。

(3) MMF以外のシャドバンキングエンティティ (WS3)

MMF 以外のシャドバンキングエンティティに関する政策提言の策定を目的とする WS3 では、広範囲にわたるノンバンク金融エンティティのカテゴリー分けとデータ収集に基づき、政策対応が必要なタイプのエンティティの絞り込みを行った。それらの詳細な検証を通じて、ノンバンク金融エンティティにはセクターの間だけでなく、同タイプのエンティティの中にあってもビジネスモデルやリスク・プロファイルにおける著しい相違が存在することが明らかとなった。このことを踏まえ、WS3 は単にエンティティベースの視点からだけでなく、経済機能ベース（つまり活動ベース）の視点を通じたシャドバンキング問題へのアプローチを採用した。このような視点は、ノンバンク金融エンティティのシャドバンキングへの関与の程度を、法的な名称や形態でなく、その寄って立つ経済的な機能によって判断するものであるとされる。

WS3 は以下の 3 つの要素からなるハイレベルな政策枠組みを提示している。政策枠組みは、最終的には FSB メンバーのコミットメントとされ、FSB の金融機関の実効的な破綻処理の主要な特性と同様のピア・レビューの対象となる。

a. 経済的機能（活動）に基づく評価

当局は、自らの法域内のノンバンク金融エンティティのシャドバンキングリスクの発生源を、次の「5 つの経済的機能の枠組み」に基づき特定しなければならない。

- ① 取り付けの影響を受けやすい特徴を備えた顧客の現金プールの管理（例えば、安定的 NAV の特徴を持つクレジット投資ファンド、レバレッジド・クレジット・ヘッジファンド）
- ② 短期資金調達に依存した貸出の提供（例えば、短期資金調達構造を持った、または預金の受入れ

を行う金融会社)

- ③ 短期の資金調達または顧客資産を担保とした資金調達に依存した市場での活動の仲介（例えば、ホールセール資金調達への依存度が高い証券ブローカー）
- ④ 信用創造の促進（例えば、信用保険業者、金融保証保険者）
- ⑤ 証券化と金融エンティティの資金調達（例えば、証券化ビークル）

b. 政策ツールの採用

当局は包括的原則を定めた上で、それぞれの経済機能に対する政策の選択肢のメニュー（政策ツールキット）の中から、当該ノンバンク金融エンティティとそれが業務を行う市場の構造、当該法域内でそれがもたらすリスクの程度に最もよく当てはまると考える政策ツールを適用する。包括的原則は以下の4つである。

原則1：当局はどこまでを規制の対象とするかを定める権限を持つべきである。

原則2：当局はシャドバンキングによってもたらされるリスクの評価に必要な情報を収集するべきである。

原則3：当局は、シャドバンキングエンティティによってもたらされるリスクの程度を市場参加者が理解する助けとなるよう、必要な他のシャドバンキングエンティティの情報開示を強化するべきである。

原則4：当局は、ノンバンク金融エンティティをその経済的機能に基づき評価し、政策ツールキットに含まれるツールから必要な行動を取るべきである。

政策ツールキットは「5つの経済的機能」のそれぞれから生じるシャドバンキングリスクに対応するために導き出されたものである。項目のみ記載すると以下のとおりである。

MMF 以外のシャドバンキングエンティティに対する政策ツールキット

1. 取り付けの影響を受けやすい顧客の現金プールの管理

ツール1：ポートフォリオ資産のマチュリティに対する制限

ツール2：レバレッジの制限

ツール3：流動性リスク管理ツール

ツール3a：資産の集中に関する制限（例：1つの発行体/セクターに対する投資上限）

ツール3b：非流動資産に対する投資の制限

ツール3c：流動性バッファ

ツール4：ストレスのかかった市場環境下での払戻し圧力の管理のためのツール

ツール4a：サイドポケット⁴

⁴ サイドポケットとは、マチュリティリスクおよび流動性リスクを管理するため、投資ポートフォリオの中の傷んだ部分を法的に分離することを指す。この手段は専ら、市場環境の悪化によってポートフォリオの一部が適切に評価できなくなった状況において実施され、これによりファンドは通常のオペレーションを継続できるとされている。

ツール 4b： 払戻しゲート⁵

ツール 4c： 払戻しの停止

ツール 4d： 払戻しフィーその他の払戻し制限の賦課

2. 短期資金調達に依存した貸出の提供

ツール 1： 預金を受入れるノンバンク貸出提供者に対する銀行同様の健全性規制枠組みの導入

ツール 2： 資本要件

ツール 3： 流動性バッファ

ツール 4： レバレッジの制限

ツール 5： 資産集中の制限

ツール 6： 負債の種類制限

ツール 7： 資産・負債間のマチュリティのミスマッチの程度のモニタリング

ツール 8： 銀行と他グループの間の関連性（例：保有関係）のモニタリング

3. 顧客資産担保の資金調達または短期資金調達に依存した市場活動の仲介

ツール 1： 銀行と同等の健全性規制枠組みの導入

ツール 2： 流動性要件

ツール 3： 資本要件

ツール 4： 顧客資産の利用の制限

4. 信用創造の促進（保証および信用保険）

ツール 1： 最低資本要件

ツール 2： 業務の規模および範囲の制限

ツール 3： 流動性バッファ

ツール 4： テールイベントを捕捉するためのリスク管理実務の強化

ツール 5： 保険者／保証人と被保険者／被保証者との間のリスクシェアリングの義務化（例：免責、共同保険）

5. 証券化と金融エンティティの資金調達

ツール 1： マチュリティ／流動性の移転に対する制限

ツール 2： 適格担保に対する制限

ツール 3： 銀行その他の金融エンティティに対するエクスポージャーまたはそれらからの資金調達に対する制限

政策ツールは、必要に応じて法域を越えて整合性のある適用が実現されるよう、必要に応じてパブリックコメントに照らして修正し、優先順位付けされる。その次のステップとしては、FSBメンバー各国が、関連するノンバンク金融エンティティを上述の5つの経済的機能に位置づけた上で、それぞれのエンティティに適用される既存の政策ツールの実効性を評価することとなる。

⁵ 払戻しゲートについてはIII.4.(3) b (13頁) 参照。

c. 情報共有プロセス

当局は、政策枠組みの適用における法域間の整合性を維持し、規制上の隙間（ギャップ）や新たな規制裁定機会を極小化するため、FSBのプロセスを通じて情報共有を行う。

（４） 証券化（WS4）

証券化は、長期の与信が短期の資金（ABCP等）でファイナンスされることを可能にするものであり、適切な投資家にリスクを移転する場合には実体経済にとっても有益である。しかし、金融危機前に普及していた複雑な証券化は、外からは見えない大規模なレバレッジの積み上がりとマチュリティのミスマッチを招くとともに、不完全なリスク移転により、銀行システムからリスクを分散するのではなく銀行システムへリスクを集中させることとなった。

危機後、証券化に関連するシステム上の脆弱性やインセンティブ問題に対応するため、多くの規制改革が実施されてきた。FSBは2011年10月、IOSCOに対し、①リスク保持要件、および②証券化商品の透明性と標準化の強化策の実施、の2点について評価し、この分野におけるさらなる政策対応の必要性を検討するよう要請した。これを受けIOSCOは、BCBSと調整の上、2012年6月に市中協議報告書を公表した。この報告書は、証券化に関連するインセンティブを調整し、証券化市場のクロスボーダー活動を妨げることを回避しつつ、持続的な証券化市場に対する信頼を支える上で取りうる以下の3つの政策対応を提案している。

- ① リスク保持要件の導入とそれが市場に与える影響（特に保持の形態や例外等、法域による保持要件の実施に向けたアプローチの相違）についてのモニタリングの強化
- ② 例えば原資産に関するストレステストやシナリオ分析についての発行者による開示の改善
- ③ 例えば、業界による取り組み等、既存の取り組みをベースにした標準化された詳細な開示テンプレートの策定等を通じた証券化商品の標準化の強化

IOSCOは11月16日に最終報告を公表した（Ⅲ.6（15頁）参照）。ここでの提言には、リスク保持要件のコンバージェンスと導入に向けたロードマップや、資産レベルの開示のための標準化されたテンプレートに係る最近の進展に基づく作業、十分な情報に基づく投資の決定に資する開示、そして持続可能な証券化市場に対する健全な規制に向けて考慮すべきさらなる課題が含まれている。

（５） 証券貸借とレポ（WS5）

前述の2012年4月の中間報告書（Ⅲ.3（8頁）参照）では、証券貸借およびレポの市場の全体像とシャドバンキングシステムにおける位置づけが明らかにされ、その金融安定上の課題について検討がなされた。それらを踏まえ、WS5では以下の13項目の政策提言をまとめ、市中協議に付した。

提言は大きく分けて、①透明性の向上、②規制の内容、③証券金融市場の構造、の3つの分野からなり、具体的内容としては、①についてはデータ収集や報告要件等が、②については担保ヘアカットに関する基準や顧客資産の再担保化に関する要件等が、そして③については中央清算のコスト・ベネフィット評価や破綻時の取扱い等がそれぞれ含まれている。

証券貸借およびレポに関するFSB提言（案）

透明性の向上に関する提言

- 提言 1 当局は証券貸借およびレポに関するより粒の細かいデータを収集すべきであり、特に大規模な国際的金融機関については至急実施すべきである。この取組みは、WS が示した強化ポイントを考慮に入れた上で、可能な限り FSB データギャップグループのような既存の国際的イニシアチブを梃子にすべきである。
- 提言 2 取引情報蓄積機関（TR）はレポおよび証券貸借市場の包括的なデータを収集する最も効果的な方法であると考えられる。FSB は TR の対象となる適切な地理的範囲および商品の範囲について意見募集を行うべきである。FSB は各国/地域の当局に対し、個々のレポ・証券貸借市場のための TR の設立に向けたフィージビリティ・スタディを行うよう推奨し、それらの取組みの調整および推進を行うべきである。TR の適切な地理的範囲および商品範囲に関する意見募集の結果次第で、FSB は適切な対象範囲を決定するための作業グループを組成し、グローバルレベルで TR のフィージビリティ・スタディを実施するべきである。このスタディには市場参加者が加わるべきである
- 提言 3 中間的なステップとして FSB は、各国/地域当局による金融安定に向けた透明性向上と TR の制度設計のための市場規模での調査をコーディネートすべきである。この市場規模での調査は、証券貸借・レポ市場に関するサマリー情報を集めたものを定期的に一般に入手できるようにすべきである。
- 提言 4 FSB は、金融機関の証券貸借・レポおよび担保管理業務に関する開示要件の改善に向け、基準設定主体と国際的に協働すべきである。
- 提言 5 当局は、ファンドマネージャーの最終投資家に対する報告要件について、WS の提案に沿った形での検証を行うべきである。

規制に関する提言

- 提言 6 規制当局は、担保ヘアカットの計算方法に関する最低基準を導入すべきである。これらのガイドラインは、ヘアカットの計算方法のプロシクリカリティの程度を極小化することを目的とすべきである。基準設定主体（例えば BCBS）は、本提言に沿った形で、担保ヘアカットの計算に関する既存の規制要件を見直すべきである。
- 提言 7 原則として、重大なプロシクリカリティのリスクが存在する場合には、証券金融取引に係るヘアカットに対する定量的な下限の枠組みを導入することが妥当である。そのような下限は、担保ヘアカットの計算方法に関する最低基準と併せて機能する。ただし、FSB は市場の流動性や市場の機能に対する意図しない結果が生じる可能性には留意すべきである。FSB は、定量的な下限の枠組みが政策目的を達成する上で効果的かつ実行可能なものであるかについて意見募集を行うべきである。そこには、カウンターパーティー、担保および

取引の種類毎にそのような枠組みを適用する水準および範囲についての意見募集を含むべきである。

提言 8 証券貸借を行うノンバンク主体（証券の貸し手およびそのエージェントを含む）の規制当局は、現金担保の再投資から生じる流動性リスクを限定するため、それぞれの法域において、現金担保の再投資に関する最低基準案に合致した規制枠組みを導入すべきである。

提言 9 当局は、顧客資産の再利用（リハイポセーション）に関する規制において以下の原則を示すようにしなければならない。

- ・金融仲介業者は、顧客が当該金融仲介業者の破綻時に自らのエクスポージャーを把握できるように、再利用された資産についての十分な開示を顧客に対して行うべきである。
- ・顧客のロングポジションに対するファイナンスおよびショートポジションのカバーの目的で顧客資産を再利用することが認められている法域においても、当該仲介業者の自己勘定業務に対するファイナンスのための再利用は認められるべきではない。
- ・十分な流動性リスク規制の対象となるエンティティのみが顧客資産の再利用を認められるべきである。

提言 10 顧客資産の保護に関する適切な専門家グループは、再利用に関する顧客資産ルールの調和の可能性について検討を行うべきである。その際、再利用の法律上、業務上および経済的な性質のシステムリスクに対するインプリケーションを考慮すべきである。

提言 11 当局は、証券貸借・レポ市場の全ての参加者に対する担保評価・管理のための規制上の最低基準を採択すべきである。

証券金融市場の構造的側面に関する提言

提言 12 当局は、証券貸借・レポ市場に中央清算機関（CCP）を導入する案についてのコストとベネフィットを評価すべきである。レポ市場における重要な資金供給者が現時点で既存の CCP に参加していない場合は特にその必要がある。

提言 13 破産法上の取扱いの変更およびレポ破綻処理当局（RRA）の設立は実現可能性のある理論上の選択肢であるが、実施には困難が伴うために現段階では高い優先度で作業を進めるべきではない。

（6） 今後の予定

既に見たとおり、WS2（MMF 関連）については IOSCO から政策提言が、また、WS4（証券化関連）については同じく IOSCO から最終報告が既に出されており、一定の区切りがついている。今回パブリックコメントに付された事項を含め、これら以外の WS の作業に関する今後の FSB の作業スケジュールは次のとおりとされている。

WS1 は、銀行とシャドバンキングエンティティの関係に係る政策提言を 2013 年半ばまでに取りまとめるべく作業を継続する。

WS3 では、MMF 以外のシャドバンキングエンティティに関する政策提言の改善および優先順位

付けを行う。

WS5は、2013年9月までの最終提言合意に向け、市中協議と定量的影響分析の結果を考慮しつつ、証券貸借およびレポに関する政策提言の調整を行う。

FSBは、各WSの提言が最終化された後、その導入に向けたタイムテーブルを決定し、各WSの提言を含む最終提言を2013年9月までに策定する。

8. 大口エクスポージャーの計測と管理に関するBCBS市中協議文書（2013年3月）

既に触れたとおり、2012年11月のFSB市中協議文書では、WS1の作業として、シャドバンキングエンティティに対する大口エクスポージャーに関し、2013年半ばまでに政策提言を行うこととされていた（Ⅲ.7.(1)（17頁）参照）。大口エクスポージャー規制は、銀行の単一のカウンターパーティーに対するエクスポージャーの総額を、当該銀行の自己資本の一定割合以内に収めるよう義務付ける規制であり⁶。与信の相手方が突然デフォルトに陥った場合にも銀行（ないし銀行グループ）の健全性が脅かされないようにするため、資本規制を補完する役割を有するものであるとされる。

BCBSは2013年3月26日、「大口エクスポージャーの計測と管理のための監督上の枠組み」と題する市中協議文書を公表した（BCBS（2013a））。BCBSは1991年に大口エクスポージャーの計測と管理に関するガイダンスを公表しており、本市中協議文書はそれに代わる新たなルール枠組みを示すものであるが、そこで示された新しい大口エクスポージャー規制枠組みには、FSBでの議論も踏まえ、証券化や集団投資スキーム等のシャドバンキングエンティティに対するエクスポージャーについても規制の対象として認識することが求められている。以下、本市中協議文書で示された証券化や集団投資スキームに関する大口エクスポージャーの特定方法および計算方法の概略について見ておきたい。

（1） 原資産の特定——ルックスルー・アプローチ（LTA）

銀行の証券化や集団投資スキームに対する投資については、それらに含まれる原資産を特定するために、ルックスルー・アプローチ（LTA）を適用すべきであるとする。LTAによる場合、証券化やファンドを1つの与信対象先として見るのではなく、それらを構成する原資産の1つ1つを銀行が直接保有しているのと同様に捉えた上で、同一のカウンターパーティーに対するエクスポージャーを直接保有するものも含めて全て合算することが必要となる。

ただし、ルックスルーによって原資産の1つ1つを全て特定することには極めて大きな労力が必要となるため、それにより得られるメリットとのバランスを考慮して、ファンド等のポートフォリオが十分に分散されていて、構成する1つ1つのエクスポージャーの粒が細かい場合には、LTAの適用が免除される。LTA適用の必要性は「小口分散テスト（granularity test）」によって判断される。今回の市中協議文書では、小口分散テストでファンド等が十分に小口分散されていると判断される基準値として、当該トランザクション総額の1%とすることが提案されている。つまり、ファンド等に含ま

⁶ 今回の市中協議文書では、大口エクスポージャー限度を、銀行の普通株等Tier 1（CET 1）またはTier 1資本の25%とすることが提案されている。

れる原資産に対するエクスポージャーのうち最大のものでも当該ファンド等の総額の 1%を超えない場合にのみ、小口分散テストにパスしたものとみなされ、LTA の適用が免除される。逆に、1%を超える大きさのエクスポージャーが 1 つでも含まれる場合には、全ての原資産についてルックスルーすることが求められる。

ただし、その場合に全ての原資産についてルックスルーできるのであれば問題はないが、常にそうとは限らないことは BCBS も認めている。そこで、ルックスルーできない資産が含まれている場合に、それらに対するエクスポージャーをどう扱うべきかが問題となる。市中協議文書では、最も保守的な考え方として、ルックスルーできないエクスポージャー（不明エクスポージャー）については、当該銀行が保有する既存の全ての大口エクスポージャーそれぞれに、その額を加算する取扱いが紹介されている。しかし、そこまで要求するのは厳格に過ぎるため、より現実的な案として、不明エクスポージャーの全体を 1 つのカウンターパーティー（これを「不明顧客 (unknown client)」と呼ぶ）とみなして、それに対して大口エクスポージャー限度を適用することが提案されている。

なお、小口分散テストの結果、LTA を適用する必要がない場合でも、ファンドや証券化自体に対するエクスポージャーを認識することは必要であり、加えて、次に述べる追加的リスクの有無についても評価を行わなければならない。

(2) 追加的リスクの特定

ファンドや証券化に対する与信に伴うリスクとしては、原資産のカウンターパーティー信用リスク以外にも、例えばファンドマネージャーによる不正行為のようなリスクが存在する。このような第三者に起因するリスクファクターを捕捉するため、銀行は、原資産の特定やエクスポージャーの計測とは関連しない追加的リスクについて評価することが求められる。このようなリスクをもたらす可能性のある第三者の例としては、上で挙げたファンドマネージャーのほか、流動性供給者、信用プロテクション提供者、オリジネーターなどが挙げられているが、リスクの特定にはケースバイケースでの判断が必要であるとの理由から、今回の案ではこのような第三者の網羅的なリストを定めたり、追加的リスクを生む可能性のある機能をあらかじめ特定したりすることは行われていない。

このような第三者についてリスクが認識された場合には、それを別個の新たなエクスポージャーとみなして合算し、大口エクスポージャー限度を適用することが求められる。例えば、あるファンドマネージャーに不正の可能性があり、追加的リスクを認識すべき状況にある場合には、当該ファンドマネージャーを別個のカウンターパーティーとみなすことが必要となる。その結果、当該ファンドマネージャーが運用する複数のファンドに対して投資している場合には、そのようなファンドに対する当該銀行のエクスポージャーの合算値に大口エクスポージャー限度が適用されることになる。

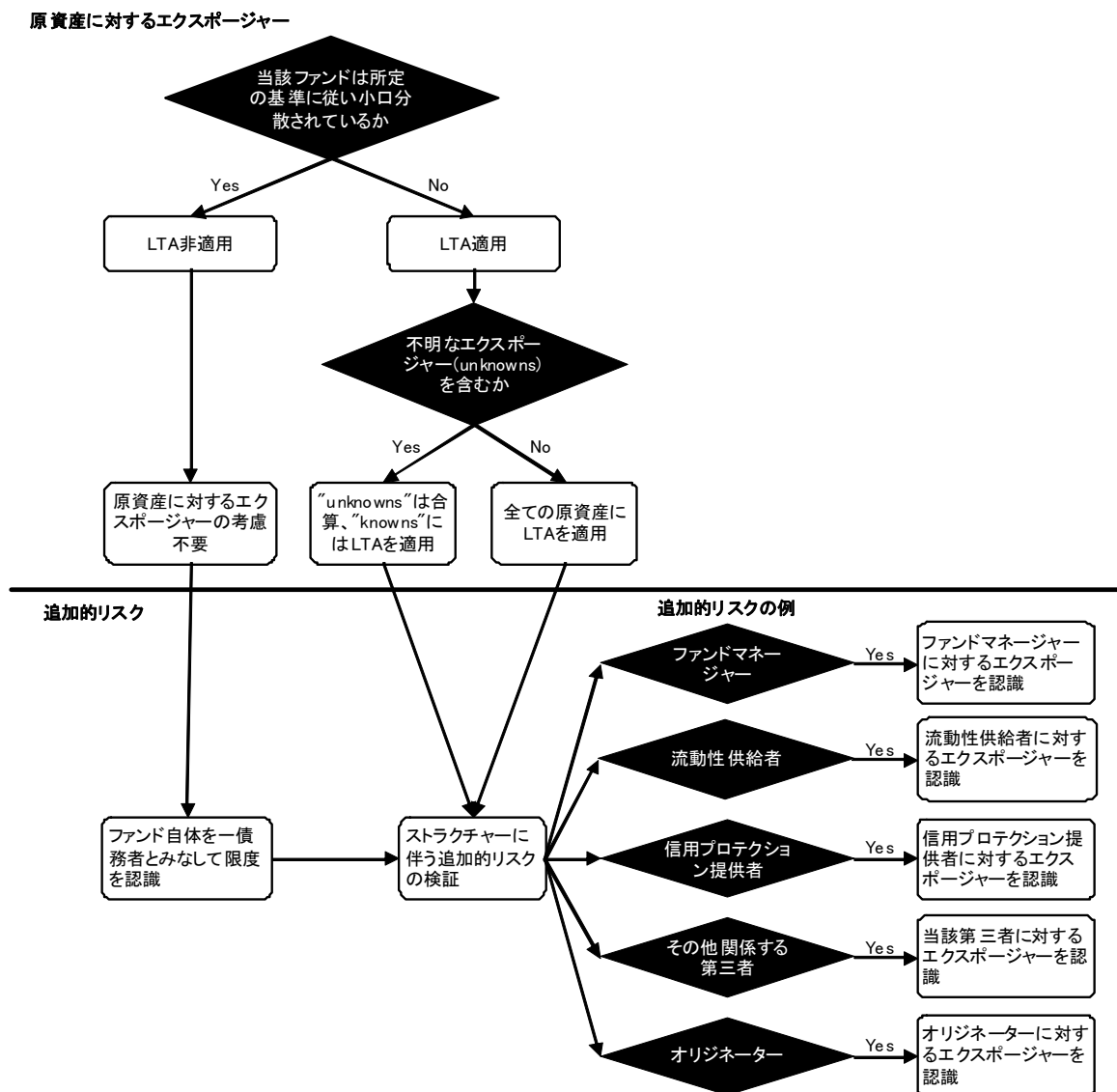
なお、このような共通のリスクファクターとなる第三者に対して銀行が直接のエクスポージャーを持っている場合（例えば、ファンドマネージャーに対して融資を行っている場合など）、直接のエクスポージャーとファンド等のトランザクションに関するエクスポージャーを合算すべきか否かは、ケースバイケースで判断すべきとされている。

また、複数の第三者について追加的リスクを認識すべきケースもあり得る（例えば、同じファンド

に關係するファンドマネージャーと流動性供給者など)が、このような場合は当該トランザクションに関するエクスポージャーをそれぞれの第三者に対して認識することが求められている。これは一見1つのエクスポージャーをダブルカウントするように見えるが、相互に關連のないカウンターパーティーの破綻に対しては、銀行はそれぞれに耐性を備えるべきであるとの考えから、このような取扱いとなったものである。

次の図表5は、これまで述べてきた証券化や集團投資スキーム等に関する大口エクスポージャーの特定方法の流れを图示したものである。

図表5 証券化・集團投資スキーム等に係る大口エクスポージャーの特定方法



(資料) BCBS (2013a)

(3) ルックスルーされた原資産に対するエクスポージャーの計算

LTA が適用される場合に、ルックスルーされたそれぞれの原資産に対する銀行のエクスポージャーは、銀行が当該ファンド等に対して保有する持分割合に従って按分される。例えば、ファンドの投資先が 20 あり、それぞれに対し 5 の投資を行っている場合に、銀行が当該ファンドの持分の 1% を保有しているとすれば、各投資先についてそれぞれ 0.05 (=5×1%) のエクスポージャーを認識しなければならない。

9. 銀行のファンド投資に係る資本要件に関するBCBS市中協議文書（2013年7月）

(1) 背景および現状

FSB によるシャドーバンキングの規制・監督強化に関する WS1（銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係）における作業に関連して、銀行のファンドに対するエクイティ投資に関する資本要件についての検討作業が BCBS によって進められてきており、2013年7月5日に市中協議文書(BCBS (2013b)) が公表された（意見募集に対するコメント期限は 10 月 4 日）。

現状のバーゼル・ルールでは、標準的手法においてはファンド投資の取扱いについての明示的な規定はなく、100%リスクウェイトが適用される「その他資産」として取り扱われる（各国当局の判断でリスクに応じてより高いリスクウェイトを適用することはできる）。内部格付手法においては、ファンドの多数を占める資産に適用される資本上の取扱いを当該ファンド全体に適用するか、ファンド構成資産の一つ一つについてそれぞれ所用資本を算出するルックスルー・アプローチのいずれかの手法が用いられるが、これらに代わって、リスクの高いものから順にファンドの投資マンドート（指図）で許容されている最大限を投資したと仮定して所用資本を計測することも可能となっている。

このような現状の取扱いに対しては、許容されたアプローチをどのように適用するのかについての更なる明確化の必要性や、ファンドのレバレッジが考慮されていないといった点などが指摘されており、これらを踏まえて BCBS がルールの見直しを検討してきたものである。

(2) 新ルール案の枠組み——3段階アプローチ

a. 対象

今回提示されたルール案は、あらゆる形態のファンドに対する銀行のエクイティ投資を対象としており、オフバランスシートのエクスポージャー（すなわち、将来の出資のコミットメント等）も含まれる。ただし、各国の判断に基づき、バーゼル・ルールにおける標準的手法でのリスクウェイトがゼロの資産に投資するファンドについては、今回の案の適用対象外とすることができる。

b. 原則——ルックスルー・アプローチ

今回の案では、ファンド向けエクイティ投資の所用資本算出に当たって、大口エクスポージャー限度の場合と同様、銀行は原則としてルックスルー・アプローチ（LTA）を用いることとされており、内部格付手法・標準的手法いずれの場合においても、ファンドの個々のエクスポージャーを銀行が直接に保有している場合と同様にリスク評価し、所要資本を計算することが求められる。LTAが適用される条件として、①ファンドの保有するエクスポージャーに関する情報が十分かつ高頻度で銀行に提供

される⁷、②そのような情報は独立した第三者によって認証される⁸、という 2 点が挙げられており、これらが満たされるファンドについては、銀行はLTAを用いなければならない。

なお、計算に必要なデータが十分に得られない場合は、第三者の計算に基づいてファンドのエクスポージャーに対するリスクウェイトを決定することが認められる。ただし、その際に適用されるのは同種のエクスポージャーを銀行が直接保有した場合より 1 ノッチ高いリスクウェイトの値である。また、リスクウェイトの判断ができない場合は、一律 1250%のリスクウェイトが適用される。

c. マンデートベース・アプローチ

第 2 のアプローチは、マンデートベース・アプローチ (MBA) と呼ばれ、既に触れたとおり現行ルールでも認められている方法であるが、今回のルール案では、LTA 適用の 2 つの条件が満たされない場合に使用できることとされた。銀行は、当該ファンドの投資マンデート (指図) または投資ファンドに関する国の規制の中に含まれる情報を用いて所要資本の計算を行う。MBA は LTA が使えない場合の代替的手法であるとの位置づけから、MBA によって算出された所要資本額が LTA に基づく所要資本額を下回ることのないよう、ファンドのエクスポージャーに係るリスク加重資産 (RWA) は以下の 3 つの合計として算出される。

- ① バランスシート上のエクスポージャーに対する所要資本は、当該ファンドのマンデート上許容される所要資本が最大の資産 (すなわち、最もリスクの高い資産) から順に最大限を投資したものと仮定して算出される。この場合に用いられるリスクウェイトは標準的手法ベースである。
- ② デリバティブのエクスポージャーまたはオフバランス・エクスポージャーについては、それらの想定元本に対してリスク加重を行う。
- ③ ファンドのデリバティブ・エクスポージャーに伴うカウンターパーティー信用リスクは、カレント・エクスポージャー方式に基づき、再構築コストにアドオンを加えることで計算される⁹。

MBA の下では、他のファンド (B) に投資するファンド (A) に銀行が投資している場合は、ファンド A のファンド B に対するエクスポージャーに適用されるリスクウェイトを決定するために、銀行はファンド B のマンデートを参照することが求められる。階層がさらに続く場合 (つまり、ファンド B がファンド C に投資している場合) は、ファンド B のファンド C に対するエクスポージャーには 1250%のリスクウェイトが適用される。

d. フォールバック・アプローチ

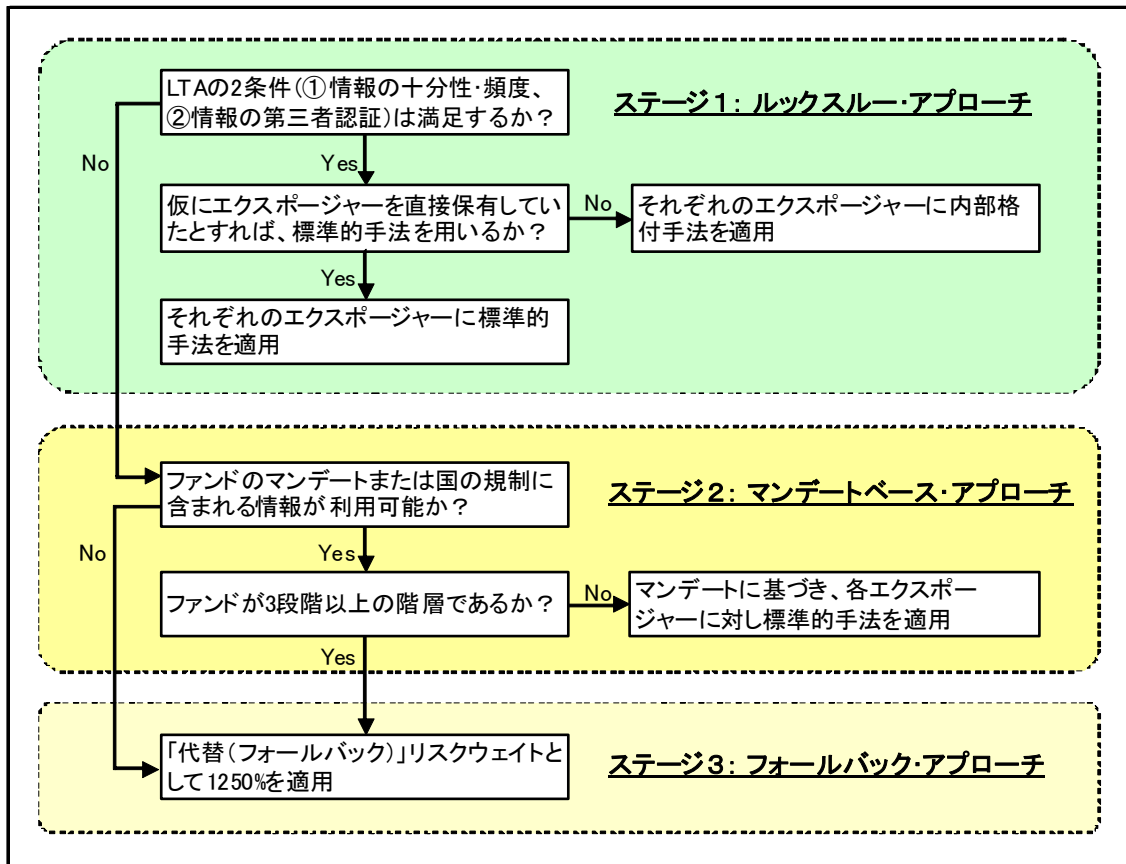
LTA と MBA のいずれの手法も適用することが不可能な場合、そのようなファンドに対する銀行のエクスポージャーについては一律に 1250%のリスクウェイトが適用される。これは、他に手段がない場合の代替策という意味で、フォールバック・アプローチと呼ばれる。

⁷ ファンドの財務報告の頻度が銀行のそれと同様またはそれ以上であること、および各資産のリスクウェイトを算出するのに足るだけの細かさの財務情報が存在することが必要とされる。

⁸ 受託者やカストディアン銀行、あるいは管理会社が存在することが必要であるが、外部監査まで要求されるわけではないとされる。

⁹ 再構築コストが明らかでない場合は、保守的に算定するため、代わりに想定元本が用いられる。また、アドオンの掛目が明らかでない場合は、現行ルールにおける掛目の最大値である 15%が適用される。

図表6 銀行のファンド投資に対する所要資本の決定方法



(資料) BCBS (2013b)

e. レバレッジの考慮

ファンドに対するエクイティ投資のリスクを左右する大きな要素となるがファンドのレバレッジである。現行の資本要件ルールではファンドのレバレッジについては考慮されていないため、今回新たにレバレッジをルールに組み込むことが提案された。レバレッジを考慮する方法として、2つのオプションが示されており、いずれかを適用することができる。

なお、ここでのレバレッジとは、総資産をエクイティ総額で除したもの、すなわち、総資産のエクイティに対する倍率を指す。

(a) オプション1

1つめのオプションは、レバレッジによる調整をファンドの平均リスクウェイトに対して適用する。具体的には、LTA または MBA によってファンドの RWA 合計を算出した後、RWA 合計をファンドの総資産で除して平均リスクウェイトを計算する。銀行の当該ファンドに対する RWA は、当該ファンドの平均リスクウェイトにレバレッジと当該ファンドに対するエクイティ投資額を乗じたものとするのがオプション1である。この式を変形すると、求める RWA は当該ファンドの RWA の合計に銀行の出資比率を掛けたものということになる。式で示すと次のとおりである。

“オプション1”によるRWAの計算式

$$\begin{aligned} \text{RWA} &= \text{ファンドの平均RW} \times \text{レバレッジ} \times \text{エクイティ投資額} \\ &= \frac{\text{ファンドのRWA合計}}{\text{ファンドの総資産}} \times \frac{\text{ファンドの総資産}}{\text{ファンドのエクイティ}} \times \text{エクイティ投資額} \\ &= \text{ファンドのRWA合計} \times \text{銀行の出資比率} \end{aligned}$$

なお、上の式の「ファンドの平均RW×レバレッジ」は1250%を上限とし、1250%を超える場合であっても1250%として取り扱われる。

(b) オプション2

もう1つのオプションは、オプション1よりもさらに保守的なアプローチであり、ファンドのRWA合計に対してレバレッジ調整を適用する。計算式は以下のとおりである。

“オプション2”によるRWAの計算式

$$\text{RWA} = \text{ファンドのRWA合計} \times \text{レバレッジ} \times \text{銀行の出資比率}$$

上の式は、「ファンドのRWA合計×レバレッジ×(エクイティ投資額/ファンドのエクイティ)」と変形できるが、このうち「ファンドのRWA合計×レバレッジ×(1/ファンドのエクイティ)」の上限は1250%とされる。この方法では、比較的容易に1250%の上限に達すると考えられるので、実質的には銀行のファンドに対するエクイティ投資額に1250%のリスクウェイトが適用されるのと同じ結果になるケースが多いであろう。

IV. EUおよび米国での取組み

以上がFSBを中心とする国際的な場でのシャドーバンキングシステム規制に関するこれまでの取組み状況であるが、これらと同時に、あるいはこれらに先行して、欧州や米国を中心に個別国・地域での取組みも進められている。以下、EUおよび米国における取組みについて見ていきたい。

1. EU

(1) 欧州委員会グリーンペーパー (2012年3月)

EUでは金融危機後、銀行の自己資本規制ルールを定めた資本要件指令 (Capital Requirements Directive: CRD) の改正における証券化関連の規制強化や、投資サービスを規制する金融商品市場指令 (Markets in Financial Instruments Directive: MiFID) の改正等によりシャドーバンキングに関連する規制上の手当てが行われてきた。このような中、欧州委員会は、シャドーバンキング問題の重要性に鑑み、これまでの取組みについて検証し、今後に向けて広く意見を求めるため、2012年3

月 19 日にグリーンペーパー¹⁰ (European Commission (2012a)) を公表した。

a. 分析対象とするシャドーバンキングエンティティおよび業務

FSB によるシャドーバンキングの定義を踏まえ、現時点で欧州委員会が分析の対象とするシャドーバンキングエンティティおよび業務として、具体的に以下のものを挙げている。

(a) 対象エンティティ

- 流動性およびまたはマチュリティの変換を行う特別目的エンティティ、例えば、ABCP コンデュイットのような証券化ビークル、特別投資ビークル (SIV)、その他の特別目的ビークル (SPV)
- MMF ならびに取り付け (「ラン」) に対して脆弱な預金類似の特徴を有するその他の投資ファンドまたは投資商品
- 取引所取引ファンド (ETF) を含む、与信を行うまたはレバレッジのかかった投資ファンド
- 信用または信用保証を供与する、または流動性およびまたはマチュリティの変換を行う金融会社および証券エンティティで、銀行と同様の規制を受けていない者
- 与信プロダクツの発行または保証を行う保険および再保険事業者

(b) 対象業務

- 証券化
- 証券貸借およびレポ

b. シャドーバンキングに関連するリスクと利点

シャドーバンキングの利点として、①投資家に対し預金に代わる手段を提供できる、②特定のニーズに特化したより効率的な資源の仲介が可能になる、③実体経済に対する代替的な資金供給手段となる、④銀行システムからのリスク分散が可能になる、といった点が挙げられている。

他方、リスクとしては、①預金類似の資金調達構造は取り付けを招く可能性がある、②見えないところでレバレッジが大きく積み上がる恐れがある、③ルールの回避、規制のアービトラージに用いられる恐れがある、④銀行システムに影響を及ぼす無秩序な破綻の可能性があり、といった点が指摘されている。

c. 監督・規制当局にとっての課題

これらのリスクに対応する上で、監督・規制当局が対処すべき課題として、①関連するエンティティとその活動の特定・監視、②シャドーバンキングエンティティの監督アプローチの決定、③シャドーバンキング規制のための健全性規制の範囲や性質の拡張に伴う適切な対応、の 3 つが指摘されている。

d. EU における規制上の手段

これらの課題に対処するための具体的な規制上の手段を、①銀行規制や保険規制を通じてシャドーバンキングの活動をコントロールする間接規制、②現在ある健全性規制のシャドーバンキングへの適用範囲の拡大、③シャドーバンキング業務への直接規制、の 3 つの類型に分け、EU において行われてきたこれまでの取組みについて検証している。

¹⁰ グリーンペーパーとは、政策策定のための議論を喚起し、関係者からの意見を求めることを目的として欧州委員会が発出する文書をいう。

(a) 銀行規制・保険規制を通じた間接規制

第1の類型である間接規制の欧州における例としては、まずCRDの改正を通じた対応が挙げられる。具体的には、2009年9月に採択されたCRDの第1次改正（CRD II）において、証券化資産のオリジネーターとスポンサーに対し引き受けたリスクの相当部分を保持するよう義務付けるとともに、証券化ビークルに対する流動性ラインやエクスポージャーの取扱いが強化された。

続いて2010年11月に採択されたCRDの第2次改正（CRD III）では、複雑な再証券化に対する投資のリスクをカバーする資本要件を強化するとともに、加盟国当局に対し、第2の柱でのリスク評価において複雑な証券化から生じるレピュテーションリスクを考慮するよう義務付けられた。

さらに、CRD IVでは、銀行のレピュテーションリスクに結びつくSPVやその他の商品・サービスに対する流動性ファシリティをも対象とした、明示的な流動性要件を2015年時点で導入することが提案されている¹¹。

保険セクターについても、保険会社のソルベンシー比率規制を中心とするルールの見直し（ソルベンシーII）の中で、証券化オリジネーターおよびスポンサーに対する銀行と同様のリスク保持義務の導入が予定されている。

また、欧州委員会は、国際財務報告基準（IFRS）について、2011年11月に金融資産の移転に関する開示要件を改善する基準の改定（IFRS第7号）を承認し、さらに、連結に関する新基準（IFRS第10、11、12号）についても分析を行っているとした¹²。これにより、銀行等の証券化ビークルに対する連結の考え方が改善されるとともに、証券化ビークルを含むストラクチャード・エンティティに対する非連結持分についても開示が義務付けられることとなっている。

(b) 現行の健全性規制のシャドーバンキング業務への対象拡大

第2の類型としては、EUにおける投資サービス規制ルールであるMiFID¹³を通じたシャドーバンキング規制が挙げられる。欧州委員会は2011年10月、MiFIDの改正案を提示したが、そこには、高頻度取引者やより幅広いコモディティ投資会社に対するMiFIDの対象範囲拡大、非エクイティ商品に関する透明性の向上、各国当局およびESMA（European Securities and Markets Authority：欧州証券市場機構）に対するより強力かつプロアクティブな介入権限の付与といった事項が含まれており、シャドーバンキングにも規制の網を掛ける取組みが行われている。MiFIDはその対象となる会社に対して直接に資本要件を課すルールとはなっていないが、CRDをリファーすることにより、投資会社に対しても銀行類似の健全性規制を課している。

(c) シャドーバンキング業務に対する直接規制

第3の類型である直接規制の例としては、まず、オルタナティブ投資に関し、AIFMD（Alternative

¹¹ CRD IVは、グリーンペーパー公表時点では議会とEU理事会の最終的な合意が得られていなかったが、2013年6月27日に最終確定版がEU官報（Official Journal of the European Union）に掲載された。

¹² 本グリーンペーパー公表後の2012年12月に、IFRS第10、11、12号についても承認された（Commission Regulation（EU）No 1254/2012）。

¹³ MiFIDは、1993年の投資サービス指令（ISD）に代わって2004年に採択された、EUにおける投資サービスおよび金融・資本市場を包括的に規制する指令であり、投資サービス業者の認可要件や業務上の要件および監督当局の義務・役割等を定めている。

Investment Fund Managers Directive : オルタナティブ投資ファンド運用者指令)¹⁴において、流動性リスクのモニタリングや流動性管理システムの導入が義務付けられた。また、新たに導入されたレバレッジの計測方法や報告要件によって、当局によるレポ取引や証券貸借取引のモニタリングが容易になるとされている。

MMFおよびETFについては、UCITS (Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities : 譲渡可能証券の集団投資事業) に関する立法がカバーしている。ESMAはMMFに関するガイドライン¹⁵を定めており、そこではこれらのファンドに対する投資対象の制限、加重平均マチュリティの制限、NAVの日次での計算等についての勧告がなされている¹⁶。

信用格付機関は、それ自体ではレバレッジを用いておらず、マチュリティ変換も行っていないが、信用仲介の連鎖の中で重要な役割を果たしていることから、EU においては ESMA による規制・監督が行われている。

なお、保険規制に関して、ソルベンシーII がいくつかのシャドーバンキング上の問題に対応している。

e. 今後の課題

(a) 銀行規制関連

銀行規制に関しては、次の3つの点を視野に、いくつかの課題が今後検討されなければならないとしている。第1に、シャドーバンキングエンティティに対して行われた問題のあるリスク移転を健全性の観点から正しく把握しなおすこと、第2に、シャドーバンキングエンティティに対するエクスポージャーのチャンネルを特定し、シャドーバンキングエンティティに対する過度なエクスポージャーを制限するとともに、銀行のシャドーバンキングエンティティに対するエクスポージャーに対する開示要件を改善するための方法について検討すること、第3に、関連する全ての活動が銀行規制によって確実に捕捉されるようにすること、である。

これらの観点から、特に、銀行がスポンサーとなっているエンティティが正しく当該銀行の連結対象に含まれ、バーゼルIII規制枠組みの対象に入るようにするため、銀行のシャドーバンキングエンティティに対する連結ルールの検証が必要としている。その際、会計上の連結ルールと健全性規制上の連結ルールの違いについてもスタディが行われるべきであり、連結に関する新しい IFRS の影響について検証することが重要であると指摘している。

銀行のシャドーバンキングエンティティ向けエクスポージャーに関連してさらに検討が必要な論点として、①現在の銀行法制における大口エクスポージャーの枠組みは問題に十分に対応できているか、②投資ファンド等のシャドーバンキングエンティティのレバレッジに効果的に対応するにはどうすれ

¹⁴ AIFMD は、ヘッジファンド、プライベートエクイティファンドその他広く UCITS の対象とならない投資ファンドの運営者に対し、ファンドの運営、管理、販売等のルールを定める指令であり、2011年7月に公示された。EU加盟国は2013年7月22日までにAIFMDの国内導入を義務付けられている。

¹⁵ 2010年5月19日付でESMAの前身に当たる欧州証券規制当局委員会(CESR)が公表した「欧州マネーマーケットファンドの共通の定義に関するガイドライン」。

¹⁶ ガイドラインの内容の詳細については、「参考資料」(57頁以下)を参照。

ばよいか、特に、いわゆるルックスルー・アプローチを拡張すべきか否か、③CRD IIにおける流動性ラインおよび証券化ビークルに対する信用エクスポージャーの取扱いを他の全てのシャドーバンキングエンティティにも適用すべきか否か、④暗黙の支援に対する各国の監督上の取扱いに関するレビュー、の4点を挙げている。

欧州委員会は、CRD IVの一部規定を預金取扱金融機関以外に対しても拡張することのメリットについてスタディを行っているとしている。

(b) アセットマネジメント規制関連

まずETFに関して、最近の議論は、①想定される流動性の途絶、②ETF業者とそのカウンターパーティーとの間の証券貸借やデリバティブ取引において提供される担保の質、③それらの取引のカウンターパーティーが同一の企業グループに属する場合の利益相反、に焦点が当てられているが、これらのうちのいくつかはETFだけの問題にとどまらず、投資ファンドが保有する証券を他のカウンターパーティーに貸す、あるいはファンドがデリバティブ取引を行う場合には常に発生する問題であると指摘している。また、ESMAはUCITS枠組みの全般的な見直しを行っているが、特にそのETFへの適用可能性について、2012年度中の新たなガイドライン策定を視野に検討中であるとしている¹⁷。

次にMMFについては、最も重大な懸念事項は取り付け（ラン）のリスクである。MMFの取り付けのリスクは、安定したNAVを維持するためにMMFが資産を償却原価法で評価している場合（すなわち、CNAV型MMFの場合）に高まることを指摘している。

(c) 証券貸借・レポ関連

証券貸借およびレポについては、欧州委員会とFSBによる作業において現状の実務の検証、既存の規制におけるギャップ（隙間）の特定、法域間での規制の不統一の調査等が行われており、個別のテーマとして以下を挙げている。

- 保守的な担保管理
- 担保証券に対して受領する現金の再投資
- 担保の再利用（リハイポセクション）
- 市場における透明性および当局に対する透明性の改善方法
- 市場インフラの役割

さらに欧州委員会は、監督当局がレバレッジの評価のための正確な情報を得、それらをコントロールし、過度にプロシクリカルな効果が生じるのを抑制するため、証券貸借、担保管理、およびレポ取引に起因するグローバルなレバレッジについて特に注意が払われるべきであるとしている。また、証券貸借およびレポ取引に関する会計実務とともに、破産法制とそれが担保に及ぼす影響についても、国際的な整合性を視野に入れた検証が行われるべきであるとしている。

¹⁷ グリーンペーパー公表後の2012年12月18日にESMAはガイドラインを公表した（ESMA（2012））。本ガイドラインは、UCITSのうち、そのユニットまたは持分のクラスが規制対象市場または多角的取引ファンリティ（MTF）で取引され、そのユニットまたは持分の取引価値がそのNAVから大きく変動しないよう行動するマーケットメーカーが存在するものをUCITS ETFと定義し、UCITS ETFに課すべき開示要件等についてEU各国当局およびファンド運営会社に対して指針を示したものである。

(d) 証券化関連

証券化に関しては、本グリーンペーパーで示された証券化関連施策の有効性を検証することが重要と指摘した上で、欧州委員会は他のセクターで取られている類似の施策（透明性強化、標準化、リスク保持義務、会計上の要件等）について調査を実施しているほか、米国 SEC との間で証券化ルールの比較検討を開始しているとしている。

(e) その他のシャドーバンキングエンティティ

その他のシャドーバンキングエンティティに関しては、①対象に含めるべきエンティティのリストアップ、②既に実施されている規制・監督枠組みのマッピング、③これらの規制・監督枠組みにおけるギャップの特定、④これらのエンティティに対する追加的な健全性規制手段の提案、に向けた作業がFSBとEUにおいて実施されている。

もう1つの検討課題として挙げられているのがデータ収集である。欧州委員会と欧州金融監督当局¹⁸は各国当局と協議の上、その結果を踏まえEUレベルでの立法化を行うとしている。そこでは、データギャップに関するFSBの作業とも整合性の取れた形で、当局にグローバルベースでデータを収集し、収集したデータを共有する権限を与えることが有益であるとされ、その観点からグローバルな取引主体識別子（LEI）¹⁹に関する枠組みの創設を歓迎すべきだとしている。

このほか、金融機関の破綻処理についても、欧州委員会はノンバンク金融会社が金融安定に与えるリスクの検証を行っており、適切な破綻処理手段の必要性について検討中であるとしている²⁰。また、保険会社に対する新しい規制枠組みとして検討されているソルベンシーIIが、保険会社および再保険会社によるシャドーバンキング類似行為に対する有効な対応手段となり得るかについてさらに分析が必要であるとしている。

(2) シャドーバンキングに関する欧州議会決議（2012年11月）

欧州議会は、FSBの取組や上記グリーンペーパーを始めとするEUでの取組みを踏まえ、2012年11月20日の本会議においてシャドーバンキングに関する以下の内容の決議を行った。

a. シャドーバンキングの定義

「シャドーバンキングの定義」と題する最初のパートでは、まず、シャドーバンキングに対するモニタリングおよび監督の強化に向けた第一歩として欧州委員会グリーンペーパーを歓迎し、間接規制と既存の規制の適切な拡張および改正をベースとする欧州委員会のアプローチを承認している。その上で、既存の規制だけでは不十分な場合には、既存の規制との重複を避け、整合性を確保しつつ直接規制を行うことも必要としている。シャドーバンキングに対しては健全性の観点と市場行動の観点の

¹⁸ EUレベルで業種別に設置されたESMA（欧州証券市場機構）、EBA（欧州銀行機構）、EIOPA（欧州保険年金機構）の3当局

¹⁹ LEI（Legal Entity Identifier）は、金融取引の実態把握強化のため、デリバティブ等の取引報告において用いることが想定されている金融取引主体毎に付された識別子（英数字20文字によるコード）のことである。世界共通のLEIの枠組みについて2012年6月のG20ロス・カボスサミットで合意され、2013年1月にはLEIシステムのガバナンス主体である規制監視委員会（LEI ROC）が発足している。

²⁰ 2012年6月6日、欧州委員会は、銀行の再建・破綻処理枠組みに関する指令案とともに、銀行以外の金融機関の再建・破綻処理枠組みに関する市中協議文書（European Commission（2012b））を公表し、意見募集を行った。

両面からの全体的なアプローチが必要とし、市場ベースの資金調達へのシフトと複雑な金融商品のリテール化が進んでいることに留意しつつ、金融機関等の市場における行動のあり方と消費者保護について考慮を払うべきとしている。

また、ある分野で規制の強化が進むと、規制の少ない分野にリスクや資本が移転する規制アービトラージの可能性が高まるため、規制の枠組みを拡張し、アービトラージを防止することが必要と指摘している。

シャドールバンキングシステムの定義については、FSBによる定義に同意する一方、シャドールバンキングは必ずしも金融セクターの中の規制されていない部分や違法とされる部分に限られるものではないと指摘し、FSBの定義をモニタリングや規制・監督において導入していく上での課題としている。

b. データのマッピングと分析

次に、シャドールバンキングに関するデータの重要性が論じられている。シャドールバンキングシステムは革新的な性質を持ち、これまでにない新しい展開が生まれやすいが、一方でそれがシステムミックリスクの源泉にもなり得ることから、シャドールバンキングシステムの全体像の把握のため、緊密な国際的協調による欧州レベルとグローバルレベルでのシャドールバンキングに関するデータ収集の必要性を唱えている。それらを踏まえ、より強固なリスク評価手続と、システム上重要なリスクプロファイルが集中している金融機関についての開示および監視が必要であるとしている。また、金融機関の行うレポ取引や証券貸借の水準について監督当局が知るため、ユーロレポ取引に関するEUデータベースの創設および管理を支持している。そして、欧州委員会に対し、早期（2013年の早い段階）に中央集中されたデータ収集のための一貫性のあるアプローチを採択するよう求めるとともに、2013年半ばまでに制度の立ち上げ、データ調査の内容・頻度、リソースのレベル等を内容とするレポートを提出するよう要請している。さらに、データマッピングおよびモニタリングの観点から、データの入手可能性、適時性および完全性についての調査を行うべきであるとしている。

LEIについてはその進展を歓迎した上で、レポおよび証券の報告に関しても、元本、金利、担保、掛目、期間、カウンターパーティー等の情報について同様の共通基準を設けるべきとし、各国当局がデータを分析し共有できるようなグローバルなアプローチに向け、オープンな業界標準に基づく共通報告フォーマットの必要性を強調している。さらに、金融機関によるリスク移転の全体図を得ることの必要性から、標準化されたメッセージとデータ識別子による全ての金融サービスのリアルタイムでの取引マッピングの達成を目指すべきであるとし、欧州委員会に対して、ESRB（欧州システムミックリスク理事会）およびFSB等の国際機関と協議の上、データの中央集中に関する報告の中で、標準化されたメッセージとデータフォーマットに関する現在の作業およびリスク移転に関する中央登録機関の設立の実現可能性について触れるよう要請している。

最後に、これらの新しいタスクに対しては、十分な水準の新たな資源が必要であることを強調している。

c. シャドールバンキングによるシステムミックリスクへの対応

(a) 前提

シャドーバンキング活動およびシャドーバンキングエンティティに対する規制は国により異なるため、規制アービトラージを避けるためには公平な競争条件の確保が重要であることを指摘した上で、現状の銀行セクターとシャドーバンキングエンティティの間の相互依存は過大であること、また、信用リスクのゆがみや資金フローに障害がある場合には、正確な規制や監査は不可能であることに注意を促している。

(b) 会計基準と開示

開示に関しては、バランスシートからの金融資産の移転に係る開示に改善の余地があり、そのためには IFRS におけるギャップを埋めることが必要であるとする。また、有害なリスクの増加や蓄積に対して警鐘を發する会計士や内部監査人の責任を強調している。会計ルールは実態を反映したものでなければならず、市場価格を大きく上回る購入価格での資産評価は許容されるべきではないとし、IFRS に対する変更を促すよう欧州委員会に求めている。この際、ネッティングやリスク加重を行わない総計値にこれまで以上の注意を払うよう求めている。

(c) 規制の手段・内容と規制アービトラージの防止

まず、金融商品と金融規制との関係について、金融規制は金融サービス・商品の複雑さや不透明さに関する問題に対処することを目的とすべきであるとする。複雑なデリバティブについては、資本賦課やリスクウェイトの軽減廃止といった規制上の手段が効果的であるとする一方、新しい金融商品の承認を行う際には、規制当局はその破綻処理可能性を示すべきであるとの考えを示している。また、金融サービスおよび商品に関するドキュメンテーションや免責条項に関して、細かい字で印刷するなどして情報の非対称性を作り出す行為はペナルティーの対象とするよう提案している。

また、欧州議会は CRD IV の協議の中で、ストラクチャード投資ビークルやコンデュイット向け流動性ラインに係る資本上の取扱い、大口エクスポージャー限度、規制対象外エンティティ向けエクスポージャーに対するより高い流動性リスクの認識を通じてシャドーバンキングに対処しようとしていることが強調されている。

銀行セクターに対する規制と銀行以外のセクターに対する規制との関係について、保険のリスクと信用リスクは通常は明確に区別できるが、信用保険のような商品においてはその区別が不明確であることから、欧州委員会に対して、レベルプレイングフィールドの確保と規制・監督のアービトラージの防止を視野に入れた銀行、保険、そして特に金融コングロマリットに関する立法の再検討を行うよう求めている。その際、CRD IV の一部の要素を預金取扱金融機関以外にも拡張することは必要としている。また、EBA がシャドーバンキングセクターを自らの監督対象から除外することは許されないとしている。

銀行をスポンサーに持つ、または銀行とリンクしたシャドーバンキングエンティティについては、健全性規制上は銀行のバランスシートに含められることが必要とし、欧州委員会に対して 2013 年初までに、会計上の連結対象外エンティティを健全性規制上は連結対象とするための手段について検討するよう要請している。

金融機関の組織に関しては、リーカネン報告²¹の結論を踏まえ、リテール銀行業務と投資銀行業務を結合させることの利益と潜在的なリスクを考慮しつつ、欧州銀行セクターの組織に関する提案を行うよう欧州委員会に求めている。

(d) レポおよび証券貸借

レポおよび証券貸借市場については、まず欧州委員会に対して透明性向上のための施策を 2013 年初までに採択するよう求めている。具体的な施策の例としては、担保再利用の合算値の当局宛て報告や、担保金融に係るヘアカットや証拠金水準の当局による推奨値の導入が挙げられている。また、同じく欧州委員会に対し、担保の再利用に対する限度の導入に関するスタディおよび検討とともに、証拠金に関する包括的な議論への取組みを求めている。

さらに決議では、規制対象金融機関の破綻に関連した優先順位の問題のハーモナイゼーションのため、レポ・証券貸借市場および証券化に関する破産法制の見直しの必要性を強調している。そして欧州委員会に対して、中央清算対象取引または適格要件を満たした担保に対する破産時の特権の制限に向けた提案を含む破産特権の制限のための様々なアプローチについて検討するよう求めている。

(e) 証券化

証券化については、インセンティブへの十分な対応が必要であり、また、ポートフォリオの質および分散度を高めることが重要であるとする。欧州委員会に対しては、カバードボンドを含む証券化市場の検証、証券化の透明性向上プロセスの提案、および BCBS の証券化枠組みとの整合性を確保するため、2013 年初までに必要に応じて現行規則のアップデートを求めている。

このほか、金融商品を証券化することのできる回数の制限や、証券化の提供者（オリジネーターまたはスポンサー等）に対する証券化に伴うリスクの一部保持義務の導入を提案しているほか、法域を越えて整合性の取れた原資産の評価方法や標準化された証券化商品の導入が必要であるとしている。

また、「オリジネート・トゥ・レポ」の形態で行われる資産バスケットのレポ取引については、規制上の流動性を高めるための手段としての使用を認めるべきでないとしている。

(f) MMF および ETF

MMFについては、金融機関の短期資金調達とリスク分散におけるその重要な役割を認識しつつ、特に安定的NAVを提供するMMFの大規模な取り付けに対する脆弱性を指摘し、MMFの強靭性を高め、流動性リスクに対処するための追加的な施策の必要性を強調している。その上で、決議は 2012 年 10 月のIOSCO最終報告への支持を表明している。安定的NAVを提供するMMFに対しては、それに伴うリスクを軽減し、そこから生じるコストを内部化するような対策を講じるべきであるとし、MMFについて日次で評価を行う変動資産価値の採用を義務付けるか、あるいは安定的価値を維持する場合には限定的な銀行免許を申請させ、資本その他の健全性要件を課すことを内容とするUCITS枠組みの見

²¹ リーカネン報告とは、欧州委員会から EU 銀行セクターの構造改革に関する諮問を受けたエリック・リーカネン氏（フィンランド中銀総裁）を議長とする専門家グループが 2012 年 9 月にまとめた報告書である。自己勘定取引、デリバティブ取引、ファンド投資等の業務を預金取扱銀行とは別のエンティティで行うよう義務付けることなどが提案されている。

直し案を 2013 年前半までに提出するよう欧州委員会に要請している。また、UCITS 枠組みの検討の中で、MMF に対するオーバーナイト、1 週間および 1 ヶ月の流動性要件（それぞれ 20%、40%、60%）²²や、一定のトリガーイベント発生時の払戻しに対する手数料の賦課等の施策を検討するよう求めている

ETF については、リテール投資家に対し幅広い資産へのアクセスを可能にするという利点を認めつつも、複雑性やカウンターパーティーリスク、商品の流動性、規制アービトラージの可能性といったリスクを強調しており、特に不透明で複雑なシンセティック ETF がリテール投資家に販売される際のリスクに注意が必要としている。欧州委員会に対しては、UCITS ルール見直しの中で、顧客カテゴリーの相違とそれに伴うリスクプロファイルの相違を考慮に入れつつ、これらの構造的な脆弱性について評価し対応するよう求めている。

(g) 影響調査

最後に、欧州委員会に対し、新しい立法案が実体経済に対する資金供給に与える影響についての包括的な評価の実施を求めている。

2. 米国

(1) ドッド・フランク法

a. システム上重要なノンバンク金融会社に対する健全性規制の強化

2010 年 7 月に制定されたドッド・フランク法では、第 1 編 (Title I) でシステム上重要な金融機関に対する規制・監督の強化を定めている。ここで対象とされているシステム上重要な金融機関とは、金融安定監督評議会 (FSOC) が FRB による監督を受けるべきものとして指定したノンバンク金融会社および大規模かつ相互に関連した銀行持株会社である。これにより、従来は健全性規制の対象とならなかったシャドーバンキングエンティティ (ノンバンク金融会社) についても、FSOC が金融システムに与える影響が大きいと判断した場合には、FRB の監督下で大規模銀行持株会社と同様の規制に服させることが可能となっている。

FSOC がノンバンク金融会社を FRB の監督下に置くべきものとして指定する際に考慮すべき事項として、ドッド・フランク法は以下の項目を挙げている (ドッド・フランク法 § 113(a)(2))。

- 当該会社のレバレッジの程度
- 当該会社の米国関連オフバランスエクスポージャーの程度と性質
- 当該会社と他の重要なノンバンク金融会社および銀行持株会社との間の取引および関係の程度と性質
- 米国の家計、ビジネスおよび州・地方政府に対する信用の出し手としての、また、米国の金融システムに対する流動性供給源としての当該会社の重要性
- 米国の低所得者、マイノリティ、またはサービスが十分行き届いていないコミュニティに対する

²² MMF の資産のうち、オーバーナイトで現金化できる資産の割合を 20%以上、1 週間以内に現金化できる資産の割合を 40%以上、1 ヶ月以内に現金化できる資産の割合を 60%とすることを義務付けるもの。

信用の出し手としての当該会社の重要性、および当該会社の破綻がそれらのコミュニティの信用を受けられる可能性に対して与える影響

- 資産が当該会社によって所有されるのではなく管理されている程度、および管理している資産の所有権の分散の程度
- 当該会社の活動の性質、範囲、規模、広がり、集中度、相互関連性、および組み合わせ
- 当該会社が既に主務金融規制当局によって規制されている程度
- 当該会社の金融資産の額および性質
- 短期資金調達への依存度を含め、当該会社の負債の額および種類
- その他 FSOC が適当と判断するリスク関連ファクター

これらの事項を勘案し、金融システムの安定に対する脅威となり得ると判断されたノンバンク金融会社がシステム上重要なものとして FRB の監督下に置かれることとなる。

FRB が監督するノンバンク金融会社には、大規模銀行持株会社とともに、別途 FRB が定める強化された健全性基準が課される (§ 113、§ 165) ほか、早期是正措置の対象となる (§ 166)。FRB が定めるべき健全性基準としては、具体的に以下の項目が挙げられている (§ 165(b)(1)(A))。

- リスクベース資本要件およびレバレッジ要件
- 流動性要件
- 全体的なリスク管理要件
- 破綻処理計画および信用リスクエクスポージャー報告要件
- 与信集中限度

このほか、FRB が追加的に定めることのできる健全性基準として、以下が挙げられている (§ 165(b)(1)(B))。

- コンティンジェント資本要件
- 強化された開示
- 短期債務限度
- その他 FRB が自らの判断により、または FSOC の勧告に従い適切であると判断した健全性基準

早期是正措置は、FRB が監督するノンバンク金融会社および大規模銀行持株会社が財務上困難な状況に陥った場合に、それが支払不能の事態に至り、米国における金融の安定に悪影響を及ぼす可能性を極小化するため、あらかじめ定められた一連のアクションをそれらの会社に対して義務付ける措置である。FRB はこれらの早期是正措置に関する規則を制定しなければならず、その中で、①規制資本、流動性その他のフォワードルッキングな指標を含む財務指標を定めること、および、②財務状況に応じ、第1段階として資本分配、買収、資産の拡張に対する制限、第2段階として資本回復計画および資本増強の義務付け、関係会社との取引の制限、経営陣の交代、資産売却等の要件を定めること、の2つが求められている (§ 166(c))。

なお、上記の強化された健全性規制および早期是正措置に関する詳細は FRB がルールで定めるこ

ととなっており、2012年1月5日付でルール案が公表され、意見募集が行われたが、現時点でルールの最終確定には至っていない。

b. 金融会社の破綻処理

ドッド・フランク法第2編は、金融会社の秩序ある清算 (orderly liquidation) について定めている。金融機関の破綻処理のうち、預金保険の対象となる預金取扱金融機関の破綻処理については、ドッド・フランク法以前から、連邦預金保険公社 (FDIC) が管財人として処理を行う仕組みが連邦預金保険法によって定められていたが、それ以外の金融会社については通常の破産法上の手続によるしかなかった。このため、預金取扱金融機関以外の金融会社についても、金融の安定に対する重大なリスクを軽減し、モラルハザードを極小化するため、新たに FDIC を管財人とする破綻処理制度がドッド・フランク法によって創設された (§ 204)。

管財人としての FDIC は、対象金融会社の承継者としてその資産や権利義務等を引き継ぐほか、当該金融会社の業務の遂行、清算、ブリッジ金融会社の設立、合併や資産・負債の移転等、広範な権限が認められている (§ 210(a))。

c. 銀行の関係会社との取引に関する規制範囲の拡大

ドッド・フランク法第608条は、銀行の関係会社との取引を規制する連邦準備法第23A条を改正し、規制対象を拡大している。

第1に、規制対象となる関係会社の範囲について、「連邦準備制度加盟銀行またはその関係会社が投資アドバイザーとなっている全ての投資ファンド」に拡大された (§ 608(a)(1)(A))。従来は、連邦準備法第23A条の細則を定めるレギュレーションWにおいて、投資ファンドについてはその投資アドバイザーとなっている銀行およびその子会社が当該ファンドの議決権または資本の5%以上を保有している場合にのみ銀行の関係会社とされていたが、議決権等の保有要件が外れ、対象が広がることとなった²³。

第2に、対象となる取引が拡大され、証券貸借取引およびデリバティブ取引が追加された。ただし、対象となるのは、当該取引が銀行およびその子会社に当該関係会社向け信用エクスポージャーを発生させる限りにおいてであるとされている (§ 608(a)(1)(B))。

d. 銀行の大口与信規制における対象与信の拡大

ドッド・フランク法第610条は、国法銀行の大口与信規制の対象となる「貸出および信用の供与」の定義を拡張し、新たにデリバティブ取引、レポ取引、リバースレポ取引、および証券貸借取引を対象に含めている (§ 610(a)(1))。

e. 証券化に関する規制

ドッド・フランク法第9編第D章は、「資産担保証券化プロセスの改善」と題され、主に証券化実施者に対する信用リスク保持義務について定めている。

信用リスク保持義務は、既に見たとおり、FSB 提言を受けて取りまとめられた 2012年11月の

²³ なお、ドッド・フランク法による連邦準備法第23A上の改正に伴うレギュレーションWの改正については、現時点で未済であり、FRBのホームページによると2013年にルール案の提示が予定されている。

IOSCO による証券化規制に関する最終報告書でもその中心的なテーマとなっているが、米国ではドッド・フランク法において既に立法化がなされている。同法で定められた信用リスク保持義務の内容は以下のとおりである（§ 941(b)）。

- 証券化実施者（securitizer）は、資産担保証券の発行を通じて移転、売却、譲渡がなされる資産に対する信用リスクの 5%以上を保持（retain）しなければならない（対象資産が全て適格住宅抵当貸付である場合を除く）。
- 当該資産のオリジネーターが、連邦銀行当局の定める引受基準を満たす場合には、証券化実施者は、資産担保証券の発行を通じて移転、売却、譲渡がなされる資産の信用リスクの 5%未満²⁴を保持しなければならない。
- 証券化実施者は、直接または間接に、保持を義務付けられた信用リスクのヘッジや移転を行ってはならない。

なお、これらの信用リスク保持義務に関する詳細は当局のルールによって定めることとなっており、2011 年 4 月に関連する 6 当局（OCC、FRB、FDIC、FHFA、SEC、HUD）からルール案が公表され、パブリックコメントに付された。ただし、これまでのところ最終確定に至っていない。

（２） MMF改革の動向

a. SEC によるルール改定（2010 年 1 月）

SEC は 2010 年 1 月、MMF のストレスに対する強靱性を高め、取り付けのリスクを減らすことを目的に、SEC ルール 2a-7 を中心とする MMF 関連ルールの改正を実施した。

（a）資産の流動性に関する規制

払戻しに対する対応力を高めるため、MMFの資産に対する流動性の高い証券の比率を一定以上とする規制が導入された。具体的には、①資産のうち非流動証券²⁵の比率を 5%以下（従来は 10%以下）、②資産のうち現金、米国債または 1 営業日以内に現金化できる証券の比率を 10%以上（なお、非課税 MMFは本要件の適用対象外）、③資産のうち現金、米国債、残存期間 60 日以下のその他の政府証券または 1 週間以内に現金化できる証券の比率を 30%以上、とすることが義務付けられる（17 C.F.R. § 270.2a-7(c)(5)）。

（b）資産の質に関する規制

MMFの資産のうち、相対的に質の低い第 2 分類証券²⁶の比率に対する制限が厳格化された。具体的には、①残存期間 45 日超の第 2 分類証券の購入を禁止（従来の禁止対象は残存期間 367 日超）、②資

²⁴信用リスク保持義務に関するルール案（76 Fed. Reg. 24,090 (2011)）では、この場合に保持すべき信用リスクの割合は 0%、すなわちリスク保持は不要とされている。

²⁵ 非流動証券（illiquid security）とは、通常の業務の中で 7 暦日以内に、概ね当該ファンドが評価した価格での売却や処分ができない証券を指す（17 C.F.R. § 270.2a-7(a)(19)）。

²⁶ 第 2 分類証券（second tier security）とは、適格証券（eligible security）のうち第 1 分類証券以外の証券を指す（17 C.F.R. § 270.2a-7(a)(24)）。適格証券とは、政府承認格付機関（NRSRO）から上位 2 カテゴリー以内の短期格付を得た残存期間 397 日以内の証券、またはそれと同等の質を有するものと当該 MMF の取締役会が判断した無格付証券をいい（17 C.F.R. § 270.2a-7(a)(12)）、第 1 分類証券は、そのうち NRSRO から最高カテゴリーの格付を得た証券またはそれと同等の質を有するものと当該 MMF の取締役会が判断した無格付証券、MMF である登録投資会社が発行した証券、政府証券をいう（17 C.F.R. § 270.2a-7(a)(14)）。

産のうち第2分類資産の比率の上限を従来の5%から3%に引下げ（17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(3)(ii)）、
③単一の発行体によって発行された第2分類証券の比率の上限を、従来の1%または100万ドルから0.5%に引下げ（17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(4)(i)(C)）、である。

(c) マチュリティに関する規制

急激な金利変動等のリスクを抑えるため、MMFの平均マチュリティに対する制限を強化している。具体的には、①MMFのポートフォリオの加重平均マチュリティの上限を従来の90日から60日に厳格化するとともに、②MMFのポートフォリオの加重平均ライフ²⁷を120日以内に制限している（17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(2)）。

(d) ストレステストの実施義務

金利の変動、払戻請求の増加、ポートフォリオの信用の質の低下等のストレス事象が発生した場合にもNAVを維持することが可能かどうかを検証するための、定期的なストレステストを義務化している（17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(10)(v)）。

(e) MMFが利用する格付機関の指定

MMFが行うことのできる証券投資を、上位2つの格付分類のいずれかに格付された証券またはそれと同等の証券に限定していることは従来どおりであるが、新ルールでは、MMFの取締役会に対し、当該ファンドの投資対象を判断する際に用いる格付を提供する格付機関として4以上の認定格付機関（NRSRO）を選んで指定することとしている。そして、指定したNRSROの信頼性について最低年1回は検証を行うよう義務付けている（17 C.F.R. § 270 2a-7(a)(11)）。なお、資産担保証券への投資をNRSROの格付を取得したものに限るとする従来の規制は削除されている。

(f) レポ取引

MMFがレポ取引を行う際に受入れることのできる担保を現金または政府証券に限定し、従来のルールでは認められていた高格付証券は受入れることができなくなった（17 C.F.R. § 270 2a-7(a)(5)）。また、MMFに対し、レポの相手方の信用力の評価を義務付けている（17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(4)(ii)(A)）。

(g) 情報開示

新ルールでは、MMFに対し、毎月初5営業日までに前月末時点の自らのポートフォリオの内容をウェブサイト上に掲示し、6ヶ月以上の期間開示するよう義務付けられている（17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(12)）。さらにSECに対しては、時価ベースでのファンドのNAVを含むより詳細なポートフォリオの内容を毎月報告することが求められている。なお、SECに提出された情報は、その情報の属する月の末日から60日後に一般公開される（17 C.F.R. § 270 30b1-7）。

(h) MMF実務の見直し

新ルールでは、MMFの資産内容が悪化した場合の対応策として、以下の3点が改正されている。第1に、MMFの価値が低下した場合にも払戻しが可能となるよう、MMFとその運営者に対し、

²⁷ 加重平均マチュリティの計算においては、ポートフォリオが変動金利証券等の場合にマチュリティを金利変更日と満期日の短い方までの期間とする調整を加えているのに対し、「加重平均ライフ（weighted average life）」は、これらの調整を加えない満期日までの期間の加重平均として算出される。

安定的 NAV に基づく価格（通常、1 ドル／持分 1 口）でなく時価ベースでの NAV に基づく価格での購入および払戻しを可能にすることが義務付けられている（17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(13)）。

第 2 に、MMF の関係者（affiliated person）による質の低下したポートフォリオ資産（適格証券でなくなった証券やデフォルトした証券）の買取りを一定の条件の下で可能にするルールの改正がなされている（17 C.F.R. § 270 17a-9）。これには、MMF の資産内容の悪化による損失の発生や拡大を食い止める狙いがある。

第 3 に、MMF の取締役会が、当該 MMF の資産の時価と原価の乖離が大きく、投資家の持分に重大な希薄化が生じる恐れがあると判断し、その清算を決定した場合には、SEC への通知により当該 MMF の払戻しを停止することが可能となった（従来は SEC に事前申請が必要）（17 C.F.R. § 270 22e-3）。これにより、MMF の清算手続の円滑化が見込まれている。

b. 大統領ワーキンググループ報告（2010 年 10 月）

上記の SEC によるルール改正は、MMF の健全性を高め、投資家保護を改善するものであり、MMF 改革の重要な第一歩として位置づけられるものの、MMF のシステミックリスクに対処するためには、より抜本的な改革が必要であると認識されていた。2009 年 6 月に財務省が発表した金融規制改革案（Department of the Treasury (2009)）では、金融市場に関する大統領ワーキンググループ（President's Working Group on Financial Markets: PWG）²⁸ に対し、MMF の取り付けに対する脆弱性を減らすため、安定的 NAV の利用削減や緊急時の民間流動性ファシリティの利用義務化といった抜本的な変更の必要性について検討し、レポートを作成するよう要請する勧告がなされた。

これを受け、PWG は MMF の改革オプションに関する報告書（PWG (2010)）を取りまとめ、2010 年 10 月に公表した。同報告書の内容については、同年 11 月に SEC から意見募集に付された。PWG 報告では以下の改革オプションが示されている。

- ① 変動 NAV への移行
- ② 民間の緊急流動性ファシリティの利用
- ③ 大規模な払戻し請求に対しては現物での払戻しを義務付け
- ④ 保険の利用
- ⑤ 安定的 NAV と変動 NAV のいずれも認めるが、安定的 NAV に対する規制を強化
- ⑥ 安定的 NAV と変動 NAV のいずれも認めるが、安定的 NAV は対象をリテール投資家に限定
- ⑦ 安定的 NAV 型 MMF を特別目的銀行とみなし、銀行と同様の規制・監督を義務付け
- ⑧ 安定的 NAV 型 MMF の代替となる規制対象外ファンドに対する規制強化

上の①から⑦は安定的 NAV に伴うリスクを減らすための施策であるが、⑧はそのような施策がとられた場合に、安定的 NAV 型 MMF に対する強化された規制を回避するため、類似の規制対象外ファンドが用いられることを防止しようとするものである。

²⁸ PWG は、1987 年 10 月 19 日のいわゆるブラックマンデーをきっかけとして、米国金融市場の健全性、効率性、秩序、競争力を高めることを目的に、1988 年 5 月に当時のレーガン大統領による大統領令に基づき設立された。メンバーは財務長官、FRB 議長、SEC 委員長、および CFTC 委員長（またはそれらが指名した者）とされている。

c. SECによる更なるルール変更の一時断念（2012年8月）

PWG 報告とそれに対する意見募集を踏まえ、SEC ではMMF の構造改革に向けたルール改正の準備を進めてきた。このような中、2012年8月22日にSEC シャピロ委員長（当時）は声明を発表し、5名のSEC委員のうち3名がMMFルール改正案を支持しない意向を表明したため、改正案の承認が得られる見通しがなくなったことを明らかにした。

予定されていたルール改正案は、MMFの変動NAV化、またはその代替策として、MMFのリスク特性に応じた1%までの資本バッファの導入を提案するものであった。

d. FSOC 勧告案（2012年11月）

SECによるルール変更が頓挫したことを受け、FSOCの議長でもあるガイトナー財務長官（当時）は2012年9月27日付でFSOCメンバーに対し書簡を送り、FSOCがドッド・フランク法第120条に定められた権限²⁹に基づきMMF改革を進めることを要請した。これに基づきFSOCは同年11月13日にMMF市場改革に関する勧告案（FSOC（2012））を公表し、パブリックコメントを募集した。FSOC勧告案は次の3つの選択肢を示している。

（a）変動NAV

第1の選択肢として示されたのが、安定的NAVを禁止し変動NAVを義務化することである。これにより、MMFの持分価格は実際のポートフォリオの価値を反映して常に変動することになるため、資産価格が下落した場合でも投資家が払戻しを急ぐインセンティブが抑えられる。

（b）NAV バッファと最低残高

第2の選択肢は、安定的NAVを許容しつつ、安定的NAVを採る場合にはNAVバッファと最低残高（minimum balance at risk: MBR）という2つの規制を導入する方法である。

まず、NAV バッファとは、ポートフォリオの日々の価格変動を吸収するため、持分1口当たり1ドルの価値を維持するのに必要な資産の額に対し一定割合をバッファとして保持するよう義務付けるものである。FSOCの今回の提案では、バッファとして保持すべき割合は資産のリスクによって差がつけられており、①現金、財務省証券、トレジャリーレポ（現金と財務省証券のみを担保とするレポ）についてはバッファ不要、②当日現金化できる資産（非課税ファンドの場合は1週間以内に現金化できる資産）については0.75%、③それ以外の資産については1.00%とされている。バッファの調達手段としては、エスクロー口座の利用、劣後・払戻禁止持分の発行、内部留保の3つの手段が示されている。

NAV バッファとともに導入されるもう1つの規制であるMBRは、各投資者の過去30日間の投資残高のうち、10万ドルを越える最高額の3%については、払戻しを30日間凍結するルールである。

（c）NAV バッファとその他の手段

第3の選択肢も上記（b）と同様、安定的NAVを許容しつつ、NAV バッファと他の手段を組み

²⁹ ドッド・フランク法第120条(a)は、FSOCが主務金融規制当局に対し、その所管する銀行持株会社またはノンバンク金融会社が行う金融業務について新たな、またはより高い基準やセーフガードを導入するよう勧告することができる旨を定めている。

合わせる方法である。ただし、ここではより高い比率の NAV バッファが求められる。(b) で述べた①の資産に対してバッファが不要であることは同様であるが、②の場合は 2.25%、③の場合は 3.00%とされている。なお、求められるバッファが大きいことを勘案して、複数年にわたる移行期間を設けることが考えられている。

バッファと組み合わされる手段としては、より厳格な分散投資要件、最低流動性基準の強化、開示要件の強化等がありうるとされている。

e. SEC によるルール変更案 (2013 年 6 月)

2013 年 6 月 5 日、SEC は MMF に関するルール改正案をパブリックコメントに付した (コメント期限は 9 月 17 日)。改正案は、以下で述べる MMF 改革に関する 2 つの選択肢を中心とするものであり、内容に異なる点はあるものの、位置づけとしては 2012 年 8 月にいったん不成立に終わったルール改正のやり直しに当たる。

(a) 選択肢 1 —— 機関投資家向けプライム MMF の変動 NAV 化

第 1 の選択肢は、機関投資家を対象とするプライム MMF (prime institutional MMF) に対して変動 NAV を義務付ける考え方である。プライム MMF とは、会社や銀行が発行する様々な課税対象短期負債に加えてレポや ABCP に投資する MMF であり、機関投資家に対して発行されるこれらの MMF については今後安定的 NAV とすることが認められなくなる。同時に、これらの MMF にはより正確な価格変動の開示が義務付けられることとなる。具体的には、従来は持分 1 口当りの価格を 100 分の 1 ドル単位で表示していたが、新ルールの下では 1 万分の 1 ドル単位での表示が求められることとなる。

これら以外の MMF、すなわち、ガバメント MMF およびリテール MMF については、引き続き安定的 NAV の提供が認められる。ここでいうガバメント MMF とは、資産の 80%以上を現金、政府証券または政府証券によって担保されたレポに投資している MMF とされ、リテール MMF は、各投資家に対する 1 営業日当たりの払戻額を 100 万ドル以下に制限している MMF と定義されている。

機関投資家向けプライム MMF のみに変動 NAV を義務付け、ガバメント MMF とリテール MMF には安定的 NAV を許容した理由として、まずガバメント MMF については、他の MMF と比べて大量の払戻しリスクの影響をうける度合いが小さいと考えられることや、安定的 NAV を求める投資家の声もあることを考慮したとされている。また、リテール MMF については、過去の例からも、リテール投資家は市場にストレスの兆候が現れた際に直ちに大規模な払戻しに向かう可能性が機関投資家と比較して少ないことから、変動 NAV の義務化までは必要ないと判断されたものである。

なお、機関投資家向けプライム MMF の変動 NAV への移行には、2 年間の猶予期間が設けられる。

(b) 選択肢 2 —— 流動性フィーと払戻しの停止

2 つめの選択肢として、安定的 NAV を許容した上で、流動性フィー (liquidity fees) と払戻しの停止 (redemption gates) という 2 つの規制を課すアプローチが提案されている。

まず、流動性フィーとは、ある営業日の終了時点において、MMF の資産に占める 1 週間以内に現

金化できる資産（weekly liquid asset）の割合が15%を下回った場合³⁰には、その翌営業日に行われる当該MMFの全ての払戻しに対し、払戻し額の2%のフィーを課すことを義務付けるというものである。ただし、当該MMFの取締役会がそのようなフィーを課すことは当該MMFの利益にならないと判断した場合は、フィーを課さない、あるいはフィーの水準を2%より低くすることも認められている。流動性フィーの課金は、1週間以内に現金化できる資産の割合が30%を超える水準にまで回復すると停止する。また、30%に達していなくても、取締役会の判断により課金を停止することが可能とされている。

払戻しの停止は、流動性フィーと同じく1週間以内に現金化できる資産の割合が15%を下回った場合に、当該MMFの取締役会に対して、払戻しを一時停止する決定を行うことができるようになるものである。流動性フィーは所定の条件に達した場合は原則発動され、取締役会が特に決定した場合に限り例外を認めるのに対し、払戻しを実際に停止するか否かは全て取締役の判断に委ねられている。停止の継続期間は30日以内とされている。また、どの90日間をとっても、そこに含まれる30日を超えて払戻しの停止を行うことは認められないとされる。

なお、上述のガバメントMMFについては、流動性フィーおよび払戻しの停止の適用対象外とされる。ただし、自らの判断で任意にこれらを実施することは妨げられていない。

(c) 2つの選択肢の組み合わせ

今回示された案は、上記2つの方法のうちいずれかを選択的に適用するアプローチであるが、パブリックコメントでは、これら2つを組み合わせる1つのパッケージとして導入する可能性についても意見を求めている。その場合、機関投資家向けプライムMMFに対し変動NAVを義務付けるとともに、ガバメントMMF以外のMMF（すなわち、リテール向けも含めたプライムMMF）については、1週間以内に現金化できる資産が所定の比率を下回った場合に流動性フィーと払戻しの停止を義務付けられることになる。

(d) 開示の強化

以上で述べた2つの選択肢が今回の改正案の中心部分であるが、それ以外にもいくつかの改正点がある。その1つがMMFに関する開示の強化である。具体的な内容としては、①当該MMFに対する現在および過去のスポンサー支援内容の開示、②1日で現金化できる資産および1週間で現金化できる資産の割合のウェブサイト上での日次開示、③時価ベースでの持分1口当たりのNAVのウェブサイト上での日次開示、④MMFのポートフォリオに関する開示内容・時期の改正（Form N-MFP）、⑤流動性フィーまたは払戻し停止の発動・解除、ポートフォリオ資産のデフォルト等の事象が発生した際の開示（Form N-CR）、⑥流動性ファンド（liquidity fund）³¹に関する開示の改善（Form PF）、等が挙

³⁰ 2010年1月の改正ルール（17 C.F.R. § 270.2a-7(c)(5)）では、1週間以内に現金化できる資産の割合を30%以上とするよう義務付けられており（IV.2.(2) a.(a)（36頁）参照）、今回の案ではその水準の半分を下回るとフィーが発生することになる。

³¹ 「流動性ファンド」とは、「安定的NAVの維持または投資家の元本のボラティリティの極小化のため、短期債務からなるポートフォリオへの投資によって利益を上げることを目的としたプライベート・ファンド」とされる（Form PF: Glossary of Terms）。MMFに対する規制強化に伴い、これらのMMF類似のファンドへの移行が生じる可能性を想

げられる。

(e) ポートフォリオの分散

MMF 規制に関する SEC ルール 2a-7 にはポートフォリオの分散に関する規定があるが、今回の改正案ではこれについても強化する方向での変更が提案されている。

第 1 に、単一の銀行持株会社が発行した証券に資産の 5%を超えて投資することを禁止した MMF の集中制限の計算において、改正案では、銀行持株会社本体だけでなくそのグループエンティティが発行した証券も合算することが求められる。

第 2 に、単一の保証者が保証等を行った証券に対して資産の 10%を超えて投資することを禁止したルールにおいて、新たに、単一のスポンサーが出資等を行っているビークルが発行した ABS もこの対象に含まれる。この結果、MMF はその資産の 10%を超えて単一のスポンサーが出資等を行ったビークルが発行する ABS に投資を行うことができなくなる。ただし、当該 ABS の質を判断する上でスポンサーのサポートには依存していないと当該 MMF の取締役会が判断した場合は例外とされる。

第 3 に、現行ルールでは、上記の単一保証者による保証等の制限に関する 10%ルールは MMF の総資産の 75%に対して適用される（現行 17 C.F.R. § 270 2a-7(c)(4)(iii)(A)）。つまり、逆から言えば、総資産の 25%は単一保証者が保証等を行った資産に投資することが許容されている（25%バスケットと呼ばれる）が、改正案ではこの 25%バスケットの規定が削除されている。これにより、10%ルールは MMF の資産の全体に対して適用されることとなり、ポートフォリオ分散に関する取扱いの厳格化が図られている。

(f) ストレステスト

改正案では、2010 年改正で導入されたストレステスト要件についても強化されている。

まず、既に述べた選択肢 1（変動 NAV の義務化）が採用された場合のストレステストとして、MMF に対し、ストレスのかかった状況で 1 週間以内に現金化可能な資産の比率が 15%を下回る事態を回避する能力について検証することを義務付けるよう提案している。また、そこで考慮すべきストレス事象についてもより詳細に定められている。

選択肢 2 が採用された場合は、これまでの持分 1 口当たりの NAV を維持する能力に対するストレステストに加え、選択肢 1 の場合と同様、1 週間以内に現金化できる資産の比率が 15%を下回る事態を回避する能力についてもテストすることが提案されている。

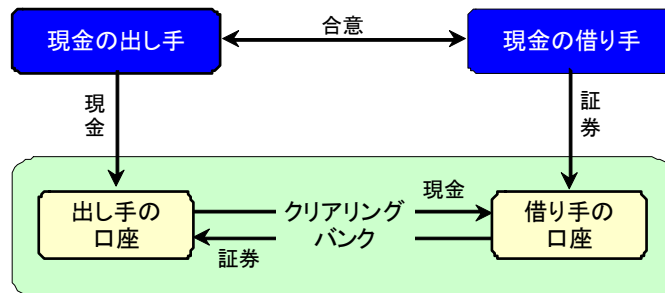
(3) トライパーティー・レポ改革の動向

a. トライパーティー・レポの仕組みと問題点

トライパーティー・レポはレポ取引の一種であるが、基本的なバイラテラル・レポと異なり、現金の出し手と証券の出し手の間にトライパーティー・エージェントと呼ばれる第三者（クリアリング・バンク）が介在するタイプの取引である（図表 7）。米国では、トライパーティー・レポがレポ取引の最も一般的な形態となっている。

定した手当てといえる。

図表7 トライパーティー・レポの仕組み



(資料) FRBNY (2010) をもとにみずほ総合研究所作成

ニューヨーク連邦準備銀行が2010年に公表したトライパーティー・レポのインフラ改革に関するホワイトペーパー (FRBNY (2010)) によれば、現金の出し手は主にMMF、顧客に代わって現金担保の運用を行うカストディ銀行、その他の資産管理会社などであり、証券の出し手 (資金の借り手) は主に債券ブローカー・ディーラーであるとされる。

トライパーティー・エージェントは、証券の保管、現金と証券の決済、担保の評価等のサービスを提供するほか、証券の出し手であるディーラーに日中の与信を供与している。米国でトライパーティー・エージェントとなっているのは、国債クリアリング・バンク (JP モルガンチェースと BNY メロンが代表的) である。

米国のトライパーティー・レポ取引の実務では、毎朝、前日に担保として差入れられた証券を、クリアリングバンクがいったん証券の出し手であるディーラーに対して戻すことが行われている (同時に現金もいったん資金の出し手に戻される)。”unwinding”と呼ばれる慣行であり、これによってディーラーは自らの取引により売却した証券のデリバリーが可能になる。unwinding はその日の終わりに元に戻される (“rewinding”) が、クリアリングバンクにとっては、日中はディーラーに証券を戻す一方で資金の出し手に現金を戻している状態にあるため、ディーラーに対する与信が発生することになるのである。

b. トライパーティー・レポの問題点

(a) 日中与信の問題

トライパーティー・レポが引き起こす問題の大きな要因の1つが、上で述べたクリアリングバンクによる日中与信である。一般に、トライパーティー・レポの現金の出し手は、毎日のunwindingにより流動性が常に供給されるため、自らが抱える信用リスクや流動性リスクを過小評価しがちであり、そのために、実際にデフォルトが発生した場合のコンティンジェンシープランが不十分なままである可能性があるとしてニューヨーク連銀のホワイトペーパーは指摘している。

もう1つの問題として、ディーラーに多額の日中与信を供与するクリアリングバンクの信用が失われる懸念が指摘されている。日中、クリアリングバンクへの預金の形で現金を保持する現金投資者がクリアリングバンクを信用しなくなれば、トライパーティー・レポが機能しなくなる可能性が生じる。

(b) リスク管理実務によるストレスの増幅

金融市場にストレスがかかった状況では、現金投資者もクリアリングバンクも自らを守るため、融資を引き揚げたり担保の-marginやヘアカットを急に厳しくしたりする可能性がある。こうして、このようなリスク管理実務が、ストレス時にディーラーへのプレッシャーを強めることにつながりうる。

(c) デフォルト時の担保の現金化を支える計画の欠如

クリアリングバンクも現金の出し手も、カウンターパーティーであるディーラーが破綻した場合に、その担保証券を整然と現金化するための備えができていないことは明らかであると指摘されている。現行の実務では、ディーラーが日中破綻した場合には、クリアリングバンクはディーラーが差入れた担保に対して留置権を持つとされる。一方、夜間に破綻した場合は、担保は現金の出し手の口座に戻っているため、現金の出し手が担保を現金化することになる。このような場合に適用される透明性の高い手続や明確なルールを欠いていることが、市場全体の信頼を失わせることにつながる。また、極めて多額の担保証券が無秩序に現金化される状況では、「投げ売り」になり、担保権者に損失が発生する可能性も高まることが指摘されている。

c. トライパーティー・レポのインフラに関するタスクフォース報告書 (2010年5月)

トライパーティー・レポに関連するこれらの問題点への対応を検討するため、2008年9月、トライパーティー・レポの市場参加者や業界団体の専門家からなるタスクフォースが、ニューヨーク連銀の後援を受けた民間団体である決済リスク委員会 (Payments Risk Committee) の下に設立された。「トライパーティー・レポのインフラに関するタスクフォース (Task Force on Tri-Party Repo Infrastructure)」と名付けられたこのタスクフォースは、2010年5月17日、検討結果をまとめた報告書を公表した。

報告書には、①オペレーション上の施策、②ディーラーの流動性リスク管理、③margin慣行、④コンティンジェンシー・プラン、⑤透明性、の5つの分野について、下に示した全16項目の提言事項が、それぞれ対応期限も含めて示されている。

特に重要なのが、1つめのオペレーション上の施策であり、ここでポイントとなるのが、トライパーティー・レポ問題の最大の要因であるクリアリングバンクによる日中与信の削減である。具体的には、自動的な担保のサブスティテューション (差替え) 機能や、3者間のリアルタイム取引時点コンファメーションの導入、日中の決済時刻の標準化等が提言されている。

トライパーティー・レポのインフラに関するタスクフォース提言

オペレーション上の施策

提言 1 クリアリングバンクによる日中与信の「プラクティカルな削減 (practical elimination)」を達成するためのオペレーションの強化を実施すべきである。ここでの「プラクティカルな削減」とは、日中与信の残額が少額で、かつ、事前に当事者に認知された、透明性の高い2当事者間の取り決めによって決められる点を超える点と定義される。[2011.6.30まで]

提言 1A クリアリングバンクは、強固な自動化された担保のサブスティテューション

(auto-substitution) 機能の導入に向けた計画を提示すべきである。[2010.7.15 まで]

提言 1B トライパーティー・レポのブッキング手続および取引条件に関連する情報を含むクリアリングバンクとのコミュニケーションにおける曖昧さや不正確さの原因を除去すべきである。[2010.8.31 まで]

提言 1C 期限を迎えるレポ取引について、標準化された日中決済時間（例えば、朝決済、取引時間終了時決済）に合意すべきである。これは、前提となる強化策（例えば、自動サブステytucion）に続いて実施される。[2010.8.31 まで]

提言 1D サードパーティー・ベンダーとの議論も含めたトライパーティー・レポ取引の3者間の、リアルタイムな、取引時点コンファメーションのためのソリューションに合意すべきである。[2010.10.15 まで]

提言 1E クリアリングバンクは、自動サブステytucionを支えるソフトウェアの開発を完了し、タイムリーな完全実施を確認すべきである。[2011.2.15 まで]

提言 1F ディーラーおよび現金投資者は、トライパーティー・レポの全ての点に関連する内部プロセスが、本報告書で提言されたオペレーション強化策の実施に向け準備されたことを確認すべきである。[2011.2.15 まで]

提言 1G 現金投資者とディィーラーの間で締結される法的拘束力のあるレポ取引を記録するマーケットワイドな3者間リアルタイム取引時点コンファメーションを導入すべきである。[2011.4.15 まで]

提言 2 ディィーラーおよび現金投資者は、最低限、オペレーション上および契約上の適合性、担保分配ルールの遵守、および担保プライシング方法を対象とした、定期的なクリアリングバンクのデューディリジェンス・レビューを行うべきである。[継続]

ディィーラーの流動性リスク管理

提言 3 ディィーラーは、流動性リスク管理および計画の適切な改善を行う際には、トライパーティー・レポに関する金融危機の経験からの教訓を織り込むべきである。[継続]

提言 4 ディィーラーは、自らの全てのカウンターパーティーとの短期トライパーティー・レポ金融が、いかなる市場状況下においても本質的に安定したものであるとは考えるべきでない。[継続]

提言 5 ディィーラーおよびクリアリングバンクは、期限を迎えるレポ取引に係る流動性リスクを緩和するための、保全された日中信用ファシリティ（随意のもの、コミットされたものいずれも）の利用を可能にするための条件を評価し明確化すべきである。[2010.11.15 まで]

マージン慣行

提言 6 現金投資者、ディィーラーおよびクリアリングバンクは、ニューヨーク連銀のホームページで公表される月次トライパーティー・レポ統計を参照しつつ、本報告書セクション 6 で示した原則に沿った適切な担保マージンを決定すべきである。[継続]

提言 7 クリアリングバンクは、ディーラーとの間で継続的に、日中のマージン決定方法およびプロセスについての情報を共有するべきである [継続]

コンティンジェンシー・プラン

提言 8 現金投資者は、担保の市場価値の変化とともに、レポの最大のカウンターパーティーのデフォルトを考慮した、トライパーティー・レポのカウンターパーティー向けエクスポージャーに関する定期的なストレステストを実施すべきである [継続]

提言 9 現金投資者は最低限、破綻処理中の流動性およびリスクエクスポージャーの管理のための計画を含む担保の効果的な管理プロセスを対象とする、ディーラーのデフォルトに備えたコンティンジェンシー・プランを策定し、定期的に見直すべきである。[2011.1.15 まで]

提言 10 関連する業界団体は、その構成メンバーと協働して、現金投資者のための包括的なベスト・プラクティス・ガイダンスを公表することが望ましい。[2010.9.30 まで]

提言 11 DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation) とその関係会社は、ディーラーのデフォルト時にポジションを相殺できる可能性を高めるために、他の市場参加者と協働すべきである。DTCC および/または他の関係者は、これらの業務を委ねたいと望む現金投資者のための担保流動性管理サービスを提供することができる。[2010.11.30 まで]

提言 12 全ての市場参加者は、引き続きトライパーティー・レポ金融の安定性および強靱性を高め、ディーラーがデフォルトした場合の担保の投げ売りの可能性を低減するような、その他のコンセプトについて検討すべきである。[継続]

透明性

提言 13 クリアリングバンクから提出される情報に基づく資産クラス別の開示を含めた、トライパーティー・レポの担保および現金投資者のマージン水準に関する集計データについて、連邦準備制度を通じた月次での公表を開始すべきである。[2010.7.30 まで]

提言 14 本タスクフォースは、担保のプライシング方法を評価し、同日プライシングの実現可能性を含む改善のための提言を行うため、トライパーティー・レポ市場の参加者によるバリエーション専門家ワーキンググループを立ち上げる。[2010.10.15 まで]

提言 15 現金投資者は、トライパーティー担保のプライシング、適切性、および分類について定期的に検証すべきである。ディーラーは、自らの帳簿・記録上の担保の価格と、クリアリングバンクから提供されるベンダー価格とを定期的に比較するべきである。[継続]

提言 16 ディーラーは、自らの価格がクリアリングバンクから提供されるベンダー価格を大きく下回る場合は、現金投資者およびクリアリングバンクに対して通知を行うべきである。[継続]

d. トライパーティー・レポのインフラに関するタスクフォース最終報告書 (2012 年 2 月)

上記のタスクフォース提言については、ニューヨーク連銀のホワイトペーパーの中で意見募集が行われた。タスクフォースは 2012 年 2 月に最終報告書を公表し、提言事項の進捗をフォローすると

もに、意見募集に対して寄せられた意見を踏まえ、提言事項のうち最も重要な日中与信の削減を実現するための「ターゲット・ステート（目指す状態）」をまとめた。ターゲット・ステートは、以下の 7 つの項目からなる。

- ① 期限未到来の取引の **unwind** を行わない。
- ② 新規取引と期限を迎える取引は全て、まず 1 つの大きなバッチとして午後 3 時 30 分までに決済し、その後で必要に応じて継続的に他の小さなバッチの決済を行う。
- ③ 各ディーラーの取引について、明確に合意された共通ルールによって決済の優先順位を決定し、将来的にはそれをレポのドキュメンテーション上に記録する。
- ④ 担保のアロケーションと最適化のプロセスをさらに合理化、自動化する。
- ⑤ トライパーティーレポ取引の決済に係るクリアリングバンクからの与信は、ディーラーの想定上のトライパーティー勘定の 10% を上限とする。
- ⑥ クリアリングバンクが自らの勘定で複数の取引を同時に処理する法律上の根拠を確立し、「瞬間的な」信用エクスポージャーに対する懸念を払拭する。
- ⑦ GCF (General Collateral Finance) レポ³²の決済は、トライパーティーレポの決済との統合を進める。

上記各項目の実施に向けたスケジュールは最終報告書の発行時点では未確定であるものの、項目によっては多くの IT 対応が必要なものもあり、完了にはおそらく 2016 年頃までかかるであろうと見込んでいる。

V. 今後の影響等

以上、シャドーバンキング規制を巡る国際的な議論および EU および米国における議論の動向について見てきた。シャドーバンキング規制は、金融危機時に MMF の取り付けやレポ市場における流動性の低下により金融市場における資金の円滑な流れが損なわれたこと、および、銀行部門に対する規制強化に伴い、規制アービトラージの懸念を払拭する必要があったことなどを背景に検討が進められてきたものであるが、最近では、中国におけるシャドーバンキングのリスクの高まりも指摘されており、シャドーバンキング規制に関する注目も今後ますます高まることが考えられる。

(1) 中国のシャドーバンキング問題

中国のシャドーバンキングに関連するリスクについては、IMF が 2013 年 7 月に公表した対中国 4 条協議報告書 (IMF (2013)) において、以下のような指摘を行っている。

「非伝統的金融の発達が市場ベースの金融仲介へのシフトをより一層鮮明にする中、金融システムの中でのより規制の少ない部分へ活動を移すことが金融の安定に対するリスクをもたらしている。一部

³² GCF レポは、ディーラー間のレポ取引で、FICC (Fixed Income Clearing Corporation) によって 1998 年に導入された仕組みである。GCF レポを利用するディーラーは、クリアリングバンクとして BNY メロンか JP モルガンチェースのいずれかを選び、FICC が適格と認めたブローカーを経由して取引を行う。ブローカーを経由することで、取引の匿名性が確保される。GCF レポでは、約定、照合、担保の選択、決済という一連の事務が FICC とクリアリングバンクのシステムによって STP 化され、効率化されている (以上の記述は、日本銀行 (2007) に基づく)。

の領域、とりわけ信託会社や社債セクターの急速な成長は、監督・規制の充分性や引受基準の質、リスクのプライシングについての疑義を提起している。さらに、銀行や証券会社が管理するオルタナティブ・ウェルスマネジメント商品（WMP）の増加は、それらの原資産プールの構成がしばしば不透明であること、マチュリティのミスマッチにより流動性リスクが生じること、また投資家が大半の WMP は暗黙の保証付きであると認識していることから、懸念を生んでいる。最近の規制の引き締めは、厳格に実施されるならば、これらのリスクのうちのいくらかを軽減するだろう。しかし、乏しいディスクロージャーやモラルハザードに関する懸念には完全に対応するものではない。このように、WMP や信託商品は、時間の経過とともに金融安定に対するシステム上の脅威へと発展する可能性がある。特に、突然の信用の喪失が取り付けのトリガーとなる場合はそうである。それに関連したリスクとして、非伝統的な信用源の急拡大が資産の質の劣化をもたらし、それが激しい信用逼迫と財政上の重い負担につながることを考えられる。銀行は、非伝統的金融の伸長と密接な関係を維持している限り、このようなシナリオから逃れることはできないだろう。報告されているデータによれば、銀行のバランスシートは健全で、貸出の質はごく僅かな悪化を示しているに過ぎない。しかしながら、銀行は、企業セクターの財務パフォーマンスの急激な悪化に対しては脆弱な状況が続いている。」

中国のシャドーバンキング問題については、現状不透明な部分も多く、今後中国政府の対応も含め、どのように展開していくかの予想は難しいが、ここで指摘されている、WMP に関する資産内容の不透明さや、マチュリティのミスマッチ、信用悪化に伴う取り付けの危険、あるいは銀行と非伝統的金融（すなわちシャドーバンキング）セクターとの関係といった問題は、これまで見てきた国際的な取組みにおいて対処しようとしている問題と基本的には共通するものであると考えられる。したがって、今後既に見てきた内容のシャドーバンキング規制に関する国際的なルール作りが進展し、中国においてもそれらのルールが導入されれば、現在のような形でのシャドーバンキング問題に対する対応策として効果を発揮すると思われる。

（２） 日本に対する影響と今後

日本では、リーマンショック後レポ市場の取引残高が大幅に縮小するなどの影響が見られたものの、システムリスクにつながるような事態にはいたっておらず、現在までシャドーバンキングが大きく問題視されるような状況にはない。このような中で、国際的に検討されているシャドーバンキング規制が日本にも導入された場合、その負担が規制によって得られるメリットに比べて大きくなってしまいう可能性もある。したがって、規制導入の影響についてはよく検討しておく必要があるだろう。

a. 銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係

銀行とシャドーバンキングエンティティとの関係について見ると、2013 年 3 月の大口エクスポージャーに関する BCBS 市中協議文書の内容が国際合意となり、銀行の証券化やファンドへの投資についてルックスルー・アプローチが導入された場合、それらに対する大口エクスポージャーを特定し、計算するための銀行の実務負担は、従来と比べて相当大きなものになることが予想される。小口分散テストにより結果的にルックスルーが不要となる場合であっても、一つ一つの資産について小口分散テストの基準値に達しているか否かを常にモニタリングしなければならなくなり、実務上の負担はさほ

ど変わらない。

銀行のファンド投資に係る資本要件についても、2013年7月のBCBS市中協議文書に示されたような形で所要資本を算定するようルールが改定されれば、銀行はファンドの投資対象について原則としてルックスルーが求められるようになり、大口エクスポージャーの場合と同様、実務上の負担が予想される。加えて、ルックスルーができない場合のリスクウェイトはルックスルーによる場合よりも大きくなる（最大1250%）ため、ファンド投資に係る資本賦課が極めて重くなり、ファンド投資が行いにくくなる可能性がある。

b. MMF 規制

2013年6月12日に成立した改正金融商品取引法は、有価証券の売買等の決済に関連して用いられる一定の投資信託（MRF）について、その安定的な運営に資する措置として、緊急時に行われる運用会社による支援を損失補填禁止の適用除外とすることを定めている（金融商品取引法第42条の2第1項第6号）。

この改正内容を含む投資信託法制の見直しについての検討を行ってきた金融審議会「投資信託・投資法人法制の見直しに関するワーキング・グループ」の最終報告では、「MRF等については、現在、基準価額が1口1円で固定されている。保有債券の突発的な価値の下落等により基準価額が1口1円を割り込んだ場合、追加設定・一部解約等に係る適切な対応に支障が生じるおそれがある。国際的な規制改革の動向も踏まえつつ、受益者の円滑な追加設定・一部解約等を目的とした運用会社等による劣化運用財産の買取り等を損失補填の禁止の適用除外とすることを含め、MRF等の安定的な運営に資する措置の検討を進めることが適当である」とされている。この点について、ワーキング・グループの場で、国際的な規制改革の動向との関係について委員から質問を受けた事務局（金融庁）は、「現在、IOSCO、それから米国、欧州において規制改正の動きがあるということは承知しております。IOSCOでは既に制度改正の提言が取りまとめられているところでもありますけれども、まだ現在、米国をはじめ、ヨーロッパにおいても各国がどのように制度改正の対応を行っていくのかについては、まだ不確定なところがございます。我々としても、こうした諸外国の規制改革の動向を見極めて、追加的に制度改正を図っていく必要があると考えております」³³と述べている。

既に見たとおり、2012年10月のIOSCO政策提言は一般的な原則は示されているものの、具体的な施策の内容は示されていない。日本における具体的なMMF規制改正の作業は、上記発言にも見られるとおり、今後諸外国の動向も睨みながら、必要に応じて検討されることになる。その程度や内容は現時点では明らかでないが、先日公表された米国のルール改正案を始めとする欧米の動向およびFSBやIOSCOにおける作業の進捗についてよく見ていくことが必要である。

c. 証券化規制

2012年11月のIOSCO最終報告書（Ⅲ.6（15頁以下）参照）では、証券化商品に関する証券化実施者へのリスク保持義務の導入を望ましいアプローチであるとしており、各国はその2014年半ばま

³³ 金融庁ホームページ（http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/toushi/gijiroku/20121207.html）に掲載の同ワーキンググループ第13回議事録による。

での実施に向け必要な手段を講じることが求められている。また、リスク保持義務を課さない場合でも、証券化実施者と投資家間のインセンティブを調整するための何らかの手段を講じることが求められており、その場合には、各国当局によるピアレビューにおいて、リスク保持義務以外の手段が望ましい理由およびその方法について説明することが必要となる。したがって、日本においても上記スケジュールに合わせ、今後この分野の制度改正について検討が行われることになるとと思われる。

d. レポ取引等

日本においては、リーマン・ブラザーズの破綻後、国際市場やレポ市場の機能が低下したことを受け、①フェイル慣行³⁴の定着・見直し、②清算機関の機能改善と利用促進、③国際決済期間の短縮化、の3つを中心に対応が行われてきた（日本銀行（2008）、同（2013））。

2012年11月のFSB市中協議文書で示された提言案では、担保ヘアカットに関する最低基準の導入などが提言されている。この点に関して日本の現状は、レポ取引の99%以上を国債担保の取引が占め、それらの中でヘアカットが設定される取引はごく限定的であり、また、設定される場合もその水準は2%以下の低い水準であるとされる。これには、日本国債の高い信用力によりヘアカットを設定しなくてもマージンコールなどを通じてリスクコントロールが可能であるとの市場関係者の見方が背景にあることが指摘されている。他方、割合としては僅かな国債以外の証券を担保とするレポ取引については、3%から10%と相対的に高めのヘアカットが実施されており、担保資産のリスクに応じたヘアカットの要否や水準が決められているとされる（以上、日本銀行（2013）による）。FSB提言は現時点では最終確定していないが、ヘアカットに係るルールを始め、必要な対応が日本においても必要になってくる可能性がある。

e. おわりに

FSBは、2012年11月の市中協議文書とパブリックコメントの結果を踏まえ、5つのWSの提言を含む最終提言を2013年9月までに策定するとしており、その際には、提言の実施に向けたタイムテーブルも明らかにされることとなっている。日本としても、欧米に比べシャドーバンキングが占める比重は相対的に低いものの、今後のこれらの国際的な規制動向には十分注意を払っていくことが必要である。

³⁴ フェイルとは、証券取引の決済に関し、取引当事者の信用力とは異なる理由により、当初予定していた決済日が経過したにもかかわらず、証券の受け渡しが行われていない状態をいい、フェイル慣行は、当初の決済予定日に証券の受け渡しが行われないフェイルの状態になっても、そのことのみをもってデフォルト扱いをしない慣行をいう（日本銀行ホームページ（<http://www.boj.or.jp/announcements/education/oshiete/kess/04203004.html/>）による）。

欧州マネーマーケットファンドの共通の定義に関するガイドライン

全般的なガイドライン (Box 1)

1. 本ガイドラインは以下に対して適用される。
 - ・指令 2009/65/EC に基づき承認された集団投資事業 (collective investment undertaking)、または、
 - ・加盟国の法に基づき規制される集団投資事業で、監督され、リスク分散ルールに従うもの
2. マネーマーケットファンドとして表示され、販売される集団投資事業は、本ガイドラインに従わなければならない。
3. マネーマーケットファンドは、目論見書および UCITS の場合は主要投資家情報文書 (KID) の中で、それが短期マネーマーケットファンドであるのか、あるいはマネーマーケットファンドであるのかを表示しなければならない。
4. マネーマーケットファンドは、投資家が当該ファンドの投資戦略に関連する個々のリスクを特定できるようにするため、当該ファンドのリスクとリターンのプロファイルに関する適切な情報を投資家に提供しなければならない。

短期マネーマーケットファンド (Box 2)

短期マネーマーケットファンドは、

1. 当該ファンドの元本維持を主要な投資目的とし、マネーマーケットのレートに沿ったリターンを提供することを目指さなければならない。
2. 指令 2009/65/EC で定められたマネーマーケット商品のための基準に適合したマネーマーケット商品または与信金融機関への預金に投資しなければならない。
3. 投資するマネーマーケット商品は運用会社によって質が高いと判断されたものでなければならない。その判断を行うに当たり、運用会社は以下の要素を考慮しなければならない。ただし、考慮すべき要素はこれらに限定されるものではない。
 - a. 当該商品の信用の質、
 - b. 当該商品の資産クラスの性質、
 - c. 仕組み金融商品の場合は、その仕組み金融取引に内在するオペレーショナルリスクおよびカウンターパーティーリスク、および、
 - d. 流動性プロファイル
4. 項番 3.a.において、当該商品が、その格付を行った認定信用格付機関のそれぞれから、上位 2 つの短期格付のうちの 1 つを得ているか、または、格付がなされていない商品については、当該運用会社の内部格付プロセスにおいて同等の質を有するものと判断された場合以外は、当

該商品を質が高いと判断してはならない。

5. 証券に対する投資を、法的な払戻し期限までの残存マチュリティが 397 日以下の証券に限定しなければならない。
6. 日次での NAV および価格の計算と、購入および払戻しを提供しなければならない。従業員貯蓄スキームを通じて、処分制限を課された特定のカテゴリーの投資家にのみ販売される非 UCITS マネーマーケットファンドについては、ホーム国の規制に従い、週次で購入および払戻しの機会を提供することができる。
7. ポートフォリオの加重平均マチュリティ (WAM) を 60 日以下にしなければならない。
8. ポートフォリオの加重平均ライフ (WAL) を 120 日以下にしなければならない。
9. 仕組み金融商品を含めて証券の WAL を計算する際は、当該商品の法的な払戻し期限までの残存マチュリティを基に計算を行わなければならない。ただし、プットオプション付の金融商品については、以下の条件が常に満たされる場合に限り、法的な残存マチュリティに代えてプットオプションの行使日を用いることができる。
 - ・当該プットオプションは行使日に当該運用会社が自由に行使することができる、
 - ・当該プットオプションの行使価格は、当該商品の次回行使日における期待価格に近いものである、かつ、
 - ・当該 UCITS の投資戦略から、当該オプションは次回行使日に行使される可能性が高い
10. WAL と WAM のいずれの計算においても、金融デリバティブ、預金および効果的なポートフォリオ管理技術の影響を考慮しなければならない。
11. デリバティブを通じたものを含め、株式またはコモディティに対する直接または間接のエクスポージャーを取得してはならない。デリバティブは当該ファンドのマネーマーケット投資戦略に沿ったもののみを用いることができる。ベース通貨以外の通貨建ての証券に対する投資は、当該通貨のエクスポージャーが完全にヘッジされている場合に限り許される。
12. 他の集団投資事業に対する投資は、短期マネーマーケットファンドの定義に合致したものに限定されなければならない。
13. 一定のまたは変動のネット資産価値を持つものでなければならない。

マネーマーケットファンド (Box 3)

マネーマーケットファンドは、

1. Box 2 パラグラフ 1、2、3、4、6、9、10 および 11 に適合しなければならない。

加えて、マネーマーケットファンドは、

2. Box 2 ポイント 4 の要件の例外として、投資適格以上の質を持つソブリン発行商品を保有することができる。「ソブリン発行商品」は、加盟国の中央、地域または地方の当局または中央銀行、欧州中央銀行、欧州連合または欧州投資銀行が発行または保証したマネーマーケット商品

と理解されるべきである。

3. 変動ネット資産価値を持つものでなければならない。
4. 次回の金利見直し日までの残存期間が 397 日以下の場合、証券に対する投資を、法的な払戻し期限までの残存マチュリティが 2 年以下の証券に限定しなければならない。変動金利証券はマネーマーケット金利またはインデックスにリセットすべきである。
5. ポートフォリオの加重平均マチュリティ (WAM) を 6 ヶ月以下にしなければならない。
6. ポートフォリオの加重平均ライフ (WAL) を 12 ヶ月以下にしなければならない。
7. 他の集団投資事業に対する投資は、短期マネーマーケットファンドまたはマネーマーケットファンドの定義に合致したものに限定されなければならない。

移行規定 (Box 4)

1. 本ガイドラインは、指令 2009/65/EC の移行期限と同一の日 (2011 年 7 月 1 日) に効力を生じる。
2. 2011 年 7 月 1 日より後に組成されたマネーマーケットファンドは、直ちに本ガイドラインに従わなければならない。
3. 2011 年 7 月 1 日時点で存在するマネーマーケットファンドは、本ガイドライン Box 1 については 2011 年 7 月 1 日から従わなければならないが、Box 2 または Box 3 については、2011 年 7 月 1 日以降に行う新たな投資について従わなければならない。ただし、2011 年 7 月 1 日より前に取得した全ての投資については、Box 2 または Box 3 の遵守について 6 ヶ月の移行期間 (2011 年 12 月 31 日まで) が認められる。

[参考文献]

- BCBS (Basel Committee on Banking Supervision) (2013a), *Supervisory Framework for Measuring and Controlling Large Exposures*
- (2013b), *Capital Requirements for Bank's Equity Investments in Funds*
- Department of the Treasury (2009), *Financial Regulatory Reform: A New Foundation*
- ESMA (European Securities and Markets Authority) (2012), *Guidelines for Competent Authorities and UCITS Management Companies: Guidelines on ETFs and Other UCITS Issues*
- European Commission (2012a), *Green Paper: Shadow Banking*
- (2012b), *Consultation on A Possible Recovery and Resolution Framework for Financial Institutions Other Than Banks*
- FRBNY (Federal Reserve Bank of New York) (2010), *Tri-Party Repo Infrastructure Reform*
- FSB (Financial Stability Board) (2011a), *Shadow Banking: Scoping the Issues*
- (2011b), *Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*
- (2012a), *Strengthening the Oversight and Regulation of Shadow Banking: Progress Report to G20 Ministers and Governors*
- (2012b), *Securities Lending and Repos: Market Overview and Financial Stability Issues*
- (2012c), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: An Integrated Overview of Policy Recommendations*
- (2012d), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: A Policy Framework for Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking Entities*
- (2012e), *Strengthening Oversight and Regulation of Shadow Banking: A Policy Framework for Addressing Shadow Banking Risks in Securities Lending and Repos*
- (2012f), *Global Shadow Banking Monitoring Report 2012*
- FSOC (Financial Stability Oversight Council) (2012), *Proposed Recommendations Regarding Money Market Mutual Fund Reform*
- IMF (International Monetary Fund) (2013), *People's Republic of China: Staff Report for the 2013 Article IV Consultation*
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions) (2012a), *Money Market Fund Systemic Risk Analysis and Reform Options: Consultation Report*
- (2012b), *Global Developments in Securitization Regulation: Consultation Report*
- (2012c), *Policy Recommendations for Money Market Funds: Final Report*
- (2012d), *Global Developments in Securitization Regulation: Final Report*
- PWG (President's Working Group on Financial Markets) (2010), *Money Market Fund Reform Options*

- Task Force on Tri-Party Repo Infrastructure (2010), *Report*
—— (2012), *Final Report*
- Tarullo, Daniel (2012), *Shadow Banking After the Financial Crisis*
- Tucker, Paul (2012), *Shadow Banking: Thoughts for a Possible Policy Agenda*
- Turner, Adair (2012a), *Shadow Banking and Financial Instability*
—— (2012b), *Securitisation, Shadow Banking and the Value of Financial Innovation*
- 日本銀行 (2007) 「米国短期金融市場の最近の動向についてーレポ市場、FF 市場、FF 金利先物・OIS 市場を中心にー」
—— (2010) 「わが国短期金融市場の動向と課題ー東京短期金融市場サーベイ (10/8 月) の結果とリーマン・ブラザーズ証券破綻後の諸課題への対応状況ー」
—— (2013) 「わが国短期金融市場の動向と課題ー東京短期金融市場サーベイ (12/8 月) の結果ー」
- 村木圭・岸本明美 (2013) 「FSB によるシャドーバンキングに係る市中協議文書について」(全国銀行協会『金融』2013 年 2 月号)
- 本柳祐介 (2013) 「投資信託法制の現状と展望」(別冊商事法務 No.376)