

連続セミナー

現代の金融規制
―変革への模索とその方向性―

日本証券経済研究所理事長

森 本

学

目次

第一回 金融システム関係（その1）

はじめに（今回の金融規制改革の特徴）

一、自己資本比率規制の強化

二、G-SIFIs対策（Too Big to Fail問題の終結）

（1）資本上乗せ規制

（2）実効的な破綻処理制度

（3）RRP（再生・破綻処理計画）の策定

三、ベイルイン

第二回 金融システム関係（その2）

はじめに その2（金融制度設計の方法論）

四、シャドー・バンキング規制

五、銀行の高リスク取引からの隔離

六、外銀規制の強化

七、マネロン・テロ資金対策の厳格化

第三回 市場関係

一、店頭デリバティブ規制

二、市場不正行為に対する規制強化
(LIBOR問題を含む)

三、市場構造規制問題

四、金融消費者保護の向上

第四回 開示・会計関係

一、開示に係る企業負担の軽減

二、非財務情報開示の制度化

三、国際的な会計基準の統一の動き

四、会計監査の改善

第一回 金融システム関係（その1）

はじめに

(連続セミナーを思い立った背景)

ただいま御紹介いただきました森本です。

最初に、なぜこうした企画を思い立ったのかということについて一言申し上げます。それは現役時代の反省でございまして、現在、世界的に、特にリーマンショック後、金融規制改革の議論が大々的に行われております。これは、もう既に日本の金融規制に影響を与えていますし、これからかなり与えることが予想されます。

ただ、私は、現役中、そうした動きについて、そのインプリケーションですとか、それをどう捉えるのかについて余り発信してきませんでした。

どうしても実際に当局で担当しておりますと、今世界でこういう動きがあるから、そのうち日本に

影響があるでしょうなどと言いますと、それはどうするつもりなのかとすぐ追及されてしまいますので、余り中途半端なコメントはしにくかった。せいぜい実際に制度改正をするときに、その理由として、世界的に今こういう動きになっている、だから、日本もやらなければいけないというような説明しかしてこなかった。

しかし、これだけいろいろな分野で大々的に議論や検討が進んでいますと、それでは本来遅いと思うのです。特に今そういう規制改革の検討や議論では、金融規制や監督について新しい概念とか新しい手法がどんどん出てきている。それをどう捉えるのかというのは、やはりあらかじめよく整理しておかないと、日本の金融規制を検討するときにすくなく議論できないという問題があると思います。

それで「現代の金融規制」と題しております

（はじめに）

今回の金融規制改革の特徴

（グリーンズパン前FRB議長「100年に一度の危機」）

- ① 規制改革検討の国際性
 - ・ 規制の国際基準の策定を指向
 - ・ 国際交渉の枠組みを整備（G20、FSB等）
 - ・ 各国規制間の重複・抵触
- ② 国民負担の回避を重視
- ③ 理念先行の傾向

〔背景〕

- 金融危機時に各国政府が相次いで大型救済
- 各国の政治的複雑性
 - ・ 米国の党派的对立
 - ・ 欧州通貨・金融危機の費用負担の問題

3

が、今、そうした流れについて、一通りお話ししてみたいと思います。ただ、これは金融庁の公式見解を述べるものではありませんし、当局にいた者がそんなふうに考えるのかという程度に受けとめていただければと思います。

（今回の金融規制改革の特徴）

それでは、以下、資料に沿ってお話したいと思います。

最初に、三ページをお開きいただきたいと思います。「今回の金融規制改革の特徴」ですが、ここにもありますように、リーマンショックが契機となっておりませんが、それは一〇〇年に一度の危機だと言われている。そのほかに私は三・一とかエンロン、ワールドコム的事件なども影響を与えていると思いますが、いずれにしまして

も、これだけ大きな金融規制改革の議論というのは、多分大恐慌のとき以来だと思うのです。アメリカの証券取引法やグラス・ステイガル法ができたとき以来であろう。

その特徴ではありますが、私は三点ほどあると思います。

一つ目が「規制改革検討の国際性」です。

その一番目としては、規制の国際基準の策定を指向している。リーマンショックが国をまたがった危機だった。それにうまく対処できなかったということで、その再発防止策では、当然ルールは国際基準または共通ルールでないといけないということだと思います。従来も自己資本比率規制など国際基準があったわけですが、国際基準を策定する分野がどんどん広がっているというのが特徴であります。

二番目としては、国際交渉の枠組みがかなり整

備されている。皆さんもご覧になったことがあると思いますが、G20が一番上にあつて、その下にFSB、さらにその下にバーゼル委員会やIOSCO、IAISなどがあつて、最後の三つは基準設定主体という名前も付いております。そういう推進体制がどんどん整備されている。これも一種の国際的な官僚機構でありまして、こういうものが一旦整備されると、基準策定がどんどん自律的に進むという印象もあります。そうした動きに実際に接していますと、国際的な基準作りというのはどこまで行くのだろうかという印象は禁じ得ないわけであります。

三点目は、各国規制間の重複・抵触で、今問題になっているようなG-SIFIsと言われるような大きな金融機関は、日米欧にまたがって活動しておりますので、それぞれの国で、今規制改革としていろいろな規制を掛けると、それが相互に

重複・抵触して、非常に混乱を招きかねない。実際、店頭デリバティブ規制やボルカー・ルールでは、そうなりそうになって、調整がかなり大変だったということがあるわけです。

二番目の大きな特徴は、国民負担の回避を重視していることとあります。背景のところにも書いてありますが、金融危機のときに各国政府が相次いで大型救済をしまして、これによって大恐慌のような事態は避けられたのではないかと思います。逆に言いますと、納税者負担に批判が集中してしまっている。金融界も儲けに走ったとか、経営者の報酬が高かったとか、そういう批判を受けやすい基盤はあったと思うのですが、結果的に救済に対する批判が厳しくなっている。欧米では新しい金融規制を発表するときに、これで納税者負担は避けられるという説明が必ずくついています。我々の感覚からすると、こういう

ルールをつくつたら、これで金融システムは安定するとか、そう言うのではないかと思うのですが、順序は完全に入れ替わっているという印象を受けます。

特徴の三番目は、今の二つを受けて、検討の身が、理念先行となっている印象が非常に強いわけです。従来は、私も二〇年とか三〇年近く前、役所で金融システムの安定というときは、よく「コンストラクティブ・アンビギュイティ」とか、「金融監督はサイエンスではない、アートだ」という格言のようなものがあって、経験重視したり、当局者の手腕に期待するところがかなりありました。ところが、今は、もう二度と金融危機を起こさないとか、絶対に金融破綻処理に納税者の資金は使わない、それをシステムティックに保証するといったアプローチが強まっております、その結果、ややアイデア競争みたいになって

いるという面があると思います。

それらの背景としては、さらに一番下に書いてありますが、各国の政治的複雑性があります。アメリカの党派的对立は、政府機関が閉鎖になるなど、これはかなり激しいわけです。今回の金融危機の原因を究明するために、アメリカ議会に金融危機調査委員会ができて、これは大恐慌のときのペコーラ委員会に匹敵するような調査が行われることが期待されたのですが、実際には民主党の報告と共和党の報告が別々に出るという形で党派的对立が埋まらなかった。共和党は今でも基本的にドッド・フランク法等については反対なわけです。欧州は、ユーロ危機と金融危機が一緒に起こりまして、一種の体制の危機的なところがあつた。それが波及している上に費用負担を誰が持つのかという問題が非常に深刻で、勢いそもそも費用が極力発生しないようにしろという指向が強くなる。

なっているということがございます。

以上が今回の金融規制改革の特徴だと思いますが、以下ではそれぞれの金融規制について見ていきたいと思ひます。

一、自己資本比率規制の強化

(背景及び狙い)

一番目が四ページの、「自己資本比率規制の強化」であります。その背景及び狙いとしては、リーマンショックに際して、規制上の自己資本の不足が顕在化しました。破綻した金融機関でも、計算上は自己資本が足りていたことになつたことから、今回規制を強化しまして、金融機関の負うリスクに対して適切な資本を求めることによつて、過度のリスクテイクを抑止するという効果を狙っているわけです。

1. 自己資本比率規制の強化

背景及び狙い

- 金融危機に際して規制上の自己資本の不足が顕在化
- 金融機関の負うリスクに対して財務上の負担を強化し、過度のリスクテイクを抑止

国際的な検討

- バーゼル銀行監督委員会（BCBS）、バーゼルⅢ最終文書 [2010年12月]

「自己資本の質・量の強化」

- 自己資本（分子）：質の改善（コア部分は、普通株と内部留保）
 量の強化（Tier 1 比率の引上げ、資本保全バッファの創設）
 リスクアセット（分母）：市場性リスクの捕捉強化（トレーディング勘定、カウンターパーティ・リスク等の見直し）

2013年～2019年 に段階的に実施（図表1参照）

4

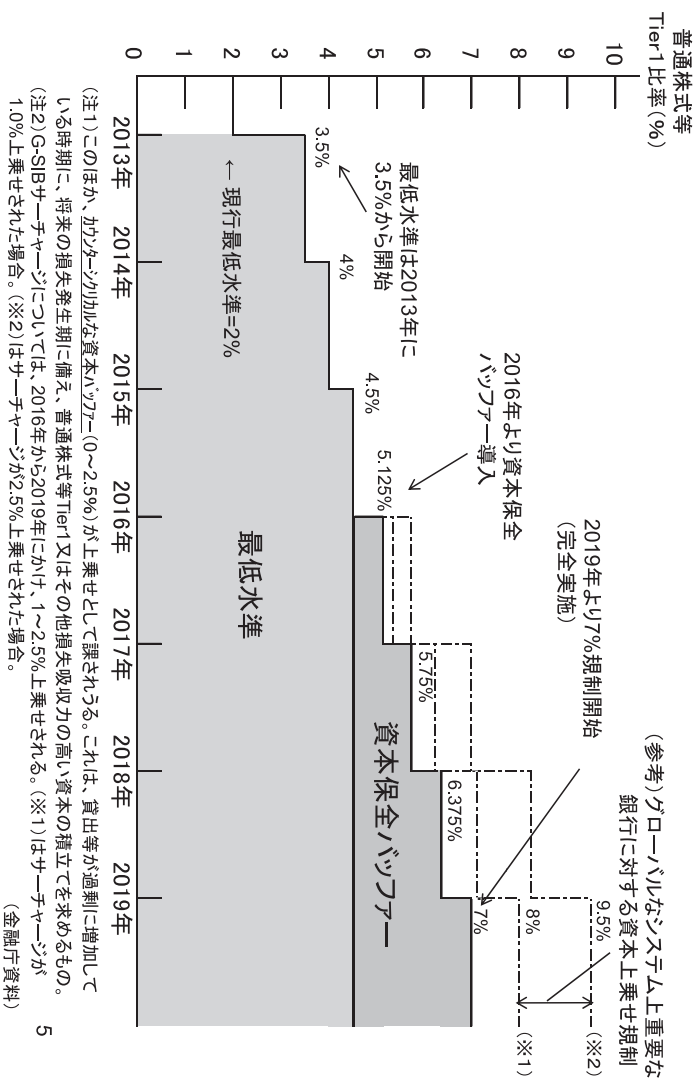
(国際的な検討)

この問題の国際的な検討は、バーゼルの銀行監督委員会、いわゆるバーゼル委員会が二〇一〇年一二月にバーゼルⅢの最終文書を出しまして、ここで自己資本の質・量の強化を決めました。分子の自己資本のほうは、もうほとんど今問題になるのは普通株等 Tier1 というものであります。以前は Tier1 と Tier2 もかなり問題になったのですが、今回の改正で普通株等 Tier1 が中心になった。それから、量的にも積み増しが求められている。リスクアセットの分母のほうは、市場性リスクの把握が甘かったという反省に立って、トレーディング勘定やカウンターパーティ・リスク等の見直しが行われました。

このまとめられたバーゼルⅢの規制が、二〇一三年から二〇一九年にかけて段階的に実施されるということで、次のページの図表1にスケジュー

(図表1) パーゼルⅢの実施スケジュール

◇ 2013年～2019年の段階的実施のイメージ(普通株式等Tier1比率のみ)



○ 残された課題

①流動性規制

（背景）金融危機の際、多くの銀行で十分な資本を持ちながら、流動性が十分でないために、資金繰りに問題が発生

○ 流動性カパレージ比率（LCR）

$$LCR = \frac{\text{適格流動資産}}{\text{ストレス時必要流動性（30日間）}} \geq 100\%$$

BCBS最終文書〔2013年1月〕 2015年～2019年に段階的に実施

○ 安定調達比率（NSFR）

$$NSFR = \frac{\text{安定調達額}}{\text{所要安定調達額}} > 100\%$$

BCBS見直し作業中〔2014年中完了予定〕 2018年から実施見込み

②レバレッジ比率規制

（背景）資産の過大な積上げを抑制するため、補完的指標として導入
＜参考＞米国、TBTF法案

$$\text{レバレッジ比率} = \frac{\text{資本}}{\text{総資産+オフバランス項目}}$$

2013年1月～2017年1月 試行期間（資本：Tier 1，比率＝3％）

2015年1月～ 各銀行の開示

2018年1月～ 規制実施見込み（2017年前半に最終調整）

6

（残された課題）

ルを图示したものが載っておりますが、これは皆様よくご存じだと思いますので、説明は省略します。

次の六ページが、バーゼル委員会の残された課題です。これは自己資本比率規制というのかどうかという問題はあるのですが、大きく分けて二つあります。一つは流動性規制、もう一つがレバレッジ比率規制です。流動性規制のほうは、背景といたしまして、金融危機の際に、多くの銀行で十分な資本を持ちながら、資産の流動性が十分でないために、資金繰りの問題が発生したという反省に立っているわけです。実際、市場の危機というのは、現象としてはかなり流動性の問題として現れるわけでありまして、流動性が足りない金融機関が出て、その活動がパニックの連鎖となつて

広がるということが現象としては多いわけです。

この流動性の問題は本来非常に大事だと思えます。

その流動性規制は、二つあります。

一つは流動性カバレッジ比率です。これはマーケットから流動性を調達するのが難しい状況になったときに、一カ月ぐらい持ちこたえるだけの適格な流動資産を持て。適格な流動資産というのは、極めて流動性の高い国債とか、よほどのことがない限りキャッシュに換えられるというような資産を一カ月分持てというものです。これは最終文書ができておりまして、段階的に実施する予定になっています。

もう一つが安定調達比率でありまして、これは逆の発想なのですが、分母のほうの、要するに金融機関が長期の貸し出しとか、売却しにくい資産とか持っている場合は、それに見合った長期の調

達をしてないのだめだ。こういうことで負債面の規制ですね。さっきの流動資産は資産面です。これについては現在、最終化に向けて検討中です。

大きな二番目がレバレッジ比率規制でありまして、こちらのほうが要注意の規制であります。考え方としましては、資産の過大な積み上げを抑制するために、補完的指標として導入するものです。この目的のためには、まさにバーゼルⅢの自己資本比率規制があるわけです。しかし、補完的なレバレッジ比率というのは、下に式がありますが、これはリスクウェートをかけないで、資産とかオフバランスの取引の額をとにかく全部足して、それに対する資本の比率を見て、それを規制しようというものであります。そうしますと、総資産のほうに国債なども入りますし、オフバランスのほうはデリバティブとか、そういうのが全部どんどん足し上げられることになります。

参考のところに米国の Too Big to Fail 法案と書いてあります。去年の四月に出された法案ですが、これは銀行規制にバーゼル式のリスクウェイトを掛けるのを禁止するという内容になっています。その背景としては、リスクアセットというのは自己資本比率規制の分母ですが、あれは金融機関が恣意的に操作できるのではないかという考えに基づいて、レバレッジ比率規制だけで、しかもかなり厳しく水準の規制を掛けるという法案です。ここに典型的に見られますように、今回の金融危機を通じてリスクアセットという概念に対する不信感がくすぶっているわけです。そういうことで、バーゼルでは一応補完的指標ということになっているのですが、アメリカでは、レバレッジ比率規制は補完的ではなくて重要な指標である。当局もそのように言っているという状況であります。

この規制については一八年から実施する予定ですが、一七年までは試行期間で、今のところ比率三%とされていて割とモデレートですが、もっと引き上げるべきだという意見もありますし、中身はまだ固まっていないところもあって、これはかなり注目しておく必要があると考えています。

以上が、国際的な場、マルチの場での自己資本比率規制関係の検討の状況です。

（諸外国の対応）

各国の対応状況は、次の七ページです。アメリカは去年の七月にバーゼルⅢのルールを確定しまして、今年から実施する。EUもルールを確定しまして、今年から実施する。それぞれバーゼル委員会の規制と微妙に違うところはありますが、おおむね同じルールを確定しています。

アメリカのルールの国際基準との違いがそこに

諸外国の対応

〔米〕2013年7月 パーゼルⅢルール確定（2014年1月 実施）

- ・CoCosをその他Tier 1に認めず
- ・先進的手法行の規制厳格化
（レバレッジ比率規制提案） 米国G-SIFIsにバッファーとして2%上乗せ求める

〔EU〕2013年6月 パーゼルⅢルール確定（2014年1月 実施）

我が国の対応

○ 2013年3月末～ パーゼルⅢ実施（2012年3月告示改正）

（メガ3行・普通株等Tier 1比率（2013年3月末））	
三菱UFJ	11.1%
三井住友	8.6%
みずほ	8.29%

○ 国内基準の改定（2014年3月末 実施）

論 点

- 銀行の与信能力低下（プロシクリカリティの問題を含む）
- 複雑さへの懐疑（他方でテールリスクの不可測性）
- 資本に見合う収益力は求められる

最近の動き

- BCBS、レバレッジ比率の分母計算方法見直しを市中協議〔2013年6月〕
レボ取引等の計算方法厳格化を提案（←計算方法の緩和を決定〔2014年1月〕）

7

書いてあります。一つ目のCoCosの問題は、資本の質を厳しくしています。二番目の「先進的手法行の規制厳格化」というのは、リスクアセットの出し方に、標準的手法と先進的手法とがあります。先進的手法というのは、大銀行などでリスク管理が高度化しているから、そういう銀行が高度な手法でリスクを把握するのを生かすべきだという考えに基づくものです。ところが、それに対してやや不信任が生じていて、先進的手法を使っている銀行は、標準的手法でも計算することを義務づけています。標準的手法は、割と機械的計算なのです。ですから、このあたりにもリスクウエイトに対するものと同様の不信が出ているということとであります。

（我が国の対応）

それから、我が国の対応ですが、我が国は去年

の三月末からバーゼルⅢを実施しております、ここに書いてありますように、今のところ規制資本に対して余り問題のない状況になっています。

最近、ほかの規制でもそうですが、日本は国際的に合意した期限をよく守っております、それに対してアメリカとヨーロッパは一年ずつ遅れているのです。一九年の最終期限は欧米とも一緒らしいのですけれども、日本は一三年からという国際ルールを守って実施したということです。

（論点）

次に、今見たような規制強化の論点であります。

一つは銀行の与信能力の低下とか、プロシクリカリティの問題があります。原理的にはこの辺が一番問題ではないかと思うのです。ただ、欧州では実際そういう影響はあるわけですが、いわば覚

悟の上でやっているようなところが感じられます。したがって、これがあるから問題だとかいう感じではありませんし、アメリカのほうは景気も割といいですし、金融機関の財務の内容もヨーロッパより良いので、問題が余り表面化してないという状況だと思います。

二番目の複雑さへの懷疑という点は、先ほど来申し上げていますように、バーゼル規制というのは、もともとリスクを精緻に捉えるところからスタートして、問題が発生するたびにさらに精緻化しているのですが、それで本当にうまくリスクを捉えられるのだろうかという疑問が出ています。レバレッジ比率規制というのは、バーゼル規制を導入する前に日本でもやっていたギアリングレシオと基本的に同じもので、バーゼル規制の導入当時は、原始的な計算の仕方だとされて、バーゼル規制のほう洗練されているということですと

来ていたのですが、それに対して懐疑的な見方が出てきているということです。

それから最後は、規制強化は金融機関に資本を大量に求めることになりますが、そのためには、それに対応する収益力が必要ですし、そもそも市場で調達できるのかという問題があるということです。

（最近の動き）

最後の「最近の動き」ですが、バーゼル委員会が去年の六月にレバレッジ比率の分母の計算方法の見直しを市中協議しました。さつきありました総資産とオフバランス項目を足していく方法ですね。このオフバランスのほうのレポの取引を厳格化することを提案したのです。どう厳格化するかというと、レポというのは、簡単に言えば現金と債券を交換するわけですが、それを根っこから計

算しろと言ったわけです。今まではどうやっていたかという、現金と債券の差額が発生して、相手が潰れると、その分損をする恐れがありますので、その差額と見られるものを計上していた。それを根っこからやれと言ったところ、そんなことをしたら、レポ市場が大幅に縮小してしまうという事で、ここに書いてありますが、最終的には今年の一月にネット方式で良いということで、これは一応落ち着きました。これは一例ですが、レバレッジ比率規制については今後も注目していく必要があると考えております。

2. G-SIFIs対策(Too Big to Fail問題の終結)

(1) 資本上乗せ規制

背景及び狙い

- リーマン・ショックの際、巨大金融機関の破綻は市場、経済への影響が大きすぎる為それらを救済せざるを得なかった（納税者負担の増大）
- 巨大で破綻させにくい金融機関には、より高い損失吸収力を求める（予防的対応）

国際的な検討

- BCBS、G-SIBs に対する資本上乗せ規制を公表[2011年11月]
 - 1.0%~2.5%の4グループに分け、資本（普通株等Tier 1）を上乗せ
 - 2016年~2019年に段階的に実施
- FSB、G-SIBs の暫定リスト公表[2011年11月]
- FSB、上乗せ幅及びグループ分けを公表（図表2参照）[2012年11月]
 - 銀行のシステム上の重要性は、規模、相互関連性、代替可能性、国際的活動、複雑性についてスコア化して判定
- IAIS、G-SIIs の選定基準、政策措置を公表[2013年7月]
日系保険会社は選定されず

8

11. G-SIFIs対策(Too Big to Fail問題の終結)

(1) 資本上乗せ規制

(背景及び狙い)

二番目が八ページのG-SIFIs対策でありまして、Too Big to Fail問題の終結とも言います。その背景は、リーマンショックの際、巨大金融機関の破綻は市場、経済への影響が大き過ぎるため、それらを救済せざるを得なかった。まさにToo Big to Failだったわけです。これからは、そういうことがないようにしよう。大きくても潰れないというのはだめだ。それで、Ending Too Big to Failというのが、G20などで国際的に金融規制改革を議論する際の決まり文句になっています。大きな国際的な要請になっています。

これを実現するために幾つかの施策があるので、その一つが資本上乘せ規制です。その狙いは、巨大で破綻させにくい金融機関には、より高い損失吸収力を求めるという事前の対応であります。

（国際的な検討）

国際的な検討は、バーゼル委員会が二〇一一年一月にG—SIBsに対する資本上乘せ規制を公表しまして、一・〇%から二・五%上乘せすることを決めました。それで翌年、暫定リストが公表されました。G—SIFIs（グローバルにシステム上重要な金融機関）、この場合は銀行だけです、銀行の具体的な顔ぶれが二八行公表されまして、その中には日本の三メガが入っていました。

さらに翌年の一月に、一%から二・五%の上

乗せ幅の具体的なグループ分けを公表しました。システム上重要な金融機関をそもそもどうやって測るのか。それに該当するのかどうかというと、その重要度に応じて四グループに分けていますが、それをどうやって決めるのかという問題があります。

これについては、規模、相互関連性、代替可能性、国際的活動、複雑性という五要素をスコア化して判定することになっておりますが、このやり方は実は日本が提案したのです。ほかにも日本の提案が採用されているものが結構あります。最近の国際的な金融規制改革の議論では欧米が結構対立するものですから、日本はそうした調整をする際にかなり重要な役割を果たしております。河野国際政策統括官は、金融規制改革の国際的な場での検討では、大変なキーパーソンになっているという事実がございます。

いずれにせよ、こういうやり方でG—SIFIsの顔ぶれが決められて、次のページの図表2にグループ分けがあります。これは毎年一月に更新されます。去年の一月に更新されたものを見ると、一行増えて二九行になっております。それは一番下の枠の上から五番目に入っている中国工商銀行です。このグループ分けが去年からまた結構変わっています。毎年計測すると変わるのですね。そういう状況であります。

なお、保険の分野については、IAISがG—SIFIsの選定基準を発表しまして、日系の保険会社は選定されなかった。日本の保険会社の規模は非常に大きいのですが、伝統的業務の割合が高くて市場取引が少ないものですから、この中には入ってきませんでした。

（諸外国の対応）

一〇ページに参りまして、この問題に対する諸外国の対応ですが、G—SIFIsは国際的に決定されてしまうので、諸外国でやることはないのですが、アメリカではノンバンクSIFIsというものを認定しています。SIFIsは、銀行、保険会社に限らないわけです。AIGやGEキャピタルなどが認定されております。

ノンバンクSIFIsに関しては資産運用会社が入るかどうかが今注目されている問題です。アメリカでは、フィデリティとかブラックロックなどが、資産運用会社が入るとしたら候補だと言われておりますし、欧州ではヘッジファンドをもっと入れるべきではないかという議論があります。このほか、日本もそうですが、D—SIFIs（国内SIFIs）をどう認定するかという

(図表2) G-SIBsの資本上乘せ幅及びグループ分け

Bucket ⁶	G-SIBs in alphabetical order within each bucket
5 (3.5%)	(Empty)
4 (2.5%)	HSBC JP Morgan Chase
3 (2.0%)	Barclays BNP Paribas Citigroup Deutsche Bank
2 (1.5%)	Bank of America Credit Suisse Goldman Sachs Group Crédit Agricole <u>Mitsubishi UFJ FG</u> Morgan Stanley Royal Bank of Scotland UBS
1 (1.0%)	Bank of China Bank of New York Mellon BBVA Groupe BPCE Industrial and Commercial Bank of China Limited ING Bank <u>Mizuho FG</u> Nordea Santander Société Générale Standard Chartered State Street <u>Sumitomo Mitsui FG</u> Unicredit Group Wells Fargo

(2013年11月, FSB)

諸外国の対応

〔米〕 ○ ノンバンクSIFIs認定[2013年7月～9月]

AIG、GEキャピタル、ブルデンシャル・フィナンシャル

＜参考＞ 資産運用会社が対象となるかどうかが次の課題

論 点

○ G-SIFIsの選定基準は妥当か

最近の動き

○ BCBS、G-SIBs評価方法の一部見直し[2013年7月]

10

問題が残っています。

（論点及び最近の動き）

論点と最近の動きですが、G-SIBsの銀行の評価方法が多少揺れていまして、去年の七月、バーゼル委員会がその評価法を一部見直ししました。アメリカの銀行が、あの五要素ではかると、スコアが高くなり過ぎておかしいのではないかとアメリカが言い出して、その調整のために見直したということのようです。いずれにせよ、G-SIFIsの選定方法はまだ完全に確定しておりませんで、二～三年後にまた見直すという状況であります。

(2) 実効的な破綻処理制度

（背景及び狙い）

次に、一一ページに参りますが、G-SIFI

(2) 実効的な破綻処理制度

背景及び狙い

- 巨大金融機関を、金融システムへの悪影響を与えずに実際に破綻処理できるようにすることにより、モラルハザードを防ぐとともに納税者負担を回避する（事後的対応）

国際的な検討

- G20ワシントンサミット・行動計画 [2008年10月]
「大規模かつ複雑な国境を越えて活動する金融機関の秩序だった整理が可能となるように、破綻処理制度及び破産法を検討する」
- FSB「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」（所謂 Key Attributes（図表3参照））の公表 [2011年10月]
 - ・ FSBは、各国の Key Attributes の達成状況についてピア・レビューを行なう
- G20カンヌサミット、Key Attributes についての合意 [2011年11月]

11

s 対策の二番目の施策として、実効的な破綻処理制度という問題があります。この問題は我が国でも対応を迫られまして、昨年、金商法改正の中で制度の導入が図られました。その背景及び狙いは、巨大金融機関を金融システムへの悪影響を与えずに、破綻処理できるようにすることにより、モラルハザードを防ぐとともに、納税者負担を回避する。実際に大きな金融機関を潰せるようにすること、Too Big to Fail 問題への一番直接的回答です。

（国際的な検討）

国際的な検討では、リーマンショックの直後から、こういうことをやらなければいけないという動きになっておりまして、ワシントンサミットで、「大規模かつ複雑な国際的な金融機関の秩序立った整理が可能となるように、破綻処理制度及

び破産法を検討する」とされました。

これを受けて、FSBが「金融機関の実効的な破綻処理の枠組みの主要な特性」というのを二〇一一年の一〇月に公表しました。これが英語でKey Attributes と一般に言われているものでありまして、大体ここに掲げられているような特性を備えた破綻処理制度を各国で整備しようということです。FSBは各国の達成状況についてピア・レビュー、要するにモニタリングをすることになっておりまして、サミットでもそれを推進することが合意されました。

次のページの図表3にKey Attributes の概要があります。

目的は、先ほどから申し上げているようなことですが、どうやって実現するかと言いますと、三番目の点に書いてありますように、株主・債権者に損失を吸収させるという方法で行う。

制度の中身は③の「当局の権限」のところにありますが、最初から三つは日本の預金保険制度の権限と余り変わらない。四番目の点のベイルインというのが新しい概念、新しい権限で、当局が無担保債権のカットまたは株式化の実行ができるようにするというものが入っております。

④の「早期解約条項の発動の停止」も新しい権限です。金融機関が実質的に破綻すると、当局がその処理に入るわけですが、デリバティブなどの契約上は、ISDAマスターというのが標準的な契約ですが、当局がそういうことで入ると、デリバティブ契約はそこで終了するというふうに書いてあります。その時点で勝ち負けを確定して、あとはそれを清算しようという契約では書いてあるのですが、それをその通りやりますと、金融システムへの混乱を回避しながら破綻処理するといっても、大きな金融機関のデリバティブがみんなそ

(図表3) Key Attributes (FSB 2011年10月)の概要

- ① 目的
 - 以下を確保しながら、金融機関を破綻処理することを可能とする
 - ・ 深刻な金融システムへの混乱回避
 - ・ 納税者負担の回避
 - ・ 株主や担保で保護されない債権者に損失を吸収させることを可能とするメカニズムを通じて重要な経済的機能の確保
- ② 対象となる金融機関

「主要な特性」を備えた破綻処理制度は、あらゆるシステム上重要な金融機関に対し適用されるべき
- ③ 当局の権限

破綻処理を行う当局は、以下を行う権限を含む、広範な権限を有するべき

 - ・ 経営陣の選解任、破綻金融機関を管理する者の任命
 - ・ 破綻金融機関の財産の管理処分（契約の解除・資産の売却等）
 - ・ フリッジ金融機関の設立
 - ・ ベイルアウト（無担保債権のカット又は株式化）の実行 等
- ④ 早期解約条項の発動の停止

破綻処理を行う当局は、デリバティブ契約等の早期解約条項の発動を一時的に（例えば、2営業日以内）停止する権限を有するべき
- ⑤ 破綻処理のための基金
 - ・ 秩序だった破綻処理のためになされる一時的な資金提供のコストを賄うため、民間資金で賄われる預金保険、破綻処理基金、又は業界から事後徴収するメカニズムが設けられるべき
 - ・ 当局による一時的な資金供給は、モラルハザードを防止するため、厳格な要件の下でなされるべき
- ⑥ クロスボーダーの協力のための法的枠組み

破綻処理を行う当局は、他国の当局と協調しながら破綻処理を行う権限を有するべき（本国破綻処理との関係）
- ⑦ グローバルなシステム上重要な金融機関（G-SIFIs）について再建・処理計画を策定
- ⑧ G-SIFIs毎の破綻処理の実行可能性の評価 等

（金融庁資料）

ここで即終了になりますと、取引当事者のポジションが大幅に変わってしまうので、それをまた再構築するための取引を一齐にやらなければいけなくなつて、当局がよかれと思つてやつても、早期解約条項が発動というか、契約どおりに実施されると、市場の混乱回避が不可能になる。そこで、強引な措置ですが、契約上書いてあつても、当局が一定期間、二日とかは契約の効果を停止できる権限がないといけないということであります。

それから、破綻処理の費用は、事前または事後に民間から集める。

⑥は、クロスボーダーの協力ですが、これは実は非常に大事で、何のためにKey Attributesを作つたかというところ、国際的に巨大な金融機関を実際に潰すということは、各国当局が同時に協力してやらないと、一つの当局でできることではありません。そのために制度を統一しておこうという

ことですので、当然クロスボーダーの協力が前提になります。

⑦は、重要な金融機関（G-SIFIs）について再建・処理計画を策定しなければならない。これはRRPというものであります。

（諸外国の対応）

次に、一三ページの「諸外国の対応」ですが、アメリカはドッド・フランク法で二〇一〇年の七月に秩序立った清算権限（OLA = Orderly Liquidation Authority）という制度を導入しています。二〇一〇年七月ですから、これはすごく早い。Key Attributesより相当前です。それから、預金保険対象外の金融会社だけが対象となつています。Key Attributesは当然まず銀行が対象で、それ以外も入るということです。

なぜこうなっているかといいますと、アメリカ

諸外国の対応

〔米〕 ドッド・フランク法により、「秩序だった清算権限（OLA）」を導入[2010年7月]

- ・預金保険対象外の金融システムに影響を与え得る金融会社を対象
（資産500億ドル以上の銀行持株会社、ノンバンクSIFIsその他の金融会社）
- ・FDICは管財人として、ブリッジ金融会社設立等ほぼ銀行破綻処理と同等の権限を行使
（ただし、権限の及ぶ範囲が子会社等を含み広く、経営者・株主・債権者の責任明確化を求める）
- ・OLF（財務省に設置）の損失は、500億ドル以上の銀行持株会社、ノンバンクSIFIsが事後負担

〔英〕 2009年銀行法

ユニバーサルバンク制度の下での実効的破綻処理制度を整備

〔EU〕 銀行・投資会社の破綻処理枠組み指令（BRRD）[2013年12月 実質合意]

- ・銀行、投資会社、当該持株会社及びその金融子会社等が対象
- ・当局に、ブリッジバンクや他銀行への事業移転等の破綻処理権限
- ・早期解約権の行使を短期間停止可能
- ・各国は破綻処理基金（付保預金の1%規模）を設ける
- 銀行の単一破綻処理制度（SRM規則）[2014年3月 最終合意]
- ・ECBの監督する重要な銀行及び国境を越えて活動する銀行（それ以外の銀行の処理を委ねることも可能）が対象
- ・原則としてECBが破綻について判断。その報告を受けた破綻処理理事会が、破綻処理計画を策定（限定的なケースについてはEU理事会が反対、修正できる）
- ・銀行負担により単一破綻処理基金を設ける（8年間で各国別基金から段階的に共通化）

13

の銀行破綻法制はもととかなり柔軟で、当局に広範な権限があつて、Key Attributesにかなり似ているのです。まず連邦破産法の適用が除外になっています。管財人は、必ずFDICという当局になる。しかも、債権者平等はある程度修正できる権限があつて、適格金融契約という証券取引やデリバティブはブリッジバンクに移して、契約を保護できるといった権限が銀行の破綻処理についてほもととあります。

したがって、リーマンショックの際は、そうした制度がリーマンやAIGに対してなかったのがいけないという教訓になっています。それに基づいて、預金保険対象外の金融会社を対象に、二番目の点にあります。FDICを管財人として、銀行破綻処理とほぼ同等の権限を導入したわけですが、ただ、業種の範囲が銀行以外に広いのと、持ち株会社が対象になっているのが縦横に

象が広がっているイメージです。

イギリスも二〇〇九年に、これはもっと早いのですが、破綻処理制度の整備が行われています。

ただ、これはノーザンロック国有化のときの時限措置を恒久化したもので、Key Attributes ほど整った破綻処理制度ではありません。

EUですが、昨年末、銀行の破綻処理制度についてEUで合意がなされたというニュースをご覧になられたと思いますが、それを詳しく言いますと、二種類あります。

一つは、一つ目のマルにありますように、銀行・投資会社（ノンバンク）の破綻処理枠組み指令（BRRD）でありまして、これは Key Attributes と非常に似ています。銀行やノンバンクの実効的破綻処理制度を各国が持たなければいけないというものでありまして、昨年の一二月に実質的に決定しております。これはアメリカと

違って、各国は破綻処理基金を、付保預金の１％といいますので結構な規模ですが、それを持たなければいけないというのが特徴です。

もう一つが、銀行の単一破綻処理制度（SRM 規則）といって、こちらのほうがニュースで大きく報道されていたものです。欧州の銀行同盟の最初の柱である単一監督制度として、ヨーロッパで重要な銀行百三〇ぐらいはECBが監督に責任を持つということがその前に合意されていますが、そうした銀行と、国境を越えて活動する銀行などは、EUベースの破綻処理理事会が破綻処理計画を策定して実行するというものです。前者の制度は各国が破綻処理制度を整備して、各国の当局が破綻処理するというのに対して、後者の制度はEUベースの破綻処理機関が大きい銀行などを直接担当するというものであります。

EU内で調整が難航したのは、特に単一破綻処

理制度の二番目の点の括弧内、EU理事会が反対したり修正できる権限の辺りでした。結局、この破綻処理がEU主導なのか、加盟国が関与するのかについてが争点になったのです。ドイツや北欧が加盟国の関与を強く主張しました。野放図な破綻処理が行われないようにしなければいけないということから、そういう主張をしてギリギリの妥協が成立したものです。また、EUベースで単一の破綻処理基金を設けて、八年間で段階的に共通化する。各国別の基金から八年間かけて共通化していくという手順をとっています。

以上見ましたように、欧州の実効的破綻処理制度は、基本的にいわゆる横断型です。銀行のほか各種金融機関、ノンバンクの総合的な制度です。それに対して、アメリカは、銀行とそれ以外の縦割型の制度になっています。

（我が国の対応）

一四ページで、日本はどうかということですが、我が国は従来から預金金融機関については金融危機対応措置という預保法の一〇二条がございました、システム不安のときは金融危機対応会議の議を経て全債務保護ができるという制度があります。ただ、Key Attributesとの比較では、納税者負担の回避という面は、例外的に政府補助が可能となっているものの原則はあくまでも金融機関の負担ですので、それほど大きな違いではないと思います。損失を債権者に負担させるといところが、全債務保護ですので相当違うのです。ただ、一応セーフティネットはあった。

そういう日本の現状に対して、IMF等からは、システム上重要な非銀行にも秩序ある破綻処理の枠組みを整備すべきだという指摘がありました。銀行については、今言ったような破綻処理の

我が国の対応

（従来から）預金金融機関には「金融危機対応措置」が存在（預保法102条）

- ・金融危機対応会議の議を経て、内閣総理大臣の認定による措置により、全債務保護が可能
- ・損失は、預金金融機関による事後負担（例外的に政府補助可能）

（これに対し）IMF等からは、システム上重要な非銀行にも秩序ある破綻処理の枠組みを整備すべき、との指摘あり

- 「金融機関の秩序ある処理の枠組み」（2013年金商法等改正〔預保法改正〕）
 - ・預金金融機関、保険会社、証券会社、金融持株会社及びその子会社等が対象
 - ・特別監視（債務超過でない）：預金保険機構が流動性供給等（図表4参照）
 - ・特定管理（債務超過）：重要な市場取引等を承継金融機関に引き継ぎ履行を確保しつつ、破産法制に基づき金融機関を処理（図表5参照）
 - ・早期解約条項の発動停止、迅速な事業譲渡等のための民商法の特例等
 - ・損失は、対象金融業界による事後負担（例外的に政府補助可能）

<参考>FSBのG20に対する報告（2013.9サントペテルブルク・サミット）

我が国は米英等と並んで、Key Attributes の実施に向けて大きな進展がなされていると評価

論 点

- 公的サポートをどの程度許容することが、金融システムの安定及びモラルハザード防止の観点から妥当か
- 秩序ある処理は、実際にどの程度市場の混乱を防ぎつつ迅速に実行し得るか（特に国際的な処理）

14

枠組みが一応ある。ですから、特に非銀行について整備すべきだという指摘があったということですが。こうした状況に対して、金融庁としては、一昨年の夏から金融審議会のワーキンググループでこの問題を検討しまして、昨年の金商法改正で、「金融機関の秩序ある処理の枠組み」という日本版の実効的破綻処理制度を導入したわけであります。

この制度の対象は、まず預金金融機関、保険会社、証券会社、金融持株会社及びその子会社となっていて、全ての金融機関が対象になっています。当局の権限は、債務超過でないけれども危機に陥った場合は、流動性を供給すること等によって危機を回避する。債務超過の場合は、重要な市場取引などを承継金融機関に引き継いでその履行を確保することにより金融システムへの悪影響を回避しながら、それ以外の部分については、破綻

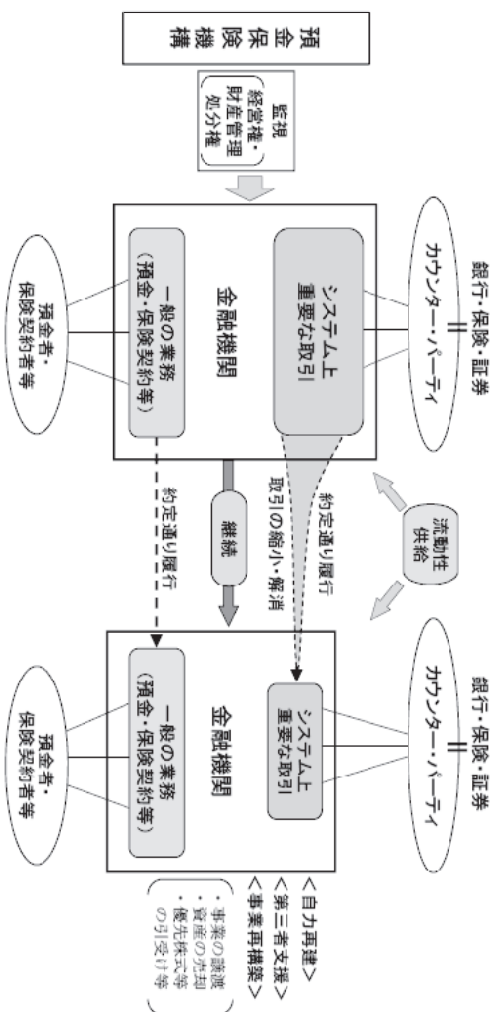
法制に基づいて金融機関を処理する。その他早期解約条項の停止とか迅速な事業譲渡等のための民商法の特例の規定があり、損失は金融業界の事後負担となっています。事後負担というのはアメリカ型です。全体として、そういう形の制度になっています。

一五ページ、一六ページの図表四、五はそれを簡単に説明したものです。一つには、この制度は、危機のときの流動性の供給を重視しています。欧州などの議論は損失を誰が分担するかというのがかなり中心ですが、機動的に流動性を供給できるということと、一六ページのほうですが、システム上重要な取引は、ブリッジ金融機関に移して、これは流動性の供給を含むのですが、資金援助をして、金融システムに悪影響が生じないようにする。残りは倒産処理手続で処理しますもので、ここで一般債権者や預金者に損失負担を求め

るという制度になっています。もちろん付保預金や付保保険は制度に応じて保護されます。

この日本版の実効的破綻処理制度について、日本は比較的公的資金の使用に寛容なので、どうせ銀行は公的資金で救済するのでしょうか。だから銀行についてはこの制度は実質的には余り意味がなく、証券会社などに公的資金を入れられるようにしたのが実質的な意味だ。証券会社も公的資金で救済できるようにしたのだといった報道もあるのですけれども、先ほど来申し上げていますように、実効的破綻処理の趣旨は、債権者にもあるいは預金者にも負担を求めるということでありまして、救済（バイルアウト）ではありません。また、G-SIFIsなど大手金融機関を国際的に破綻処理する際の各国共通の枠組みを目指したもので、世界的な金融システム安定化策の一環だということを認識する必要があると思います。

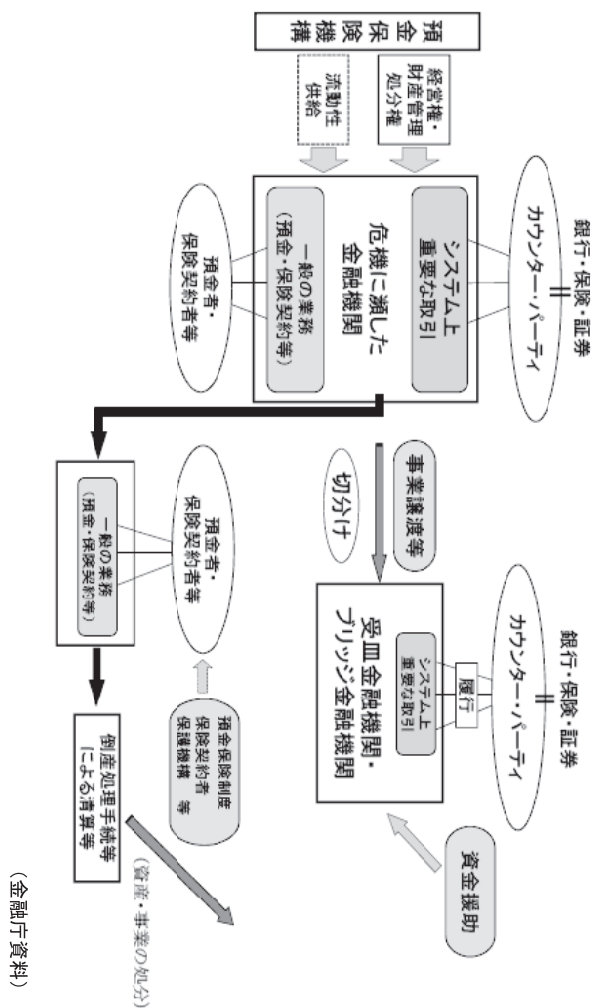
(債務超過でないことを前提)



15

(図表5) 金融機関の秩序ある処理(2)

(債務超過等の場合)



〔参考〕にある通り、昨年九月のF S BのG 20に対する報告でも、我が国は米英等と並んでKey Attributesの実施に向けて大きな進展がなされていると評価されています。

（論点）

結局、金融システムを保護しながら破綻処理するというのは、どこまで公的サポート等で取引を保護するのかというのが実際に問題だということと、大きな金融機関は国際的に破綻処理しなければいけないのですが、これを本当に実行可能にするのは並大抵のことではないということであろうかと思っています。

（3） R R P（再生・破綻処理計画）の策定

（背景及び狙い、国際的な検討）

次に、一七ページのR R Pに参ります。G—S

I F I sは再生・破綻処理計画を実際につくらなければいけないということが、先ほども見ましたKey Attributesで定められています。R R PはRecovery and Resolution Planの略であります。リカバリーの再建計画のほうは金融機関が自分でつくらなければいけない。一方、リゾリユーションの破綻処理計画は当局がつくることになっております。

（諸外国の対応）

次の一八ページです。アメリカは、ドッド・Frank法で五〇〇億ドル以上のグループ等にR R Pの作成を義務づけております。イギリスは、一五〇億ポンド以上です。一五〇億ポンドというと二兆円ぐらいですから、結構下のほうまでつくることになっております。E Uは、システム上重要でない金融機関を除いてつくることになっていま

(3) RRP（再生・破綻処理計画）の策定

背景及び狙い

- 予め再生・破綻処理のプランを策定することにより、実際の再生・破綻処理の実行可能性を高める
- 金融機関及び当局が、日頃から業務や取引の複雑性を理解することは金融機関経営及び金融監督上有意義

国際的な検討

(FSB) Key Attributes において、G-SIFIs及び国内SIFIsに対しRRPの策定を求める[2011年10月]

- ・ 再建計画（金融機関が策定）：
厳しいストレスがかかった場合に、金融機関が財務の健全性及び存在可能性を回復するためのオプションを特定するための計画
- ・ 破綻処理計画（当局が策定）：
当局の権限を有効に行使、システム上重要な機能を保護しながら、金融システムの混乱や納税者の負担を回避しつつ、金融機関の破綻処理を実行可能なものにするための計画（G-SIFIsについては2012年末までにRRPを策定することで国際的に合意）

17

諸外国の対応

- 〔米〕 ドット・フランク法：
大規模金融機関（総資産500億ドル以上の銀行持株会社及びFSOCがシステム上重要と指定した会社等）に2012年7月までに破綻処理計画の提出を求める
- 〔英〕。ターナー・レビュー[2009年3月]でRRP（Living Willとも言う）の策定を提言
○ 2010年金融サービス法
資産額150億ポンドを超える預金金融機関及びその子会社、主要な投資会社に対し、RRPの策定を求める
- 〔EU〕 銀行・投資会社の破綻処理枠組み指令（BRRD）
各金融機関（システム上重要でない金融機関を除く）にRRPの策定を求める（「グループ内金融支援」の概念あり）

我が国の対応

- 主要行等向け監督方針
(23事務年度) 「FSBなどの国際的な議論を踏まえ、国際的に活動し大規模で複雑な業務を行なう金融機関について、RRPの策定に向けた取組みを進めていく」（24年度もほぼ同旨）
(25事務年度) 「G-SIFIsに選定された金融機関等については、再建計画の策定・改定を求めていくとともに、当局においても平成25年6月に成立した改正預金保険法の内容を踏まえて、処理計画策定に向けた取組みを引き続き進める」

論 点

- RRPの策定・改定の負担が重すぎないか
- RRPは、事態の想定や有事対応プランがどれだけ実戦的なのか

18

す。

（我が国の対応）

我が国は、主要行等向け監督方針で、二三事務年度ぐらいまでは、いわゆるG—S I F I sはR R Pの策定に向けた取り組みを進めていくとされておりましたが、二五年度からは、G—S I B sについては再建計画の策定・改定を求めていくとともに、破綻処理計画のほうは、先ほど御説明しました改正預金保険法を踏まえてつくるということで、三メガ等は先ほど御説明しました日本版実効的破綻処理制度を前提にリゾリユーシヨンプランをつくるということが進められているわけです。

（論点）

再生計画や破綻処理計画をつくるのはかなり大

変なので、負担が重過ぎないかということがあります。ところで、今R R Pはどのように使われているかと申しますと、監督カレッジというのがございまして、リーマンショック後、世界の主要な金融機関は国際的に共同監視体制のもとに入ることになっております。日本は三メガと野村グループが指定されており、それらがR R Pなどをつくって、それぞれの金融機関に関係ある海外当局を呼んで、一堂に会して説明する。三メガと野村で、年一回ぐらいは東京でミーティングをやっているのですが、そこで説明いたします。

破綻処理計画のほうは当局が説明する。それは当局同士でやります。日本の当局も、日本にある主要な外資系の監督カレッジのために、外国に行って、そこに参加して議論するということをやっております。日本の三メガや野村の監督カレッジには、アメリカやイギリスの当局、それか

ら香港とかシンガポールの当局が来ますので、それなりのものをつくって説明しないと、ロンドンやニューヨークの当局が、いざというとき大丈夫かという話になりますので、つくらざるを得ないという状況にあります。

ただ、それらの計画が実際にいざというときに本当に役に立つものかというところ、事態の想定などは相当難しく、こういう事態が起こるものとしてそれに対応するのか等々いざというときのプランはなかなか難しいわけでございます。私は監督カレッジに直接参加したことはないのですが、参加した人に聞くと、こうしたRRPを見て議論すると、どういうところに金融機関のリスクがあつて、いざというときに市場にどういう影響がありそうかがわかるという効果があるそうです。そういう意味で、日常のリスク管理や当局との対話という面でRRPは有意義だと言っている人が多い

ようです。ですから、平時の有用性はそれなりに認められているという状況かと思います。

三、ベイルイン

（背景と狙い）

最後に一九ページの「ベイルイン」です。この言葉は皆様お聞きになったことがあると思いますが、もともとこんな言葉はなかったのですが、リーマンショック後、ベイルアウト（救済）の反対語としてつくられた言葉で、負債にも損失吸収力を担わせることで、市場規律を働かせるとともに、破綻処理時の納税者負担を回避するというのが狙いです。

（国際的な検討）

ベイルインの概念は幾つかあります。まず自己

3. ベイルイン

背景及び狙い

- 負債にも損失吸収力を担わせることで、市場規律を働かせるとともに、破綻処理時の納税者負担を回避する

国際的な検討

（BCBS）バーゼルⅢにおいて、損失吸収条件のない優先株、劣後債は「その他Tier 1」又は「Tier 2」に算入しないことを公表〔2010年12月〕

- ① Going Concernベース：一定のトリガー（バーゼル規制上は、普通株Tier 1が5.125%を下回る場合）に抵触すると元本削減又は株式転換〔通常CoCosと呼ばれる〕
- ② Gone Concernベース：破綻又は実質破綻時に、当局の権限で損失吸収又は資本回復のために元本削減・株式転換を行う〔PON条項＝契約上のベイルイン〕

（その他Tier 1は①及び②、Tier 2は②）の損失吸収条件が必要）

19

資本比率の計算上の概念がありまして、バーゼル委員会はバーゼルⅢにおいて、損失吸収条件のない優先株、劣後債は、その他Tier1またはTier2に算入しないことをまず公表しました。従来は損失吸収条件が付いてなくても、劣後債や優先株であることでTier2やその他Tier1になったのですが、これからはそうした条件が付いていないとだめだということになりました。

では、具体的にどういう条件なのかというと、二種類あります。

まず①のGoing Concernベースというのは破綻前の損失吸収条件ですが、一定のトリガー、自己資本比率が五・一二五%よりも下だと、バーゼル委員会はだめだと言っているのですが、例えば自己資本比率が六を下回ったら元本削減または株式転換するという証券です。これは通常CoCosと呼ばれておりまして、コンティンジェント・コ

ンバーテーブル・セキュリティーズまたはコンティンジェント・キャピタルであります。五・一二五％の下限は国によってもっと厳しいところもあつて、欧州は七％となっています。

一方、③の Gone Concern ベースというのは破綻時の損失吸収でありまして、当局が実質的に破綻していると認定しますと、当局の権限で元本削減また株式転換する。これは P O N 条項または契約上のベイルインと言われております。

これは④のほうが厳しいもので、その他 Tier1 は④及び③。Tier2は③の条件が必要となります。

ベイルインの概念のもう一つが次の二〇ページです。金融機関の破綻時の当局の権限でありまして、先ほどもちょっと出てきましたが、Key Attributes の中で定義されています。ベイルイン権限とは、(i)「清算に係る優先順位を尊重するや

り方で、金融機関の資本及び無担保・無保証債権を償却する」。または(ii)ですが、無担保・無保証債権、いわゆる一般債権を資本に転換するという権限があります。この(i)、(ii)が法的ベイルインと言われるもので、当局の権限で実質破綻時に損失を吸収させる。(iii)が先ほど出てきた④とか③の CoCos とか契約上のベイルイン商品を、当局が実質破綻を認定して転換または償却させる。これを契約上のベイルインという。あらかじめ契約があるわけです。この二種類を Key Attributes は定義しています。

(我が国の対応)

日本がどうしたかというのは二二ページに出ておりますが、我が国は昨年の法改正でも、契約上のベイルインのほうは法律で定めているのですが、法的ベイルインのほうは規定していません。

我が国の対応

- 「金融機関の秩序ある処理の枠組み」（2013年法改正）において
契約上のペイルインの発動を規定
 - 優先株、劣後債、劣後ローン（自己資本規制の要件を満たすもの）が対象
 - 債務超過（おそれ）又は支払い停止（おそれ）の場合の危機対応措置（102条2号、3号措置、特定2号措置）をとる際、内閣総理大臣がPON条項等の充足を確認

論 点

- 銀行のペイルイン債務についての相当規模の安定的市場が形成され得るのか
（参考）欧州における銀行の有担保資金調達（カバードボンド等）の拡大
- 法的ペイルインに関する制度・実施方針の不透明性、国際間の不一致は、銀行債務の市場評価、銀行の破綻処理プロセスを混乱させないか

22

これについては金融審のワーキングでもかなり議論があったのですが、要するに、当局の権限だけで債権者の権利を大幅に変えてしまうというのは、岩原座長の表現では、日本は憲法上の要請があつて、裁判所の手続を経ないと難しい。アメリカなどに比べると、そういう考え方が強い。アメリカは破産法が割と柔軟なのです。こんなに簡単に借金を踏み倒していいのかというぐらい破産法が柔軟な上に、銀行の破綻処理制度はさらに柔軟です。それに対して日本は破綻処理において公平性を重視する考えが強いわけです。

もとの二〇ページに戻っていただきますと、注意が必要なのは、法的ペイルインというのは、線が引いてありますように、清算に係る優先順位を尊重するやり方で、その下に書いてありますが、いかなる債権者も不利に扱わない原則というものが付いておりまして、破産法でもらえる額は保証

(FSB) Key Attributesの中で、当局がペイルイン権限を持つことを求める[2011年10月]

・ペイルイン権限とは

- (i) 損失を吸収するために、清算に係る優先順位を尊重するやり方で、金融機関の資本及び無担保・無保証債権を償却すること
 - (ii) 無担保・無保証債権の全部又は一部を、清算に係る優先順位を尊重するやり方で、破綻処理の中で当該金融機関（又は受皿金融機関等）の資本に転換すること
 - (iii) 破綻処理開始時にトリガーが引かれていないCoCos又は契約上のペイルイン商品を転換又は償却すること
- ・債権順位の尊重と「いかなる債権者も不利に扱われない」（“no creditors worse off”）原則
債権者は、当該金融機関を破産法により清算したときに最低限受け取れるものを受領していない場合には、補償を受ける権利を有する

諸外国の対応

〔米〕OLAにおいて、FDICに「債権者に損失を負担させる権限」

〔EU〕BRRDにおいて、ペイルインの導入を求める

- ペイルインは、まず資本その他劣後債に対して行い、なお必要がある場合は非付保預金に対して行う（但し、個人・中小企業の非付保預金は、他のペイルイン債務に対してペイルイン実施後でないと行わない）
- 各国は、裁量により一部の債務をペイルインの対象から除外可能（但し、この除外は、当該銀行の総負債の8%以上ペイルイン実行済の場合に限り、総負債の5%を上限として実施可能）（図表6参照）

20

する。それが当局が損失を負担させる限度だという原則があるのです。そうしますと、法的ペイルインの損失吸収というのは、基本的に通常の破綻処理と同じなのです。特に資本や負債の損失吸収能力が増すわけではないのです。契約上のペイルインは、優先順位が変わって損失吸収が増すのです。

それでは、法的ペイルインというのは通常の破綻処理と何が違うのかというと、先ほど来申し上げているように、裁判所をかませないで当局の権限だけでできる。そうすると、スピードが速いし、若干の柔軟性があるということが、制度的に見た法的ペイルインの違いであります。さらに今、欧州でペイルインをやれと盛んに言っているのですが、それは当局（行政）がやろうと、裁判所（司法）がやろうと、あるいは立法がやろうと——キプロスのときは最終的にやらなかったの

すが、預金税という方法で、預金者に立法により損失を負担させるという案もかなり有力でした。とにかく債権者や預金者に損失を負担させるといふ文脈、ニュアンスが強いのです。日本で言う、ペイオフ解禁みたいな感じです。

したがって、法的バیلインと契約上のバیلインのどちらを取るのかという言い方をする人がよくいますが、必ずしも完全に選択的なものではない。ただ、バーゼルのルール上は、さっきの⑧は法律でやっても契約でやってもいいというのがありまして、その面ではどっちでやるのかという問題はあるということです。

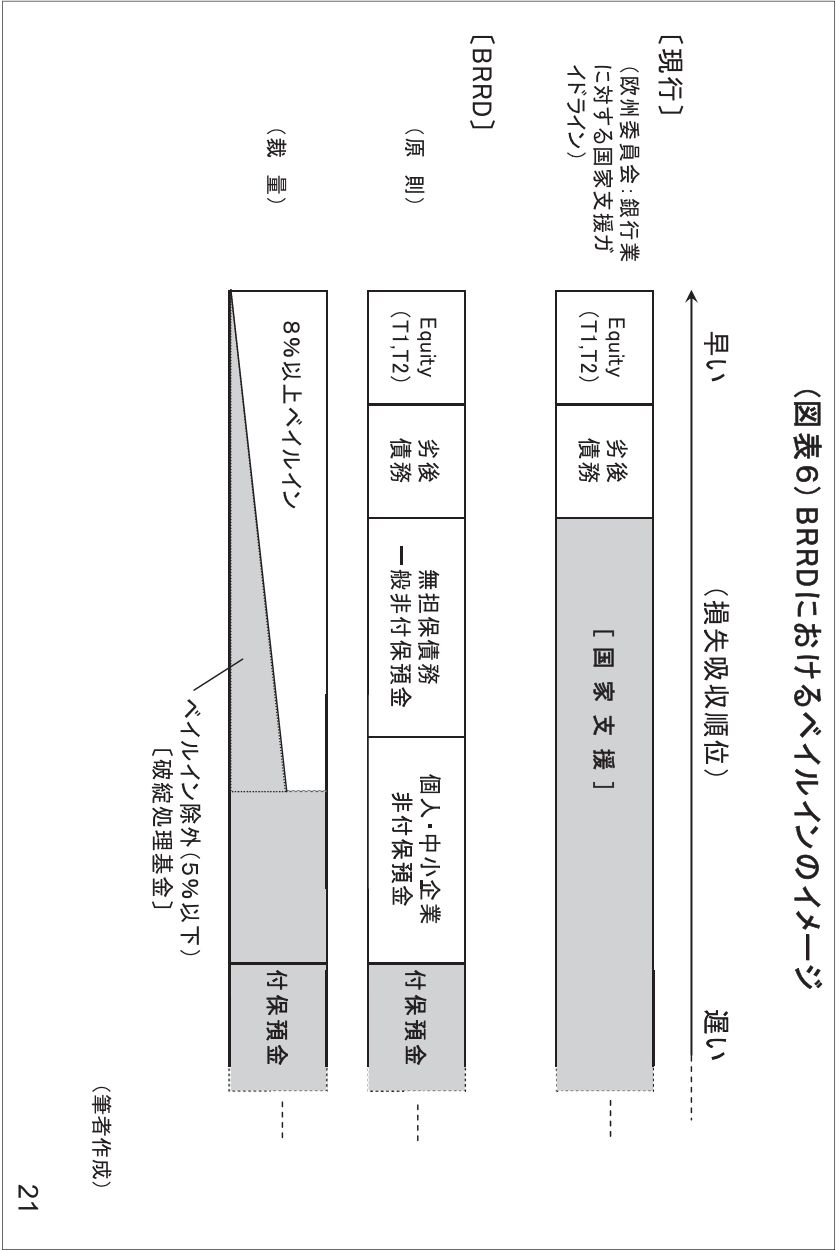
（諸外国の対応）

諸外国の対応です。アメリカはバイルインという言葉は余り使わないのですが、似たような権限が先ほどのOLAにあります。EUは、さきほど

一八ページで出てきたBRRDの破綻処理の指令案でバイルインの導入を決めまして、これを二〇一六年から実施する。当初、二〇一八年の予定だったのを、二年間前倒しました。

このバイルインの中身がちよっと複雑で、時間がないので余り説明できないのですが、次の二ページの図表6を見ていただくと、現行となってますが、現在はエクイティと劣後債務以外はもとと国家が最大限の支援ができる。もちろんシステミック・リスクの場合ですが。それに対して、今度の破綻処理指令による欧州の金融破綻処理制度は、原則にあるように左から順番に損失を吸収させる〔なお、BRRDでは、個人・中小企業の非付保預金は通常の無担保債務より弁済順位が優先される「預金者優先弁済」の考え方が採られている〕。さらに裁量のケースがあり、各国は裁量でバイルインを一部除外できるというのがあ

(図表6) BRRDにおけるペイルインのイメージ



ります。これはシステムック・リスクのときに、
バイルイン除外、つまり、こういうものに損失を
吸収させると市場が混乱してしまうから保護しよ
うということが一定の範囲でできる。これは日本
でシステム上重要な取引を保護しようと言っ
ているのと同じようなことですが、それに対して
ドイツや北欧諸国の強い主張で一定の枠をはめた
ものです〔元々、欧州議会は、システムック・リ
スクの際は「バイルインを活用しない（株主負担
のみ）」ことができる広範な各国当局の裁量権を
主張していた〕。八%以上バイルインしたときに
限り、五%以下のバイルイン除外、つまり、特別
な保護ができるという形になっています。

（論点）

次のページの論点ですが、最大の問題は、やは
りバイルインの債務の市場が本当にちゃんと形成

されるのだろうか。そもそも大恐慌以来、銀行の
財務内容を市場に評価させるというのは非常に難
しい。財務内容が悪化しているということはなか
なか認識できませんし、いざ認識すると、ほかの
金融機関もみんな危ないのではないかというふう
に見えてきて、そういう意味で、市場の監視能力
に期待するのは限界があるということで、各種
セーフティネットが発達してきたわけでありま
す。銀行にバイルイン債務を持たせて、それを市
場調達させることが本当にどれだけできるのかと
いう気がいたします。

例えば今日の投信でも、「銀行の劣後債務に
投資します」というのを最近各社出していまし
て、それを見ますと、「大き過ぎて潰せない銀行
に投資します」とか、その言葉自体は何か文脈が
違うのではないか。それで高利回りですと謳われ
ています。ただ、これは日本だけではなくて、欧

州の当局者も、「投資家が何に投資しているか把握していることを望む」とかと言って、そういう意味で、本当の意味で市場が形成されるのかということが最大の問題だと思います。

法的バیلインについては、国際的にまたがつている業務をやっているところが実際に問題になるのですが、それぞれの国で当局の対応や法的効果が違ったりすることがあり得るわけで、そうしますと、かなり混乱する恐れはないか。その点、契約上のバイルインはどうなるかというのは契約で書いてありますので、問題が少ないのではないかという意見も有力です。

（最近の動き）

最後に二三ページの「最近の動き」で、こうしたバイルイン債務がある程度銀行に調達すること、を義務付けようという動きが今非常に強くなつて

います。EUではレベルは決めてないのですが、最低額を定めるということは決まっておりますし、FSBでは今年中に最低水準について提言を出すことになっていきます。アメリカも検討中です。

問題は、バイルイン債務とは一体何だろうか。その範囲が一つ問題でありまして、自己資本比率上カウントされるものであれば、自己資本比率規制を上乗せしているだけみたいになるので、多分それとはまた違う概念が必要ですが、それは何なのかということと、どのぐらいの水準なのだろうか。この水準についてはまだ具体的提案は出ていませんが、何となくあるイメージとしては、今の自己資本比率規制の倍と言われています。

何故かと言いますと、金融機関や銀行は損失が発生した場合に、ロスを全部吸収し、さらに規制資本の8%といった水準まで回復するような、転

最近の動き

○ ベイルイン債務の調達義務付け

〔EU〕BRRDにおいて、ベイルイン対象資本・債務最低必要額（MREL）を規定
ただし具体的水準設定は、各国当局の判断（欧州当局は、今後ガイドラインを策定する見込み）

〔FSB〕損失吸収能力（清算価値）に係る提言を2014年末までに策定予定

「2014年末までに、グローバルなシステム上重要な金融機関の破たんの際の損失吸収能力の充実性に関する提案を評価し、策定するようFSBIに求める」（2013年9月G20サントペテルブルク・サミット首脳宣言）

〔米〕FRBが、ベイルイン債務の最低水準を設けることを検討中

○ Single Point of Entry (SPOE) 戦略

・米FDICと英中銀のJoint paper [2012年12月]

（参考）FSBは、「RRPの策定に関するガイダンス」[2013年7月]の中で、破綻処理戦略には、SPOEとMPOEが存在するが、高度に機能統合されたグループにおいては、子会社の機能が維持されるため、SPOEが適している旨の認識を示している

23

換てきるようなベイルイン債務をあらかじめ義務づけておくというような思想があります。先ほどの8%以上のベイルインという条件が欧州でありましたが、あれはリスクウエートで8%だと、どうということはないのですが、総資産の8%です。で、総資産の8%というと、大ざっぱに言う、自己資本比率規制でいうと倍になります。更に、その下にあるSingle Point of Entry 戦略（金融機関が破綻した際、金融グループの頂点にある持ち株会社や親会社だけを破綻処理し、子銀行等は機能を保ったまま業務の移転等を行おうとする考え方）という議論が強まっていることとの関連もあります。その場合、今日本は銀行自体が出している資本証券を全部持ち株会社が出さないといけなくなるといふ問題もありまして、この辺が甚だ予断を許さない注目すべきポイントであろうと考えています。

以上でございます。

（この講演は、平成二六年一月二三日に開催されました。
なお、その後の進展を折り込んで一部修正してあります。）

第二回 金融システム関係（その2）

はじめに（その2）

（金融制度設計の方法論）

それでは、連続セミナーの第二回を始めたいと思います。

前回は、総論的な話として、「今回の金融規制改革の特徴」について申し上げました。その続きとして、そうした世界的な金融規制改革の議論を受けて、日本の金融制度設計の方法論は今どういう考え方になってきているのか、ということをお申し上げたいと思います。

甚だ模式的ですが、従来は、欧米のベスト・プラクティスを導入しようという考え方が、我が国の金融制度設計においては強かったと思います（資料三ページ参照）。例えば日本版ビッグ・バンは、フリー、フェア、グローバルといったキー

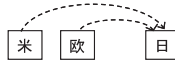
ワードで、英国に範をとった大胆な金融規制緩和を行いました。これに見られますように、リーマン・ショック前は、おおむね欧米に範をとって、自由化や透明性・公正性を高めることが金融制度設計の主流だったと思います。

我々が課長補佐のときにこうした仕事を担当していますと、まず米英独仏ぐらゐの欧米主要国の制度を調べて表にして、「では、日本はどの辺にしようか」といったアプローチが強かったわけです。証取法におきましては、アメリカ法の影響が強いものですから、特にアメリカのことをいつも勉強していました。当研究所にもあるロス教授の『現代米国証券取引法』のテキストなどが非常にお手本になる、そういった受けとめ方が強かったわけです。ですから、欧米で制度改正がありますと、すぐ「これを日本でやらなくていいのか」といった受けとめ方をしていました。

（はじめに その2）金融制度設計の方法論

〔従来〕欧米のベスト・プラクティスを我が国に導入

例）「日本版ビッグバン」（フリー、フェア、グローバル）英国に範をとった大胆な規制緩和 等



〔最近〕米、欧の金融規制に関する検討の影響を見極め、世界標準化の課程で我が国の主張の反映に努める



〔背景〕

- 金融を巡る環境の違い

欧米：金融の暴走が実態経済や経済システムを危うくした

日本：金融仲介機能が十分発揮されていないことが、低成長の原因の1つとの指摘（金融機関のビジネス・モデルも欧米と日本では大きく異なる）

- アジアを意識

「アジアの成長も取り込みつつ、証券市場の活性化や資産運用マーケットの強化を図ることにより、アジアNo.1の金融・資本市場の構築を目指す」〔2013年6月「日本再興戦略」〕

「アジアとともに成長する我が国金融資本市場」

- ・アジア各地における本邦企業の円滑な資金調達等

- ・東京市場が国際金融センターとしてアジアへの資金供給機能発揮等〔2013年12月「金融資本市場活性化に向けての提言」〕

3

ところが、最近では、これも甚だ模式的な話ではありますが、米欧の金融規制に関する検討の影響を見きわめ、世界標準化の過程で我が国の主張の反映に努めることが一つのパターンになってきております。最近の欧米の議論は、日本とは若干違う欧米固有の金融実態、あるいは政治的な様々な議論に基づいている面がございます。そうしたことで、欧米の制度を直ちに日本に取り入れようという姿勢は、率直に言って後退してきていると思います。逆に、欧米での金融規制の改革の議論は、かなりの割合で次に世界標準化という議論に行きます。世界標準化や域外適用が相当ありますので、それに対して日本としてどう態度を表明していくのか、ということが重要になってきていると思います。

この変化の背景ですが、資料三ページの下に書いてありますように、金融をめぐる環境が欧米と

日本ではかなり違います。欧米では、リーマン・ショック等のときに、金融の暴走が実体経済や経済システムを危うくしたという反省に立っている一方、日本では、バブル崩壊後、金融仲介機能が十分發揮されていないことが低成長、長引くデフレの原因の一つではないかという主張が相当あります。貸し渋りをするなど、日本の金融機関はもう少しリスクをとらない。その点が我が国の経済成長を図る上でネックになっているのではないかといった指摘があります。それから、金融機関のビジネス・モデルも、欧米の場合、証券化や市場取引を儲けの源泉にしているということで、日本とかなり違います。そういった状況の違いが欧米と日本にはあるわけです。

もう一つの背景としては、日本の場合、最近、成長戦略を考えるとときに、アジアを取り込むというのが政府のキーワードになっております。政府

の成長戦略に書いてあることを資料に幾つか抜き書きしてございますが、アジアの成長を取り込む、アジアゾーンの金融資本市場の構築を目指す、あるいは日本の金融機関の金融サービスがアジアに進出している本邦企業をバックアップする、そういったことが重視されています。

そうなりますと、マーケットで言えば、香港、シンガポールが直接的な競争相手になるわけですが、その場合、ただフリー、フェアの路線を続ければ競争に勝てるという単純なものでもなさそうです。従来の欧米に範をとった自由化や公正性・透明性の向上だけではいけないのではないかとといった考え方が強くなっています。もちろんフリー、フェアは東京市場の強みでもあり、それは生かしていかなければいけません。しかし、同時に、我が国の金融や経済の実態、その強み、弱みを踏まえた強化策が求められる状況かと思いま

4. シャドー・バンキング規制

背景及び狙い

- リーマン・ショック時に、ABCP市場の混乱、SIVの破綻、MMFへの取り付け、レポ市場の混乱等銀行システム外の金融仲介チャンネルで信用不安が急速に伝播した。
- 銀行同様の金融仲介機能を果たすシャドー・バンキング・システムに適切な規制・監視を行うことにより、金融システムの不安定性を除去する（リスクの高い取引が規制の緩いチャンネルに流れることを防止）。

国際的な検討

- G20カンヌ・サミット [2011年11月]
シャドー・バンキングの監視及び規制について、FSBの勧告及び5つの検討分野を承認
- FSB、「シャドー・バンキングに関する監視と規制の強化について（政策提言の概要）」を公表 [2013年8月]
- I. 金融システム全体のモニタリング体制の確立
FSBは毎年、世界的なシャドー・バンキングの傾向とリスクについて評価を行う

4

す。それでは、以下、再び個別の金融規制について見ていきたいと思います。

四、シャドー・バンキング規制

（背景及び狙い）

四ページの4「シャドー・バンキング規制」です。

「背景及び狙い」です。リーマン・ショック時に、ABCP市場の混乱、SIVの破綻、MMFへの取り付け、レポ市場の混乱等、銀行システム外の金融仲介チャンネルで信用不安が急速に伝播したといった経験がありました。これを踏まえまして、銀行同様の金融仲介機能を果たすシャドー・バンキング・システムに適切な規制・監視を行うことにより、金融システムの不安定性を除去するという狙いです。

銀行システムについては、バーゼルⅢとか、ボルカー・ルール等、高リスク取引を抑制する規制がかなり強化されていますが、銀行システム外のところをそのままにしておきますと、リスクの高い取引が規制の緩いチャネルに流れる、だからそちらのほうも締めなければいけないといった発想も、かなりシャドー・バンキング規制の動機となっております。

(国際的な検討)

G20カンヌ・サミットにおきまして、シャドー・バンキングに関するFSBの勧告と五つの検討分野が承認されました。このサミットでの要請に基づき、FSBが中心となって検討してまいりまして、去年の八月に政策提言の取りまとめを行っております。現在のシャドー・バンキング規制についての国際的な検討は大体ここにまつまっ

ている、そういう中身になっています。

I. 金融システム全体のモニタリング体制の確立

それを見ますと、二面的アプローチと言っているのですが、二つの柱があります。一つ目は、シャドー・バンキングに関する世界的なモニタリング体制を確立することです。各国当局の協力を得て、FSBは毎年、シャドー・バンキングのリスクはどうかという評価を行うことになっております。そして、「グローバル・シャドー・バンキング・モニタリング・レポート」を毎年出しております。去年はそれが一月に出されました。

II. 監視と規制の強化

二つ目の柱は、資料五ページですが、監視と規制の強化です。これは五つの分野について検討が

Ⅱ．監視と規制の強化

①銀行のシャドー・バンキングへの関与（BCBS）

- a) 銀行とシャドー・バンキングの連結のあり方、b) 証券化やファンドへの投資の大口と信規制上の取扱い、c) ファンド投資に係るリスクウェイト
- 〔b）、c）は市中協議済。近く最終化の見込み〕

②MMF（IOSCO）

- ・固定基準価格型（CNAV）MMFは、可能な限り変動基準価格型（VNAV）に移行すべき
- ・移行しないCNAV型MMFは、取り付けに対する強靱性を高めるためのセーフガード（流動性、資本準備等）を導入すべき
- 〔IOSCOが2014年にピア・レビュー〕

③証券化商品（IOSCO）

- ・証券化商品の組成者へのリスク保持義務
- ・開示様式の標準化等透明性の向上
- 〔IOSCOが2014年にピア・レビュー〕

④貸株・レボ市場（FSB）

- a) 貸株・レボ市場に関するデータ収集や集計の標準化
- b) 担保のヘアカットの最低基準の導入 等
- 〔b）は市中協議済。2014年春までに最終化予定〕

⑤その他のシャドー・バンキング主体（FSB）

- a) 経済的機能に基づく評価、b) 必要な場合の政策措置の採用、c) 当局間の情報共有
- 〔2014年3月までに情報共有の手続を定め、2015年までにピア・レビューを開始〕

5

行われております。

① 銀行のシャドー・バンキングへの関与（BCBS）

その一つ目は、銀行のシャドー・バンキングへの関与です。これは直接的にはバーゼル委員会が検討しています。シャドー・バンキング規制については、FSBが全体を取りまとめているのですが、個々の検討項目については、他の基準設定主体と協力するといったやり方がとられています。バーゼル委員会で検討したものは、要は、銀行のファンド投資について、バーゼル規制上の取り扱いを厳格化するということです。大部分市中協議済みであり、近く最終化の見込みです。

② MMF（IOSCO）

二番目は、IOSCOが検討しているMMFで

す。これがシャドー・バンキングの中で一番問題になっている項目です。今、取りまとめられている提言の本身は、MMFの基準価格の計算の仕方について、従来は固定基準価格型が主流だったわけですが、それは可能な限り変動基準価格型（VNAV）に移行すべきだとしています。変動NAVは時価評価です。固定NAVは償却原価が用いられて、基準価格が基本的に元本に固定されているといった違いがあります。

変動NAVに移行しない固定NAV型MMFは、取り付けに対する強靱性を高めるためのセーフガード、流動性や資本準備等の一種の規制が導入されるべきだということになっています。MMFは元本割れが問題です。日本でも過去にございましたが、元本割れの最大の原因は結局、大量の引き出しです。固定基準価格型、即ち償却原価型ですと、含み損があってもすぐには顕在化しな

い。どうせ満期までの期間が短いので、持っていれば元本が返ってくるということ、少々値下がりしてもそれを反映させていないのですが、大量の引き出しになると、売却損が出てしまうので、どんどん値段が下がり、それがまた引き出しを呼ぶということ、取り付けに非常に弱いという性格があります。したがって、取り付けに対して強靱性を高めるような仕組みを備えていないといかないというのがIOSCOの提言です。

③ 証券化商品（IOSCO）

三番目は、証券化商品です。これについての提言は、組成者に対するリスク保持義務、つまり5%以上リスクを保持しなさいということ、それからディスクロージャー等の透明性の向上という内容になっています。

④ 貸株・レポ市場（FSB）

四番目は、貸株・レポ市場です。これはMMFに次いで問題になっているもので、提言の内容は、貸株・レポ市場に関するデータ収集や集計の標準化と、担保のヘアカット、日本語で言うと担保掛目の最低基準の導入です。ヘアカットと言うと、一〇〇から五を引く、一〇を引くという言い方なので、最低の基準ということになります。日本語で担保掛目と言うと、八〇とか九〇とかになるので、逆になります。いずれにせよ、その最低基準を導入すべきではないかという提言になっています。

⑤ その他のシャドー・バンキング主体（FSB）

五番目は、その他のシャドー・バンキング主体です。これは上記の四分野以外のものについて、

どういうものにリスクがあるのかということの評価して、必要な場合には政策措置をとりましょうというプロセスです。

（諸外国の対応）

六ページ、シャドー・バンキング規制についての「諸外国の対応」です。主として問題になっているのはMMFです。

① 米国

アメリカは、去年の六月、SECがMMFの規制案を公表しました。この過程ではかなり紛糾しました。その一年前の夏にSECがこの規制案を出そうとしたのですが、評決で委員の賛成が得られないということで一たん断念しました。そうしたら、最近できたFSOC、マクロ・プルーデンスをやる、SECなどのやや上にある機関が

諸外国の対応

〔米〕○ 2013年6月 SEC、MMF規制案公表

- a) 変動NAVを採用するか、
- b) 固定NAVを採用する場合は、流動性低下時に流動性手数料（2%）を課さなければならない（解約制限の権限も付与）

〔EU〕○ 2013年9月 MMF規制案公表

固定NAV型MMFに対し、準備金（3%）を要求

我が国の対応

○ 2013年金商法改正

運用会社によるMRFに対する緊急時の支援を損失補填禁止の適用除外とする

論 点

- 提案されている規制案は、MMFの商品性を根本的に損わないか
- MMFやレポ市場の金融システムへのリスクが相対的に小さい我が国において、FSBの政策提言の実行がどの程度求められるのか（図表1参照）

6

「もつとちゃんとMMF対策をやってもらわなければ困る」と言いまして、それで何とか規制案が出てきたわけです。

規制案の本身は、IOSCOと似ているのですが、変動NAVを採用すれば問題ない。固定NAVを採用する場合は、取り付けに備えて、流動性低下時には流動性手数料2%ということで相当な手数料を課し、さらに解約制限の権限でいざとなれば解約も制限してしまう、そういった商品性にしろという内容になっています。これは必ずしも全部のMMFではなくて、ガバメントMMF、日本で言うところのTB、FBなどを主体に運用しているものは、引き続き固定NAVでもいいわけですが、それは三割か四割ぐらいで、それ以外のものはこうした規制に服さなければいけない。これに対しては運用業界の抵抗が大変強く、最終化がどうなるのか注目されております。

② EU

一方、EUも去年の九月にMMFの規制案を公表しました。EUは、同じような構造ですが、固定NAVを採用する条件として準備金を持たなければいけないという案です。これについても賛否両論があります。もう固定NAVは全部やめろという意見もある一方、準備金を求められたらたまらないという反発も強い。ヨーロッパのMMFは今、ECBの低金利政策で非常に苦しい状況になっていて、さらに規制が強化されるとビジネスとして成り立たないのではないかといったことも背景にあります。

（我が国の対応）

国際的にはこうした状況ですが、「我が国の対応」としては、昨年の金商法改正で、運用会社によるMRFに対する緊急時の支援を損失補填禁止

の例外にする法改正を行っております。

MRFが元本割れ、一口一円を切ってしまうと、今のシステムでは払い戻すことができなくなって、全部手作業でやらなければいけないということもあり、非常に混乱を来しかねません。先ほどの話で元本割れはそうめつたに起こらない。したがって、いざ元本割れしたときには、スポンサーが支援して元本割れの分を補填してしまうということとは、欧米ではこれまで時々起こってきたことです。日本では、外国にはない損失補填禁止という規制があるものですから、できないのではないかということで今まで行われていませんでした。しかし、混乱を防ぐために効果があるのであれば、損失補填禁止の趣旨から見て、元本割れしたときにスポンサーが穴埋めするというのは問題ないであろうということで、法改正をしたわけです。

ただ、これに対してはかなり批判もあります。

といいますのは、これは固定NAVが前提になっているのです。欧米では確かに従来は元本割れしたときにスポンサーが穴埋めしたりしていたのですが、今縷々述べた今回の検討は、そういう対応ではもう間に合わないだろう、だからもう原則として変動NAVに行かなければいけないのではないか、そういった議論になってきている状況ですから、日本が固定NAVを前提に損失補填禁止を外すことで混乱を防ごうというのは、ちょっとその流れと違うのではないかといった批判があるわけです。この点については、次の「論点」で申し上げます。

(論点)

論点としては、結局、MMFについてかなり大騒ぎになっているのは、MMFの商品性の根本に

かわわる規制強化なものですから、預金同様の利便性をかなり損ないかねないということで、そもそこでも言っているような規制強化をして、MMFが今後成り立っていくのかといった問題があります。

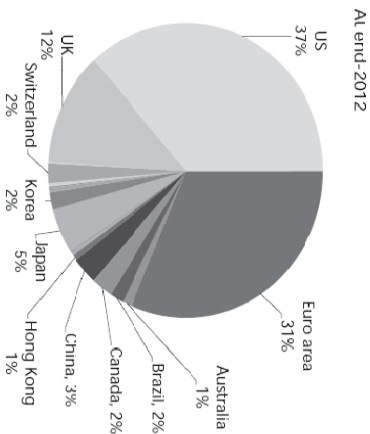
論点の二点目としては、我が国を考えてみますと、MMFやレポ市場の金融システムへのリスクが相対的に小さいという状況で、FSBの政策提言の実行がどれだけ求められるのだろうかという問題がございます。

七ページにシャドー・バンキングの実態を少し書いておきました。左側は、先ほどのFSBのレポートの最新版に出ている「世界のシャドー・バンキングの構成」です。アメリカとユーロ・エリアとUKと足すと、ちょうど八〇%になります。

日本は五%ということで、シャドー・バンキングは圧倒的に欧米の問題です。

（図表1）

○世界のシャドー・バンキングの構成



（FSBF Global Shadow Banking Monitoring Report 2013.1）

○MMF、レボ市場の実態

	MMF（MRF）	レボ市場
日本	・主として個人向け ・国債のほか高格付債で運用（3～6ヶ月以内） 【市場規模7～8兆円】	・担保は殆ど国債（99%） 【市場規模80兆円】
米国	・機関投資家向けが多い（ガバメント・コファンド、プライム・コファンド） ・CP、レボ等短期金融市場での運用も多い 【市場規模200兆円】	・担保は、国債、GSE債以外証券化商品、株式、投資不適格債等も多かった 【市場規模500兆円】
リーマン・ショック時の状況	・リーマン・コファンドMMFの元本割れをきつかけに元本割れ、清算するMMF続発 ・償還請求殺到し、MMFの資産投げ売りにより市場の混乱伝播	

（筆者作成）

それから、MMFとレポ市場の実態について、日本とアメリカを大ざっぱに比較しています。MMFは、日本では主として個人向けで、市場規模も七兆円〜八兆円程度です。アメリカは、個人もあります、機関投資家向けが相当多く、運用もCPやレポ等の短期金融市場での運用が多い。そういう意味では金融システムとのかかわりが強く、市場規模も大きいわけです。リーマン・ショック時の状況を見ますと、最初にリザーブ社のMMFが潰れました。ここは強力なスポンサーのないところで、割とあっさりと潰れてしまつて、それがほかのMMFに波及しました。償還請求が殺到して、MMFの資産の投げ売りにより、売りが売りを呼んで、ほかのMMFもおかしくなりましたし、金融市場そのものにも混乱が伝播した、そういった経過をたどりしました。

欧州のMMFは、ここには書いていませんが、

金融機関の発行している証券で運用している割合が非常に多く、八五％ぐらいです。したがって、これも金融システムとの相互依存が非常に強いという特徴があります。

レポ市場のほうは、日本はほとんど国債です。一方、アメリカは、特にリーマン・ショックより前は証券化商品、株式、投資不適格債なども多かったわけです。リーマン・ショックのときは、カウンターパーティーリスクの高まり、また国債の担保が足りなくなったことなどから、レポ市場の機能が停止しました。

このときに先ほどの掛目の問題が機能停止の原因となったかどうかについては論争があります。現在のFSBの提言は、ヘアカット率をあらかじめ厳し目しておくという考え方です。それはもともとかなり甘かったヘアカット率がリーマン・ショック時の危機で急に上昇し、それで混

乱が広がったという見方に基づいているようなのですが、本当にそうだったのかどうかはかなり見解が分かれていて、関係ないのではないかという意見も強いといった状況です。

六ページに戻りますが、今後、MMF等シャドー・バンキングの規制の提言は、ピア・レビューが順次行われます。MMFについては、IOSCOが二〇一四年、ことしピア・レビューをやることになっています。日本は、金融システムへの影響度等から見て、実態に相当大きな差があるのですが、欧米で検討されているような規制を導入しなければいけないのかといったことが問われることになると思います。

なお、シャドー・バンキングの規制については、比例原則という考え方があります。FSBの取りまとめでも、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だという考え方になっているのですが、欧米でやると、往々にして、日本でやらずにいいのかということに直ちになりがちなので、その点が今後問題になると思われます。

ただ、私は、日本ではシャドー・バンキング規制が大事ではないということを言いたいのはありません。シャドー・バンキングは確かに金融システムの弱点になりやすい。日本でも過去において例えばバブル崩壊時にノンバンクなどが大変問題になりましたし、抵当証券とか、若干細かく異なりますが、J-REITも倒産したりして弱点を露呈したことがあります。したがって、二つの柱の一つとして、モニタリングが大事だというのは全くそのとおりだと思いますが、日本では何が弱点になりそうなのか、欧米の状況に基づいた規制をただそのまま導入すべきなのかといった点は、よく検討する必要があると思います。

5. 銀行の高リスク取引からの隔離

背景及び狙い

- リーマン・ショック時、預金金融機関又はそのグループが自己勘定取引等でリスクを取り過ぎていた
- リテール預金を淵源とする高リスク取引を排除することにより、預金者保護のための納税者負担を軽減するとともに、金融機関の過度のリスク・テイクを抑制する

諸外国の対応

〔米〕（ボルカー・ルール）

- ドッド・フランク法〔2010年7月〕

銀行グループの以下の行為を禁止

- a) 自己勘定取引を行うこと（米国債等、引受・マーケットメイク、ヘッジなどの例外あり）
- b) ヘッジファンド又はプライベートエクイティ（PE）ファンドに投資すること（少額投資の例外あり）
- c) 大規模な銀行合併・買収等を行うこと

〔FRB等関係当局は、9ヶ月以内に実施ルールを採択〕

8

五、銀行の高リスク取引からの隔離

（背景及び狙い）

次に、八ページの5「銀行の高リスク取引からの隔離」です。

その「背景及び狙い」です。リーマン・ショック時に、預金金融機関またはそのグループが自己勘定取引等でリスクを取り過ぎていたということがあり、このため、リテール預金を淵源とする高リスク取引を排除することによって、預金者保護のための納税者負担を軽減するとともに、金融機関の過度のリスク・テイクを抑制することが狙いです。

○ FRB等4当局、共同ルール案を市中協議 [2011年10月]

（規制対象や例外の定義等）

＜主な論点＞・マーケットメイクの推定規定（60日ルール）

- ・ ファンドの範囲
- ・ 外国国債に対する適用
- ・ 外銀に対する適用除外の範囲

（参考）・金融庁・日銀、連名でFRBに対しコメント・レター発出 [2011年12月]

- a) 本邦金融機関に対する域外適用の是正、b) 日本国債の適用除外、
- c) 短期の為替スワップ取引の適用除外、d) 域外ファンドの適用要件の明確化

・ 安住大臣とオズボーン英蔵相のFT、朝日新聞向け共同寄稿 [2012年2月]
外国国債、為替スワップ等への影響について懸念を表明

○ FRB等、規制ルールを最終承認 [2013年12月]

- ・ 市中協議案に対して表明された懸念には概ね対応
- ・ 大手行は2014年6月までにデータ公表。全面適用は2015年7月に延期
- ・ 今後は、銀行の報告義務、体制整備義務に関して、ルールがどの程度厳格に解釈されるか、事務負担はどの程度かが焦点に

9

（諸外国の対応）

① 米国（ボルカー・ルール）

「諸外国の対応」です。アメリカのボルカー・ルールは、ドッド・フランク法において、そうした規制の導入が求められております。「銀行グループは以下の行為を禁止する」ということで、自己勘定取引が禁止されております。ただし、これについては、米国債、引受・マーケットメイク、ヘッジなどの例外があります。それから、ヘッジファンドまたはプライベートエクイティファンドに投資することが禁止されております。これも例外が一部あります。これらのルールを当局は九カ月以内につくれということになっていましたが、ご存じのように、このルールをつくるのは大変難航しました。

九ページですが、アメリカの規制当局は、二〇一一年一〇月、二年少し前に共同ルール案を市中

協議いたしました。これに対しては不安と不満が噴出して、コメント期限を一カ月延長したりしました。主な論点は九ページに書いてありますが、かなり域外適用がありますので、外国にも影響するということで、アメリカ国外からもかなり抗議というか、批判がありました。

日本の金融庁、日銀も連名でFRBに対してコメント・レターを発出いたしました。広過ぎる域外適用を是正してくれとか、日本国債が適用になると日本の国債市場の流動性が低下する、あるいは為替スワップ取引も同様の弊害が懸念されるといったことをコメントいたしました。さらに安住大臣とイギリスのオズボーン蔵相がFTと朝日新聞に共同寄稿して懸念を表明しました。

去年の一二月にFRB等が規制ルールを最終承認いたしました。この中で、市中協議案に対して表明された懸念にはおおむね対応しました。上に

書いてございます「主な論点」のマーケットメイクについては、最初、かなり形式的な線引きがあったのですが、柔軟化いたしました。顧客の需要に沿ったものであればマーケットメイクとして認める。ファンドの範囲も緩和されましたし、日本などが懸念していた外国国債についても基本的に適用除外になりました。

ただ、割と例外が厳しいのはヘッジであります。識別可能な特定のリスクに対応したものでないといけないということで、いわゆるマクロ・ヘッジは禁止になりました。JPモルガンの所謂「ロンドンの鯨」がCDSのトレーディングで大きな損を出しましたが、JPモルガンは当初「これはヘッジなんだ」と言い張っていたことも影響して、ヘッジについて相当限定しなければいけないといった方向に議論が進んだという経緯がございます。

それから、適用期限が一年間延期になっております。この様に、ボルカー・ルールは、例外等がかなり柔軟なものになってきているのですが、結局、それを証明するのは銀行側に委ねられているような面があります。体制を整備して、さらに報告義務で、自分たちが投機的な高リスク取引をやっていないということをみずから管理して、みずから証明しなければいけないという感じですので、そうした事務負担がどのくらいになるのか、といったことが今後焦点になると見られております。

この線引きの問題について、FRBのタロー理事は、ルールで細かく決めるやり方と、原則のみを定めて監督でチェックする方法と二つのやり方があり、ボルカー・ルールは両者のいいところを合わせているのだと言うのですが、柔軟にしろと言われて、かなり曖昧になっている面があります。

すので、今後の運用がどうなるのかといった点が焦点になると思われます。

② 英国

一〇ページです。銀行の高リスク取引からの遮断は、欧州でも盛んに議論が行われております。イギリスでは、ウィッカーズ報告でリテール・リングフェンスの導入が提唱されました。これはリテール預金を受け入れる者はリングフェンス・バンクという形で同じ銀行グループ内で分離しろ、ホールセールや投資銀行業務はほかの非リングフェンス・バンクのほうでやりなさいというアプローチです。アメリカのボルカー・ルールが銀行グループ全体にかかる規定であるのに対して、グループ内の分離が欧州の議論の特徴です。

これにのっとって英国議会に二〇一三年金融サービス（銀行改革）法案が提出されました。リ

〔英〕○ ヴィッカーズ報告〔2011年9月〕

リテール・リングフェンスの導入

リテール預金を受入れるリングフェンス・バンク
ホールセール、投資銀行業務を行う非リングフェンス・バンク } 同一銀行グループ内で分離

○ 2013年金融サービス（銀行改革）法案

- ・個人及び中小企業から預金を受入れるリングフェンス・バンクは、ホールセール、投資銀行業務を行うことは原則禁止
（自己勘定取引及び域外の支店・子会社業務も原則禁止）
- ・リングフェンス・バンクは法人格を分離するとともに、ストレス時に確実に銀行グループから分離出来るようにする（「リングフェンス・ルール」）

〔EU〕○ リーカネン報告〔2012年10月〕

自己勘定取引及びその他の重大なトレーディング業務を銀行本体からグループ内のトレーディング子会社に分離する

（参考）・ フランス銀行改革法〔2013年3月〕

大銀行は、預金受入れや企業（特に中小企業）向け融資等の通常業務と投機的業務（自己勘定取引、ヘッジファンド等への投資など）を分離し、後者をグループ内の子会社に移行（マーケットメイクは通常業務）

・ ドイツ銀行改革法〔2013年6月〕

大銀行は、預金関連業務とトレーディング業務（自己勘定取引、ヘッジファンド投資等）を分離し、後者をグループ内の金融トレーディング機関に分離（マーケットメイクは本体で可）

10

ングフェンス・バンクは、ホールセール、投資銀行業務を行うことは原則禁止で、自己勘定取引もだめですし、海外の拠点もだめだということかなり厳しい制限がかかっております（オズボーン蔵相は、（フェンスに）「電気を通す」という表現をしている）。また、法人格を分離するとともに、ストレス時に確実にグループから分離できるようなルールをつくることになっております。この法案は昨年一二月に成立し、今後のルールの細目が策定されるという状況です。

③ EU

一方、EUのほうは、リーカネン報告で、自己勘定取引その他の重大なトレーディング業務をグループ内で分離するとしていて、これもグループ内分離の考え方です。これと同様の考え方でフランス、ドイツでは既に法律が成立しております。

- 欧州委員会、金融規制改革案を公表〔2014年1月〕
 - 大銀行が自らの利益目的で行う高リスクの自己勘定取引を禁止
 - 各国当局に、マーケットメイキング、デリバティブ、証券化商品関連業務の分離を命ずる権限

論 点

- 預金受入れとトレーディングの分離は、どの程度リーマン・ショック型危機の再発防止に直結するのか
- トレーディングとマーケットメイク等の金融仲介業務は、合理的な線引きが可能なのか
- 欧米の銀行構造改革の動きは、国際的規制の議論に波及する可能性はあるのか

11

これはイギリスのよりは緩いです。自己勘定取引や重大なトレーディングだけグループ内で分離ですし、マーケットメイクも銀行がやっていいことになっておりますので、割とモデレートなものです。

一一ページです。欧州委員会がどういうルールを決めるのか注目されていたわけですが、ことしの一月に金融規制改革案を公表いたしました。これはいわば二段階になっています。大銀行がみずからの利益目的で行う高リスクの自己勘定取引の禁止は、グループ・レベルで禁止していますので、アメリカ型です。一方、各国当局はマーケットメイキング、デリバティブ、証券化商品関連業務の分離を命じることができるといえるのは、グループ内分離であり、欧州で今まで議論が行われていたものとアメリカ型の両者を合わせたようなものになっております。

ただ、欧州では欧州議会選挙がことしの五月にありまして、そのデッド・ラインからすると、一月に出すというのはそもそも遅いと言われております。しかも、この改革案に対しては反対論も多々ございますので、これが成立するかどうかはかなり懐疑的に見られているといった状況です。

（論点）

「論点」としては、そもそもリーマン・ショックは、預金受け入れとトレーディングの分離がなかったから起こったのかという疑問がありまして、これがリーマン・ショック型危機の再発防止に本当に直結するのか。潰れたのは市場取引ばかりやっているような大きな金融機関で、リーマン・ブラザーズもそうですし、AIGも別に預金とのつながりが問題になったわけではないのです。

それから、トレーディングとマーケットメイク等の金融仲介業務は合理的な線引きが可能なのか。確かにマーケットメイクと関係がないようなトレーディングが盛んに行われていた面はあるのですが、もともとトレーディングはマーケットメイクから派生してきたわけであって、いろいろな線引きのルールや考え方が示されていますが、そもそも合理的な線引きができるのかといった問題はあろうかと思えます。

また、こうした欧米の銀行構造改革の動きは国際的規制の議論に波及するのか。これは日本にとっては最大の関心事ですが、今のところ具体的な動きはまだ出てきておりません。ただ、例えば英国の議会でボルカー氏が証言した際には、「幾つかの基本原則を国際化することは公平な競争の場をつくり出すだろう」と言っておりまして、中長期的には国際標準化の懸念はあると思っております。

6. 外銀規制の強化

背景及び狙い

- 各国の金融システムにおける外銀の活動の影響拡大
- 各国の金融規制が強化される中で、同等の規制を外銀にも課す要請
- 海外発の金融危機が国内に波及し被害を与えることに対する備え

諸外国の対応

〔米〕○ ドッド・フランク法〔2010年7月〕

外銀を含む資産500億ドル以上の銀行持株会社には、より強化された健全性基準を課すことを求める

○ FRB、新外銀規制案を市中協議〔2012年12月〕

- ・ 資産100億ドル以上の外銀は、米国中間持株会社（IHC）の設置を義務付け。米国の自己資本、レバレッジ規制等を課す。
- ・ 資産500億ドル以上の外銀のIHCには、流動性規制のほか本国のストレス・テストのFRBへの報告義務を課す。また、本国又はIHCの健全性指標に基づき早期是正措置を発動（本国等への資金供給制限を含む）

12

ます。そういうことになりますと、我が国では、例えば銀行系証券の活動はどうなってしまうのかということにつながりかねないわけでありまして、よく注意して見ていかなければいけません。グラス・ステイガール法の廃止もそうですが、これまでアメリカの規制緩和は、米国の銀行の国際競争力を考えて動いてきた面があります。今度こういう銀行構造改革でかなりの銀行の金融業務に制約を課すことについて、国際競争力の面から米国としてどう考えるのかといった点は今後出てくると思います。

六、外銀規制の強化

（背景及び狙い）

次のテーマ、一二ページの6「外銀規制の強化」に行きたいと思います。

「背景及び狙い」ですが、各国の金融システムにおける外銀の活動の影響が拡大しております。

巨大な金融機関の活動は大変国際化してきております。それから、各国の金融規制がこれまで見てきたように強化されている中で、同等の規制を外銀にも課すという要請がございます。さらに、海外発の金融危機が国内に波及して被害を与えることに対する備えといった面もあります。

（諸外国の対応）

ドッド・フランク法においては、外銀も含む資産五〇〇億ドル以上の銀行持株会社には、より強化された健全性基準を課すことが求められております。これはアメリカのSIFI規制の一部となっているわけです。これに基づきまして、FRBが一昨年の一二月に新外銀規制案を市中協議いたしました。その中身を見ますと、資産一〇〇億

ドル以上の外銀は米国中間持株会社（IHCC）を持たなければいけない。それに対して米国の自己資本比率規制やレバレッジ規制を課す。さらに、五〇〇億ドル以上の外銀のIHCCに対しては、流動性規制のほか、ストレステストとか、早期是正措置も課すことがあり得る（その際は本国への資金供給制限も含まれる）。そういった内容になっております。

これに対して、一三ページですが、外国当局が一斉に強く反発いたしました。欧州からは、金融機関というのは一つの経営体として世界を股にかけてビジネスを行い、全体でリスク管理等々を行っている、FRBの新外銀規制案はそうしたリスクや流動性並びに資本の管理を分断するものであり、これにアメリカだけではなくて他国が追随すれば、世界の金融市場を分断しかねない。また、保護主義が加速する可能性があるといった批

（参考）各国当局の反発

〔欧州〕「リスク、流動性ならびに資本の管理を分断する。他国が追随すれば、世界の金融市場を分断しかねない。」（独中銀）

「保護主義が加速する可能性がある」（欧州委員会、以上報道による）

〔日本〕金融庁、コメントレター発出〔2013年4月〕

- ・ 本国の規制・監督が米国と整合的な外銀は、本国の規制・監督に委ねるべき
- ・ 早期是正措置の実施に当たっては、本国当局との事前協議を確保すべき

○ FRB、新外銀規制を最終決定〔2014年2月〕

- ・ IHCの設置の義務付けを資産500億ドル以上の外銀に限定
- ・ 実施期限を1年延長〔2016年7月～〕

（参考）新規制案の背景（FRBタルー口理事等による）

- ・ 近年米国金融システムにおける外銀のプレゼンスが上昇。米国内のホールセール市場から巨額のドル資金を調達して様々な金融活動を行う。
- ・ リーマン・ショック時に多くの外銀が資金調達難に陥り、FRBが流動性支援を行った。
- ・ 米国の金融規制強化の流れの中で、外銀の中に米国金融持株会社を解消する動きが見られる。

13

判であります。

日本はやはりコメント・レターを発出しております。本国の規制・監督がアメリカと同じぐらいのレベルの外銀については、本国の規制・監督に委ねるべきである。早期是正措置をアメリカが勝手にやるなどということは絶対にやらないでほしいといったコメントを出しております。

この新外銀規制案に一番怒っているのは欧州です。この外銀規制の対象になる大きな外国の金融機関の大半は、ドイツ銀行など欧州の金融機関です。それから、アメリカに対抗するような金融市場、金融規制のフィールドを持っていて、アメリカが自分のところだけ国際的な金融機関の活動を切り取っているいろいろな規制をかけることに對して、では、欧州はどうするのかということが突きつけられているわけです。

海外からは大変反発があったのですが、FRB

はつい先週、最終的な規制を決定いたしました。

これはニュースでご覧になった方も多いと思います。結論から申しますと、骨格はほぼ維持されております。ただ、閾値を大分緩めていて、IHCの設置は、一〇〇億ドルではなくて、五〇〇億ドル以上の外銀に限定しております。さらに、実施期限を一年延長しております。

アメリカの当局は、こんなに物すごく批判されているのに、何でこの新規制案をやるうとしているのかといいますと、「参考」に書いてありますが、近年、アメリカの金融システムでは外銀のプレzensが上昇しておりまして、米国内のホールセール市場から巨額のドル資金を調達して、さまざまな金融活動を行っております。リーマン・ショック時に多くの外銀が資金調達難に陥り、FRBが流動性支援を行ったという経験もあります。FRBの流動性支援のうち半分は外銀向け

だったと言われています。

さらに、アメリカがSIFIs規制とか、ボーカー・ルールとか、いろいろな規制強化を進める中で、外銀の中にはアメリカの金融持株会社を解消する動きが見られます。規制が厳しくなるので、ドイツ銀行やバークレイズがアメリカの中間持株会社をやめてしまう。活動そのものは変わりませんが、中間持株会社をやめて直接本国からぶら下げるようにすると、アメリカ流の銀行グループ規制がかかりにくいわけです。そういう動きが見られたということで、日常的に監督しているアメリカの当局者からすれば、こういう規制をかけたいというのも確かにわからないこともない気もします。タルーロ理事は、最終案を出したときに「アメリカの金融システムの安定を保つことが、世界の金融システムに対する貢献なのだ」と言っておりまして、いわば「アメリカは特別なのだ」

我が国の対応

- 外銀支店に対する規制の見直し（2013年銀行法改正等）（図表2参照）

- ・ 免許付与の審査基準を明確化
- ・ 最低資本金に相当する金額の国内積立て
- ・ 外銀支店を更生特例法の対象とする 等

（注）金融審WGでは、外銀支店に対する自己資本比率規制、早期是正措置、国内資産保有義務、流動性規制等の適用について検討されたが、（慎重又は）継続的に検討すべきものとされた。

論 点

- 外銀規制の強化は、国際的な金融規制の統一、監督の協調の努力に逆行するものではないか。
- 各国独自の金融危機対応、破綻処理は、国際的な金融システムの安定につながらないのではないか。
- 金融機関の国際的活動のためのコスト上昇（各国毎の資本、流動性の手当て）



14

と宣言しているように聞こえます。

（我が国の対応）

一四ページ、「我が国の対応」です。我が国でも、大分スケールが小さいのですが、去年、似たような問題の検討をしております。それは外銀の支店についての問題です。次の一五ページを見ていただきますと、「現状」のところに書いてありますが、我が国への外国銀行の参入は、支店、現法、いずれの形態も認められていて、どちらも業務範囲は同じである。支店でも現法でも同じことができる。そして、その点については国際的に約束しています。

これは割と珍しい方式で、外国では、アメリカもそうですが、外銀の支店にはかなり業務範囲を制限しています。例えばリテール預金を取ってはいけないとか、高リスク取引をやってはいけない

(図表2) 外国銀行支店に対する規制の見直し

現状
○ 我が国への外国銀行の参入は、リテール・ホールセールに関わらず、支店形態・現地法人形態のいずれの形態も認められており、参入形態の違いによる業務範囲規制は課されていない(国際的に約束)。 ○ 外国銀行支店に対しては、<u>資本金に対応する規定が存在しない</u>。 ○ 金融機関等の更生手続の特例等に関する法律(更生特例法)の適用対象外となっており、監督当局には破産・更生手続等の開始の申立権や保全処分の申立権がない。 ○ 資産の国内保有命令違反に対する罰則が低い(100万円以下の過料)。

見直しの方向性		
<参入時>	<平時の規制・監督>	<危機時・破綻時の対応>
○免許付与の審査基準を明確化 ⇒支店形態でのリテール預金の受入れや本店への回金を含む資金の運用等について、信用秩序の維持の観点から審査	○外国銀行支店に対し、国内銀行の最低資本金(20億円)に相当する金額の国内積立てを義務付け ○明確化した免許付与の審査基準を、日常の監督における着眼点として適用 ○預金者に対し、預金保険制度の対象外であることを説明を義務付け	○外国銀行支店にも更生特例法を適用(監督当局に破産・更生手続等の開始の申立権や保全処分の申立権を付与) ○資産の国内保有命令違反に対する罰則を引上げ

(金融庁資料)

とか、そういうふうになっている国が多い。日本
の場合は、どっちも同じことをやっていい、ただ
し、システムック・リスクへの対応を除くという
ことになっております。国際的約束と申しますの
は、WTOでの約束です。外国は外銀支店につい
て規制しているのだから、日本もすればいいで
はないかと言っても、これは例えばコメの関税など
とセットで外国と約束していますので、ここは外
国より規制が少ないから、外国並みにここまです
いでしようと個別にできるものではない。いずれ
にせよ、こういう形をとっているということだ
す。

さらに、外銀支店については、資本金に対応す
る規定が存在しない。また、更生特例法の適用の
対象外となっておりまして、監督当局に破産等の
申立権がない。ここには書いておりませんが、預
金保険制度も適用になっていません。こういうこ

ともあって、日本は外銀現法が少ない。シティと
SBJの二つしかありません。支店のほうがコス
トが安く、業務範囲も制限されていないというこ
とで、支店形態が多いのです。

これに対する規制をどうするのかということが
検討されまして、見直しの方向性としては、免許
付与の審査基準の明確化ということで、リテール
預金の受け入れや本店への回金を含む資金の運用
等について、信用秩序維持の観点から審査する。
これは結局、日本でリテール預金を高利でたくさ
ん集めて、全部外国に持っていくといった形態
は、国際的なリスクの伝播に対して非常に弱い。
したがって、そういう極端なものについては、信
用秩序維持に必要な範囲での規制はかけられます
ので、チェックしていこうという考え方です。
それから、支店ですから資本金はもちろんない
のですが、それに相当するものとして、従来から

二〇億円という基準があります。これは利益が上がったときに二〇億円まで積み立てるということになっていましたが、それではなかなか積み上がらないので、原則として二〇億円を要求する。それから、更生特例法の適用対象にするという見直しが図られました。

日本の外銀支店規制の見直しは、アメリカ流のリングフェンシング（囲い込み）なのか、それとも国際主義なのかというと、非常に微妙なところ です。現在、金融規制・監督は国際的に協力して いるということになっているものの、いざとなると、それぞれ自国の金融システムや預金者を守 るとうとします。したがって、日本だけ丸裸でいい のかということで、最低限のチェック、また最低 限のバッファの積み立てを図るという意味で す。更生特例法の適用は、両面ありまして、国内 だけでうまく処理するとう場合もあります

外国と協力して破綻処理する際にも必要な規制で す。

一般的に、支店より現法、現法より中間持株会 社のほうが現地当局には管理しやすいわけです。 日本は、支店で「何でもいよ」とやっているもの ですから、アメリカ流の囲い込みの正反対の現 状にあります。アメリカは、もちろん外国から来 たものは基本的に現法でやっているのですが、そ れでもだめだ。なぜなら銀行、証券、保険が別々 になっていると、アメリカ流の銀行持株会社、銀 行グループ規制がかけられないので、現法よりさ らに規制しやすい中間持株会社を必ずつくれとい うふうにして囲い込もうとしている。それに対し て日本は、支店で自由な活動を認めてしまってい るものだから、及ばずながらコントロールを強 くしようということをやっているわけです。

（論点）

一四ページの「論点」ですが、アメリカのような外銀規制の強化は、国際的な金融規制の統一、監督の協調に逆行するのではないか。前回もさんざんご説明いたしました、F S BのKey-Attributesなどでは国際的な協力義務を定めていまして、規制や監督は本国中心に国際的に協力していかうということになっているのに、アメリカの部分だけ切り離して規制・監督するというのは逆行ではないか。

いわんやアメリカとイギリスの当局、アメリカはFDICですが、シングル・ポイント・オブ・エントリーといって、金融機関が破綻したときにどこか一カ所で破綻処理しよう。国際的な金融機関の持株会社や親会社のあるところは一カ所です。から、ドイツ銀行であればドイツが中心になってやるべきだ、バークレイズであればイギリスが中

心になってやるべきだ、アメリカは協力する、そういう方向性にしようという方針を出しているのですが、そういう流れとは完全に逆のものだと言えます。

ちょうど「エコノミスト」に記事が出ていましたので、その絵を載せておきました。「エコノミスト」誌は、アメリカの孤立主義だ、世界金融を分断すると言って批判しています。現在、国際的にいろいろな金融規制の議論や動きが出ています、必ずしも全体に統一がとれているとは言いがたい状況ですので、この辺は我々としても慎重に見ていく必要があると考えております。

7. マネロン・テロ資金対策の厳格化

背景及び狙い

- マネロン対策は、当初、麻薬収益等を主たる対象としていたが、同時多発テロ以降、テロとの戦いの柱の1つとなり、近年、国際的な要求水準が著しく高まっている

国際的な検討

〔FATF〕

- FATF^{ファットフ}（金融活動作業部会）の設立（1989年。同年のアルシュ・サミットの経済宣言を受けて設置）
- 「40の勧告」〔1990年〕（本人確認義務、「疑わしい取引」の届出等）
- 「40の勧告」の改訂〔2003年：第3次勧告〕
 - ・ 非金融業者（不動産業者、貴金属業者等）及び職業専門家（弁護士、会計士等）への適用対象の拡大
 - ・ 金融機関等の顧客管理措置の厳格化 等
- 「9の特別勧告」の策定〔2001年、2004年追加〕
 - ・ テロ資金供与の犯罪化
 - ・ テロに関する「疑わしい取引」の届出 等

16

七、マネロン・テロ資金対策の厳格化

（背景及び狙い）

最後に、一六ページの7「マネロン・テロ資金対策の厳格化」について申し上げます。

「背景及び狙い」です。マネロン対策は当初、麻薬収益等を主たる対象としておりましたが、同時多発テロ以降、テロとの戦いの柱の一つとなり、近年、国際的な要求水準が著しく高まっております。

（国際的な検討）

国際的な検討の中心になっているのはFATF（金融活動作業部会）という機関です。ここがマネロンやテロ資金対策の国際ルールを策定した

り、実行状況をチェックしています。FATFは、創設は古く、一九八九年にアルシュ・サミットによつて設けられ、当初は麻薬収益がターゲットでした。設立の少し後に「四〇の勧告」を出し、本人確認義務とか、「疑わしい取引」の届け出といったことを勧告しておりまして、日本もこれに應じて制度化してきました。

同時多発テロの後は、その要求水準が急速に高まりました。その一つが「四〇の勧告」の改訂で、従来、適用対象は金融機関だったのですが、非金融業者や職業専門家に拡大されました。また、本人確認ではなくて、顧客管理というさらに厳格な義務を業者にかけるといった強化策がとられています。それから、「九つの特別勧告」がブラスされ、テロ資金供与の犯罪化、テロにする「疑わしい取引」の届け出といった勧告がなされています。今、この二つが現行の基準です。

（我が国の対応）

一七ページです。この現行の基準に対して日本も対応してきたのですが、FATFが実行状況をチェックしておりまして、二〇〇八年に出た対日相互審査の結果では、四九の勧告のうち日本が合格したのは二三だけです（一八ページ図表3参照）。これは大変厳しい評価結果で、G7の中で最低、中国やメキシコよりも下です。関係者は、これがリオデジャネイロで行われたので、「リオの屈辱」と呼んでいます。

それで、日本はフォローアップ手続に移行しました。これはいわば追試のようなもので、三年以内に十分な措置をとれるということになっていて、日本もそれなりに対応してきたのですが、三年経っても十分な措置をとったとは認められておりません。十分な措置をとっていないと、i、ii、iii、iv、vの措置がとられることになっておりま

- 第3次対日相互審査結果〔2008年〕（図表3参照）
合格は、49の勧告のうち23のみ。フォローアップ手続へ（3年以内に十分な措置をとる努力義務）

（参考）十分な措置をとっていないと判断された場合、（i）通常より短い間隔でフォローアップ報告書を提出（ii）FATF議長から警告の書簡発出（iii）ハイレベルの使節団の派遣（iv）世界の金融機関が特別の注意を払うべき「高リスク国」に指定（図表4参照）（v）FATF加盟資格の停止又は剥奪、といった措置がとられる

- 第4次勧告〔2012年〕
（新「40の勧告」として改訂）
 - リスク・ベース・アプローチの強化
 - 法人・信託、電信送金システムに関する透明性の向上
 - 当局の機能及び国際協力体制の強化
 - 新たな脅威への対応 等

我が国の対応

- 犯罪収益移転防止法の制定〔2007年〕
（第3次勧告に対応。「本人確認法」「組織的犯罪処罰法」を統合、強化。）
 - 規制対象を（金融機関に加え）非金融業者、職業専門家に拡大
 - 事業者の義務は、本人確認、記録保存、疑わしい取引の届出等
- FIU（金融インテリジェンス・ユニット）の金融庁から警察庁への移管〔2008年〕

17

して、実は日本はiiiまで来ています。

ivまで行くとうどうなるか。一九ページに図表4「FATF声明」があります。これは去年の一〇月に出た一番新しいものですが、イラン、北朝鮮は論外としても、その下の国々は、「FATFは以下に記載する国・地域に関連した欠陥から起るリスクを考慮するよう、加盟国に要請する」、要するにそこ金融取引をすると危ないという高リスク国に指定されていて、日本は今、その高リスク国の一歩手前になっているといった状況です。実は去年、警告の書簡が来て、夏にハイレベル使節団が来しました。使節団は日本で大臣に会ったりして、もっとやってくれなくては困るではないかという指摘を直接行いました。そうこうしているうちに第四次勧告という次の基準が出てきております。これはさらに厳しい規制内容になるものです。

(図表3) 第3次FATF対日相互審査結果

番号	内容	結果	番号	内容	結果	番号	内容	結果
1	資金洗浄罪の犯罪化	○	18	シエル/ベン/実態のない銀行の禁止	△	35	カーン/バレルモ、テロ資金供与防止条約の批准	△
2	資金洗浄罪一認識及び法人への刑罰	○	19	金融取引情報の一元化についての検討	◎	36	国際司法共助	△
3	没収・凍結措置	○	20	その他の職業専門家に対する勧告の適用の検討	◎	37	国際司法共助における双罰性の取扱	△
4	守秘義務	◎	21	FATF勧告の履行に問題がある国・地域への対応	×	38	外国からの要請による資産凍結等	○
5	顧客管理	×	22	海外支店・現法への勧告の適用	×	39	犯人引渡	△
6	PEPs (外国における重要な公的地位を有する者)	×	23	金融機関に対する監督義務	○	40	国際協力(外国当局との情報交換)	○
7	コルパス銀行業務	×	24	DNFBPに対する監督義務	△	SR I	国連財文書の批准	△
8	非対面取引	△	25	ガイドラインの策定義務	○	SR II	テロ資金供与の犯罪化	△
9	顧客管理措置の第三者依存	N/A	26	FIUの設置義務	○	SR III	テロリストの資産凍結・没収	△
10	本人確認・取引記録の保存義務	○	27	資金洗浄・テロ資金供与の捜査	○	SR IV	テロに関する疑わしい取引の届出義務	○
11	異常な取引への対応	△	28	捜査関係等資料の入手義務	◎	SR V	テロ対策に関する国際協力	△
12	DNFBP(指定非金融業者及び職業専門家)家による顧客管理措置	×	29	監督当局の権限の確保	○	SR VI	代替的送金システム	△
13	金融機関における疑わしい取引の届出	○	30	関係当局におけるリスクの確保	○	SR VII	電匯送金(送金人情報の送付義務)	○
14	届出者の保護義務	○	31	国内関係当局間の協力	○	SR VIII	非営利団体(NPO)の悪用防止	△
15	内部管理態勢の構築	×	32	包括的統計の整備	○	SR IX	キヤッシュ/ウーリエ(現金運搬者)への対応	×
16	DNFBPによる疑わしい取引の届出等	△	33	法人情報へのアクセスの確保	×			
17	義務の不履行に対する制裁措置	○	34	法的取極(信託)	×			

* DNFBP(指定非金融業者及び職業専門家)とは、カジノ、不動産業者、貴金属・宝石商、弁護士、公証人、他の独立法律専門家及び会計士、トランス・アクティブ・カンパニー・サービスプロバイダーを言う

* 黄色の欄掛けは重要勧告、また、2008年10月のFATF会合において、フォローアップ手続の変更が採択され、フォローアップの対象となる勧告は、49箇中16箇の勧告に收められることとなった。(重要勧告+緑色の欄掛け)

** 番号の下線は、△又は×の評価を受けたものうち、関係省庁間で警察庁主管で対応することとされたもの

(図表4) FATF 声明
2013年10月18日

(仮訳)

金融活動作業部会 (FATF) は、資金洗浄・テロ資金供与対策 (AML/CFT) に関する国際的な基準を設定機関である。資金洗浄・テロ資金供与 (ML/TF) リスクから国際金融システムを保護し、資金洗浄・テロ資金供与対策基準の遵守強化を促進するため、FATF は戦路上重大な欠陥をもつ国・地域を特定した。これらの国・地域に協働して国際金融システムにリスクをもたらすそれら欠陥に対応する。

当該国・地域から生じる継続的かつ重大な資金洗浄・テロ資金供与リスクから国際金融システムを保護するため、FATF が全ての加盟国及びその他の国・地域に対し、対抗措置の適用を要請する対象とされた国・地域

イラン、朝鮮民主主義人民共和国 (DPRK)

資金洗浄・テロ資金供与対策に戦路上重大な欠陥があり、それら欠陥に対応するため顕著な進展をみせていない、あるいは FATF と策定したアクションプランにコミットしていない国・地域。FATF は以下に記載する国・地域に関連した欠陥から起るリスクを考慮するよう、加盟国に要請する。

アルジェリア
エリトリア
エチオピア
インドネシア
ケニア
ミャンマー
パキスタン
シリア
タンザニア
トルコ
イエメン

(財務省資料)

第2回 金融システム関係（その2）

○ 犯罪収益移転防止法の改正 [2011年]

取引時確認義務（特定取引、ハイリスク取引には、「取引の目的」「職業・事業内容」「法人の実質支配者」等を確認）

（参考）FATFが指摘する我が国の主な不備事項（2012年6月国際組織犯罪等・国際テロ対策推進本部）

- ①顧客管理
- ②物質的支援の犯罪化
- ③テロリストの資産凍結
- ④パレルモ条約（重大犯罪の共謀の犯罪化等を規定）

（参考）警察庁・マネロン対策懇談会[2013年6月～]の主な検討項目

- ・実質的支配者を自然人まで遡る確認
- ・国外PEPs（公的要人）に関する確認義務
- ・リスクに応じた継続的顧客管理措置
- ・本人確認書類の質の向上

最近の動き

○ G8 ロック・アーン・サミット [2013年6月]

「法人及び法的取極めの透明性」について首脳コミュニケで合意

- ・実態のない法人の悪用が、腐敗、脱税、資金洗浄等の不正な資金の流れを助長しているとの認識に基づき、
- ・法人及び法的取極めの悪用を防止するための「G8行動原則」及び「国別行動計画」の発表に合意
- ・法人に対し自らの実質所有者情報を入手・保持することを義務づけ、その情報を例えば中央登録機関を通じて、司法・徴税当局等が適時に入手可能とする

20

我が国はその間、何をしていたのかといいますと、まず二〇〇七年に、三次勧告に対応して犯罪収益移転防止法をつくりました。これは従来の本人確認法などを直したもので、規制対象を金融機関以外に広げております。ただ、義務は余り厳しくしていません。本人確認のレベルにとどまっています。それから、二〇〇八年に、FIU、「疑わしい取引」の届け出の元締めのようなところを金融庁から警察庁に移管しております。

最後の二〇ページです。今の二〇〇七年の改正をしても、FATFからは余り前進があったと認めてもらえなかったものですから、これはかなり異例なのですが、二〇一一年にすぐ犯収法の改正をしております。この内容は、先ほど義務が本人確認のレベルにとどまっていると申しましたが、そこをもう少し強化して、特定取引やハイリスク取引については、取引の目的、職業・事業内容、

法人の実質的支配者を確認しなさい。いわば本人確認から顧客管理にレベルアップしたわけです。

ところが、これでもまだ不十分だと言われている。大体、FATFの審査基準は、義務の法令化といって、FATFの基準と同じようなことが法律に書いてあるかどうかを割と中心的に見ます。日本人は真面目なものですから、法律に書く、全部やらなければいけないのではないかと思ってしまう。他方、外国は法律に書いてあるけれども、本当にやっているのかという疑問もあって、FATFに言われていることを法律に額面どおり書くことがなかなかできない。そういうことが不十分とされている一つの理由です。

FATFが今、指摘している主な不備事項は、資料に挙げた①から④までの四つです。顧客管理がなぜ法律をつくって直してもなお不十分なのかは、「参考」のところに書いてあります。法人は

隠れみのになりやすいから、実質的支配者を自然人までさかのぼれという義務、国外PEPsという外国の政府要人等に関する確認義務、リスクに応じた継続的顧客管理措置、それから本人確認書類の質の向上、写真のない健康保険証だけではだめだといったこと等々が不十分だとされています。

そのほかの②、③、④も全部法律改正が必要で、②については、去年の通常国会からテロ資金供与処罰法を出しているのですが、通常国会も臨時国会も通らなくて継続審議になっています。③の「テロリストの資産凍結」は、新法を出さなければいけない。今度の通常国会に出すことを検討しています。④の「パレルモ条約」は、いわゆる共謀罪で、昔からFATFの関係で、日本でやらなければいけないことになっているのですが、弁護士会を初め極めて反対が強くて、今度の通常国

会に出すという話もあったのですが、今のところ出さないという方針になっています。

（最近の動き）

こういう状況の上にさらに、世界的に実体のない法人が悪用されているということから、「法人に対し自らの実質所有者情報を入手・保持することと義務づけ、その情報を例えば中央登録機関を通じて、司法・徴税当局等が適時に入手可能とする」ことをFATFでやろうということが、昨年のG8ロックアーン・サミットで決まっております。日本の場合、法人数も多いので、ここにある様に全ての法人に義務を課し情報を登録させるとなると大変な労力がかかる。これは本当にどこまでやる必要があるのかといったことが今後問題になると思います。

マネロンの問題については、論点は書いていな

いのですが、日本としては、劣等生扱いされていて非常に釈然としないところがあります。といいますのは、もともとの麻薬対策から、テロから、今申し上げたサミットで決まったことは租税回避が問題で、いずれも欧米の政策課題というか、都合をやや押しつけられているようなところがあります。しかも、日本国内はそんなリスクは余り高くないのではないか。さらに、金融慣行等の違いがあります。

ただ、昨今、マネロン対策をちゃんとやらないと、世界の金融界や当局からの批判は非常に厳しい。HSBCは一九億ドルの罰金を取られたといった状況ですので、これは好むと好まざるとにかかわらず相当真剣な対応が必要です。当局にとっては、法律を出すのも大変ですし、通すのも大変なのですが、それを何とかしなければいけないと思いますし、金融機関のほうも、相当コスト

がかかると思いますが、今までの延長線ではなくて本腰を入れた対応が必要であろう、そういう環境だと考えております。

以上でございます。

（この講演は、平成二六年二月二四日に開催されました。）

第三回 市場關係

一、店頭デリバティブ規制

それでは、第三回の連続セミナーを始めたいと思います。

本日は、市場関係の金融規制改革の動きについてお話しいたします。

一番目が「店頭デリバティブ規制」でありまして、三ページをご覧いただきたいと思えます。

（背景及び狙い）

「背景及び狙い」は、リーマン・ショックのときに、CDS等店頭デリバティブ市場においてカウンターパーティー・リスクの高まりにより、急速な金融危機の伝播が見られたという経験がありました。これを踏まえて、店頭デリバティブ取引に対して清算機関の利用や取引情報の蓄積等を促

すことにより、市場の頑健性、透明性を高めようというのが規制改革の狙いであります。

（国際的な検討（総論））

「国際的な検討」の総論的なものとしましては、G20ピッツバーグ・サミットの中に「店頭デリバティブ市場の改善」という項目がありまして、遅くとも二〇一二年末までに標準化された全てのデリバティブ契約は、まず電子取引基盤を通じて取引されなければならない。二番目に、中央清算機関、いわゆる清算機関を通じて決済されるべきである。三番目に、取引情報蓄積機関に報告されるべきである。この三つの点が決められました。

さらに追加で、二〇一一年のG20カンヌ・サミットで、中央清算されない店頭デリバティブ取引、すなわち清算機関が使われないものについては、証拠金規制を導入するということが決められ

Ⅱ. 市場関係

1. 店頭デリバティブ規制

背景及び狙い

- リーマン・ショック時に、CDS等店頭デリバティブ市場においてカウンターパーティー・リスクの高まりにより急速な金融危機の伝播が見られた。
- 店頭デリバティブ取引に対して清算機関の利用や取引情報の蓄積等を促すことにより、市場の頑健性・透明性を高める。

国際的な検討(総論)

- G20ピッツバーグ・サミット [2009年9月]
店頭デリバティブ市場の改善 (首脳声明)
「遅くとも2012年末までに、
標準化されたすべての店頭 (OTC) デリバティブ契約は、
① 適当な場合には、取引所又は電子取引基盤を通じて取引され、
② 中央清算機関を通じて決済されるべきである。
店頭デリバティブ契約は、
③ 取引情報蓄積機関に報告されるべきである。」
- G20カンヌ・サミット [2011年11月]
④ 中央清算されない店頭デリバティブ取引に関する証拠金規制の導入に合意

ました。

店頭デリバティブ規制というのは、最近の金融規制改革の中でも、ある意味では影響が一番大きい規制でありまして、問題も多いということだと思います。これは業者規制ではなくて市場規制で、とにかく市場を捉えて、それについては今申しました四つの規制をかけてしまうということで、投網をかけるような非常に包括的な規制です。特に金利スワップなどは、クロスボーダーの取引が多いわけです。そうしますと、各国規制間の重複や抵触が非常に発生しやすい。そういう非常に難しい規制だということが言えます。

ただ、欧米では、リーマン・ショック後、店頭デリバティブ取引というのは非常に目のかたきにされているようなところがありまして、アメリカのドッド・フランク法でも改革の最大の対象とも言われております。ヨーロッパでは、特に国債の

国際的な検討(各論)

- CPSS/IOSCO「金融市場インフラのための原則(FMI原則)」[2012年4月]
中央清算機関(CCP)、取引情報蓄積機関(TR)などの市場インフラ機関が備えるべき安全性、健全性、効率性を確保するための国際基準を定めたもの。(特にCCPにおける信用リスク、流動性リスクの管理に関する基準が重要)
- BCBS/IOSCO「中央清算されないデリバティブ取引に係る証拠金規制」[2013年9月]
 - (対象取引) 中央清算されない全てのデリバティブ取引
(現物決済型の為替スワップ及びフォワード取引は対象外)
 - (対象主体) 全ての金融機関及びシステム上重要な非金融機関
 - (変動証拠金) 時価変動額(十分高い頻度(例えば日次)で差入れ)
 - (当初証拠金) ・再構築する場合の時価変動をカバー(10日、信頼区間99%)
・証拠金率は標準的手法^(注)又は内部モデル(当局の承認が必要)で算出
(注)概ね、金利(5年超)4%、CDS(5年超)10%の水準
- (実施スケジュール) 変動証拠金: 2015年12月実施
当初証拠金: 2015年12月から2019年12月にかけ段階的に実施
(想定元本3兆ユーロ以上の主体同士から実施)

4

CDSがどうもいけなかったのではないかと私は思っているのですが、あれでユーロ危機の足を引っ張り、共通通貨制度そのものが攻撃されたという面もありまして、野放しにしてはいけなといった受けとめ方が強いのだと思います。

(国際的な検討(各論))

四ページに「国際的な検討」の各論がございませう。まず、BISの決済などをやっているCPSSとIOSCOが共通で出しました「金融市場インフラのための原則」という「FMI原則」と言われているものがあります。これは、中央清算機関(CCP)や取引情報蓄積機関の要件などの国際的な基準を定めております。特にCCPについての基準が重要だと思います。

もう一つが、昨年九月にまとめられましたバーゼル委員会とIOSCOの共同の「中央清算され

ないデリバティブ取引に係る証拠金規制」でござ
います。これは、先ほど追加で決められたと申し
ましたG20カンヌ・サミットの証拠金規制を受け
て、そこから依頼を受けて基準を策定したもの
で、バーゼル規制の様にそのまま国際基準になる
ものです。

その中身を見ますと、まず対象取引は、中央清
算されない全てのデリバティブ取引なのですが、
日本も気にしていた現物決済型の為替スワップ及
びフォワード取引は対象外になったことは、日本
としてはよかったわけです。

対象主体は、全ての金融機関とシステム上重要
な非金融機関ということで、金融機関だけではな
い。そういうもの同士の取引が証拠金規制の対象
になるというものです。

それから、変動証拠金をお互いにちゃんと差し
入れなければいけないということで、これは現在

も実際の店頭取引でも行われていますので、それ
ほど大きな影響はないと言われています。

次の当初証拠金が問題でございまして、もとも
とこんなことは基本的にやっていなかったわけ
で、その負担や取引を抑制する効果がどうかとい
うことが議論になっております。確かに取引所取
引などは当初証拠金が当然あって、それから変動
証拠金となるので、これがないと店頭取引のほう
を厳しくするという趣旨に副わないというのはい
かるのです。しかし、その額が、再構築する場合
の時価変動をカバー（一〇日）となつていま
す。これが取引所取引だと大体一日なのです。で
すから、単純に言えば一〇倍積まないといけな
い。

それで、標準的手法と内部モデルとあるのです
が、最近、金融機関が自分のモデルで計算する
ということに対して、前にも申しましたが、非常

風当たりが強くて、一々当局が承認しないとできないことになっています。一方、標準的手法は、CDSですと一〇%というかなり大きな額の証拠金を積むことが求められています。これには反発が強かったものですから、市中協議した後、最終決定するまでの間に、閾値、一定以下の額の取引には規制をかけないとか、担保に入られた有価証券については一部再担保を容認するという、反発を弱めるような改正が部分的になされましたが、最終的にもかなり厳しい規制になったと言われています。

厳しく感じる理由の一つは、金融機関にとって、結局、取引相手が大丈夫かということなので、まさに信用リスク管理なわけです。それについては別途、業者規制がありまして、監督も受けますし、バーゼル規制上もカウントされるわけです。店頭デリバティブのカウンターパーティー・

リスクも信用リスク管理の一つなのに、これだけ取り出して必ずこういうふうに出金を取らなくてはいけないという規制は、何でこだけこんなに厳しいのかという感じは、金融機関からすれば出てくるわけです。

そういうことですので、実施スケジュールは、変動証拠金は二〇一五年一二月から導入するのに対し、当初証拠金のほうは影響を見ながら段階的に実施することになっています。

（諸外国の対応）

五ページ、「諸外国の対応」です。

① 米国

アメリカはドッド・フランク法で店頭デリバティブ規制の導入が定められております。もともとアメリカは、CFTCとSECが先物取引を規制していましたが、店頭デリバティブはそのどち

諸外国の対応

〔米〕。ドッド・フランク法〔2010年7月〕

〔参考：米国では従来、店頭デリバティブは、CFTC及びSECによる先物取引規制の対象外とされていた〕

①標準化された店頭デリバティブの中央清算機関の利用義務（清算集中）

②中央清算されない店頭デリバティブへの証拠金規制

③標準化された店頭デリバティブの（取引所又は）電子取引基盤での取引執行義務

④店頭デリバティブの取引情報蓄積機関への報告義務

⑤一定以上の店頭デリバティブを行う主体は、スワップ・ディーラー（SD）又は主要スワップ参加者（MSD）として当局に登録

○CFTC、クロスボーダー取引に係る解釈ガイダンス案中協議〔2012年6月〕

「米国人と一定額以上の店頭デリバティブ取引（当初、想定元本80億ドル）を行なう外国金融機関はSD又はMSDとして登録しなければならない」

（但し、外国規制が米国規制と同等と認められる場合は、当該外国規制の遵守をもって米国規制を遵守したとみなす代替的コンプライアンス措置あり）

（参考）各国からの批判

○米財務長官宛共同レター〔2013年4月〕

（日本のほか英独仏伊露、欧州委など10ヶ国の蔵相等）

更なる国際協調、広範囲な代替的コンプライアンス（評価には国際原則を活用）、適切な経過措置等を要請

5

らの対象にもなっていないかったという状態で、それがよくなかったという一種の反省に立って、こういう厳しい規制の導入が定められたわけです。日本の場合は、一応一九九八年から、証取法上、店頭デリバティブの概念が導入されていました。その中身を見ますと、①から④までは、先ほどの国際的な基準と同じです。⑤が、いわゆる業者規制でありまして、一定以上の店頭デリバティブ取引を行う主体は、スワップ・ディーラーなどとして登録しなければならないという規制がかかっています。これがまたいろんな問題の原因になってくるわけです。

その後、クロスボーダー取引に関してCFTCが解釈ガイダンスの市中協議をしました。その中身を見ますと、米国人と一定額以上の店頭デリバティブ取引をするにはスワップ・ディーラー等として登録しなければならないという内容なのです

○ CFTC、クロスボーダー取引に係る解釈ガイダンス、最終決定 [2013年7月] ・日・EU等6ヶ国・地域に対する猶予措置 (12月21日まで) (参考) 店頭デリバティブ主要当局者会合 (ODRG) の報告書 [2013年8月] ・同等性評価 (及び代替的コンプライアンス) は、柔軟なアプローチ、当局間の協議が重要 ・外国業者には適切な移行措置が必要 ○ CFTC、6ヶ国・地域の代替的コンプライアンス認定 (12月20日) ・SD業者規制については、概ね代替的コンプライアンスを認める。 (取引規制等には一定の例外あり) ・清算機関については、猶予措置を2014年末まで延長 [EU] ○ 欧州市場インフラ規則 (EMIR) 採択 [2012年7月] 〔技術的基準は、欧州証券市場監督局 (ESMA) が策定 [2013年3月]〕 ・一定の店頭デリバティブについて清算集中 (金融機関及び大規模なポジションをもつ非金融法人 (エネルギー、航空等) が対象) ・取引情報蓄積機関への報告義務 ・清算機関の認可等 (域外清算機関は規制の同等性を前提に認証) ○ 金融商品市場規則 (MiFIR) 案公表 [2011年10月] ・一定の店頭デリバティブについて、取引所又は取引プラットフォーム (MTF、OTF) の利用義務 (参考) ESMAの本邦清算機関に対する同等性評価及び認証 ・ESMAは、欧州委員会に提出 (9月1日) した技術的助言の中で、我が国の清算機関に対する規制・監督水準を同等と評価 (2013年12月、金融庁は清算・振替機関等向け監督指針を策定) ・JSCCは、ESMAに認証を申請	6
--	---

が、これですと世界の大きな金融機関はみんな登録しないといけなくなって、米国の規制がかかってしまう。そうしますと、各国の規制と、まさに抵触・重複するという問題があるわけです。ただし、アメリカも多少は考えていまして、その外国の規制が米国規制と同等と認められる場合は、当該同等と認められる規制を遵守していれば米国の規制を遵守したとみなす所謂「代替的コンプライアンス」という措置が設けられていました。

これに対して各国から厳しい批判が出ました。アメリカの財務長官宛てに一〇カ国の大蔵大臣等の共同レターを出して、さらなる国際協調、広範囲な代替的コンプライアンス等を求めたわけであります。

次に六ページですが、CFTCは、昨年七月にクロスボーダー取引に関する解釈ガイダンスを最終決定しました。ただし、日本やEU等六カ国・

地域に対しては猶予措置をいたしました。これは、代替的コンプライアンスがこれらの六カ国に認められるのかどうかの判断が間に合わなくて、それがはつきりするまで猶予した、延長戦にしたということであります。何で延長戦をしないといけないほど急いで決めたのかというと、オバマ大統領が主要な金融規制改革は二〇一三年中に決着しろと言って、ボルカー・ルールもそうなのですが、これも主要な金融規制改革の一つですから、急いで決めたため、こういうやり方になったわけです。

アメリカが国際的な影響を顧みず、どんどん急いで規制しようとしているという危機感を各国は持ちまして、(参考)にあります店頭デリバティブ主要当局者会合(ODRG)というものをそのためにわざわざつくりました。ここでは日本の河野国際政策統括官が大変活躍したのですが、やは

り同等性評価や代替的コンプライアンスの柔軟なアプローチ、当局間の協議が重要だということを決めております。ODRGは、G20でも認められている機関になっております。

その後、猶予措置の切れる前の日の二月二〇日に六カ国・地域の代替的コンプライアンスが認定されました。問題のスワップ・ディラーの規制については、この六カ国・地域に対しておおむね代替的コンプライアンスが認められました。ただ、清算機関については、さらにまた猶予措置がとられ、一年間延長になっております。

先ほど来、クロスボーダー取引が多いから各国間の規制の重複・抵触が生じ易いと言っています、これには概ね二つありまして、一つは、よく言う域外適用です。日本で金融機関などが業務をやっているのに、アメリカに関係があるとアメリカの規制がかかってしまうというのが域外適

用です。これは他の規制でも時々生じる問題であって、余り域外適用しないようにする、域外用というのはキチンと規制している国に対しては差し控えるというのが国際的な方向性だと思うのです。その表れが代替的コンプライアンスでもあるわけです。

店頭デリバティブについてはもう一つありまして、それは日本にいるAさんとアメリカにいるBさんが店頭デリバティブ取引をしたときに、証拠金規制とか清算機関の規制がかかるため、外国の人と取引するときにはどうしても両方の規制がかかってしまうのです。ですから、各国間の規制を調整しておいてもらわないと国際的な取引がうまくできないという問題がありまして、清算機関についてその問題が顕著に現れるのです。つまり、清算機関は日本の業者規制もアメリカの業者規制も両方クリアしていないと、日本人とアメリカ人

の取引を清算できないという問題で、これがほかの組合せの各国間で起こるわけです。その調整が間に合わないので外国の業者には規制を掛けるのを猶予している、こういう状態なわけです。

② EU

EUのほうにいきますと、欧州市場インフラ規則というのが二〇一二年七月に採択されています。それを見ますと、一定の店頭デリバティブについては清算集中がかかる。これは金融機関だけではなくて、大規模なポジションを持つ非金融法人、例えばエネルギーや航空会社も対象になるという考え方です。それから、取引情報蓄積機関への報告義務があります。

清算機関の認可ですが、これがまた域外清算機関には同等性を前提に認証制というふうになっておりまして、日本の清算機関は、この同等性を獲

得しないといけないという問題があります。そうでないと、ロンドンとの取引の清算ができないということになるわけです。

ヨーロッパにはもう一つ規則がありまして、金融商品市場規則のほうで、一定の店頭デリバティブについて、取引所または取引プラットフォームの利用が義務づけられています。いわゆる電子取引基盤の利用の義務づけを、欧州ではこのような形で導入しておることです。

(参考) のところに書いてありますが、日本の清算機関、具体的にはJSCCの同等性評価については、昨年の九月、おかげさまで同等と認められまして、今、認証を申請している状況です。この同等性の獲得も結構大変で、その下に、金融庁は清算機関向けの監督指針をつくったと書いてありますが、今までの日本のやり方は、ほかの金融監督でもよくあるのですが、清算機関に対しても

業務方法書というものを出させて認可するというやり方なのです。

ところが、欧米の規制というのは、当局のほうで、こういうことは決めなくてはいけないとか、こういうことは守らなくてはいけないということやを予め定めていて、それに対して、それは守りますからやらせてくださいと申請してくる。日本の場合は、申請者に、おまえ、どうするつもりか出してみると言っておきまして、それなりたいと認可するので。欧州当局から、そういうやり方はルールではないと言われて、理解を得るのに苦労しましたので、従来、業務方法書で出させていた内容を監督指針としてあらかじめ行政庁のほうで定めることとしたわけです。日本流だと、ちょっと国際的に通用しない面もあり、同等性の評価があると、かなり大変だということでございます。

我が国の対応

○ 2010年金商法改正

①標準化された店頭デリバティブに関する清算集中（2012年11月実施）

対象主体：金融商品取引業者及び登録金融機関（当面、清算機関の清算参加者間のみ）

対象取引：内閣府令で定める取引（当面、iTraxx Japan 50 CDS <国内清算集中>、3ヶ月・6ヶ月円LIBOR円スワップのみ）

②取引情報保存・報告制度（2012年11月（蓄積機関への報告は2013年4月から）実施）

対象主体：金融商品取引業者及び登録金融機関（当面、第一種金商業者、銀行、農林中金及び信金中金のみ）

対象取引：すべての店頭デリバティブ

報告頻度：1営業日以内（直接当局に報告する場合は週次）

○ 2012年金商法改正

③電子取引基盤の利用の義務づけ（2015年9月までに実施予定）

<以下の内容は、概ね「店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会とりまとめ」（2011年12月）による>

対象主体：金融商品取引業者及び登録金融機関（当面、取引量の多い業者間に限定）

対象取引：一定の標準化が実現し、流動性のあるものであり、清算機関の利用可能なもの（当面、円金利スワップのみ）

システム提供者：・マルチ・ディーラー型が基本。（但し、シングル・ディーラー型、電話注文等ハイブリッド型も可）

・第一種金商業者として要登録。（海外業者は、参入を容易にするため許可制度）

（図表1参照）

7

（我が国の対応）

次に、七ページの「我が国の対応」です。

我が国では、標準化された店頭デリバティブに関する清算集中については、二〇一〇年に金商法を改正しまして、二〇一二年一月に実施しています。先ほどご説明したように、遅くとも二〇一二年末までにやるとピッツバーグ・サミットで定めた期限内に実施してしまして、主要国では一番乗りで、我が国は取り掛かりは早いということがあります。

中身を見ますと、対象主体は、金融商品取引業者及び登録金融機関で、要するに、証券会社、銀行等です。ただ、当面は、清算機関の清算参加者間のみということで、これですと、今は二〇少しの範囲内だけになります。日本は規制を段階的に掛けるということで、対象主体も初めは主要な金融機関だけというふうにしてスタートしていま

す。

対象取引も、iTraxx Japan 50 CDSで、これはCDS取引の日経225の様なものですが、それだけで、金利スワップは円LIBORの三カ月、六カ月だけで、かなり狭い範囲でスタートしています。後者については、清算機関がそもそも取り扱っているのは最初はそれしかなかったということもあります。

取引の範囲を狭めておいて、だんだん広げようというアプローチのほかに、対象主体のところを見ますと、銀行と証券会社になっています。欧米の規制対象は、業者規制ではなくて市場規制ということ、金融業者というアプローチはなくて、店頭デリバティブをたくさんやっているところというメルクマールなのです。その辺、実はアプローチにかなりの違いがありまして、我が国としてはこれで問題ないと思っていますが、場合に

よっては、その辺が将来問題になる可能性はあるかもしれないとは思っております。

二番目の取引情報保存・報告制度ですが、これも一応二〇一二年中に実施しました。ただ、蓄積機関のほうに間に合わなかったものですから、本格実施は昨年の四月からになりました。

対象主体も、現在は証券会社と銀行、信金中金、農林中金ということで、信金以下は入っていませんし、ある程度絞った形でスタートしています。

三番目の電子取引基盤ですが、これは一昨年の法律改正で導入され、二〇一五年九月までに実施予定ですので、まだ詳細は決まっていません。ただし、「検討会とりまとめ」によりますと、対象主体は銀行、証券会社なのですが、当面は取引量の多い業者に限定し、対象取引も当面は円金利スワップのみでやろうか、と言っている状態です。

電子取引基盤の定義を見ますと、マルチ・ディーラー型が基本となっていますが、外国では余り入っていないシングル・ディーラー型や電話注文等ハイブリッド型も可能というふうにしようと考えています。

電子取引基盤というのは一体どういう位置づけなのかという点ですが、欧州ではOTFという概念が今度できる予定で、準市場みたいなものという位置づけなのです。我が国の場合はどうなのかと時々聞かれるのですが、我々としては、これを必ずしも市場の延長概念というふうに考えているわけではありません。翻って、何で電子取引基盤を通じた取引を義務づけるのかというと、取引の透明性を確保して当局がモニタリングできるようにするためですから、それに資するデバイスなら何でもいいのではないか。市場というのは、法律上は定義がないのですけれども、取引の出合いが

つきやすくなるなどの機能を持ったものだと思います。その意味で、特段出合いがつきやすいという機能はなくても、透明性を確保しモニタリングできるものであればいいのではないかという考え方に、我々としては今のところ立っているわけです。

どうも欧米は店頭デリバティブを目のかたきにして、やや取引所集中みたいな感じもあります。店頭で取引するのを野放しにすることなく、取引所や取引所類似の施設で必ずやらなければいけないという志向があるのですが、そこまでやらなければいけないのかという感じは我々としては持っているということでございます。

現在の国際的な状況ですが、八ページの図表1「各国の店頭デリバティブ規制の進展状況」を見ていただきますと、日本は上から一〇番目にあります。左側の規制の導入状況は、Aが一番いいの

(図表1) 各国の店頭デリバティブ規制の進展状況

	Status of applicable legislation					Status of implementing regulation				
	Central Clearing	Exchange Platform trading	Reporting to TRs	Capital	Margin ³	Central clearing	Exchange / Platform trading	Reporting to TRs	Capital	Margin
Argentina ⁴	A	A	A	A		A	A		E	
Australia	A					C		PE	E	
Brazil ⁵			A	A				E	A	
Canada ⁶	A	A	A	N/A				C	E	
China	P	A	A			P	A	A		
European Union	A	P	A	A	A	A		PE	A	
Hong Kong SAR	P	P	P	A	P			PE	A	
India	A	A	A	A	A	A	PA	PE	A	PA
Indonesia ⁷			A				PE	PE		
Japan	A	A	A	N/A		E		E	E	
Rep. of Korea	A		A					E		
Mexico	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	C	C	C	PA	
Russia	A	A	A	N/A	N/A			A	A	
Saudi Arabia ⁸	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A			E	E	
Singapore	A	C	A	A				C	E	
South Africa	A	A	PA ²	A	PA ⁹			C	PE ⁹	
Switzerland	C	C	A	A	C				E	
Turkey	A		A							
United States	A	A	A	A	A	PE ¹¹	PE	PE ¹¹	PE ¹¹	PE ¹¹
Total proposed or consulted ¹⁰	3	4	1	0	2	3	1	4	1	1
Total adopted ¹¹	12	10	15	9	4	3	3	3	5	1
Total effective ¹²						2	2	9	8	0

Key:

N/A	No action has been taken to date
C – Consultation	Not applicable in jurisdiction (i.e. legislative changes or implementing rules may not be needed in certain jurisdictions)
P – Proposed	Official documents have been published for public consultation
PA – Partially adopted	Draft legislation or regulations have been submitted through the appropriate process
A – Adopted	Final legislation or rules have been adopted for part of the relevant commitment area, and are enforceable
PE – Partially effective	Regulation in force and operative for a part of the market at the time of publication
E – Effective	Regulations are in force and operative as of the time of publication

(FSB [OTC Derivatives Market Reforms] (6th Report 2013年9月))

論 点

- 各国の店頭デリバティブ規制の国際的な調和について、現実的な解決が得られるのか。
- 相対取引である店頭デリバティブについて、提案されている様な厳しい市場規制をどれだけ網羅的に課し得るか。
- 今後、店頭デリバティブの取引には、高度の市場インフラ機関、業務執行体制が必要となるが、そのことは、市場間競争、業者間競争にどのような影響を及ぼすか。

(参考) 我が国の市場インフラ機関の整備

「日本証券クリアリング機構 (JSCC)」

- 店頭デリバティブの清算開始 (CDS (2011年7月)、金利スワップ (2012年10月))
- 取扱い対象取引の拡大 (TIBOR (2013年2月))
- クライアント・クリアリングの開始 (2014年2月)

(注) JSCCの金利スワップ債務負担残高443兆円は、LCH421兆ドル、CME6.4兆ドル (いずれも2013年9月末) に次いで世界第3位となっている。

「DTCCデータ・レポジトリ・ジャパン」

本国の米国のほか英国、オランダ、日本に子会社を設立 (シンガポールでも準備中)

9

(論点)

ですが、日本はかなりAになっています。右側の実施状況は、Eが一番いいのですが、日本はEが多くて、世界でも実施は最も進んでいます。下の太線の上がアメリカで、アメリカもかなり進んでいます。日本のほうがEが多い。日本の四つぐらい上にEUがありますが、EUは実施が余り進んでいないという状況です。

九ページの「論点」としては、店頭デリバティブ取引はクロスボーダーが多いので、取引に合った国際的な規制の調和というのは相当難しい、さらに調整していかないと大変だと考えています。先ほども申しましたように、まだ規制が猶予されている部分があります。規制をかけると他国とバッティングするから、しばらくかけないということですが、これをちゃんと現実的に解決すると

いうことも課題です。

二番目は、店頭デリバティブについては非常に網羅的に規制をかけようとしているのですが、契約自由の世の中で、似たような機能の契約というのはあり得るわけです。例えば、保険は店頭デリバティブではないと言っているのですけれども、物によっては似たような機能もあり得ます。また、ほかの種類の契約もあるかもしれませんし、余り厳しくすると、かえって迂回されてしまうという問題もあり得るのではないかと思っています。

三番目が、そうはいっても、今、店頭デリバティブ取引をするためには、色々な条件が課されています。清算機関や情報蓄積機関を使ってやらなければいけませんので、それをちゃんと整備している市場でないと市場間競争で優位に立てないという状況が生じてきております。

我が国の状況を見ますと、（参考）のところに書いてありますが、清算機関については日本証券クリアリング機構（JSCC）というものがございします。これはもともと東証のインハウスの清算機関だったのですが、別会社化したものです。

一番問題になる金利スワップについて、日本で清算業務は全く行われていなかったわけで、それをとにかく整備しないといけないという状況でした。当初は金利スワップというのは国際的な取引が多いので、日本だけで清算機関を整備してもうまくいかないのではないか。世界で一番大きいロンドンのLCHと組んでリンク型にしないと清算業務がワークしないし、実際に取引をしている金融機関からも使ってもらえないのではないかと思っています。そのため、法律にもリンク型ができるようにわざわざ規定を入れて、その後、LCHとJSCCがジョイントベンチャーをやるべ

くいろいろ交渉したのですが、どうしても話がまとまらない。やむを得ず単独で清算業務をやることにしましたが、結果的にはこれはかなりうまく行きました、欧米の主要な金融機関も出資して参加してもらっています。

(注) に書いてありますが、J S C Cの金利スワップ債務負担残高は四四三兆円で、L C Hとは二桁ぐらい違うけれども、C M Eとはいいい勝負で、一応世界第三位となっています。二月末では六八二兆円になっていますので、C M Eを抜くのは時間の問題だと私は思っております。世界の主要な金融機関が参加する清算機関を持っている国は余りないのですが、日本はそれを何とか確保できたということでございます。

その下の「D T C Cデータ・レポジトリ・ジャパン」というのは取引情報蓄積機関です。D T C Cというのはアメリカの会社で、ここが取引

情報蓄積の世界では九九%のシェアを持っています。国際的な活動をする金融機関は、現地法人とか支店が日本にあったとしても、その金融機関グループの世界中の取引を同じ情報蓄積機関に情報蓄積しないと内部管理上非常に不都合で、その世界標準がD T C Cなわけです。D T C Cは日本に進出してきまして、昨年の四月から業務を開始しました。世界では、本国のアメリカのほかにイギリス、オランダ、日本に子会社を設立し、シンガポールでも準備中とのことです。とにかく日本で活動する金融機関はD T C Cを使うことになりましたので、日本で店頭デリバティブの市場インフラは何とか整備されてきています。例えば、オーストラリアはD T C Cがないものですから、日本のD T C CもロンドンのD T C Cも使ってもいいというルールにしています。

日本の場合は、店頭デリバティブの規制の実施

2. 市場不正行為に対する規制強化

背景及び狙い

- リーマン・ショック以降、LIBOR操作など大手金融機関の数々の不正行為が明るみに出た（世論の金融機関批判の要因の一つ）。
- 不正行為により利益を上げようとするインセンティブを抑え、市場の公正性、安定性を高める。

諸外国の対応

（市場不正一般）

〔EU〕○ 市場阻害行為規制（Market Abuse Regulation）の改定〔2013年9月承認〕

（インサイダー取引、市場操作等に対するEU共通規制）

- ・ 規制対象に、①MTF等の電子取引基盤、②金融指標の操作、③商品取引等を加える
- ・ 規制違反に対する罰金は、最低でも「利益の3倍まで」又は「取引高の15%まで」課し得ることが求められる

（参考）IOSCOにおいても、市場不正に対する抑止力（罰則、監視等）の現状について調査を行っている（レポート作成予定）

10

は早くやる。ただし、対象範囲は無理に最初から広くしないで、だんだん拡大する。市場インフラ機関もなるべく整備すること、何とか国際的な競争に不利にならないようにやっているという状況でございます。

二、市場不正行為に対する規制強化（LIBOR問題を含む）

（背景及び狙い）

次に、一〇ページ、「市場不正行為に対する規制強化」です。

「背景及び狙い」ですが、リーマン・ショック以降、LIBORの操作など、大手金融機関の数々の不正行為が明るみに出ました。このため、不正行為によって利益を上げようとするインセンティブを抑え、市場の公正性、安全性を高めよう

という規制改革の動きが強まっています。

(諸外国の対応)

① 市場不正一般

「諸外国の対応」ですが、まず、市場不正一般について申し上げます。EUでは、市場阻害行為規制というのがありまして、昨年の九月にその改定が行われました。これはインサイダー取引や市場操作等に対するEUの共通規制です。今回の改正では、まず、市場不正に対する規制の対象範囲を拡大する。取引所取引だけからMTF等の電子取引基盤にも広げるということと、問題になっております金融指標の操作も市場不正行為に加えます、さらに商品取引等も加えるという内容になっています。

罰則の強化も図ってしまして、最低でも利益の三倍とか、取引高の一五%までは罰金をかけられ

るようにしなければいけないということになっています。

このルールを決めたときに、プレスリリースで、欧州の当局者は、市場不正に対するゼロ・トランスである、不寛容政策であるというふうに言っています。

なお、IOSCOにおいても、市場不正に対する抑止力、これは罰則のみならず監視等の能力も含むのですが、世界各国の現状は本当に十分なのか、今、調査をしているところで、今年中にもレポートが出る予定です。

② 金融指標の規制（LIBOR問題）のあり方
一 ページですが、LIBOR問題については、まず震源地である英国でウィットリー・レビューというものが出まして、LIBORの算出・提示に関して法的規制の導入を提言しまし

(金融指標の規制 (LIBOR問題) のあり方)

〔英〕○ LIBOR改革案 (ウィットリー・レビュー) [2012年9月]

LIBORの算出・提示に関して法的規制の導入等を提言

○ 2012年金融サービス法 [2012年12月成立] } 2013年4月施行
関連規則の制定 [2013年3月]

利益相反の防止、開示規制、不正行為の疑いの特定・報告等

〔EU〕○ 金融指標に関する規則案 [2013年9月公表]

・ 利益相反の防止、開示規制、提示者の行為規範等

・ 域外の金融指標：EU域内の利用には同等性の評価を行う (IOSCO原則の遵守状況を考慮)

国際的な検討

〔IOSCO〕○ 金融指標に関する原則の最終報告書 [2013年7月]

算出者のガバナンス、指標の品質、指標の算定手法の品質、算出者の説明責任に関する19の原則を公表

(18ヶ月以内にIOSCO原則の実施状況を評価)

〔G20〕 サンクトペテルブルク・サミット首脳宣言 [2013年9月]

「我々は、IOSCOによる金融指標のための原則を承認し、IOSCO原則に沿って、銀行業界や金融市場で国際的に使用されている指標を必要に応じて改革することを期待する」

11

た。それを受けて、二〇一二年金融サービス法等で、利益相反の防止、開示規制、不正行為の疑いの特定・報告等と内容とする金融指標規制が、昨年の四月から実施されています。

EUでは、昨年の九月に金融指標に関する規則案が出まして、イギリスと似たような内容の提案がなされています。これにも域外の金融指標がどうかという問題があつて、それもまた同等性の評価というものが出てきます。具体的には、例えばLIBORをロンドンで使うためには、同等性の評価をクリアしないと駄目だということになるわけです。ただし、その評価の際には、IOSCOの原則(後述)を考慮するということになっていきます。

(国際的な検討)

「国際的な検討」は、金融指標規制の検討は、

まず欧州で先行してしまして、それからIOSCOなどの国際機関で検討が行われるという順番になっています。IOSCOでは金融指標に関する原則が出まして、算出者のガバナンス、指標の品質、指標の算定手法や算出者についての規制のあり方の原則が公表されています。それらについては、一八カ月以内にIOSCO原則の実施状況を評価することになっていて、各国の実施状況をレビューすることになっています。

これは、通常の金融規制とは逆のパターンで、最後にG20でIOSCOの金融指標のための原則を承認するという順番になっています。通常は、まずG20でこういう金融規制をやらなくてはだめだなどと宣言し、それから、IOSCOやバーゼル委員会が検討して、その原則に沿って各国が規制を導入するという動きですけれども、金融指標については逆になっています。それはなぜかとい

うと、結局、一言で言うと、欧州はLIBORやEURIBORを守ろうとしているわけです。LIBOR問題は確かに大変なスキャンダルなのですが、それに対する規制を導入することで指標そのものは守ろうというのが欧州の思惑です。

一方、それと全く違う考えもありまして、LIBORみたいな申告制の指標はそもそも適当ではない。例えば、短期金利だったら、短期国債の実際に取引されているレートを使えばいいではないか、提示型の指標はそもそも廃止したらどうかというかなり過激な主張もありまして、アメリカが割とそうなのですが、それで欧州としてはとにかく規制の導入を急ぐという流れになっています。

そもそも指標としてどうかという点は、IOSCOの原則の「指標の品質」というところに若干その痕跡があります。そこを見ますと、指標は信頼性の高い市場を反映してないといけない、

我が国の対応

(市場不正一般)

①不正行為の規制対象範囲の拡大

- ・インサイダー取引に係る情報伝達・取引推奨行為(2013年金商法改正)
- (図表2、図表3参照)

②課徴金制度の強化

▷課徴金の水準引き上げ

- ・インサイダー等不正取引、届出書・有報等の虚偽記載(2008年改正)
- ・他人の計算によるインサイダー取引(2013年改正)

▷課徴金の対象の追加

- ・届出書・有報等の不提出(2008年改正)
- ・公開買付届出書、大量保有報告書(同上)
- ・(金業者等以外の)他人の計算によるインサイダー取引(2012年改正)
- ・虚偽開示の外部協力者(同上)

(参考) LIBOR操作関係の欧米当局による課徴金賦課

UBS(約1,500億円)、ラボバンク(約1,000億円)、RBS(約630億円)、
パークレイズ(約440億円)

(金融指標の規制のあり方)

- 「金融指標の規制のあり方に関する検討会」[2013年11～12月]
- 2014年金商法改正法案(図表4参照)
 - ・特定金融指標の算出者を指定して規制対象とする
 - ・算出者のIOSCO原則に沿った業務規程の作成・遵守を求める

12

独立当事者間の観測可能な取引によって裏づけられてないといけないといった考え方が入っています。

我が国の立場は、欧州にやや近いものです。なぜかと言いますと、欧州の様に自市場で算出しているものを守ろうという考え方はないのですが、LIBORを使う取引は、要するに長期金利と短期金利を交換する取引ですから、一〇年といった結構長いものがあるわけです。そうした契約が存在するのに急に指標を廃止すると言っても実際にどうするのかという問題もありますので、規制強化で対応できるのであれば、それでもいいのではないかというスタンスに立っているということです。

(我が国の対応)

一二ページの「我が国の対応」ですが、市場不

正一般については、日本は市場不正に甘いのではないかと昔からよく言われていまして、リーマン・ショック後、国際的に市場不正に対する見方が非常に厳しくなっていますので、対応を強めているという状況でございます。

まず規制対象範囲の拡大ですが、昨年の金商法改正で、インサイダー取引に係る情報伝達や取引推奨行為に規制を拡大しています。ご存じのように、これは公募増資インサイダー事件を契機として規制強化が図られたものです。

次の一三ページを見ていただきますと、公募増資インサイダーの事案が並べられています。一番右の課徴金額を見ていただきますと、五万円とか十何万円とか、金額が非常に低い。唯一、ファースト・ニューヨーク証券というのが一四六八万円です。少し高いのですが、これは自己取引で、それ以外は規制用語で言うところの「他人の計算」というもの

です。インサイダー取引行為者のところを見ますと、行為者はみんな信託銀行やアセットマネジメントなどで、投資家からお金を預かって運用している運用業者です。インサイダー取引をしても、投資家の利益にはなるけれども、運用業者は手数料をもらうだけで直接利益になるわけではないという構図で、その場合は課徴金額が相当安くなってしまうという問題がありました。

次の一四ページですが、インサイダー取引規制に関して日本の規制は緩いのか。図表3の一番下の刑事罰のところを見ていただきますと、アメリカは二〇年以下で少し重いのですが、それ以外の国と比べますと、日本は大体遜色はない。それから、ここには出ていませんが、摘発件数も、アメリカは非常に多いのですが、それ以外の国と比べると、日本はこれまた余り遜色はない状況です。

日本が緩いのではないかと言われるのは課徴金

(図表2) 公募増資インサイダー取引事案等を踏まえた対応
(「公募増資に関連したインサイダー取引」事案の概要)



発行会社	公募増資 公表日	主幹事証券会社等	インサイダー取引行為者	課徴金勧告日 (納付催告日)	課徴金額
国際石油開発帝石	平成22年 7月8日	野村證券	(旧)中央三井アセット信託銀行 (現)三井住友信託銀行	平成24年3月21日 (平成24年6月27日)	5万円
日本板硝子	平成22年 8月24日	JPMオルガン	あすかアセットマネジメント	平成24年5月29日 (平成24年6月26日)	13万円
みずほフィナンシャルグループ	平成22年 6月25日	野村證券	(旧)中央三井アセット信託銀行 (現)三井住友信託銀行	平成24年5月29日 (平成24年6月27日)	8万円
東京電力	平成22年 9月29日	野村證券	フューズ・コミュニケーション証券 個人	平成24年6月8日 (審判手続終結)	1,468万円 6万円
日本板硝子	平成22年 8月24日	大和証券	シヤバ・フットボール・サリ-合同会社	平成24年6月29日 (平成25年1月8日)	37万円
エルピーデータメモリ	平成23年 7月11日	野村證券	シヤバ・フットボール・サリ-合同会社	平成24年11月2日 (平成25年4月16日)	12万円

(注1) 野村證券については、昨年8月3日に同社に対して業務改善命令を発出。

(注2) シヤバ・フットボール・サリ-合同会社については、昨年6月29日に同社に対して投資助言・代理業の登録取消処分を実施。

(金融庁資料)

(図表3) インサイダー取引に係る規制の比較

	日本	アメリカ	イギリス	フランス	ドイツ
規制対象					
インサイダー取引	○	○	○	○	○
情報伝達行為	×	○ (注1) ※情報受領者が取引を行った 場合に限る	○ (注2)	○ (注2) ※情報受領者が取引を行った 場合に限る	○ (注3) ※情報受領者が取引を行った 場合に限る
取引推奨行為	×	△ (注4)	○	○ ※被推奨者が取引を行った場 合に限る	○ ※被推奨者が取引を行った場 合に限る
課徴金等	○	○	○	○	△ (注5)
「他人の計算」の 場合の課徴金額等	報酬額	取引自体の利得の 最大3倍	報酬額+制裁	1億ユーロ or 報酬額の10倍以下	(課徴金等なし)
刑事罰	○ (5年以下の懲役等)	○ (20年以下の自由刑等)	○ (7年以下の自由刑等)	○ (2年以下の自由刑等)	○ (5年以下の自由刑等)

- (注1) 発行体若しくは株主に対する信託義務又は情報伝達等に対する信託義務に違反して他の者に情報伝達した場合に限る。
 (注2) 雇用関係、役職、専門的職務上の役割の適切な遂行等として行う場合を除く。
 (注3) 権限なく行う場合に限る。
 (注4) 法令上明確には規制対象とされていないが、被推奨者による取引が行われた場合には、法令違反になり得る。
 (注5) 情報伝達・取引推奨を行った者に対する行政上の措置 (過料 (20万ユーロ以下)) のみ。

(金融庁資料)

で、ここに出ているのは「他人の計算」の場合ですが、日本は運用業者の報酬額を基準に決めているわけです。日本の場合、導入以来、課徴金というのは利得相当額だという考えがありまして、これは二重処罰を防ぐとか、懲罰的なものではないということから来ています。

ほかの国を見ますと、利得の何倍とか、制裁的な効果も加味して課徴金がかけられるようになっていて、この辺が不正行為に対する日本の制裁を強化する際の問題になっているわけです。

一二ページに戻りますと、⑧の課徴金制度の強化ということで、課徴金の水準を引き上げる。

「他人の計算」による場合も引き上げて、先ほどのジャパン・アドバイザリーの案件は現行では一二万円だったところ、引き上げの結果、二億三八〇〇万円になるというふうに金融庁は試算していきまして、大体数百倍から数千倍に引き上げたところ

です。そのほか、課徴金の対象も追加してきています。

いずれにせよ、利得の範囲内というのはなかなかネックでして、課徴金の対象に報告書の不提出などを後から苦勞して追加しているのですが、インサイダー取引とか相場操縦ですと、これが利得であろうと計算し易いのですけれども、不提出による利得というのは何なのかというのはなかなか計算しがたいわけです。しかし、そうは言っても、そうした違反行為に課徴金をかけないのはバランスを失しますし、国際的にも甘いということになりますので、苦心して利得相当額を決めて課徴金の対象を増やしているという状況です。

日本の課徴金というのは、二〇一七年度の制度導入から二〇二四年度までで一六八件、全部で六九億円ぐらいかけているのですが、そのうち六五億円が開示関係で、今問題になっている市場不正

関係は四・四億円にすぎない。この様に課徴金の額がどうしても非常に小さいという問題があるわけです。

昨年一月にウェッジホールディングスという案件で監視委員会が四〇億円の課徴金の勧告をいたしまして、日本としては非常に大きな額をかけた訳ですが、(参考) のところにありますように、LIBOR関係の外国の課徴金を見ますと一〇〇〇億円オーダーで、欧米は非常に高額化しているという状況です。

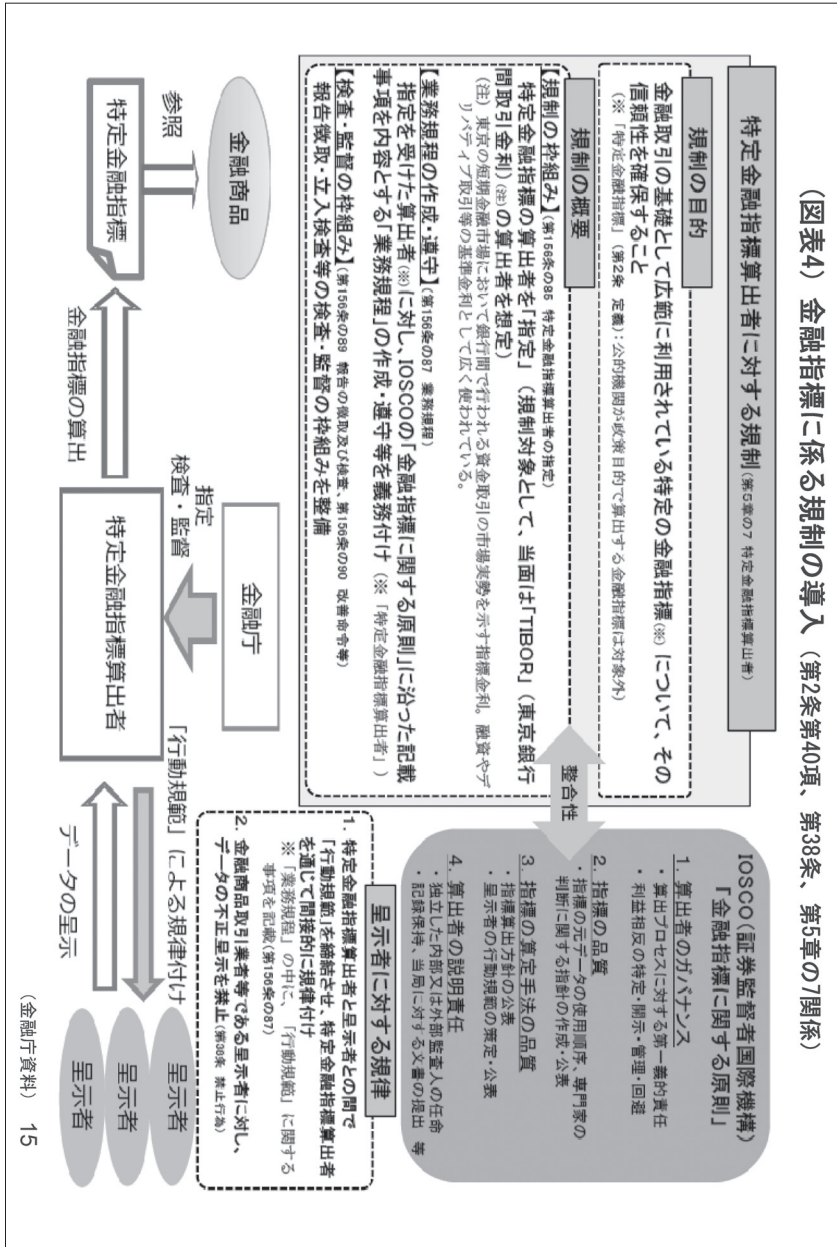
金融指標のほうですが、これは昨年末に我が国でも検討会を開きました。一五ページの図表4の「金融指標に係る規制の導入」に、これは今度の法案に載っています、概要が出ております。特定の金融指標については、算出者を指定して、先ほど来出てきていますIOSCOの原則に沿った規制を遵守してもらうという考え方です。

なお、呈示者に対してどういう規制をかけるかというのが一つの問題です。右下のほうに出ています、日本のやり方は、呈示者は直接検査・監督の対象にはしない、行政的な規制対象にはしない。ただし、不正をしたときには罰則を掛けるというやり方になっています。日常的には、算出者のほうから一種の自主規制的に行動規範をつくって規律づけをするというアプローチになっています。呈示者のほうにも規制をかけるというやり方もあるのですが、余り厳しくすると金融機関がみんな辞退してしまつて、指標そのものが成り立たなくなってしまう恐れがある。しかし、呈示者の規律も保たないといけませんので、そういうやり方をとっているところでです。

(論点)

一六ページの「論点」ですが、市場不正に対し

(図表4) 金融指標に係る規制の導入 (第2条第40項、第38条、第5章の7関係)



論 点

- 市場不正への対応として厳罰化が先行しているが、監視体制の強化を含め全般的な抑止力の強化はどのようにして達成されるのか。
- 金融指標の規制対象は、どの範囲までカバーすることが適切か（為替、商品等はどうするのか）

16

では厳罰化が先行していて、特に金融機関に対する課徴金は物すごい額になっています。ただ、我々としては監視体制の強化など、実行面もきちんとやって、全体的な抑止力を強化すべきではないかという考え方でございます。

それから、金利指標が主として規制対象とされていますが、実は為替や商品もかなり問題になっています。つい最近も為替のロンドン・フィックスがかなり操作されているのではないかと、しかも当局が知っていたのではないかとということが問題になっていますので、一体どこまで規制対象にするのか。日本の場合は当面はTIBORしか想定していないところですが、そういう問題があります。

3. 市場構造規制問題

背景及び狙い

- 近年、情報通信技術の発達及び市場規制の変革により、特に欧米において「市場の分裂」（現物株及びETFが問題になることが多い）と呼ばれる現象が進行している。（図表5参照）
- 異なる種類の市場間の公平な競争条件を確保するとともに、市場全体の透明性・公正性を高め、顧客注文の保護を図るための規制上の対応が問われている。

諸外国の対応

〔米〕○ レギュレーションNMS実施〔2007年〕

全ての取引所、ATSに全米最良気配での執行を求める（トレード・スルーの禁止）

（注）電子取引システムには、一定の範囲内で注文回送を免除する例外あり

○ 統合取引追跡（CAT）システムの導入決定〔2012年7月〕

全ての市場の注文、気配等に関する情報を集約するシステム（複数市場に跨がる市場監視が可能となる）

17

三、市場構造規制問題

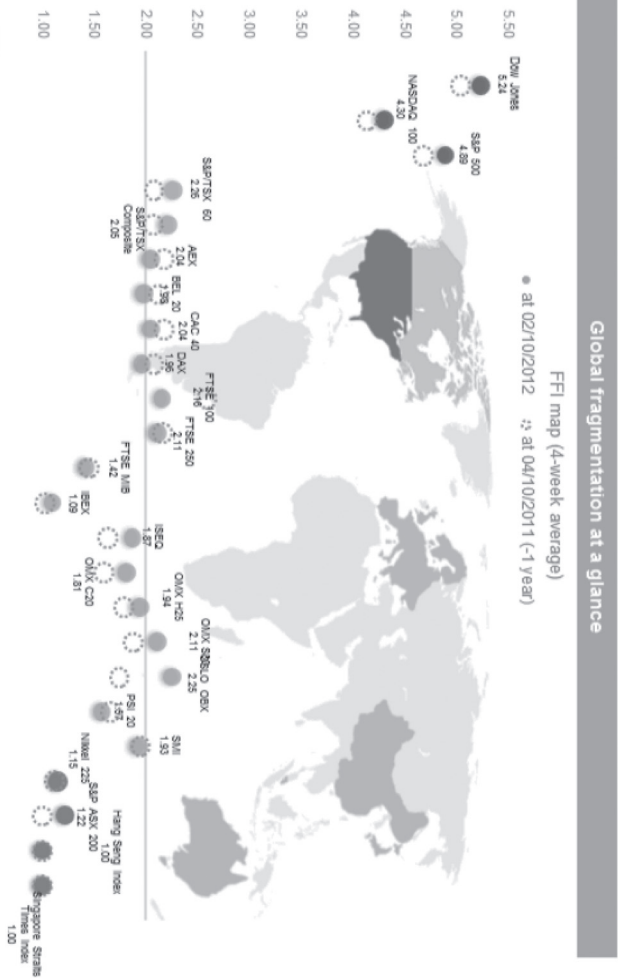
（背景及び狙い）

次に、一七ページの3の「市場構造規制問題」です。

「背景及び狙い」ですが、近年、情報通信技術の発達や市場規制の変革によって、特に欧米において「市場の分裂」という現象が進んでおります。これは伝統的な証券取引所に対して、代替的取引システムというところの比重が高まっているということでございます。

一八ページを見ていただきますと、「各国における『市場の分裂』の進行状況」という図表があります。これはFPIというインデックスで見ただけですが、1というのは、全く市場が分裂しておらず一カ所に全部の取引が集中している状態。

(図表5) 各国における「市場の分裂」の進行状況(Fidessa Fragmentation Index)



Source: Fidessa

* Using a fairly standard methodology, the Fidessa Fragmentation Index as calculated as the reciprocal of a Herfindahl concentration index (see <http://fragmentation.fidessa.com/fag/>).

(IOSCO 資料)

2以上になると、主たる市場が存在しない状態と
のことです。アメリカは大体5の辺にありまし
て、市場が大変分裂していて、NYSEやNAS
DAQのシェアはそれぞれ十数%ぐらいです。
ヨーロッパは、FTSEとかDAXなどを見てい
ただくと、大体2前後です。日本は1から少し上
にきているという状態で、オーストラリアもそう
です。一方、香港、シンガポールは1です。この
ように、各市場によってかなり特徴があるという
状況です。

一七ページに戻りますと、こういう取引所やP
TSといった異なる種類の市場間の公正な競争条
件を確保するとともに、市場の透明性、公正性を
高め、顧客注文の保護を図るための規制上の対応
が問われているということです。

(諸外国の対応)

① 米国

「諸外国の対応」ですが、アメリカの規制は、
レギュレーションNMS (National Market
System) が二〇〇七年に実施されました、こ
で全ての取引所、ATSに全米最良気配での執行
が求められました。ATSというのは、日本でい
うとPTSです。取引所やATSにそれぞれ気配
が出ていて、自分の取引所に注文が来ても、ほか
でもっといい気配が出ていたら、そちらに注文を
回さなければいけないというルールがあります。

その際、電子取引システムは一定の範囲内で注
文回送をしなくていいというルールがあります。
なぜなら、電子取引システムは非常に速く取引を
やろうとしているので、少しの幅で隣がよくて
も、そちらに行っている間にまた変わってしまう
かもしれないので、一定の価格差であれば注文回

〔EU〕○ 金融商品市場指令（MiFID）の施行 [2007年]

（取引所とMTFが公正な条件で競争する為の共通ルールを定める）

- 取引所集中を禁止
- 取引所、MTFに気配、取引の公表義務
- 取引仲介者に最良執行方針を定めることを義務付け

○ MiFID改正案（MiFID II/MiFIR）[2014年 1 月基本合意]

- 市場概念の拡張：OTF（組織的取引施設）
（店頭デリバティブの利用義務付け、現物取引における透明性の確保）
- 統一的なデータの収集・公表（取引所、MTF、OTF）

国際的な検討

〔IOSCO〕「市場構造の変化に伴う監督上の課題」最終報告書 [2013年12月]

（分裂した市場環境における）

①市場の流動性、②効率性、③価格の透明性、④投資家の注文に係る執行の質の向上 —— の4項目について提言

（注）2010年G20ソウル・サミットにおけるIOSCOに対する要請に応えたもの

19

送をしなくていいという考え方なのです。この結果、ニューヨーク・ストック・エクスチェンジの伝統的なスペシャリスト制度は不利になりました。電子取引とのハイブリッド型に改めざるを得なくなったということで、市場の分裂が進んだわけです。

また、いろいろな場所で取引が行われていると、当局がモニタリングするのが難しくなるので、それを実施するために、取引所とFINRAが共同運営するCATシステムというものの導入が決定しております。

② EU

一九ページになりますが、ヨーロッパでは、同じく二〇〇七年にMiFIDという日本の金商法に相当するものが施行されました。ヨーロッパでは、取引所とMTFが公正な条件で競争するため

の共通ルールが定められました。MTFというのは日本のPTSと同じものです。さらに、取引所集中が禁止される一方、MTFにも気配や取引の公表義務が課されました。MTFというのは一種の業者ですが、このときにシングルパスポートになりまして、ヨーロッパのどこか一カ国で免許があればヨーロッパじゅうで業務ができるため、ヨーロッパでもMTFが非常に盛んになり、市場の分裂が進みました。

現在、ヨーロッパでは、このMiFIDの改正案が、最終調整中であります。その内容を見ますと、先ほども少し出てきましたが、市場概念の拡張というものが行われておりまして、MTFの外側にOTFという概念をつくろうとしております。これはブローカーの中のつけ合わせをある程度システムを使ってやるものや、クロッシング・システムといいまして、機関投資家が大きな取引

を決まった値段でやりたいというクロス取引をうまくマッチさせるようなシステムですが、それも拡張した市場概念に入れるといった案であります。

そうしたところにも取引状況の公表を義務づけて市場の透明性を確保する一方、店頭デリバティブについて電子取引基盤で取引しなければいけないというルールがありました。それはMTFかOTFでやりなさいという義務づけになるという考え方があります。

また、市場の分裂が進んでいる状況に対応して、統一的なデータの収集や公表を、ルールを決めてやろうとしております。

（国際的な検討）

「国際的な検討」ですが、IOSCOから昨年の一二月に、「市場構造の変化に伴う監督上の課

我が国の対応

○ 金融ビッグバン

取引所集中義務の撤廃、PTS制度の導入 [1998年]

○ PTSに対する公開買付規制上の5%ルール適用除外 [2012年10月実施]

取引所並みに取扱う (図表 6 参照)

(参考) 公正取引委員会の東証・大証統合に関する審査結果 [2012年7月]

「(PTSに対する5%ルールの適用が除外されれば) 当事会社に対するPTS事業者の競争圧力が強くなると考えられる」

○ 空売り規制の総合的な見直し [2013年11月実施]

空売り規制の対象にPTSを加える

(参考) ・価格規制 (10%下落がトリガー) の翌日分の取扱い、主たる市場 (取引所) に合わせる

・空売りポジション報告は、主たる市場 (取引所) が取りまとめて公表する

20

題」という報告書が公表され、分裂した市場環境における規制のあり方について提言が行われております。

(我が国の対応)

二〇ページの「我が国の対応」です。

我が国では、ご存じのように、金融ビッグバンで一九九八年にPTS制度を導入しておりますが、そのシェアは低いまま推移していました。ただ、最近、若干動きがありまして、二〇一二年一〇月に、PTSに対する公開買付規制上の5%ルールの適用を除外しております。これは、今までは取引所と違ってPTSは市場外取引ということで、公開買付規制上、ある会社の株を市場外で5%以上買い付けるときは公開買付によらなければいけないというルールが掛かりました。取引所の中でやる分には、別にそういう規制はかから

ない。しかも、これは連結ベースでかかるルールなものですから、管理がかなり大変で、何かの拍子にグループの持ち株比率が5%を超えてしまうかもしれないということから、機関投資家にとつてPTSが非常に使いにくかったという問題がありました。この改正は、要するに、公開買付規制上の5%ルールについては、PTSを市場外という位置づけから、取引所並みに扱いを変えたということであります。

これは実は東証と大証が統合する際、公正取引委員会の審査がありまして、PTSというのは今後は取引所の取引相手になる、したがって、5%ルールの適用が除外されれば、その分、競争が活発になるという認定がありました。その関係もあって、PTSを取引所並みに扱うことにしたものです。〔この結果、二二ページの（図表6）にある通りPTSの取引高は二〇一二年一月頃か

ら顕著に増加している〕

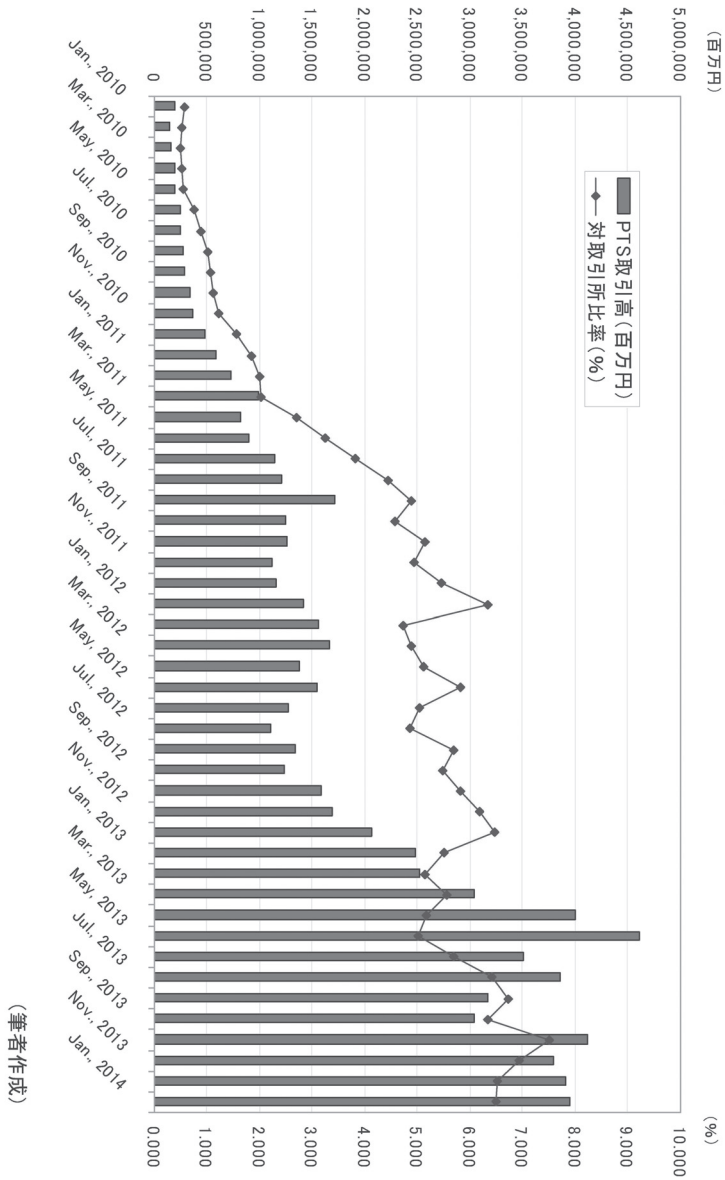
一方、空売り規制の総合的な見直しを昨年一月に実施しましたが、そこでも、今後、PTSは取引所と同等に空売り規制の対象に加えることになりました。今まではPTSには空売り規制がなかったため、PTSにとっては規制強化なのですが、取引所並みに扱うということにしております。

なお、そうしますと、価格規制などについて、共通のルールが必要になりました、（参考）にあるような、取引所とPTSに横串を刺すような共通ルールが設けられたところです。

（最近の動き）

二二ページをご覧くださいまして、アメリカのほうは、ATSをさらに市場概念を広げるというダークプールの問題に規制をどうかけるかという

(図表6) PTSの取引高



最近の動き

- 米国におけるダークプール規制の動き
 - ・ SEC、ダークプール規制案公表〔2009年11月〕
 - ①開示対象となる「気配」の定義拡大（短時間で取り消される注文等）
 - ②小規模ATSの規制対象としての閾値引下げ
 - ③ATSにおける取引の事後報告の充実
 - ・ SEC、「市場構造コンセプト・リリース」公表〔2010年1月〕
（市場構造の変化の現状及び対応について、論点をあげ市場関係者の意見を求める）
- （参考）SECホワイト委員長「（ダークプールについて）市場、取引所注文への影響、HFTへの効果など、さらに調査が必要だ」〔2013年3月〕
「HFTと市場の複雑さが優先課題だ」〔2013年4月〕

論 点

- 市場間の競争、市場全体の透明性、顧客注文の保護の観点から、どの程度厳密に統一ルールを定めるのが適切か。
- 統一ルールの対象となるべき市場の範囲は、どこまでか。（証券業者の内部付合せ、クロッシング・システム等）

22

動きがあるのですが、まだヨーロッパほど明確な形では進んでいないという状態です。

（論点）

「論点」ですが、市場といっても、取引所からPTS、クロッシング・システムの様なものまでいろいろありますが、どの程度共通ルールを決めなければいけないのかという理論的な問題があります。欧米では、公正な競争条件と申しますか、取引所と取引所以外を対等に扱うべしという傾向が強いのですが、取引所の種類によって少し性格に違いがあると思います。例えば、大口の取引をした場合、取引所だと即時に情報が出るわけですが、クロッシング・システムではすぐ情報を出さないでくれという要望が強いのです。なぜかという、業者がクロスに応じた後、反対側のカバーをしないといけない。それをする前に大口取引の

情報を出してしまうと先回りされてしまう恐れがあるのです、公表に時間差を置いてくれという要望があるのです。そのように、それぞれ少しずつ性格が違うので、対等であるとか共通という原理主義的な対応が本当にいいのかという問題があるのかと思います。

似たような問題で、我が国当局はPTSについてどう考えているのかとよく聞かれます。一部の論説では、二〇一二年一〇月に実施した五%ルールの適用除外で、金融庁は取引所とPTSの市場間競争を促進し、競争力のある株式市場を確立する市場政策の実行に踏み出したというふうに評価していただいています。そこまで明確な方針は必ずしもないと思います。現物取引所というのは上場管理のコストを負担しているわけで、PTSはただ乗りしている様々ところがあります。その辺の関係の結論も出ておりませんし、かといっ

て、取引所に全部集中すればいいと思っっているわけでもありません。我が国としては、ある程度PTSの取引も認めながら、本当にどういう全体的なルールがいいのか、市場構造に関する規制のあり方を模索していくといったところかと思えます。

四、金融消費者保護の向上

(背景及び狙い)

二三ページの「金融消費者保護の向上」です。「背景及び狙い」ですが、今般の金融危機において金融機関によつて重大な消費者被害を引き起こされたことから、今後は規制や監督体制を見直して、消費者利益が尊重されるようなりテール市場にしなければいけないという動向があります。これに関しては、最近、消費者被害に対して大変

4. 金融消費者保護の向上

背景及び狙い

- 今般の金融危機において、金融機関による不十分な説明、不適切な勧誘、利益相反等により重大な消費者被害が発生。金融機関の提供するサービスに対する消費者の信頼が失墜。
- 従来の規制や監督体制を見直し、消費者利益が尊重される様な金融リテール市場の構築を目指す。

(参考)

- ・ JPモルガン、MBSの不正販売に関し司法省などと130億ドルの和解金支払で合意。
- ・ 英国大手行、保険の不当販売で巨額の引当金（155億ポンド）を計上。

国際的な検討

- G20ソウル・サミット首脳宣言〔2010年11月〕
 - ・ 金融消費者保護の向上
- 「情報開示・透明性・教育を含めたインフォームド・チョイス、詐欺・濫用及び過失からの保護、償還請求及び権利擁護を通じて金融消費者保護を促進」

23

巨額な和解金が徴求される傾向にあります。JPモルガンはMBSの不正販売などで一三〇億ドル、一兆円以上という目玉が飛び出るような額を求められていますし、イギリスでも保険の不当販売で相当な請求があると見込まれております。

こうした背景により、G20のソウル・サミットで、金融消費者保護の向上という政策が打ち出されています。

二四ページを見ますと、G20の要請に基づいて、OECDの「ハイレベル原則」（草案）が公表されていますが、ここで重要なのは、金融サービス提供者及びその代理人の主要な目的は、顧客の最高利益であるべきだと言っていることです。

これはいわゆる受託者責任というもので、よく見ると、金融サービス提供者及びその代理人の中には仲介業者が入っていないので、これに仲介業者を入れるべきだという消費者団体の意見がありま

○ OECD「金融取引における消費者保護ハイレベル原則（草案）」〔2011年8月〕

・金融サービス提供者の責任ある業務活動

「金融サービス提供者及びその代理人の主要な目的は、顧客の最高利益であるべきだ。……金融サービス提供者は、金融商品やサービスに関する契約をする前に顧客の金融能力、状況及びニーズを評価しなければならない。利益相反があり得る場合には、会社は、適切な開示、内部管理又は利益相反の回避により顧客を公正に扱わねばならない。職員の報酬体系は、責任ある業務活動を促すように設計されなければならない。」

○ IOSCO「複雑な金融商品の販売に関する適合性要件」〔2013年1月〕

「今般の金融危機は、金融商品の複雑性の増大によって、関連する投資リスクが顧客にとってより不明確となるという深刻な懸念を引き起こした。市場仲介者が仕組み商品の適合性の評価を行わなかったことが際立った。」

・複雑な金融商品を推奨する際には、当該商品のストラクチャ及びリスク特性と顧客の経験、知識、投資目的、リスク選好及び損失許容度とが一致することを確保するための適切な方策を講じるべきである。

・複雑な金融商品のうち適切なものだけが顧客に推奨されるようなインセンティブ・ポリシーを定めるべきである。

24

す。それから、利益相反を防がなければいけないとか、職員の報酬体系の問題がかなり問題になっております。

次に、IOSCOからは、複雑な金融商品の販売に関する提言が出ております。世界的に複雑な金融商品に対する警戒感というか不信任感が強まっているということが言えるわけです。不必要に複雑にして、金融機関は手数料をたくさん取る一方、顧客にとってはリスクが見えにくくなっているという指摘であります。

（諸外国の対応）

二五ページの「諸外国の対応」です。

ヨーロッパでも金融消費者保護を強めなければいけないという規制改革が進んでおります。特に注目すべきなのはアメリカで、ドッド・フランク法により、ブローカー・ディーラーに顧客に対す

諸外国の対応

〔EU〕○欧州委員会、「金融サービスにおける消費者保護法案」提出〔2012年7月〕

（金融市場に対する消費者の信頼を取り戻し、類似する金融商品に整合的なルールを整備するためのパッケージ）

・個人投資家向けファンドに関し、顧客資産保護のための預託機関への規制強化、過剰なリスクテイクを抑止するための運用機関の報酬方針の見直し等

○MiFID IIにおける投資家保護強化策

- ・顧客の金融能力による分類基準の明確化
- ・独立系アドバイザーの運用会社からの報酬受取り禁止

（注）MiFID IIは、基本合意段階であるが、英、蘭では運用会社からの報酬受取り禁止のルールが導入されている。

〔米〕○ドッド・フランク法〔2010年7月〕

・ブローカー・ディーラーに顧客に対する「受託者責任^{〔注〕}」を課す権限をSECに賦与（SECに対し本件に係る調査・研究及び議会報告を求める）

○SEC、「投資助言業者とブローカー・ディーラーについての調査報告書」

〔2011年1月〕

・一般の投資家は、ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに適用される規制の違いを理解していない

・統一的な受託者責任^{〔注〕}を定める規則案を公表する用意

（注）（証券について個別のアドバイスを提供するとき）「投資家の最大の利益」を図る責任

25

る受託者責任を課す権限をSECに付与しております。課せと言っているわけではなくて、課す権限をSECに付与しておりますして、議会に対する調査結果の報告を求めています。

ご存じのように、アメリカの影響を受けた日本もそうですが、アメリカでは、受託者責任というのは投資助言業者や運用業者にはかかっていますが、仲介業者、即ちブローカー・ディーラーにはかかっておりません。ところが、ブローカー・ディーラーにもかけるべきではないかという議論がアメリカでかなり強く行われているということでもあります。SECの調査報告書にもあり、SECは「統一的な受託者責任」、これはブローカー・ディーラーにも受託者責任をかけるという意味なのですが、その規制案を公表する用意があると言っております。アメリカは資産管理型営業が主流だという日本との状況の違いはあるの

〔参考〕各国の金融消費者保護のための監督体制の見直し

〔米〕○ ドッド・フランク法に基づきFSBの下に消費者金融保護局 (CFPB)を新設
[2011年7月発足]

- ・金融に係る不公正、詐欺的な又は悪辣な行為から消費者を守るための規則を制定する権限

- ・資産100億ドル以上の銀行・信用組合に対する検査・報告徴求権限

ただし、投資商品・投資サービスについては、従来通りSECが担当。なお、SECの権限を拡張し、ブローカー・ディーラー、投資顧問に対する証券法違反の捜査、責任追及を可能とする。

〔英〕○ 金融監督体制の改革 [2013年4月実施]

FSAを廃止し、BOEの下に金融機関のマイクロブルーデンスを担当するPRAと消費者保護・市場規制を担当する金融行為監督機構 (FCA)を設立する。

- ・FCAの運営目標

- ①適切な水準の消費者保護
- ②英国金融システムの公正性の保護・強化
- ③消費者の利益となる金融業の競争の促進

26

ですが、アメリカでこういう動きが強まっているということは注目していく必要があると考えております。〔このほか、各国で金融消費者保護向上のための監督体制の見直しが行われている。二六ページの（参考）参照〕

（我が国の対応）

二七ページ、「我が国の対応」です。

我が国では、欧米の様な観点からの本格的な対応は行っていない。近年の投資信託や保険の制度改正では、最近、商品の仕組みやリスクが複雑化していますので、適合性の原則などのもので、より適切な説明や情報提供をしてもらうという基本的な考え方を維持しております。

最近、欧米では、投資家保護より消費者保護、適合性の原則よりも受託者責任のような流れがありまして、これは注意して見ていかなければいけ

我が国の対応

(投資信託) ○ 2013年金商法改正等

(投資信託の複雑化・リスクの複雑化、手数料率の上昇等に対応して)

- ・ トータルリターンのお知らせ
- ・ 定量的把握や比較可能となるようなリスクの分かりやすい表示
- ・ 一定の種類のリスク量の制限

(保険) ○ 2014年保険業法改正法案

(保険商品の複雑化、販売形態の多様化等に対応して)

- ・ 「意向把握義務」、「情報提供義務」の導入
 - ・ 保険募集人に対する「体制整備義務」の導入
- 「委託型募集人の適正化」 [2014年1月]

27

ないと考えておりません。
以上でございます。

(以上)

(この講演は、平成二六年三月二七日に開催されました。)

第四回

開示・会計関係

一、開示に係る企業負担の軽減

それでは、四回目の連続セミナーを始めたいと思います。

本日は、開示・会計関係についてお話ししたいと思います。資料の三ページをお開き下さい。

1が「開示に係る企業負担の軽減」となっております。開示に関する規制は、これまでお話しした金融規制と違って、G 20などで議論が余り行われておりませんので、その方向性については少し見えにくいところがあります。私の考えとしましては、本日のタイトルの1と2が対になっておりまして、1の財務情報等従来型の開示については負担軽減あるいは簡素化の流れがあるであろう。2の非財務情報の関係は、開示充実というのが基本的な方向性であろうと見ております。

（背景及び狙い）

1の「開示に係る企業負担の軽減」の「背景及び狙い」は、ここにありますように、エンロン、ワールドコム事件を契機にしまして、SOX法等により開示制度が厳格化されましたが、その後、特に米国においてそれらの法規制コストの高まりが米国企業の非公開化あるいはIPOの低迷等を招いているとの指摘が強まりました。そのため、開示に係る企業負担や賠償責任等について、負担軽減の観点から見直しを行う動きが見られるということであります。

（諸外国及び我が国の対応）

A. 全般的負担軽減策

① 米国

これに関する「諸外国及び我が国の対応」です。まず、「全般的負担軽減策」としましては、

Ⅲ. 開示・会計関係

1. 開示に係る企業負担の軽減

背景及び狙い

- エンロン、ワールドコム事件（2001年、2002年）を契機に、SOX法等により開示制度が厳格化されたが、その後（特に米国において）それらの法規制コストの高まりが、米国企業の非公開化、IPOの低迷等を招いているとの指摘が強まった。
- そのため、開示に係る企業負担や賠償責任等について負担軽減の観点から見直しを行う動きが見られる。

諸外国及び我が国の対応

A. 全般的負担軽減策

〔米〕 ○ ブルームバーグ・シューマー報告書〔2007年〕

（「ニューヨークと米国がグローバル資本市場でリーダーシップを維持するためには」）
法規制面のコストが、IPO減少等を招いているとして、SOX法、証券訴訟等の負担軽減を提言

（このころ、「ハバート・ソートン報告書」や全米商工会議所の報告書など同趣旨の提言が相次ぐ）

○ SEC、SOX法404条に関する経営者向けガイダンス導入〔2007年5月〕

（経営者が説明責任を果たす上で、必要な手続等を明示）

3

米国で二〇〇七年にブルームバーグ・シューマー報告書が出ました。ブルームバーグというのは言うまでもなくニューヨークの市長ですし、シューマー上院議員はニューヨーク州の選出です。副題に「ニューヨークと米国がグローバル資本市場でリーダーシップを維持するためには」となっておりますが、金融市場としてのニューヨークの地盤沈下に危機感を持った。それへの対策として、法規制面のコストがIPO減少等を招いているとして、SOX法や証券訴訟等の負担軽減を提言したわけであります。

このころ、ほかの同趣旨の報告書の提言も相次いでおります。同じ二〇〇七年五月に、SECは、SOX法四〇四条に関する経営者向けガイダンスを導入しました。これは、内部統制報告書の負担が重いという批判がかなり強く、その一つの代表としてSOX法四〇四条に経営者による内部

○ JOBS法の成立 [2012年 4月]

- ・新規上場企業に対する内部統制報告書の外部監査の免除（最長5年間）
- ・私募、開示の少額免除における要件緩和

〔日本〕○ 内部統制報告制度の見直し [2011年 3月]

- ・評価範囲の明確化、評価方法の簡素化
- ・「重要な欠陥」の用語の見直し 等

○ 四半期報告の大幅簡素化 [2011年 3月]

- ・損益計算書等：累計数値のみ義務付け
- ・キャッシュフロー計算書：第1、第3四半期は省略可

○ 新規上場企業に対する内部統制報告書の外部監査の免除（3年間）
[2014年金商法改正法案]

○ 単体開示の簡素化 [2014年 3月]

B. 発行開示中心から継続開示中心へ

〔米〕 ○ ディスクロージャー制度改革 [2005年]

- ・自由書面目論見書制度
- ・著名適格発行者（WKSI）制度

〔EU〕 ○ 目論見書指令 [2003年]、透明性指令 [2004年]

（継続開示中心の制度の導入）

- ・継続開示義務は、上場証券の発行者に課せられる（届出書に相当する制度は無い）
- ・目論見書は、当局の承認を受けた上で公表（投資家への交付義務なし）

4

統制の評価をしるというのがあります。それに
いて、どういうことをすれば経営者が責任を果
したことになるのかはつきりしないという批判
がありまして、そのガイダンスを示したという負
担軽減策だったわけです。

四ページに参ります。次に、二〇一二年に J O
B S 法が成立いたしました。ここでは、同じく内
部統制報告書について、新規上場企業に対して
は、最大五年間、外部監査を免除するといった規
制緩和が決まったわけでありまして。さらに、私募
や開示の少額免除について、要件の緩和が行われ
ております。

② 日本

日本では、開示負担の軽減というのは最近かな
りやっております。まず、二〇一一年に内部統制
報告制度を日本も導入した後、やはり負担が重い

という批判があつたものですから、ここにありま
すような評価範囲の明確化等の軽減策を実施いた
しまして、さらに重要な欠陥があつたら開示しな
ければいけないことになっていたのですが、「重
要な欠陥」という言葉がきつ過ぎるというご批判
がありまして、余り変わらないのかもしれませんが
、「開示すべき重要な不備」というふうに言葉
を変えたりいたしました。

さらに、同じく二〇一一年に四半期報告の大幅
簡素化をいたしました。また、アメリカのJOBS
S法とはほぼ同内容であります。今年提出してお
ります金商法の改正法案では、新規上場企業に対
して内部統制報告書の外部監査を三年間免除する
という規制緩和をしております。

さらに、今年の三月から単体開示の簡素化を実
施しています。現在、財務報告はご存じのように
連結中心になっております。単体については開示

を義務づけていない国もあるわけで、日本では単
体開示は引き続き義務づけるものの、なるべく簡
単にするという方向をとっております。

B. 発行開示中心から継続開示中心へ

① 米国

次に、若干スベシフィックな開示の見直しの流
れとしまして、「発行開示中心から継続開示中心
へ」という流れがあらうかと思うので、ご説明し
たいと思います。

これに関しては、アメリカで二〇〇五年にディ
スクロージャー制度改革がまず行われまして、自
由書面目論見書制度が導入されました。目論見書
というのは、従来は開示内容が決まっていた、一
定の場面ではその目論見書を使ってしか勧誘でき
ないとなっていたのですが、そういう場面でも自
由な内容に出来る。ただし、その内容はSECに

必ず届けなければいけないということです。その様な制度が導入されました。

それから、W^{ウイ}K^クS^シIと呼ばれる著名適格発行者制度が導入されました。これは、継続開示を一定以上やっていて周知性の高い企業は、発行開示後の熟慮期間が要らない。ファイナンスをするときは、届出書などを出して発行開示をするわけですが、原則は、それから一定期間、熟慮期間というものがある期間あって、その後に価格を決定、募集の契約ができる。こういう流れですが、それですとファイナンスに時間がかかって、機動的な資金調達ができない。継続開示を重ねていて周知性の高い大企業は、そんな熟慮期間は要らないだろうということ、これはいわば継続開示をしていれば、発行開示をしてそれをさらす必要は余りないという考え方、継続開示中心の考え方を具体化したものです。

② EU

一方、EUは、二〇〇三年の目論見書指令や透明性指令で継続開示中心の制度が既に導入されております。日本やアメリカは、まず公募や売出しがあって、それで発行開示をして、その発行開示をした会社は以後継続開示をしなければいけないというのが基本です。もちろん、最初にIPOをしなくても、上場したら継続開示をしなければいけません。一方、ヨーロッパの場合は継続開示義務は上場証券の発行者にかかるというのが基本的な考え方です。

それから、届出書に相当する制度がなくて、目論見書はあるのです。ただ、目論見書も投資家への交付義務がない、公表するだけ。本当は、欧州の目論見書は日本やアメリカという届出書みたいな感じなのですが、いずれにせよ、EUは継続開

〔日本〕○ 目論見書以外の資料の使用 [2004年]

- ライツ・オフアリングに係る目論見書の作成・交付義務の免除 [2011年]
- 日本版WKSII制度の導入 [2013年：金融審WG報告]
- 継続開示書類の提出に伴う訂正発行登録書の提出義務の免除 [同上]

C. 発行会社の賠償責任の軽減

〔米〕○ 証券民事訴訟改革法 (PSLRA 1995年)

- ・ 将来情報の開示は、予測等に基づく旨の警告があれば、異なる結果が生じても賠償責任は負わない
- ・ 職業的原告の排除

○ 「市場における詐欺理論」見直しの動き [2013年11月]

証券詐欺 (SEC規則10b-5違反) に対するコモン・ロー上の不法行為の賠償請求において、米最高裁は、判例法上の「市場における詐欺理論」の見直しに係る論点を審査するため上訴を受理 (現在審理中)

〔日本〕○ 消費者集団訴訟法 [2013年成立]

民法の規定による損害賠償に限定 (金商法、金販法等は含まず)

→ 虚偽記載による金商法上の賠償規定 (18条1項、21条の2ほか) に基づいて集団訴訟を提起することは出来ない

○ 流通市場における虚偽記載の無過失責任の見直し [2014年金商法改正案]

無過失責任→過失責任 (ただし、会社側が無過失を立証した場合に限る)

(図表1参照) 5

示中心の制度になっているということでありま
す。

③ 日本

次に、五ページで日本の動きです。日本も、二
〇〇四年に目論見書以外の資料の使用ができる
いうことを、法律上、明確化いたしました。さら
に、最近では、ライツ・オフアリングに関して目
論見書の作成・交付義務を免除しまして、目論見
書は要らないということになりました。これは、そ
も目論見書がどうかという論点はありません
たが、そもそも論はさておき、ライツ・オフア
リングの特性に鑑みて要らないことにしたのであ
るのですが、継続開示中心の流れの一つであら
うと思います。

昨年の金融審ワーキングの報告で導入すること
が提言されております日本版WKSII制度、これ

はアメリカとほぼ同様の制度を導入することとしております。

さらに、継続開示書類の提出に伴う訂正発行登録書の提出義務の免除というものがあります。これは、要するに発行登録書を出した後、発行予定期間が一年とか二年とかあります。その間、継続開示書類が当然何回か出てくるので、その都度発行登録書を訂正しなければいけないという仕組みになっておりまして、それは無駄ではないかということで、いわば発行登録書の中身が継続開示書類の提出に伴って自動的に切りかわるのだという考え方をとったわけです。

「発行開示から継続開示中心へ」というのは市場の実態から見てかなり必然的な動きだと思えます。ただ、発行開示の届出書とか目論見書には仲介業者のゲートキーパー機能といって、虚偽記載に引受証券会社の賠償責任などがついております

ので、チェックがよりよく働く。そういう意味で、発行開示のそうした機能は大事ではないかという意見もあるのです。その辺とどう折り合いをつけるかというのが、発行開示から継続開示中心への移行の一つの課題であろうと考えております。

C. 発行会社の賠償責任の軽減

① 米国

次に、「発行会社の賠償責任の軽減」であります。これは、開示の中身そのものというよりも開示のエンフォースメントの問題です。通常、開示義務違反があった場合に、投資家が民事訴訟などで損害回復できるようにするというのは良いことだと考えられるわけですが、同時に濫訴の弊害もあるわけです。

現に、アメリカでは、虚偽表示に対する証券訴

訟がたくさん起こって、会社側が、判決だけでなく和解でも巨額の賠償金を払ってきたという実態があります。一部の調査によると、会社は多額の賠償金を払って相当負担になっているのですが、ではそれが投資家の救済に結びついているかという点必ずしもそうになっていなくて、大半は間に立った弁護士収入になっているとも言われています。米国でも、これは何とかしたほうがいいのではないかと以前から言われております。

それに対する取り組みとして、一九九五年に証券民事訴訟改革法が制定されました。将来情報の開示と言って、将来このようにするつもりだとか、こうした経営の計画を持っておりますという種類の開示がありますが、それが外れたときに訴えられるというのが証券訴訟の一つの典型的なパターンでした。そういう将来情報の開示については、警告文言をつけていれば賠償責任は負わなく

ていいとする法律であります。

これによって、後でも少し出てきますが、財務情報の一種である将来情報の開示が充実したというプラスの効果がありました。しかし、証券訴訟のうちの一つの部分しか抑制していないので、これで全体としてアメリカの証券訴訟の問題が片づいたかという点、到底そうは言えないような状況が続いております。

アメリカの企業の賠償責任の関係で最近の注目すべき動きとしては、次に書いてあります、昨年、アメリカの最高裁で従来の「市場における詐欺理論」の見直しの審理が行われております。

「市場における詐欺理論」とは米国判例法上の理論で、証券市場で取引している人は、実際に虚偽記載を見て誤解した人と同じように信認が損なわれているのだという考え方です。ですから、虚偽記載を見て誤解していなくてもだまされたことに

なるわけです。これと、損害賠償のときの賠償額の算定のときに使う「効率的市場仮説」の二つの判例理論によって、アメリカでは証券クラスアクションが非常に起こしやすくなっているという実情にあります。その前者について、アメリカの最高裁が見直しの論点を受理して現在審理中であり、これについて、どのぐらい大幅な見直しが行われるのかということが注目されております。

② 日本

一方、日本では、昨年の秋、消費者集団訴訟法という日本版クラスアクション制度の法律が成立しました。この法律では、民法の規定による損害賠償、主として不法行為に訴えを起こせるものが限定されておりまして、金商法や金販法の規定による損害賠償はこの法律の対象とはしておりません。この結果、金商法による虚偽記載の賠償規定

に基づいて集団訴訟を提起することはできない形になっております。

金商法の賠償規定ですと、虚偽記載について、会社は無過失責任であり、原告側は因果関係などを立証する必要はありませんし、損害賠償額も金商法には推定規定がついているものが多いので、非常に立証しやすくなっています。消費者庁の専門調査会での検討の過程では、金商法の規定もかなり集団訴訟の対象にすることが念頭に置かれていましたし、議論の中でもかなり出てきました。取りまとめの文章では、引き続き検討すべきものとされましたが、我々などの協議・調整の結果、金商法等は対象にしないということになったわけです。

その理由としましては、金商法の規定というのは、一般投資家は不法行為の立証が難しいだろうという前提に立っているわけで、集団訴訟で組織

的に責任追及をする際には、そうしたハンディキャップを原告側に与える必要はないというのが基本的な考え方です。仮にこれを対象にしていしまうと、アメリカ並みまで行くかどうかわかりませんが……。というのは、日本版クラスアクションの場合は原告が適格消費者団体に限定されていて、アメリカの様にいろいろな弁護士が競って訴えを起こすという仕組みと少し違うのですが、それにしても、アメリカの証券訴訟のようになってしまっておそれがあるということで、ここは金商法は対象から外してもらったということでもあります。

日本におけるこの点についてのごく最近の動きとしては、本年、金商法の改正法案として出ております流通市場における虚偽記載の無過失責任の見直しがあります。これは、次の六ページに資料がございます。

発行開示の虚偽記載に対する責任と、継続開示

の虚偽記載に対する責任がありまして、右側の継続開示については過失責任にしようというものであります。その考え方は、そもそも損害賠償責任は過失責任が原則ですし、発行時は虚偽記載で会社が有利なファイナンスができただろう。だから、無過失でもそれを返させるのは合理的かも知れない。一方、継続開示は会社側に具体的利得がないので、結局、今の株主が前の株主にカネを払っている様な感じになることから、それを無過失責任で認める必要はないのではないかという考え方でございます。これも、発行会社の賠償責任の軽減の流れの一つの動きであろうと考えております。

(図表1) 流通市場における虚偽開示書類を提出した会社の損害賠償責任

○ 企業が虚偽の開示書類を提出した場合の責任

	発行時 (増資等)	流通時 (売買等)
責 任	無過失責任	無過失責任 ⇒ 過失責任へ(改正案) (ただし、提出会社側に無過失の孝証責任を負わせる)

⇒ 以下の理由から、今回、「流通市場における提出会社の「無過失責任」を「過失責任」に見直し。

- ✓ そもそも損害賠償責任は、「過失責任」が原則。
- ✓ 「発行時」は、提出会社は投資者から申込みを受けており、無過失であっても返還させるのが公平。
一方で、「流通時」は、提出会社に利得がないため、返還の原資は、結局は他の株主等が負担。
- ✓ 近年、課徴金制度の進展や内部統制報告書制度の導入等、違法行為抑止のための他の制度が充実。

⇒ 併せて、損害賠償を請求できる者についても、以下のとおり改正。

《現状》取得者 ⇒ 《改正案》取得者十処分者 (他の主要国も同様の制度)

(注) 虚偽記載により損害を被る者は「取得者」だけでなく、場合によっては「処分者」もありうるため。

2. 非財務情報開示の制度化

背景及び狙い

- 非財務情報（ESG情報（環境、社会、ガバナンス）など）の重要性が増す一方で、開示全体が不統一又は企業負担の増加などの問題が生じている。
- リーマン・ショック等の経験から、市場の行き過ぎた短期主義指向に対する反省が起こり、企業の中長期的な成長・持続可能性を知るために非財務情報を重視する流れが強まる。
- この様な状況の下で、非財務情報についての開示のフレームワークを示すことが要請されるようになってきている。

国際的な検討

- 国際統合報告評議会^(注)（IIRC）、統合報告フレームワークを公表〔2013年12月〕
6つの資本（財務、製造、知的、人的、自然、社会）をどう生かして、長期的な価値を創出していくかを開示

（注）The Prince's Accounting for Sustainability Project (A4S)とGlobal Reporting Initiative (GRI)が、2010年8月に共同で設立

7

二、非財務情報開示の制度化

（背景及び狙い）

七ページに参ります。2の「非財務情報開示の制度化」です。

この「背景及び狙い」です。ESG情報、これは環境、社会、ガバナンスですが、そうした非財務情報の重要性が増す一方で、開示全体が不統一または企業負担の増加などの問題が生じています。

リーマン・ショック等の経験から、市場の行き過ぎた短期主義志向に対する反省が最近起こっておりまして、企業の中長期的な成長・持続可能性を知るためには、非財務情報が大事ではないかという流れが強まっております。

このような状況のもとで、非財務情報について

の開示のフレームワークを示すことが要請されるようになってきております。

（国際的な検討）

この面については、昨年来いろいろ節目となる動きが出ております。「国際的な検討」の一番に出ております国際統合報告評議会（IIRC）の統合報告フレームワークの公表が昨年一二月になされております。このIIRCというのは何かと申しますと、まず注に書いてあります「The Prince's Accounting for Sustainability Project」というイギリスのチャールズ皇太子がやっているプロジェクトがあります。それとGRIが二〇一〇年に共同で設立したもので、非財務情報を含む、いわゆる統合報告のフレームワークをつくらうという目的の下にそういう組織が大同団結して、非財務情報については一番総合的な取り組みをして

いるところですよ。そこが昨年末にフレームワークを公表したということで、かなりのインパクトがあります。

その中身は、六つの資本をどう生かして長期的な価値を創出していくかを開示するということで、知財や自然、社会を、一種の投入資本と見まして、それについては財務と並んで開示の対象にするといった全体的なフレームワークが示されています。

八ページに参ります。今出てきましたGRIが、同じく昨年、サステナビリティ報告書の第四版ガイドラインを公表しております。このGRIのガイドラインは、日本の大企業も最近はCSR報告書をつくっているところが多いのですが、これは大体GRIに準拠してつくられています。

第四版は、経営、環境、社会への重大なインパクトを与える重要な側面を特定し、それに関連す

- GRI、サステナビリティ報告書の第4版ガイドライン(G4)を公表 [2013年5月]
経営、環境、社会への重大なインパクトを与える重要な側面を特定し、それに関連するパフォーマンスを報告
- 国際会計基準委員会 (IASB)、「経営者による説明」(MC)の実務ステートメントを公表 [2010年12月]
経営戦略、その実現のための重要な資源・リスク等 表示の枠組みを提供
(MCはIFRSの付属資料であり、全てこの枠組みに準拠することは求められておらず、準拠している枠組みの範囲を説明すれば良い [非拘束的枠組み])

諸外国の対応

- [米] ○ SEC、「経営者の討議と分析」(MD&A)の新ガイダンス公表 [2003年12月]
(単なる財務諸表の説明ではなく、重要な分析・留意事項の報告を求める)
 - ・ 経営に重大な影響を与える事象
 - ・ 重要な会計上の見積もり 等
- MD&Aの記載事項に気候変動問題、紛争鉱物を追加 [2010年]
- サステナビリティ会計基準機構 (SASB=非営利) 発足 [2012年10月]
業種別の基準を策定

8

るパフォーマンスを報告するということになっています。インパクトというのがある意味では重要な概念です。従来は、環境とか社会に関連するところで報告したほうがいいと思われることはたくさんあるわけで、あれもこれも報告すべきだみたいになってきていたのですが、そういう報告は総花的でよくない。幅広い対象の中で、その企業の活動で重大なインパクトがあるものを選択して、それを報告しろというふうに方向転換したというのが大事な点であります。

以上が、いわば任意のスタンダードでありまして、それぞれの企業が自主的に準拠して報告書をつくるものですが、もう少し制度的な開示ではどのように非財務情報が規定されているのか。まず、IFRSは、「経営者による説明」(MC、Management Commentary)というものがありまして、そこでは、経営戦略、その実現のための

重要な資源・リスク等に関する表示の枠組みが提供されています。

ただ、MCはIFRSの附属資料です。財務報告が本体で、非財務情報は附属資料であるため、全てこの枠組みに準拠することは求められておらず、準拠している枠組みの範囲を説明すればいいという、非拘束的枠組みと呼ばれておりますが、そういうやり方しております。

（諸外国の対応）

① 米国

それでは、この点について各国の開示規制ではどうなっているのか。「諸外国の対応」です。アメリカでは、「経営者の討議と分析」(MD&A)というのがあります。ここでは、単なる財務諸表の説明ではなく、重要な分析・留意事項の報告を求めるということになっております。

さらに、二〇一〇年にはMD&Aに気候変動問題、紛争鉱物というのが追加になりました。

最近の注目すべき動きとしては、アメリカにサステナビリティ会計基準機構(SASB)というものができました。ここは、業種別の基準をつくっているというのが注目すべきところです。なお、ここは今年一月に、先ほどのIIRCと覚書を結びまして、今後は連携・協力していく。IIRCと活動を一元化していくという状況になってきています。

この業種別基準としては、最初に医薬・ヘルスケアをつくりましたが、二番目に金融業の基準を今年の二月につくりました。金融業は七つの業種に分かれていまして、そのうちの商業銀行を見ますと、一が地域住民・顧客支援、二が顧客情報保護と情報管理となっています。そうした列挙された項目についてサステナビリティ情報を提供して

〔EU〕 ○ 会社法現代化指令〔2003年〕

（非財務情報の開示を規定）

適切な場合には、環境と従業員に関する情報を含む非財務の主要業績指標（KPI）を含めなければならない

○ 会社法指令改正案提案〔2013年4月〕

（大企業には）人権の尊重、汚職と贈賄の防止、取締役会の多様性を開示事項として加える

〔英〕 ○ 会社法改正〔2013年8月〕

〔 従来、取締役報告書の中の事業概況（Business Review, BR）において、事業リスク、環境、労働、社会等について開示

BRを拡充・独立させた戦略報告書の作成を義務づけ

- ・ 企業の戦略、ビジネスモデル、役員・従業員の性別・人数の項目を追加
- ・ 追加項目と従来のBR項目との関連付けた説明を求める

我が国の対応

○ 「証券市場改革促進プログラム」による開示府令改正〔2003年3月〕

- ・ 「財政・経営状態の分析」（日本版MD&A）の作成義務付け
- ・ 同時に「事業等のリスク」、「コーポレート・ガバナンスの状況」の開示も義務付け（開示内容は、経営者の判断。「強制的自発開示」）

9

いくということが任意の基準として出されています。

② EU

次に、九ページのEUです。EUは、会社法で、従来から環境と従業員に関する情報を含む非財務の主要業績指標を開示することになっておりましたが、去年四月の改正案では、大企業には人権の尊重、汚職と贈賄の防止、取締役会の多様性を開示事項として加えることが提案されています。

③ 英国

イギリスは、去年八月に会社法の改正がありまして、従来は取締役報告書の中に事業概況（BR）というのがあって、そこに事業リスク、環境、労働、社会について開示することになってい

たのですが、このB Rを拡充・独立させまして、戦略報告書をつくれということになっております。これは法案が成立しました。

この戦略報告書は、企業の戦略、ビジネスモデル、従業員や役員の性別人数の項目を追加したほか、追加項目と従来のB R項目との関連づけた説明を求めています。この関連づけた説明というのはかなりキーポイントでありまして、C S R報告書とかもそうですが、大体、それだけ書くと「当社も環境や社会についてちゃんと考えてやっています」みたいな説明がアリバイ的に並ぶ感じになるわけです。しかし、そういうことが経営戦略やビジネスモデルとどう積極的に結びついているのかということを書かせないといけないのではないかという考え方に基づいているわけです。

（我が国の対応）

「我が国の対応」です。日本では、二〇〇三年に開示府令の改正がありまして、「財政・経営状態の分析」と、そのとき同時に「事業等のリスク」、「コーポレート・ガバナンスの状況」の開示も義務づけられております。ただ、開示内容は特段決まっておらず、経営者の判断に委ねているので、「強制的自発開示」と呼ばれています。

以上が、非財務情報に関する現在の開示制度上の枠組みです。

（四半期報告に対する見直しの動き）

① 英国

一〇ページに参ります。それに関連して、四半期報告に対する見直しの動きが最近出てきております。四半期報告に関しては、リーマン・ショックの後、短期主義（short-termism）を促進して

(参考) 四半期報告に対する見直しの動き

〔英〕 ○ ケイ・レビュー [2012年7月]

(英国株式市場は短期主義偏重に陥っており、企業の長期的成長を促す機能を果たしていないとして、)

- ・ 四半期報告の義務付けの撤廃
- ・ 企業の短期的な収益予測とその発表を控えるべき等を提言

〔EU〕 ○ 透明性指令改正案 [2013年11月]

- ・ 四半期報告制度の廃止を提案
(加盟国は、四半期報告を義務付けることはできない)

論 点

- 非財務情報の開示を具体的にどの範囲まで義務付けることが適切か。
- サステナビリティ情報の経営戦略との関連付け、比較可能性、信頼性の確保等について実効性ある方策がとれるか。(図表2参照)
- 四半期報告が実際に無くなることを目指すことが現実的か。

10

いるのではないかという批判がかなり強まっております。イギリスでは、金融危機の後、英国政府の依頼で出したケイ・レビューという報告書で、英国株式市場は短期主義偏重に陥っており、企業の長期的成長を促す機能を果たしていないということで、四半期報告の義務づけの撤廃、企業は短期的な収益予測とその発表を控えるべきだといった提言をしています。

ケイ・レビューには、たくさんさんの提言がありまして、今度、金融庁が決めたスチュワードシップ・コード関係の提言も多くなされています。

② EU

EUは、昨年十一月の透明性指令改正案で四半期報告制度の廃止を提案しております。これは、加盟国は四半期報告を義務づけてはいけないという内容であります。

(論点)

最後に「論点」です。非財務情報の開示をどの範囲まで義務づけることが適切かということですが、私が担当していたときも、民主党政権のときですが、女性の登用について開示を義務づけろというかなり強い要請がありました。管理職、役員、職員全体について、上場企業に開示させろという要請です。今の日本の開示制度は、先ほどの強制的自発開示ですので、具体的にこれを書けないわけではないわけです。そこで、「非財務情報の具体的義務づけには（環境などもあり）慎重な検討が必要です。女性のところだけ急に決めろと言われてもちょっと困ります。」ということで、そのときはやりませんでした。

ただ、日本は、確かにほかの国に比べて、非財務情報の開示を促す制度ですとか、投資家のほうでも非財務情報を評価して投資するというのが余

り発達していないわけです。これに関連して、SRI (Socially Responsible Investment) も日本は非常に低調でありまして、欧州などは運用資産に占めるSRIの比率は五〇％ぐらいあるのです。アメリカでも一〇％台ぐらいで、アジアが三％で、日本は〇・二％です。日本では従来、この分野に関心が持たれてこなかった。

一般的に、企業の将来の成長を見るのには、元の財務情報だけでは不十分で、非財務情報の開示がなされて、それに基づいて投資判断するというのは大事だろうと思います。一方で、どの範囲まで義務づけるかというときに、開示しろと言ってくる人は、必ずしも企業の成長性を見るために必要だから開示しろとおっしゃっているわけではありません。そのこと自体が、例えば女性の社会進出とか、野生動物の保護とか、それ自体が目的なのです。ほかに、労働慣行などもあります。確か

に、ブラック企業と言われるようなことでは将来危ういのではないか。それがわかるような開示をさせるというのは投資家の立場から見ても必要だと思いますが、働きかけてくる人は投資判断に必要だから開示しろと言っているわけではないので、その辺が非常に難しい。我々もいろいろなことを開示させると言われるのですが、そういう意味で苦慮しているところがあります。

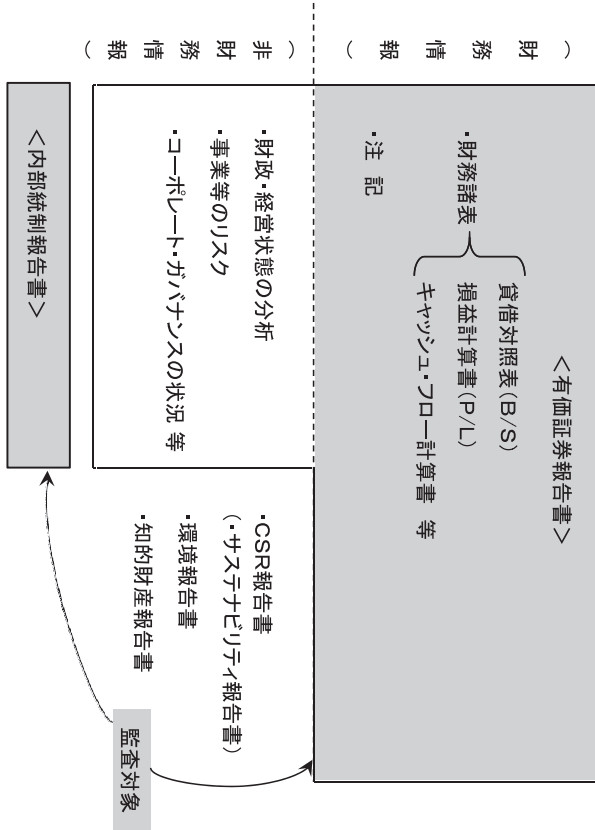
ヨーロッパで非財務情報の開示が盛んなのは、長期的投資家のために必要だから統合報告で報告させるということになっていますが、必ずしもそれだけではない社会運動的な面もありまして、その辺は非常に難しいところだなというのが実感があります。

二番目は、サステナビリティ情報の経営戦略との関連づけ、比較可能性、信頼の確保等について実効性ある方策がとれるかということです。

一ページの図表を見ていただきますと、現在、有価証券報告書のうち、財務諸表と注記は財務情報ということになっておりまして、監査の対象になっていますが、先ほど来出てきている非財務情報については開示の項目ではあるのですが、ここは必ずしも監査対象ではない。一方、任意でCSR報告書、環境報告書等々の開示がなされて、これを全部含めると統合報告になるのですが、実際にこれらを本当に会社ごとに比較可能性が出るようにしたり、信頼性を確保するというのはかなり難しい作業だと考えております。

四半期報告については、短期主義に対する批判が強まっております、義務づける必要はないのではないかという意見はかなりあります。私も、いろいろな人から日本はやめたらどうかと聞われました。ところで、欧州は、四半期報告を義務づけられていない国や市場がかなり多いのですが、

(図表2) 我が国企業の開示文書の種類



大部分の欧州大企業は四半期報告を出しています。そのほうが市場の受けがよくなるからということ、実際に出ています。

そうしますと、短期主義はよくないから法律上の制度でなくしますというと、四半期報告は任意開示になって虚偽表示などがあつたときにペナルティーもなくなるわけで、そういう形がいいのか。それとも、四半期報告を本当に無くさせようとするのであれば、禁止するところまでやれば徹底しているのですが、そこまでやるのか。そうでない限り、中途半端な形になりますので、その辺をどう考えるかという問題があります。

以上が、非財務情報の問題であります。

三、国際的な会計基準の統一の動き

(背景及び狙い)

次に、一二ページです。「国際的な会計基準の統一の動き」についてお話ししたいと思います。

まず、「背景及び狙い」です。EUのIFRS適用を契機としまして、IFRSを軸とする国際的な会計基準の収斂の動きが強まり、IFRSを適用する国が増加する一方、日米の会計基準との差異の縮小が進められました。

リーマン・ショック後は、会計基準の脆弱性を改善するとともに、世界的に単一で質の高い国際基準を策定することが要請されております。

3. 国際的な会計基準の統一の動き

背景及び狙い

- EUのIFRS適用を契機として、IFRSを軸とする国際的な会計基準の収斂の動きが強まり、IFRSを適用する国が増加する一方、日米の会計基準との差異の縮小が進められた。
- リーマン・ショック後、会計基準の脆弱性を改善するとともに、世界的に単一で質の高い国際基準を策定することが要請されている。

国際的な検討

《IFRSの世界標準化の動きと米国の検討》

- 欧州委員会、EU内のIFRSの適用を決定 [2000年6月] (2005年～実施)
- IASBとFASB、「ノーウォーク合意」 [2002年10月]
IFRSと米国会計基準のコンバージェンスのため共同プロジェクトの実施で合意
- SEC、米国企業へのIFRS適用に関するロードマップ案公表 [2008年11月]
 - ・ 2009年12月以降、一定の要件を満たす米国企業にIFRSの任意適用を認める
 - ・ 2011年に米国上場企業にIFRSを強制適用するかどうか決定

12

(国際的な検討)

「国際的な検討」です。IFRSの世界標準化の動きが進む一方、米国でそれにどう対応するかという検討が行われてきました。まず、欧州で、EU内の共通の会計基準としてIFRSを適用することが二〇〇〇年に決まりました。

その後、IASBというIFRSをつくっている基準審議会とFASB、アメリカの会計基準設定主体がノーウォーク合意を結びまして、お互いの会計基準のコンバージェンスを進める共同プロジェクトをやることで合意しました。

さらに、二〇〇八年にSECが米国企業へのIFRS適用に関するロードマップ案を公表しました。それまでは基準の差異の縮小だったのですが、今度はアメリカでIFRSを適用するかどうかについて、まず二〇〇九年一二月以降、一定の要件を満たす米国企業にIFRSの任意適用を認

- G20ワシントンDCサミット行動計画 [2008年11月]
 - ・証券の価格評価、特別目的会社の会計処理についての改善
 - ・単一で質の高い国際基準の策定
- SEC、IFRSの適用に関する最終スタッフ報告書を公表 [2012年7月]
(IFRSを米国で取り込む方法について様々な選択肢を検討したものの、IFRS適用の具体的な方向性やスケジュールは示されず)
 - ・IFRSを米国でそのまま取り込む方法は、多くの関係者から支持されず。
 - ・単一で高品質な国際基準への米国のコミットを示す別のIFRS取り込み方法には、潜在的に多くの支持が得られるであろう。

我が国の対応

- ASBJ、IASBとコンバージェンスのための共同プロジェクトの実施で合意
[2005年1月]
- ASBJとIASB、「東京合意」 [2007年8月]
コンバージェンスの加速化で合意（重要な差異は2008年まで、残りの差異は2011年6月までに解消）
- 企業会計審議会、中間報告（「我が国における国際会計基準の取扱いに関する意見書」）公表 [2009年6月]
 - ・IFRSの強制適用の是非を2012年を目途に判断（早ければ、2015年から適用）
 - ・日本企業によるIFRSの任意適用を認める（2010年3月期より）

13

める。さらに、二〇一一年に米国上場企業にIFRSを強制適用するかどうかを決めるというスケジュールを公表しました。

一三ページです。同じ二〇〇八年一月に、G20ワシントンサミットで、単一で質の高い国際基準を策定するのだということが国際的に合意されました。この背景には、リーマン・ショックの反省として、当時、証券化商品等の価格変動が金融機関の財務に正確に反映されていなかったということがあります。このため、会計基準について、証券の価格評価や特別目的会社のSIVが連結から外れていたという問題があって、そうした会計処理について改善しようということとセットで、国際的な会計基準の統一が合意されたわけです。

ところが、二〇一〇年ぐらいからアメリカにおけるIFRSの検討の雲行きがおかしくなってきた

ました。まず、先ほどの二〇〇九年一二月以降、任意適用をやるという任意適用先行策が撤回されました。二〇一一年中にIFRSを強制適用するかどうか決定するという検討は続いていて、スタッフ報告書が何回か出てくるのですが、だんだんコンドースメントなどという変な概念が出てきました。エンドースメントとコンバージョンを足して二で割ったようなことらしいのですが、どうもはつきりとIFRSを適用しないような雲行きになってきました。さらに、先ほどのノーウォーク合意で始まったコンバージェンスも、だんだんはかばかしく進まなくなってきたという状況になってきました。

その様な流れでSECから二〇一二年七月に最終スタッフ報告書が出ました。ここでは、IFRSを米国に取り込む方法についてさまざまな選択肢が検討されていますが、IFRS適用の具体的

な方向性やスケジュールは示されませんでした。どんなことが書かれているかを少し見ますと、IFRSを米国でそのまま取り込む方法は、多くの関係者から支持されなかった。単一で高品質な国際基準への米国のコミットを示す別のIFRS取り込み方法には潜在的に多くの支持が得られるであろうと書いてありますが、では別のIFRS取り込み方法とは何なのかということは書いていないわけです。ここで、アメリカのIFRSへの歩み寄りの動きは完全に停滞したということがはつきりしたところです。

今にして思えば、二〇〇八年のロードマップやワシントンG20サミットが、IFRSへの収斂のモーメントがピークに達したときです。なぜこのときがピークだったのかと後から考えると、多分二つの波が重なっていたためだと思います。

一つ目の波は、ノーウォーク合意が二〇〇二年

にありましたが、なぜこのような合意が成り立ったのかというと、当時、米国基準見直しの機運がかなり強かった。これは、二〇〇一年にエンロン事件が起きました。あれは、一言で言えば連結外しです。アメリカでは、連結に入る子会社の数値基準が細かく決まっています。数値基準ですから、それを外そうと思えばぎりぎり外すということもできるわけです。それをやられてあの様な大事件になったことから、アメリカ式の細かい基準は、負担が重い割に、いざとなると効果的ではないのではないかという反省の機運が起きました。同時に、先ほどの、ブルームバーグ・シューマー報告書でも、細か過ぎる会計基準がアメリカの金融市場や金融業の競争力を損なっているという見方に立って、外国企業にIFRSを認容すべきだという提言もなされました。

そういうことで、米国基準見直しの動きが二〇

〇二年ぐらいからあったのですが、時間がたつにつれてそのモーメントが減衰してきた。一つ目の波の力が衰えてきたということです。

もう一つの波は、ワシントンG20サミットで単一の会計基準をつくることに合意したことです。これは大変重要な合意で、我々もいつも引用していて、日本も重く受けとめているのですが、考えてみると一方で弱点もあります。これは出てきた背景が金融なのです。専らリーマン・ショックの反省によるもので、産業界や他の会計基準関係者を巻き込む力が弱いのです。

もう一つは、リーマン・ショック後は基本的に金融規制強化の流れになっていますが、アメリカにおける米国基準見直しの動きは、どちらかというと金融規制の緩和の一環と見られるのです。そういう意味でも、国際的な合意はあるものの、アメリカにおけるモーメントは低下してきていると

いうことではないかと考えております。

（我が国の対応）

「我が国の対応」です。ASBJとIASBがコンバージェンスのための共同プロジェクトの実施を二〇〇五年に決めました。さらに、二〇〇七年に東京合意ということで、コンバージェンスの加速化に合意しました。この二つがアメリカでいうとノーウーク合意に相当するもので、日本基準とIFRSのコンバージェンスを進めることにしたものであります。

さらに、二〇〇九年六月に企業会計審議会の間報告が出ました。これは、アメリカでいうとロードマップ案に相当するものです。この時点では、日本では、アメリカはIFRSを適用するだろうと思っていました。ここでは、IFRSの適用の是非を、アメリカは二〇一一年となっていま

すが、日本は二〇一二年を目途に判断することになりました。その結果、早ければ二〇一五年から適用するという事に決めました。さらに、日本企業によるIFRSの任意適用を認めるということをもとめたわけであります。

次の一四ページです。その後、二〇一一年六月に自見金融担当大臣発言がありました。これによつて、日本のIFRS適用に向けた動きが急に変わったと言われております。

その発言の中身は、少なくともIFRSは二〇一五年からは適用せず、IFRSの適用については総合的な議論を期待する。米国会計基準の使用を延長するというものです。「総合的な議論を期待」というのは、この大臣発言の後、企業会計審議会がIFRSの取り扱いについて審議を再開することになっていました。二〇一二年を目途に判断するための審議再開に当たって言っていること

- 自見金融担当大臣発言 [2011年6月]
 - ・ 少なくとも2015年からは適用せず、IFRS適用について総合的な議論を期待
 - ・ 米国会計基準の使用を延長
- 企業会計審議会、当面の方針（「国際会計基準（IFRS）への対応のあり方に関する当面の方針」）公表 [2013年6月]
 - ・ IFRSの強制適用の是非等については、未だその判断をすべき状況にない
 - ・ IFRS策定への発言権を確保するためにも、日本のIFRSへの態度をより明確にすることを検討
 - ① 任意適用要件の緩和
 - ② エンドースメントIFRSの作成
 - ③ 単体開示の簡素化

（図表3、図表4参照）

最近の動き

《IASBの取組み》

- IASB議長にフーガーホースト氏（蘭）が就任 [2011年6月]
- アジェンダ・コンサルテーション [2011年7月]
（今後3年間にIASBがどのようなテーマに取り組むべきか、公開協議）
- 「フィードバック文書」 [2012年12月]
概念フレームワークの改訂を優先的に行う
（その他包括利益、公正価値の測定を含む）

14

であります。単なる技術論だけでなく、国における歴史、経済文化、風土を踏まえた企業のあり方に深いかかわりがあるから総合的に議論しろというご発言でした。

米国会計基準の使用を延長というのは、今は米国基準でも特例として日本で使っていることになっているのを、IFRSの適用に先立ってやめようとしていたのですが、米国基準をやめるのはサスペンドしたということです。

この自見大臣発言については、突然政治的にIFRSに対する方針を変えたという批判があります。我々も、この発言の前後ぐらいは大臣に大変怒られました。金融庁の事務方が突っ走ってIFRSの適用を決めようとしている。監査業界の意見だけ聞いて、産業界など幅広い意見を聞いていないのではないかということでした。大臣は、一つはもとと市場原理主義はお嫌いで、またIF

RS反対派の影響も受けられたということはあると思います。もう一つは、米国の動向が先ほどご説明したようなことで、二〇一〇年ぐらいから急に変わってきていましたので、その前に出した企業会計審議会の中間報告がそのまま実施できるような情勢ではなかったことも確かであります。

そういう意味で、いずれにせよ、自見大臣の発言を契機に、IFRS適用の検討は、それまでの前のめりのスタンスから中立になったという感じであります。

その後、企業会計審議会でIFRSについて約2年間議論がなされまして、昨年六月に当面の方針が出ました。ここでは、まずIFRS強制適用の是非については未だその判断をすべき状況になんというところで、判断の先送りをしています。さらに、IFRS策定への発言権を確保するために、日本のIFRSへの態度をより明確にするこ

とを検討するとされ、三つの方針を出しています。

このIFRSへの態度をより明確にするというのは、一つには、G20サミットの合意もありますので、日本としては、IFRSを軸に会計基準の統一を目指すということにはよりコミットするということでもあります。そのために、①任意適用要件の緩和、今までは、日本企業は誰でも任意適用できたわけでなく、国際的な業務をかなりやっているという要件があったのですが、それを取っ払うということになりました。

態度をより明確にすることの第二は、IFRSの基準の中身について、日本の企業や会計関係者の中にはかなり異論があります。日本の企業活動の実情に合わないのではないか、また、会計についての考え方がかなり違うのではないか。そういうIFRSの基準の内容についての考えをより発

信しましょう。それが②のエンドースメントIFRSの作成であります。

③として、単体開示の簡素化ということを決めました。

次のページの図表3が当面の方針の中身でありますが、説明は省略させていただきます。

(IFRSの特徴と日米基準との対比)

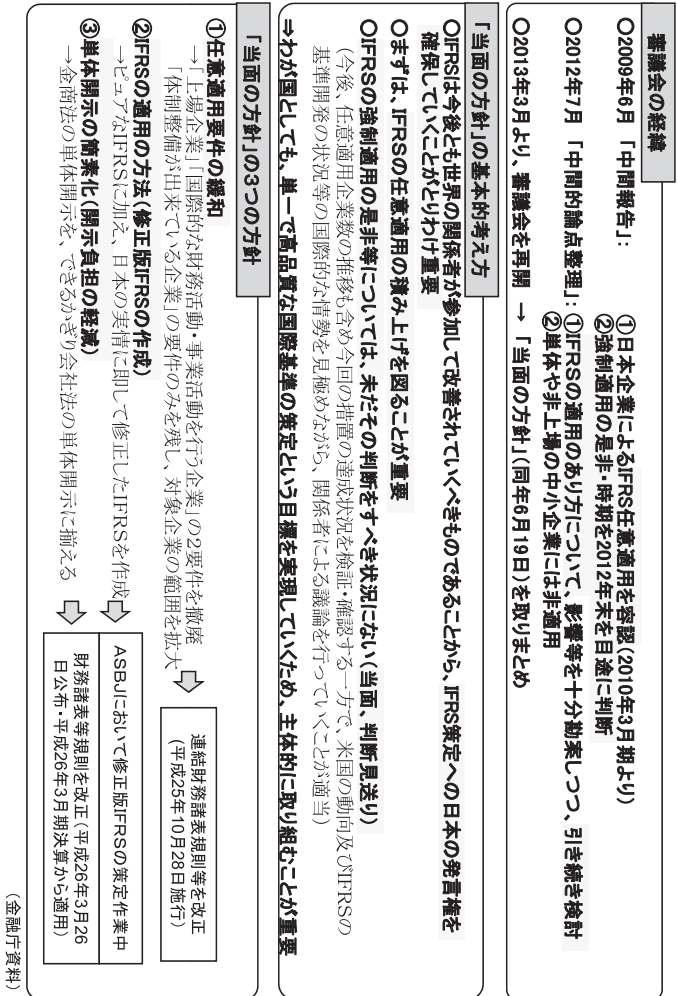
一六ページは、IFRSと日本基準では、どこに考え方の違いがあるのかをごく簡単に図解したものです。

IFRSは、左側に書いてあるように、B/S重視、時価主義、原則主義と言われています。日本基準や米国基準がどこにあるかについて、大ざっぱに図示してあります。まずB/S重視というのは、IFRSの利益は、バランスシート上の純資産の増減が利益だという基本的考え方です。

これを資産負債アプローチといまして、バランスシート上の純資産の増減は包括利益と呼びます。それに対して日本は(収益と費用の差から導く)純利益中心の考え方であります。つまり、IFRSでは収益と費用の差額と資産の評価損益がほぼ同等に認識されるわけです。

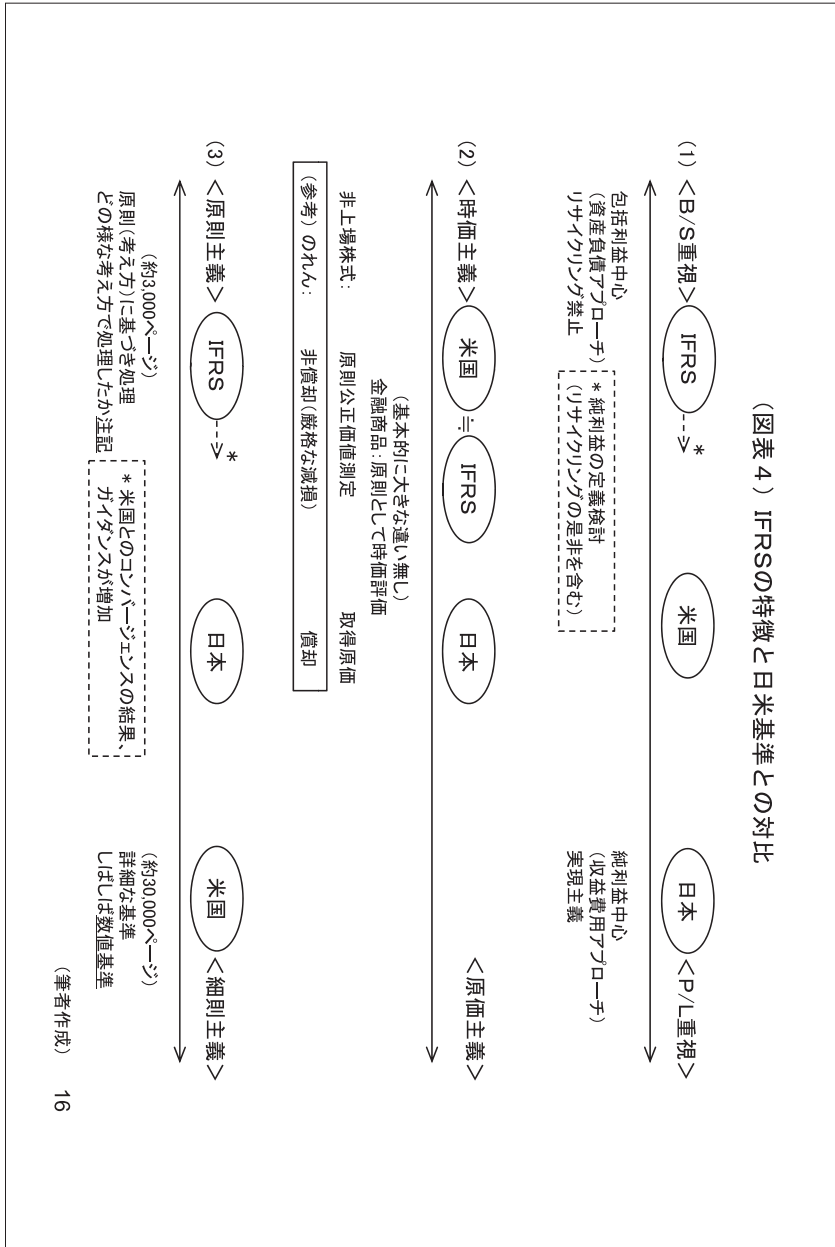
その結果、よく問題になりますのは、IFRSの「リサイクリング禁止」です。これは、日本という益出しに関係します。有価証券が値上がりして評価益が増えますと、バランスシート上膨らみますので、IFRSではそこでまず利益と認識されます。では、評価益が出ているものを売ったらどうなるのかというと、日本では実現したら純利益になるという考え方ですが、IFRSでは、評価益が膨らんだときにもう利益でカウントしているのだから、売っても基本的に利益にならないという考え方なのです。一度認識した利益をもう一

(図表3)「国際会計基準(IFRS)への対応のあり方に関する当面の方針」(25.6.19企業会計審)



(金融庁資料)

(図表4) IFRSの特徴と日米基準との対比



度カウンントすることをリサイクリングと言い、IFRSでは原則として禁止しています。これに対し、日本人は、売却益が利益にならないのは変だと思っている人が多いのです。

もう一つ、年金の積み立て不足などもよく問題になります。これは益出しと逆で、年金の積立不足があると、日本基準でもそうですが、B/S上マイナスに計上されます。では、その積立不足を穴埋めしたらどうなるのか。日本人の感覚だと費用だと思うのですが、IFRS的には、もう既にB/S上マイナスを計上していますから、それを穴埋めしても費用になりません。これらの論点は、結局、純利益とは何かという問題に帰着します。純利益の定義については、日本だけではなく、いろいろな国から意見が出ていますので、IFRSのところから点線が出ていますが、IASB側も、検討はしようということになってき

ております。

時価主義は、会計基準によって基本的に余り違いありません。非上場株式のところだけ少し問題になります。それから、時価主義そのものではないのですが、のれんの償却が割と大きな違いとして問題になっています。〔日本基準は二十年以内の定期償却であるのに対し、IFRS及び米国基準は非償却（ただし、厳格な評価に基づく減損が求められる）〕

最後に、原則主義です。IFRSは、基本的に原則だけ書いてあり、それに基づいて会社で会計処理して、どうしてそういう処理をしたのか、考え方を注記で書くというのが基本的方法です。このため、注記が膨らんで財務報告が厚くなるという性質があります。細則主義の米国基準はIFRSに比べて一〇倍ぐらい基準書が厚いと言われています。しかし、IFRSも最近では、アメリカと

コンバージェンスした結果、結構ガイダンスが増加しております。そういう意味で、IFRSは点線の矢印に示すように昔ほど他の基準との違いは大きくなってきているということは言えると思います。

最後の原則主義のところは、日本としてはやや固有の問題もあります。日本では、仮にIFRSを適用する場合、日本のガイダンスが欲しいという声が多いのです。ところが、IFRSは各国でガイダンスを出すことは禁止です。各国がガイダンスを出すと、国ごとにIFRSが違ってきてしまう恐れがあるためです。ところが、日本は取引慣行など結構独特な部分もあって、今まで日本基準にはかなり詳細なガイダンスもあったものですから、原則だけでは困るという意見が強いという問題があります。

(最近の動き)

一四ページの「最近の動き」に戻ります。こうした状況の中でIASBは最近どういう動きをしているかといいますと、二〇一一年からフーガー・ホースト氏が議長になりました。この人はもともとオランダの政治家で、財務大臣などもやっていた人です。前のトゥイーディー議長は会計士だったのですが、前の人に比べるとかなり調整型で、柔軟なアプローチをとっていると思います。

その後、アジェンダ・コンサルテーションがありました。今後どういうテーマをIASBで検討するかということの公開協議ですが、その結果のフィードバック文書で、概念フレームワークを優先的にやるという方針が出ました。これは、先ほど申し上げたような、純利益や時価主義の範囲など日本の関心事項が優先的に検討することになっております。要するに、IASBは今までとかな

- 会計基準アドバイザリー・フォーラム（ASAF）の設置〔2012年11月〕
（各国基準設定主体との協議の場〔IASBの助言機関〕）
パイの協議からマルチの協議へ
メンバー公表〔2013年3月〕（12のうち、アジアは、日中豪＋AOSSG代表）
- アジア・オセアニアオフィスの開設〔2012年11月〕
IFRS財団の初の海外オフィスを東京に開設（期間は当面10年）
- モニタリング・ボードのメンバー要件の明確化〔2013年3月〕
（「IFRSを使用していること」とは、）
「IFRSの適用を強制又は許容し、実際にIFRSが顕著（prominence）に適用されている状態」
（メンバー要件の次期の審査は2016年）

論 点

- 今後、米国はIFRSに対しどのような態度をとっていくのか。
- 我が国におけるIFRSの適用を考えるのに際して、将来の日本基準の姿、米国の基準との関係をどのように考えるべきか。
- 現在の国際的な会計基準統一の動きの中で、我が国に期待されている役割は何か。

17

り変わってきて、いろいろな国の意見を聞こうという態度になってきていると言えます。

一七ページに参ります。次の会計基準アドバイザリー・フォーラム（ASAF）は、各国の基準設定主体を組織したようなものです。IFRSが世界基準になったら各国の基準設定主体はどうなるのかという疑問はもともとありましたが、ここで各国の意見を言う立場になるという位置づけがなされました。

さらに、アジア・オセアニアオフィスが東京に開設されました。日本はASAFのメンバーにもなっておりますし、東京にサテライトオフィスもできましたので、今のところ三極の一つであるアジア筆頭国の扱いは何とか維持しているという状況でございます。

昨年三月にモニタリング・ボードのメンバー要件が明確化されました。モニタリング・ボードと

いうのは、IASB財団の大事な組織で、各国の規制当局がIFRS財団のガバナンスを監視するというものです。現在、日米欧、三つの当局とIOSCOがメンバーで、議長は日本の河野国際政策統括官です。今度このメンバーを広げて新興国などを入れるとともに、メンバーになれる国の要件を決めようという見直しがありました。その要件が、下のかぎ括弧に出ています。IFRSの適用を強制又は許容し、実際にIFRSが顕著に適用されている状態」と定義されました。ここでは「許容」ですから、別に強制適用でも任意適用でもいいのですが、「顕著に適用されている」ことが求められています。それが、どのぐらいの水準なのかというのが問題ではありますが、これを受けまして、昨年の自民党の提言では、二〇一六年末までに三〇〇社適用されているようにしようとしたところであります。

（論点）

「論点」です。今後、米国がIFRSに対してどのような態度をとっていくのかは明らかではありません。ただ、先ほどの最終スタッフ報告書で、IFRSをそのまま取り込むのは無理だ、別の取り込み方法が有望だとされていました。そうすると、恐らくコンドースメントの様な方法をとって、それをIFRS財団にはIFRSの適用の一形態だと認めさせようとアメリカはするのではないかというのが、今想像されます。一方、IFRS財団のほうは何を考えているかというと、アメリカに任意適用させようというのが当面の目標のようです。アメリカは当初は任意適用するはずだったのですが、撤回してしまった。あれを何とか復活させようという考え方です。

次に、我が国におけるIFRSの適用を考えるのに際し、日本基準の姿、米国基準との関係をど

う考えるべきかという点です。よく、日本はアメリカと同じ態度をとろうとしているとか、とるべきだと言う人がいますが、私はこの問題に関する日本とアメリカの立場は少し違うと思います。まず、米国基準はかなり国際的な基準です。今、世界の会計基準は、大企業の業務が非常に国際化していますので、会計基準が国際的でないと連結の会計報告をするのに困るわけです。そうしたときに、国際的にどこまでも日本基準でいけるのかというと、相当苦しいと言わざるを得ないと思います。

一方、日本は、米国基準とIFRSがにらみ合っているというのは本当は非常に困るのです。なぜかという、日本は、もともと米国基準を国際的なスタンダードとして受容してしまっている面があります。トヨタ、ホンダ、日立、東芝など日本を代表する大企業は、未だに米国基準を採用

しているところが多いです。現在、IFRSを適用しているのは、JTや商社、製薬会社などが多いのですが、米国基準のほうが時価総額ではまだかなり大きいのです。ですから、このまま米国基準とIFRSがにらみ合ったままになりますと、日本の中の会計基準の適用が非常に分裂した状況になって、好ましくない。

先ほど、従来、日本基準以外に国際的な基準として米国基準でもいいという取扱い、これは国際的には特殊なやり方なのですが、それをやっていたのを、今度はIFRSを採用するから米国基準はやめようとしたと申しました。しかし、IFRSを全面的に適用する情勢でもないということから、今はその両方を国際的な基準として受容するような形になっています。それは甚だ異例の取扱いですので、日本としては、やはり最終的にはIFRSを中心に国際的な会計基準が統一されるの

が望ましいのだろうと思います。

最後の日本に期待される役割です。昨年の当面の方針は、よく中途半端だというご批判を受けるのですが、その内容はIASB側からもアメリカ側からも評価されています。IASBは、任意適用の拡大を評価しています。さらにIASBの幹部は、アメリカも日本のやり方を参考にしたらどうかといったことを言っています。アメリカは、日本は各国の実情の違いから会計基準にある程度差異が生じることを認識している点がいいと言っています。

IFRSという会計基準は、従来やや原理主義的なところがあつて、それが日本側から見てかなり懸念材料になっていたのですが、そういう偏狭なところがなくなって、より包容力が出てくることで、最終的に世界基準になれるのだと思います。ですから、日本は、アメリカも入れるIFR

Sになるように、建設的意見があればそれを言う。そういう活動を続けていくことが、当面、日本が果たせる役割ではないか。国際的な会計基準統一の動きが完全にとまってしまうことは甚だ好ましくないのです、何とかアメリカも乗ってくるような方向で活動を続けていくことが有意義だと考えます。

よく、日本が早くIFRSを強制適用することが国際的な会計基準統一に資するのだと言う人がいますが、今申しましたIASBとアメリカなどの動向などを踏まえますと、それは必ずしもそうではないと思います。

四、会計監査の改善

(背景及び狙い)

最後の「会計監査の改善」について、申し上げ

4. 会計監査の改善

背景及び狙い

- リーマン・ショック後、金融危機の過程で会計監査人が金融機関の財務上の問題点について、必要な情報を外部に十分提供していなかったという批判が強まる。
- この問題の解消のため、監査で把握した会計上の重要事項の表明や監査人の独立性強化などの監査制度の改善策が検討されている。

(1) 重要な監査事項の記載

国際的な検討

- 国際監査・保証基準審議会（IAASB）、監査報告書の改訂に関する公開草案（「監査報告書の改善」）を公表〔2013年7月〕
（金融危機後、監査報告書における情報提供の充実を求める利用者の要請に応えるもの）
 - ・ 監査上の主要な事項（Key Audit Matters）及びその理由を監査報告書に記載
 - ・ 主要な事項が無い場合は、その旨を監査報告書に記載（主要な事項は相対的なものであり、稀な状況）

18

ます。

「背景及び狙い」です。リーマン・ショックの後、会計監査人が金融機関の財務上の問題点について必要な情報を外部に十分提供しなかったのではないかという批判が強まりまして、監査で把握した会計上の重要事項の表明や監査人の独立性の強化などの監査制度の改善策が検討されています。

(1) 重要な監査事項の記載

（国際的な検討）

まず、「重要な監査事項の記載」です。
アイブプリュエイエスピー
IAASBという機関があります。これは国際監査基準をつくっている任意団体ですが、非常に影響力があって、世界の監査基準についてはほぼスタンダードを決めているところですから、そこで、監査報告書の改善についての公開草案が生まれ

諸外国の対応

- 〔米〕 ○ 公開企業会計監視委員会（PCAOB）、監査報告書改革案を提案
[2013年8月]
（現在の「合格／不合格」アプローチを維持しながら、特定の監査についての情報を提供するという監査の歴史上最も重要な拡張を提案）
- ・ 監査上の重要な事項（Critical Audit Matters）及びその判断に至った考慮事項を監査報告書に記載
 - ・ 重要な事項が無い場合は、その旨を監査報告書に記載（大部分の監査において重要な事項があるものと想定）

論 点

- 重要な監査事項の記載が、どの様に運用されるのか。実際に、企業に関する会計上の問題点を情報提供できるのか。

(2) 監査法人の強制的ローテーション

諸外国の対応

- 〔EU〕 ○ 欧州議会、監査法人制度改革案（指令）を可決 [2014年4月]
- ・ 監査法人の強制交代ルール（最長10年）を導入
（加盟国は、共同監査の場合は14年まで、監査契約を入札した場合は期限を10年延長できる）

19

た。昨年七月です。ここで、情報提供の充実のために、監査上の主要な事項及びその理由を監査報告書に記載する。主要な事項がない場合は、その旨を監査報告書に記載するのですが、主要な事項は相対的なものであり、それが無いのはまれな状況である。つまり、基本的には必ず主要な事項を書くこととされています。

（諸外国の対応）

一九ページです。「諸外国の対応」のアメリカです。アメリカのPCAOB、これは日本の公認会計士・監査審査会に相当するものですが、これが、やはり監査報告書の改革案を昨年八月に出しました。ここでは、IAASBのものと非常に似ているのですが、監査上の主要な事項及びその判断に至った考慮事項を記載する。さらに、重要な事項がない場合はその旨を監査報告書に記載する

けれども、やはり大部分の監査において重要な事項はあるということを想定しています。

現在、監査報告書には実質的には「無限定適正」ということだけが監査結果として外部に表示されています。当然、会計の専門家である監査人が見れば、何か認識した事実はあるわけですし、その過程で重点を置いてチェックしたものはあるわけで、それを情報提供させればかなり有益な情報になるだろうという発想であります。

以前からそういうアイデアはあったのですが、従来は、そういう中途半端なことを表示させると企業にとって信用にかかりますし、風評リスクもあるので、実行するのは難しいだろうと考えられてきました。今回の案は、IAASBもPCAOBも相当本腰を入れて検討したもので、実現する見込みです。ですから、日本でも今後問題になる大きな制度改革であり、一九四〇年代に監査報

告書ができて以来、七〇年ぶりの大改正だと言われています。

（論点）

「論点」としましては、結局、このような制度を導入しても、決まり文句になってしまわないかというのが一番の懸念材料です。英語では *double* というのですが、今回の案はそうならないように相当考えられたものではあります。理由を書けとか、何を考えて監査上の重要な事項にしたのかを記載させるなど工夫の跡は見られます。なお且つこういう制度、仕組みを導入して、本当に会計上の問題点の事前把握や有意義な情報提供につながるのかというと、どうしても懸念を持たざるを得ないところです。

- ・監査報告書の記載内容の充実（ゴーイング・コンサーンの前提に係る重要な状況、重要な虚偽表示リスクの最大のものに対する監査人の評価等）
- ・非監査業務制限の強化（監査対象会社への税務助言、財務・投資コンサルティングの提供の禁止）

（注）欧州委員会の監査制度改革の市中協議文書（グリーン・ペーパー）[2010年1月]では、ローテーション制のほか、以下の検討項目が掲げられていた。

- ・規制当局による監査法人の選任及び報酬の支払い
- ・非監査業務の全面禁止
- ・監査の寡占状況解消のため、過去20年間の監査法人の合併の取消し

〔米〕 ○ PCAOB、コンセプトリリース「法定監査人の独立性及び監査法人のローテーション」公表 [2011年8月]
連続監査期間10年のローテーション制、対象限定の必要性、その他留意事項について意見募集
(2012年3月、6月に公開会議)

（参考）現行規制（監査法人内の関与社員交代制）

〔米〕 ○ SOX法 [2002年7月]
主任会計士 : 継続期間5年、休止期間5年
その他の会計士 : " 7年、 " 2年

20

(2) 監査法人の強制的ローテーション

（諸外国の対応）

① EU

(2)は「監査法人の強制的ローテーション」です。先月、欧州議会では監査法人制度の改革案の指令を可決しまして、監査法人の強制交代ルールの導入を決めております。

二〇ページです。欧州では、二〇一〇年のグリーン・ペーパーのころから、強制的ローテーションを含むかなり過激な監査制度改革を検討してきております。なぜ欧州ではこうした検討が進められたのかといいますと、監査の寡占状況を直したほうがいいという認識があります。四大監査法人、ビッグ4の体制を欧州では問題視しております。一つには、寡占なものですから、選択肢が狭くなって独立性が損なわれるということと、もう一つは、監査業務をめぐる欧米のヘゲモニー

争いの様なものがあつて、何とか米国のビッグ4寡占体制を打破したいという考えが根底にあります。

そういうことで、同じリーマン・ショックの教訓から来ているはずなのですが、欧州では特に強制的ローテーションの検討に重点を置かれてきています。そして、とうとう強制的ローテーション制の導入を決めたということです。「共同監査の場合一四年まで期間が延長されるのは、複数の監査法人が関与することで独立性が高まるほか、ビッグ4以外の監査法人が参加する機会が創出されるのが理由とされている。」

③ 米国

アメリカでも、PCAOBがコンセプトリリースを出して、一応ローテーション制を検討したのですが、反対意見が多くて、こちらの検討はス

トップしている状況です。

(論点)

最後に、二一ページです。「論点」にもありませんように、ローテーション制は独立性を高める効果もありますし、新しい目で見るという効果もあると思いますが、監査の品質低下やコストの上昇といったデメリットもありますので、それを総合的にどう評価するのか。

それから、日本としてビッグ4にどう対していくのかという問題があると思います。日本は、ヨーロッパと違ってビッグ4体制を打破したいとかそういう考えはありません。しかし、同時に監査業務の国際化が進行する中で、日本のビジネス慣行や考え方と監査制度や監査実務が乖離することとは避けなければなりません。それをどうして担保していくのかという問題が根底にはあると思

〔EU〕 ◦ 法定監査指令〔2006年4月〕

主任会計士：継続期間7年、休止期間2年

〔日本〕 ◦ 公認会計士法改正〔2003年5月〕
関与会計士：継続期間7年、休止期間2年

◦ 公認会計士法改正〔2007年6月〕

主任会計士（大規模監査法人に限る）：継続期間5年、休止期間5年

論 点

- ローテーション制に伴う監査人の独立性向上の効果と監査の品質低下、コスト上昇等の懸念を総合的にどう評価するか。
- 我が国として、“ビッグ4(体制)”にどう対していくか。

21

ます。

以上でございます。

（この講演は、平成二六年五月一日に開催されました。）

森 本 学 氏

略 歴

昭和52年3月 東京大学法学部 卒業
52年4月 大蔵省入省
62年7月 証券局流通市場課課長補佐
平成元年7月 〃 総務課課長補佐(調査室)
2年7月 銀行局中小金融課課長補佐
4年7月 大臣官房企画官兼銀行局総務課
6年5月 在英国大使館参事官
11年7月 理財局資金第二課長
12年7月 大臣官房信用機構課長
14年8月 理財局総務課長
16年7月 大臣官房審議官(理財局担当)
17年7月 近畿財務局長
18年11月 国際協力銀行理事
20年7月 東京国税局長
21年7月 金融庁検査局長
22年7月 〃 総務企画局長
25年6月 〃 退官
25年9月 日本証券経済研究所理事長