

# 証券・銀行・保険の規制の相違と隙間にどう対処するか

—ジョイント・フォーラムの提言—

平成 22 年 2 月 26 日

杉田浩治

(日本証券経済研究所)

## 証券・銀行・保険の規制の相違と隙間にどう対処するか

—ジョイント・フォーラムの提言—

(要約)

世界の証券・銀行・保険規制機関の国際機構で構成するジョイント・フォーラムは、G20 の要請にもとづき検討していた「金融規制の業態別特徴及び範囲のレビュー」についての報告書を公表した。

金融危機発生以降、各国間の金融規制を揃えるべきだという指摘は多いが、今回の報告書は、業態間の規制の差に着目し、それが規制裁定を招き、また金融コングロマリット等によるシステミック・リスクを生じさせているとして、業態間の規制を整合的にすべきであると主張している。

そのほか、証券化商品に関して証券化以前の原貸付の質の向上こそが肝要であると訴えているほか、信用リスク移転商品であるCDS（クレジット・デフォルト・スワップ）と金融保証（FG）保険について、今まで規制の落とし穴になっていたとして、監督の強化と透明性の向上を提言している。

また、ヘッジファンドについては「金融危機の拡大要因になったのか？」についての議論が決着していない」としたうえで、ジョイント・フォーラムの合意事項としてファンド運営者のリスク管理体制と資本の充実を提案する一方、レバレッジ・空売りなどファンドの運用手法を制限すること等については、賛否両論があるとして、参考意見として掲げるに止めている。

# 証券・銀行・保険の規制の相違と隙間にどう対処するか

—ジョイント・フォーラムの提言—

日本証券経済研究所  
専門調査員 杉田浩治

## はじめに

世界主要国における証券・銀行・保険の各規制機関の国際機構で構成するジョイント・フォーラム<sup>1</sup>は、2010年1月8日に「金融規制の業態別特徴及び範囲のレビュー」(原題: Review of the Differentiated Nature and Scope of Financial Regulation)と題する報告書を公表した<sup>2</sup>。

この報告書は、銀行・証券・保険の各業態における規制の特徴、業態間の規制の相違から生じる重要な論点を指摘するとともに、ヘッジファンド、CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)など規制の緩やかな金融商品・取引等に焦点を当て、現在の規制の枠組みでは捉えきれないシステミック・リスク<sup>3</sup>の解消策について17項目にわたる提言を行っている。

本報告書は、金融安定理事会<sup>4</sup>を通じ、G20の要請にもとづき作成されたものであり、今後のG20首脳会合(次回は2010年6月にカナダ・トロント、次々回は2010年11月に韓国・ソウルにおいて開催予定)における議論の基礎資料にもなると思われる。

そこで以下、報告書の要旨(Executive Summary)の部分を中心にポイントを紹介してみた。

---

<sup>1</sup> ジョイント・フォーラム(The Joint Forum)は、1996年にバーゼル銀行監督委員会(BCBS)、証券監督者国際機構(IOSCO)及び保険監督者国際機構(IAIS)の後援により設立され、金融コングロマリットの監督上の諸問題、銀行、証券、保険の各分野にまたがる監督上の諸問題等を検討しており、そのメンバーは、各分野を代表する主要な監督者で構成されている。(以上、金融庁ホームページにおける解説)。

<sup>2</sup> <http://www.fsa.go.jp/inter/etc/20100115.html>

<sup>3</sup> システミック・リスクとは個別の金融機関の支払不能等や、特定の市場または決済システム等の機能不全が、他の金融機関、他の市場、または金融システム全体に波及するリスクのことを言う。(以上、日本銀行ホームページにおける解説)。

<sup>4</sup> 金融安定理事会[Financial Stability Board:FSB]は、①国際金融システムに影響を及ぼす脆弱性の評価及びそれに対処するために必要な措置の特定・見直し、②金融の安定に責任を有する当局間の協調及び情報交換の促進、③規制上の基準の遵守におけるベストプラクティスについての助言・監視等を役割としている。第2回金融・世界経済に関するG20首脳会合(ロンドン・サミット:2009年4月)の宣言を踏まえ、旧金融安定化フォーラム(FSF)が、より強固な組織基盤と拡大した能力を持つ組織として再構成された。FSBには、そのメンバー国及び地域の関連当局、金融監督当局による国際機関(バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構(IOSCO)、保険監督者国際機構(IAIS))及び国際金融機関(国際通貨基金(IMF)・世界銀行)等が参加しており、我が国からは金融庁、財務省及び日本銀行が参加している。(以上、金融庁ホームページにおける解説)。

## 1. 序論

本レポートは、国際的な銀行・保険・証券分野に対する規制の相違から生じる主要な問題を分析するとともに、業態間の規制の隙間の問題、特に規制がない・あるいは規制が緩やかな金融業務・金融取引についての問題を取り上げている。

本レポートは、G20の要請にもとづき、金融安定理事会との連携によりジョイント・フォーラムが作成したものであり、現在の規制の枠組みではシステミック・リスクを完全に把握できない分野を指摘し、金融システムの規制を改善するために必要な提案を行うものである。ジョイント・フォーラムは、次の5分野を取り上げて検討結果を報告する。

- 銀行・保険・証券の各分野に対する規制の主な相違点
- 「(複数の業態にまたがる) 金融グループ」の監督と規制
- 不動産担保ローン (モーゲージ) の組成
- ヘッジファンド
- 信用リスクを移転する商品 (クレジット・デフォルト・スワップおよび金融保証保険)

## 2. 5つの分野に焦点を当てた理由

### (1) 銀行・保険・証券の各業態についての規制の相違

国際的な金融規制は、業態別に行われている結果、規制の隙間を生じさせ、また規制裁定 (金融機関が規制の緩やかな分野の業務に走る) 機会を与えている。そこで本レポートは各業態における金融規制の基本原則を比較し、問題点を指摘している。

### (2) (規制対象外の事業体に焦点を当てた) 金融グループの規制

金融グループ<sup>5</sup>は、多数の企業体や仕組みのネットワークを通じて幅広い金融サービスを提供し、多国籍にまたがり、また多重的相互依存体制のもとに活動している。

今回の金融危機により、こうした金融グループが世界あるいは地域経済の安定性に重要な影響を与えることが明らかになった。金融グループはその大きな経済力の故に、また特別目的会社や持株会社など規制対象外の事業主体をもグループに持っているが故に、業態間の垣根をあいまいにするとともに、業態別規制の適用・監督に関する課題を浮かび上がらせている。

### (3) 不動産担保ローン (モーゲージ) の組成

今回の金融危機においては、不動産担保ローン (モーゲージ) の証券化と証券化商品の

---

<sup>5</sup> 訳者注: ここでは、いわゆる金融コングロマリットに近い概念として用いられていると考えられる。

販売が一つの大問題となった。これはジョイント・フォーラムおよびその親機構（バーゼル銀行監督委員会（BCBS）、証券監督者国際機構（IOSCO）及び保険監督者国際機構（IAIS））など国際機関によって指摘されているが、健全な証券化を構成する基礎的材料である原貸付の質についてはあまり議論されていない。G20は「銀行が証券化を通じ貸付債権を他人に移転することを予定していたために、原貸付の信用度が適切に査定されていなかった」と指摘している。これをふまえて本レポートは健全な証券化とグローバル市場の安定に寄与するモーゲージの組成基準に焦点を当てている。

#### （４）ヘッジファンド

ヘッジファンド（中でも大規模なもの）は、金融の安定性にシステミックな影響を与える。規模が大きいかつ高レバレッジを利用したヘッジファンドが問題を起こすと、投資家だけでなく金融機関や市場にも影響を及ぼす。しかしヘッジファンドは未だに基本的には規制されていない。すなわち、ヘッジファンドの運営者（オペレーター）については多くの国において規制対象となっているが、ファンドそのものは個人投資家のように未だ法規制上の投資制限を課されていない。

ヘッジファンドが今回の金融危機の原因となったかどうかについては未だ議論があるが、ジョイント・フォーラムは、ヘッジファンドを観察・評価する一貫した適切な仕組みができていないという点では意見が一致している。

#### （５）信用リスク移転手段

CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）、および有価証券の元利払いを保証する金融保証保険は、規制対象業態内および規制対象外分野においてリスクを移転する機能を持っている。この商品については、健全なカウンターパーティー・リスク管理の下におかれるべきであり、より透明性を高めるべきであることについて幅広い関係者間での合意がある。本レポートは、既に他の機関等が指摘している事項については繰り返しを避け、既存提案への追加的提言として有益と思われる事項に焦点を当てるとともに、既存提案を集約し強調することも行う。

### 3. 本レポート作成の基本方針

G20からの検討要請は広範囲であったため、本レポート作成にあたっての分析も広範囲に及んでいる。したがって本レポートにおける提言および政策選択肢の提示は、(イ)監督当局向けの事項と、(ロ)一般的な政策立案者（立法府をふくむ広範な関係者）向けの事項の両方を含んでいる。

これらの提言と政策選択肢の提示にあたっての基本方針は次のとおりであり、提言は長

期的観点から行っている。

- ★同一の業務・商品・市場は、同一の最低限の監督・規制の対象とすべきである。
- ★各業態の規制は整合しているべきである。ただし三業態の間で合理的な相違は存在し得る。
- ★監督・規制にあたっては、その対象がもたらすリスクを考慮すべきである。特にシステムミック・リスク（これは大金融機関においてだけでなく、あらゆる規模の金融機関間の相互作用・連関性を通じても発生する可能性がある）に配慮すべきである。
- ★国際基準を一貫して適用することは、競争問題・規制裁定を回避するため決定的に重要である。

#### 4. 主要な問題点

ジョイント・フォーラムが検討した5つの分野についての実態分析の要約は次のとおりである。

##### A. 銀行・保険・証券の規制の主要な相違点

ジョイント・フォーラムは、2001年に実施した「銀行・保険・証券の各々についての監督基本原則の検討」を現時点において見直す作業を行った。

その結果、2001年以降における三業態の業務内容の接近化を反映して、基本原則について各業態間の相違は若干縮小していることが判明した。

また現存している相違点の中には、銀行・保険・証券それぞれの業務に固有な要因を反映するものとして正当化できる部分もある。各業務の固有要因にもとづく相違点の例としては次のようなものがある。

・証券規制については、独特の規定が多く存在するが、それは監督の範囲が幅広いことを反映している。すなわちIOSCOの基本原則は証券会社の規制・監督だけでなく、市場・取引所・集団投資スキーム（投資信託）、証券発行者の情報開示をも包含している。

一方、銀行・保険の分野における基本原則は、金融機関を監督するために必要な枠組みだけを規定しており、市場を対象とするものではない。

・規制の基本的相違が業務の特殊性によって説明される部分もある。たとえば保険規制には、銀行や証券の規制にはない専門的条項に重要な役割が課されている。保険会社は将来の不確実な出来事に対する保障を提供するので、保険部門における規制・監督にあたっては、将来債務のコスト見積もりなど専門的条項の評価に多大の努力が向けられている。

以上のように、銀行・保険・証券の規制の相違については、各業態固有の要因を反映している部分がある一方で、既に2001年にジョイントフォーラムが指摘したように、**規制の枠**

組みには客観的に正当化できない重要な相違点がある。さらに、2009年3月25日付のG20レポート（” Enhancing Sound Regulation and Strengthening”）が指摘したように、これら規制の相違から生じる問題が今回の金融危機により浮き彫りにされた。

ジョイント・フォーラムは各業態の規制の基本原則及び適用基準・規則について更に整合性を高める余地があると信じる。

特に、各業態の監督システム下にある金融機関のプルーデンシャル規制（金融システムの安全性・健全性を維持するための規制）が、次に述べるように異なっていることを指摘したい。

- ・「金融グループ」の監督・規制については三業態の違いが目立つ。バーゼル銀行委員会は常に連結ベースでの監督に焦点を置いてきたが、IAIS（保険監督者国際機構）は以前からの個別会社の監督に加えて、グループ単位の監督をやっと2003年にスタートさせたばかりである。そしてIOSCO（証券監督者国際機構）の基本原則は証券会社をグループ・ベースで監督することを要求していない。

- ・各業態に属する金融機関の資本構成基準についても相違がある。国際的な統一基準があるのは銀行だけであり、証券・保険については各国間で枠組みが異なっている。

- ・プルーデンシャル規制についても、業態間で基本的考え方および技術面の両方について大きな差がある。これは主に業務内容の違いを反映しているものとはいえ、それが監督上の問題を提起し、規制裁定を招いている面がある。

- ・また金融機関の業務遂行方法、消費者・投資家保護に関する規制の程度も業態間で異なっている。

ジョイント・フォーラムは、以上のような銀行・証券・保険分野における監督制度の不一致に対処し改善に取り組むことが、一層健全な金融システムを確立するために必要であると考えます。

また各業態の監督機関が、規制を如何に（業態間の差がなく公平・効果的に）執行（implement）していくかの問題も重要である。

## B. 金融グループの監督・規制

「金融グループ」は銀行・証券・保険の各分野で、またはそれらを組み合わせてサービスを提供している。この「業務の混合（mix）」が伝統的な縦割り監督・規制の境界を曖昧にしている。それに加え、金融グループは、複数の企業体や仕組み（これらの内には規制対象外のものがある）のネットワークを構成することにより、相乗効果とコスト削減を実現し、また税制・監督・規制の相違により得られるメリットを享受している。

本レポートは、金融グループに関し監督・規制の取り扱いが異なる次の事項に焦点を当てている。

- ・グループの資本適正度を計算する際の、非規制会社の問題

金融グループの「定義」の相違、金融グループの資本の計算に当たって計算対象に含める企業の範囲、そしてグループの適正資本の計算方法の相違がある。このため、監督当局が金融グループのリスク、資本の適正度、グループ内の規制対象会社への影響を評価するにあたって問題を生じさせている。すなわち、これらの相違を利して、非規制会社が個別の規制会社の必要資本額を下げたため、あるいはグループ全体の必要適正資本額を低める目的で使われたり、また業態間の区別を曖昧にするために使われたりする場合に規制の欠陥が現出する。

これが、複雑・不透明・相互依存的な金融グループの構築を促進させる要因になり得る。

#### ・非規制会社を巻き込んだグループ内取引とエクスポージャー (Intra-group transactions and exposures, 略称「ITEs」) の問題

金融グループは、ITEsを利用することにより法的形態を超えて業務展開を行うことができる。またITEsはリーマンブラザーズの破綻に示されるように、グループ全体に対し、そして/またはグループ内の個別会社に対し悪影響と意図しないリスクをもたらす。

さらに、ITEsに対する監督・規制の姿勢が業態間で異なることにより、監督当局が金融グループおよびそれに属する個別会社のビジネスモデルの持続可能性の評価を困難にしている。

#### ・非規制会社、特に規制会社を支配する非規制親会社の問題

監督・規制の相違により、金融グループが規制対象会社から全く分離された法管轄地域に規制対象にならない親会社を設立し、そこから各地の規制対象会社を最終的に支配するという抜け道を作り出すことを可能にしている。その場合、非規制親会社の設立地には規制対象会社の関連会社・支店等がない、あるいは当該非規制親会社を監督し法的権力を行使する規制当局がないといったことが起こる。

このことが監督を妨げる。すなわち当該非規制親会社は関係のない第三者（設立地域外の規制当局など）に情報を提供する義務を一切負わないし、監督上意味のある情報を作成する義務も負わないことになる。なぜなら、重要情報の取得・共有に関する既存の国際的外交条約 (protocols) は、規制対象でない主体に関しては（当該主体がグループ会社の中で高い位置を占めている場合であっても）適用されないからである。

以上に指摘した監督・規制の差は、金融グループの全ての活動とその影響、さらには、そうした活動が金融システム全体に与えるコストを規制当局が把握できない状況を生じさせている。したがって、このような相違点・差に対応するための規制改革を検討する必要がある。それまでの間は、各監督当局は規制の差がもたらすリスクを監視し、規制対象会社を通じてリスク管理を確保する必要がある。

### C. 不動産担保ローン (モーゲージ) の組成

本件に関しては、次の二つの基本的問題に焦点を当てる。

#### ・モーゲージの引受上の欠陥

米国・英国など一部の国における住宅担保ローンの欠陥から生じた問題が、今回の世界金融危機の大きな原因となった。これらの不動産担保貸付債権の証券化商品あるいはストラクチャード商品が国際的に多数の金融機関によって購入され、その結果、原貸付における欠陥の被害を世界の銀行・証券・保険の全分野へ広げてしまった。

対照的に、ドイツ・カナダなど慎重な貸付行動と健全かつ統一的政策が取られていた国々においては、規律のない貸付引受けが行われていた国々で発生したような原貸付の大きな損傷は起こらなかった。

#### ・モーゲージの組成者は、同一の行為・商品について異なる監督・規制・法執行の対象となっている。

銀行以外の信用仲介機関の普及度・役割・そして監督の状況は種々のモーゲージ市場の間で大きく異なっている。そしてモーゲージ組成者は、ごく小規模の個人モーゲージ・ブローカーから大きな貸付機関に至るまで幅広く存在している。

この中には、証券化の組成者・証券販売者などに対して一時的につなぎ資金を提供する貸し手や、実質的にモーゲージ・ローンの市場を組成する一部の中央銀行および政府関係機関も含まれている。中には、政府が貸付残高の全部または一部について明示的に支払保証することにより市場を密接にコントロールしている例もある。

そして市場の参加者数・参加者の役割は、膨大・多様であり、特に多くの国において規制の枠組みが不十分なままに決められているため、各国間の規制内容の相違も大きい。こうした相違が規制上の隙間を生み、健全なモーゲージ引受業務を蝕んできた。

### D. ヘッジファンド

ヘッジファンドが金融危機の拡大を助長したのか（そうであるなら影響度は如何ほどであったのか）、あるいは反対に金融危機の拡大を和らげたのか、についての議論は決着していない。すなわち、ヘッジファンドは2008年秋の金融市場における流動性危機を強めたという主張がある一方で、ヘッジファンドはその採用戦略から見て、概していえば資産バブルの発生と広がりを抑えているのだという主張もある。

しかしながら、その経済的役割からみてヘッジファンドはシステミックな影響を持つという点では、関係者の意見がほぼ一致している。

本レポートの分析はヘッジファンドに関する次の4つの問題に焦点を当てている。

#### ・内部組織、リスクの管理と測定

ヘッジファンド運用者がリスク管理を失敗すれば、市場に問題を発生させ、国境を超え、また業態を超えて影響を与える。それでいて、ファンドが如何に組織され、リスクの管理と測定が如何に行われているか、あるいはその規制要件がどうなっているかについて共通

的あるいは国際的な理解がない。

#### ・報告要件、監督の国際的協調

監督当局や投資家が、ヘッジファンドによってもたらされるリスクを把握するのは容易でない。なぜならファンドはその行動について完全に情報開示することを要求されていないからである。ファンドの情報開示についての規制は法管轄地によって異なっており、しかも収集された情報は、ヘッジファンドが国境を超えて活動しているにも関わらず監督当局間で共有されていない。

#### ・システミックに影響のあるファンド運営者の（当初およびその後の）最低資本要件

ファンド運営者（オペレーター）は、彼等が負うオペレーショナル・リスクに耐えるため、また（万一の際には）混乱なく解散できるようにするため、さらに金融システムへの潜在的悪影響を最小化するため、適切な資本準備を持つ必要がある。しかし、ファンド運営者に対し最低資本要件さえ課していない監督当局がある。

#### ・資産プールによりもたらされる変動増幅的およびレバレッジ関連のリスク

ファンドによるレバレッジの利用は、ファンドの収益可能性を拡大させるが、同時に取引残高（エクスポージャー）を拡大させるから、投資家リスクだけでなく金融システムそのものへのリスクを増幅させる。しかし、現在、監督当局はファンドのレバレッジ利用に制限を設けていない。

### E. 信用リスク移転商品

本レポートは、市場慣行および効果的規制についての大きな落とし穴であった二つの信用リスク移転商品に焦点を当てる。それはクレジット・デフォルト・スワップと金融保証（financial guarantee insurance）である。

クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）と金融保証（FG）保険は、特定の信用供与（エクスポージャー）に対するヘッジ（保証）手段を提供する商品である。保証の提供者（売手）は、対象となる信用の返済不履行があれば自ら支払いを行わなければならない。すなわち、この商品は新たな信用エクスポージャーを創造することになる。したがって保証の買手は、保証提供者（売手）についてのカウンターパーティー・リスク管理を適切に維持・実行する必要がある。

CDSとFG保険は法的には全く異なる構造に基づいているが、その果たす経済的機能は同じである。以下に掲げる問題は、CDS市場とFG保険市場に共通であり、これらは今回の金融危機の一因となり、あるいは業態を超えたシステミック・リスクをもたらした。

#### ・不十分なリスク統制（ガバナンス）

信用リスク保証の引受人（売手）は、彼等が保有していた既存のリスク管理インフラの下では、信用リスク引受にともなう潜在的リスクを適切に把握できなかった。この事実はCDS市場について全般に指摘できることであり、またFG保険市場についても程度は低い

(この市場では少なくとも一定の法的報告義務がある) 指摘できることである。一方、保証の買手は、売手の契約履行能力を正しく評価していなかったし、特定のカウンターパーティーに対し無担保で信用リスクを集中させてしまっていた。

#### ・不十分なリスク管理実態

CDSとFG保険取引にかかわる大きなカウンターパーティー・リスクの管理が貧弱であったことが、金融の不安定性を招き、市場の信頼を失わせた。特にCDSディーラーは自分たちの業務インフラ能力を超えてポートフォリオを拡大させていた。

#### ・担保の不十分な活用

買手は高格付けの売手(たとえばトリプルAのモノライン会社)に対して担保差し入れを要求しなかったため、こうした会社が巨額の店頭デリバティブやFG保険を集積することを許した。その結果、売手が過度に信用エクスポージャーを取る結果を招いた(通常の担保差し入れ基準を維持していたら、そうはならなかったであろう)。

#### ・透明性の欠如

CDSの、(そして程度は低いものの)FG保険の透明性が欠如していたため、監督当局およびその他の市場関係者は、如何に信用リスクが個別の会社に集中していたか、そして金融システム全体に及ぶかを理解できなかった。市場参加者(信用保証の買手と売手の双方)は想定される信用リスクの水準を測定できなかったのである。

#### ・脆弱な市場インフラ

信用リスク移転商品の取り扱いが少数の市場参加者に集中していたため、システムカルに重要な一会社の破綻が、他社の破綻の可能性を高めることとなった。

以上はCDSとFG保険の両方に共通する事項であるが、本レポートは**CDS特有の問題**について別個に取り上げる。CDSはその買手と売手が規制機関で或る場合を除き、ほとんど規制されていない。そして特別目的会社など非規制会社がCDS市場の主要なプレーヤーであるという点で、CDS市場は既存の監督・規制の対象から漏れている。たとえば、規制会社のCDSエクスポージャーに係わるリスクに対する資本要件は規制対象になっていても、システムカルに重要な非規制会社は当該要件の対象でないから、金融市場にシステムック・リスクをもたらす。またCDSは一般的に店頭取引であるので、市場インフラが脆弱であるという問題もある。

さらに、**FG保険特有の問題**もある。FG保険の引受け会社数は少ない(米国で10社未満)が、彼等が国際的に活動している状況下で、保険会社に対する規制は各国間で異なっている。またFG保険引受け会社は近年リスク・テイク志向を強め、以前の地方債等の支払い保証だけでなく、CDO(債務担保証券)やサブプライム担保ローン証券をふくむ資産担保証券へも進出していた。また、これら保険会社は僅少資本の特別目的会社を設立して、親会社の業務執行地においては法的に認められていないFG保険を販売していた。そして、こうしたビジネスモデルや信用リスク移転商品の妥当性が疑問視される中で、会計慣行、資本・

流動性、信用格付け機関、特別目的会社の利用にかかわる問題、およびその連鎖効果が相俟って、FG保険は業態を超えて、そして/またはシステミックな影響を与えたのである。

## 5. 業態を超えた効果的かつ一貫した規制の提言と、政策選択肢の提示

ジョイント・フォーラムは、上記4. において指摘した問題意識に基づき次の事項を提言する。

### A. 銀行・保険・証券の規制の相違を縮小するための提言

**提言1** バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構及び保険監督者国際機構は、システミック・リスクおよび金融システム全体の安定性を適切に斟酌するように各々が主要原則を見直し、改訂すべきである。また、市場での行為、消費者保護、プルーデンシャル要件に関する原則を今日的基準に改めて、より整合性のあるものとすべきである。

**提言2** 各業態において、最低適正資本についての各国共通のプルーデンシャル・フレームワークを定めることにより、地域間の規制裁定機会を減らし、国境を超えて活動する金融グループの監督を容易にすべきである。

(現在、証券・保険については各国共通の資本基準が存在していない)。

**提言3** バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構及び保険監督者国際機構は、各業態の規制原則をより整合的にするとともに、同一業務に対しては同一の規制と基準が適用されるような共通標準を開発することにより、業態間の規制裁定機会を削減し、金融システムの更なる安定化に貢献すべきである。

(たとえば、4. において指摘した不動産担保ローン、信用リスク移転商品についての問題はこの例である)

### B. 「金融グループ」の監督・規制の強化

**提言4** 政策立案者は、全ての金融グループ（特に国境を超えてサービスを提供しているグループ）の活動およびリスクの全体像を把握できるように、全ての金融グループが監督と規制の対象となることを確保すべきである。

**提言5** 1999年に定めた「“金融コングロマリットの監督” についてのジョイント・フォーラム原則」を見直し、最近の状況に合うよう改訂すべきである。

(再検討にあたって重視すべき事柄として挙げられる項目は、規制対象となっていない親会社の監督権、グループ内の非規制会社についての監督と情報収集の方法、特別目的会社など規制されていない主体・活動を勘案したグループ全体の適正資本の算定、グループ内

取引および規制対象主体が関与しているエクスポージャー（取引残高）の監視、異なる業態の監督当局間の協力、金融グループのガバナンス、金融グループのリスク管理システムとその実践に関わる事項である。）

**提言 6** バーゼル銀行監督委員会、証券監督者国際機構及び保険監督者国際機構は、監督活動の業態間の整合性を高めるよう協力して行動すべきである。そして業態間の問題は、必要に応じ臨時に組織する専門家グループによって効果的に見直されるべきである。

### C. モーゲージ組成に関する一貫した効果的引受け基準設定の促進

**提言 7** 監督機関は、モーゲージ組成者に対し、個々の借り手の返済能力を正確に査定することに重点をおいた最低引受け基準を導入させるべきである。導入された最低引受け基準は、公開されるべきであり、全ての関係者がアクセス可能な方法で維持されるべきである。

**提言 8** 政策立案者は、種々のモーゲージ組成者に対し、現在規制対象になっている・いないに関係なく、統合的なモーゲージ引受け基準、一貫した監視、そして採用された引受け基準の実行が確保されるようにすべきである。

（ジョイント・フォーラムは、この提言の実行については多くの困難があることを承知している。なぜなら国によっては法および監督体制の変更が必要であるからである。しかし、一貫した引受け基準の確保という目標は、こうした法制変更を行うに値する重要事項である。）

**提言 9** 各国の政策立案者は、モーゲージ市場全体を網羅したモーゲージ引受け基準の適切な情報公開制度を確立すべきである。加えて、金融安定理事会は、健全な引受け慣行を定期的に見直す仕組みの確立を検討すべきである。そしてその結果は公表されるべきである。

### D. ヘッジファンドの活動に対する規制範囲の拡大

2009年6月に証券監督者国際機構（IOSCO）は、「ヘッジファンドの監視に関する最終報告書（原題：Hedge Fund Oversight: Final Report）」を公表し、ヘッジファンドの規制について国際レベルで多大の貢献をした。以下に掲げるジョイント・フォーラムの提言と政策選択肢は、IOSCOの作業を十分に考慮し、その成果との重複を避け、その分析結果を活用している。ジョイント・フォーラムは、IOSCOが提示したヘッジファンドおよび又はヘッジファンド運用者（managers/advisors）（またはオペレーター）に関する6つの高レベル原則を完全に支持する。

**提言10** 監督当局は、ヘッジファンドのもたらすリスクに鑑み、ヘッジファンド運営者（オペレーター）に関し、適切かつ相応のリスク管理についての最低規制基準を導入、そして/

または強化すべきである。もし必要であるなら監督当局はその権限を与えられるべきである。

**提言11** 監督当局は、システミカルに重要なヘッジファンドを業態横断的に監視できるようにするため、ヘッジファンド・オペレーターに対し、現在あるいは将来に想定されるシステミック・リスクの要因を把握し、それを監督当局に報告する義務を課すべきである。もし必要であるなら監督当局はその権限を与えられるべきである。

**提言12** 起こり得るオペレーショナル・リスクに鑑み、またオペレーターが破綻した際に、混乱なく解散することを可能にするため、監督当局は、システミカルに重要なヘッジファンドのオペレーターに対し、当初および存続中の最低資本要件を課すべきである。もし必要であるなら監督当局はその権限を与えられるべきである。

#### **〔システミカルに重要な資産プールについて考えられる他の規制選択肢〕**

前述の提言に加え、ヘッジファンドおよび類似の資産プールによってもたらされるリスクを軽減する手段として、次に掲げるオプションも有り得る。下記の政策についてはジョイント・フォーラムが全体として合意に至ったものではないが、規制政策立案者の参考にするために掲げた。

下記のオプションは、資産プールの「オペレーター」ではなく、規模その他の要因によりシステミカルな影響を持つと見られる「資産プール（ファンド）そのもの」のプルーデンス・リスク、特に変動増幅的およびレバレッジ関連のリスクに焦点を当てている。政策立案者は、ヘッジファンドなどプール資産のシステミックな重要度を評価する基準の策定にあたり、IMF、BISおよびFSBの作業結果を参考とすべきである。

##### **・ヘアカットと担保要件**

監督当局は、カウンターパーティー信用リスクを軽減するため、ファンドに対し、その純資産を超える借り入れについて相手方に担保差し出しを要求することが考えられる。ただし、この方法は、ファンドのカウンターパーティー全員が採用しなければ尻抜けになる。

##### **・クローズド・エンド型の採用／解約制限**

過度の資金流動性リスクを抑えるため、非流動性資産に多く（たとえば資産の一定比率以上）投資するヘッジファンドについては、流動性のミスマッチに対応するため、ファンドをクローズドエンド型（解約に応じないタイプ）で組成すること、あるいは適切な解約制限を導入することを、監督当局が要求することも考えられる。

##### **・リスクをなくすためのレバレッジ制限**

過度のリスク・テイクを避けるため、監督当局が、デリバティブ利用や借り入れをふくむレバレッジについて、直接的かつ単純な上限を設けることも考えられる。

##### **・リスクベースの資本要件またはレバレッジ制限**

監督当局は、ファンド保有資産の種類別にリスク度を設定し、その加重平均リスクによる制限を設ける（資産内容のリスク度が高まるほど制限が厳しくする）ことも考えられる。

#### ・対象金融商品の速やかな受け渡しを可能にするリスク管理手続き

空売りは合法的取引手法である。しかし空売りを利用するファンド・オペレーターは、彼等が運営するヘッジファンドの設立地や法的組織形態に関係なく、各ファンドを、市場の混乱を回避するために適用する規制要件にしたがって組織・運営することが求められるべきである。この目標を達成するため、空売りを利用するファンド・オペレーターは、空売りした金融商品について適時受渡しを確保する手続きの採用（たとえば証券貸借を統制する基本協約を遵守すること）を要求されるべきである。

**上記オプション採用のメリット：**上記の規制選択肢は、レバレッジの水準を制限し、ヘッジファンドが過度のリスクを取ることを防ぐための手段として利用できるかもしれない。この方法は、ヘッジファンドと、他の規制された伝統的市場参加者（たとえば他の集団投資事業のオペレーターや銀行のトレーディング・デスクなど）との間の競争条件を公平にすることになる。

**上記オプション採用のデメリット：**ヘッジファンドの戦略や行動が多岐にわたっていることを考慮すると、レバレッジや流動性について事前に上限を設けることや、レバレッジを制限することは非常に困難で複雑な作業となろう。裁定を制限することは市場の歪みを引き起こすリスクもある。過度のシステムック・リスクを防ぐための必要最低限以上の制限を課すことは、投資家の選択を不当に制限することにもなる。全面的な規制はまたモラル・ハザードを助長したり、ヘッジファンド規制の緩やかな法管轄地への活動拠点への移動を招くことが想定される。この観点から、国際的に規制・監督を一本化することが欠かせない要件となる

### E. 信用リスク移転商品の規制監督の強化

**提言13** 監督当局は、CDSとFG保険の両方について透明性の向上・促進を要求すべきである。

監督当局は、CDSの取引データをデータ貯蔵装置（たとえば the Depository Trust & Clearing Corporation<sup>6</sup>の情報倉庫）に集積しようとする取組みを引続き支援すべきである。

監督当局はまた、会社レベルでの公的情報公開（投資家に対する透明性）およびまたは法的ディスクロージャー要件の強化（監督者に対する透明性の強化）を促進・要求すべきである。このディスクロージャーに含める事項としては、たとえば商品特性、市場参加者のリスク、エクスポージャー、評価方法と評価価格、非規制会社を通じる投資をふくむオフ・バランスのエクスポージャー、担保差し入れ・支払要求・契約解除に結びつく契約トリガー条項などが挙げられる。

監督当局は、より広範な流動性に配慮するため、CDSデータの適切かつタイムリーなデ

<sup>6</sup> 米国最大の証券保管振替機関、略称 DTCC。

イスクロージャー（価格、取引量、市場参加者の未決済残高、電子取引システム、取引所、データ供給者、データ保管者などに関する情報公開）を促進すべきである。

以上の透明性強化に加え、監督当局は可能な限り、システミック・リスクを招く恐れのある取引集中度を監視すべきであり、その情報は市場流動性への悪影響を避ける目的に沿うよう公開されるべきである。

監督当局は、市場の不正を見破り、不正を抑制するために、CDS市場の監視の質をより高度化する手段を開発すべきである。

**提言14** 監督当局は、CDS市場の情報および規制事項について、業態間・法管轄地間での情報共有、規制上の協力をすすめるため、緊密な共同作業を継続すべきである。またFG保険について、FG保険会社のストレステスト・シナリオテストによって提起される業態横断的かつシステミックな潜在リスクに関しても協力して情報交換すべきである。

**提言15** 監督当局は、CDSとFG保険についてプルーデンシャル要件を見直す作業を継続し、必要な行動を取るべきである。その中には次の事項が含まれる。

- ・ CDS取引について適切な法的資金要件を設ける。
- ・ FG保険会社について、資本・ソルベンシー・支払準備・流動性の最低要件（内部モデルの使用および年金数理上の承認についての要件をふくむ）を設定する。
- ・ FG保険会社のリスク・エクスポージャーとリスク集中度（再保険会社への再保険部分をふくむ）を監視する。
- ・ 会社に対し、会社全体としての総リスクの分析とリスク管理を実施するよう要求する。その中には、CDSまたはFG保険を通じるエクスポージャーから生じるカウンターパーティー・リスクや、FG保険会社に影響を与えるような特別目的会社その他の外部主体の潜在的影響をふくむ（その破綻によりFG保険会社が危険にさらされないようにする趣旨）。
- ・ 全ての重要なカウンターパーティーに対し、その債務履行を確保するため担保差し入れを要求することをふくむ確固たるカウンターパーティー・リスク管理措置の適用。
- ・ FG保険会社のコーポレート・ガバナンス制度が、その会社のリスクに相応していることを確保する。

**提言16** 監督当局は、監督・規制された集中清算機関（central counterparties、以下CCPs）、そして/または取引所の整備など、現在行っている市場インフラの強化に関する国際的および各国内の努力を継続すべきである。すなわち、より体系化された取引とCCPを通じる清算を可能にするためのCDS契約の標準化促進、決済適格契約の集中清算機関を通じる清算の拡大、そして場合によっては取引所への取引集中の促進が含まれよう。またCCPsについての適用可能な基準や監視メカニズムについての監督当局間の対話も促進されるべきであろう。

**提言17** 政策立案者は、保険規制におけるFG保険の位置づけを（それが未だ明確化されていない場合には）明確化すべきである。それにより、FG保険条項が規制事項として盛り込まれ、監督の対象となる。

〔FG保険について考えられる他の規制選択肢〕

- ・FG保険会社の伝統的事業（たとえば地方債の元利支払保証）を、他の事業の潜在的リスクから遮断し保護する。すなわち伝統的事業と他の事業との間で支払準備や資本を分離する。
- ・FG保険会社が、他の資産プールを再構成した資産担保証券プールを保有することを禁止、または制限する。
- ・FG保険会社に対し、特定のカウンターパーティーまたは特定の債務分野についてのエクスポージャーに上限（当該会社のエクスポージャー総額または資本規模に対する上限比率）を設けるよう要求する。
- ・カウンターパーティーあるいはリスク要因により総エクスポージャーの想定元本を制限する（資本規模または他の適切な基準との関連を考慮して行う）。

(以上)