顧客保護の観点から見た グローバル市場における規制動向

----- 目 次 ----

- I. 背景
- Ⅱ. グローバル市場における金融監督体制・規制の再考
- Ⅲ、顧客保護強化に対する各国・地域の動向
- Ⅳ. 日本の現状
- ♥. まとめ

海外アセットマネジメント事業部 業務開発グループ 楼 天甲

I.背景

2008 年のグローバル金融危機からすでに5年が経過したが、この間国際社会は、G201等にて連携し、財政・金融政策を通じて、マクロ経済への金融危機の影響を最小化する努力を継続しており、今では、金融市場は安定を取り戻し、経済も回復しつつある。

この5年間 G20 において、金融危機を引き起こした根本原因について議論が続けられてきた。早い段階から原因の1つとして、金融システムにおける規制・監督体制の不備が挙げられており、このような危機を繰り返さないよう、グローバルベースでの金融システムの改革、国際的な金融規制の強化及び監督体制の見直しを行ってきた。とりわけ顧客保護の強化・向上については、金融規制強化の主要項目として、現在でも検討が続けられている。

日本においては、金融危機の影響は限定的であったが、昨今、AIJ²問題を契機に、顧客保護に対する意識が高まってきている。

本稿では、顧客保護の視点からグローバル金融危機を踏まえた、国際的な金融規制・監督 体制改革の内容について、日本における顧客保護の現状と比較していきたい。

^{1 20} ヵ国財務相・中央銀行総裁会議。世界的な経済の安定と成長をはかるための国際会議。年1回開催。

² 厚生年金基金等が AIJ 投資顧問に運用委託した資産の大半が消失した問題。

Ⅱ. グローバル市場における金融監督体制・規制の再考

1. 国際的な金融規制・監督体制の枠組み再構築

2009 年4月、ロンドンで開催された第2回の G20 サミットでは、2008 年の金融危機について議論がなされ、金融危機が発生した根本的な原因の1つは、金融システムにおける金融規制および監督体制の不備にあるとの見解が示された。また、将来の金融システムをより強力かつグローバルベースで整合的なものとするためには、金融規制および監督体制の枠組みを再構築する必要があり、国際的な金融規制改革が G20 の最重要課題であることを共通の認識とした。

そこでロンドン・サミットでは最終的に、国際的な金融規制改革という最重要課題への取り組みとして、以下の8つの宣言を採択した。

- ① 金融の安定を促進するため、金融安定理事会(FSB)3を新設
- ② 国際的な連携を強化
- ③ 金融システムの健全性向上のために、国際的な枠組みを強化
- ④ 規制対象となる金融機関、金融市場及び金融商品の範囲を拡大
- ⑤ 重要な金融機関における報酬体系を改善
- ⑥ タックス・ヘイブン及び非協力的な地域への対策を強化
- ⑦ 会計基準の見直し
- ⑧ 格付機関の監督を強化

宣言①で掲げられた金融安定理事会 (FSB) は、従来の金融安定化フォーラム (Financial Stability Forum: FSF) の権限を強化し再構成した組織である。サミットにおける合意内容をベースに国際的な基準を策定する役割を担っており、国際的な金融規制の枠組みの中で重要な意味を持つ。

FSB の前身である FSF は、アジア通貨危機の際に1つの国を発端として、他国にも危機が波及してしまった反省から、1999 年に G 7 財務大臣・中央銀行総裁会議において設立された。主要 12 ヵ国の中央銀行、財務省および監督当局、国際通貨基金(IMF)や世界銀行等の国際金融機関、バーゼル銀行監督委員会(Basel Committee on Banking Supervision: BCBS)や証券監督国際機構(International Organization of Securities Commissions: IOSCO)、保険監督者国際機構(International Association of Insurance Supervisors: IAIS)、国際会計基準審議会等、国際基準設定機構から構成されており、金融市場の監督と国際協力の強化を通じて国際金融の安定を図ることが、その主な役割であった。

³金融安定理事会 (Financial Stability Board、FSB) は、主要 25 ヵ国 (2013 年 3 月時点)、地域の中央銀行、金融監督当局、財務省、主要な基準策定主体 (国際通貨基金、世界銀行、国際決済銀行、経済協力開発機構等) の代表をメンバーとし、金融システムの脆弱性への対応や金融システムの安定を担う当局間の協調の促進に向けた活動などを行っている組織。

一方、新設の FSB は、参加国を新興国にも拡大するとともに、従来 FSF が果たしてきた役割に加えて、国際的な基準を策定するという役割を新たに担うことになった。FSB のメンバーは、G20 各国及び EU 諸国の財務省、監督当局や中央銀行から構成されており、また、国際通貨基金(IMF)、世界銀行等国際金融機構や、証券監督国際機構(IOSCO)、国際決済銀行(Bank for International Settlements: BIS)、バーゼル銀行監督委員会(BCBS)、経済協力開発機構(OECD)等国際基準制定機構もその構成メンバーである。

FSBメンバーは、市場の発展と規制政策等について G20 へ提言し、G20 は FSB からの提言について議論の上、国際的な金融規制改革への取り組みについて声明を行う。FSBメンバーは、G20 の声明をベースに、国際的な基準を策定。各国の規制当局は、FSB が策定した国際的な基準に基づき、国内規制を見直し、国内の金融機関を監督する。このように FSB を中心とした国際的な規制・監督改革の枠組み(図表 1)が形成された。



図表1:国際的な金融制度改正の枠組み

出所:みずほ総合研究所「国際的な金融規制改革の動向」より、三菱 UFJ 信託銀行作成

2. グローバルベースでの投資家保護についての検討

(1) G20 ベースでの合意

2010年11月、韓国のソウルで開催された第5回のG20サミットでは、金融改革についてこれまでの成果を確認するとともに、更なる金融規制改革への取り組みとして、以下の6点について合意した。

- ① マクロ・プルーデンス 4政策の枠組みを設計・実施
- ② 新興市場・途上国の規制改革に関する課題へ対応
- ③ シャドー・バンキングに対する規制・監督を強化
- ④ 商品デリバティブ市場の規制・監督を強化
- ⑤ 市場の健全性及び効率性を向上
- ⑥ 金融消費者保護を向上

特に、⑥金融消費者保護の向上について、G20 はFSBに対して、FSBのメンバーである経済協力開発機構(OECD) 5やその他国際機関と協働して、金融消費者保護を推進するための方策を次回のサミットまでに研究し、報告するよう求めた。

2011 年 11 月、フランスのカンヌで開催された第 6 回の G20 サミットで OECD は、韓国ソウルサミットで G20 から命じられた「金融消費者保護を推進するための方策の検討」に対する回答として、「金融消費者保護に関する提案書(G20 High Level Principal)」を提出。 OECD は本提案書の中で、金融取引における消費者保護に関する法的規制の枠組み、監督当局の役割、および情報公開と透明性等について、目線とすべき基準を示した。

G20 は、OECD が提出したこの提案書を了承。また、FSB に対し、本提案書に基づき、各国当局に対して、本提案書に記載の基準を適用させるよう要請するとともに、OECD 及び他の関連組織と協働し、今後開催されるサミットにおいて、各国における基準適用の進捗状況を報告するよう合わせて要請した。

(2) IOSCO の市中協議報告書

証券監督者国際機構(IOSCO)は、世界各国・地域の証券監督当局や証券取引所等から構成されている国際的な機関であり、FSBのメンバーとして、証券監督に関する原則・指針等の国際的なルールの策定を実施している。その取組の一環として、2013年2月、顧客資産保護に関する市中協議報告書を公表した。

IOSCO は、本報告書を公表した背景として、リーマン・ブラザースや MF グローバルの破綻により、顧客資産保護の重要性に関心が集まっていることから、顧客資産保護における市場仲介者や規制当局の役割を明示するとともに、監督当局による市場仲介者の監督強化についてガイドラインを示す目的であるとの説明を行っている。

同報告書では、市場仲介者および当局の役割について、以下8つの原則が示されている。

⁴マクロ・プルーデンスは、金融システム全体のリスクの状況を分析・評価し、それに基づいて制度設計・政策対応を図ることを通じて、金融システム全体の安定を確保する考え方である。

⁵経済協力開発機構(Organization for Economic Cooperation and Development、OECD)は、加盟国(2013 年 7 月現在 34 ヵ国)の経済的発展、開発途上国への援助、貿易の拡大などを目的とする国際協力機関。

- ① 顧客資産情報の保持
- ② 顧客資産情報の顧客への提供
- ③ 顧客資産保護の取決め
- ④ 海外制度の考慮
- ⑤ 顧客資産保護制度等の開示
- ⑥ 顧客資産保護水準の免除・緩和
- ⑦ 規制当局による監督
- ⑧ 海外法域の情報源

多くの国・地域では、夫々に異なる規則や規制が存在しているが、IOSCO の報告書では、 各国の市場仲介者に対して、同報告書の顧客資産保護を遵守するよう求めるとともに、各国 当局に対しても、自国の規則・規制を遵守するとともに、顧客資産保護の向上という観点か ら、同報告書に基づき、市場仲介者を監督するよう求めている。

Ⅲ. 顧客保護強化に対する各国・地域の動向

前章では、グローバル市場において国際金融規制改革、とりわけ金融消費者保護に関する 改革が推進される中、各国当局に対して、IOSCO が公表した市中協議報告書のようなグロー バルベースで策定された顧客資産保護に係る国際ルールの遵守を求める動きが出て来ている ことをみてきた。

本章では、そうした国際ルールの遵守を求める動きに対して、英国、EU および米国において実施されている具体的な取り組みについて、紹介していく。

1. 英国

(1) 金融サービス法改正による金融監督体制の見直し

① 2000 年金融サービス市場法

英国では、1997年5月のブレア政権誕生以来、金融ビッグバンに合わせて制定された1986年金融サービス法の改訂に向けて、段階的に制度改革が進められてきた。新金融サービス法案は、1999年6月に英国国会に提案され、2000年には新しい「金融サービス市場法」が施行されたが、それに先行し、1997年10月に、イングランド銀行の銀行監督権限を移管し、英国金融サービス機構(Financial Services Authority: FSA)が発足。FSA 発足前には9つの規制・監督機関に分散されていた権限も、発足にあわせて、すべてFSA に統合された。2000年「金融サービス市場法」では、FSA は、「市場の信頼性」「公衆の啓蒙」「消費者の保護」及び「金融犯罪の削減」の4つの法定目的を持つこととされた。4つの法定目的のうち、「消費者の保護」については、従来の1986年金融サービス法および金融サービス法以前には、自主規制であった「投資家保護」を、「消費者保護」に変更、法令に基づく法規制とし、規制を強化したものである。

② 2010 年金融サービス法

2009年3月、金融危機を踏まえて、2000年「金融サービス市場法」の改正など、金融規制 強化及び金融監督体制見直しの検討を開始。2010年10月には、新法案2010年「金融サービ ス法」が成立、以下の改革が実施された。

➤ FSA の権限強化

金融機関に対する認可を停止・制限する権限を付与 金融機関に消費者補償スキームの創設を義務付けるルールを定める権限を付与

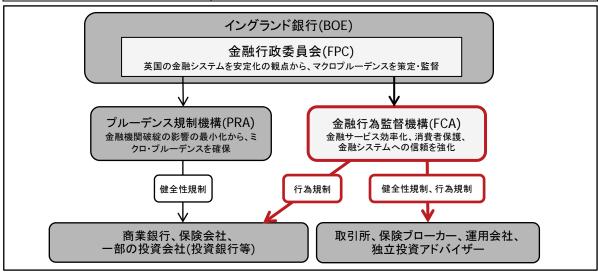
- ▶ 報酬規制の強化 金融機関に、経営陣の報酬に関する報告、報酬ポリシーの作成を義務付け
- ▶ 金融機関に、危機時の業務継続・破綻時処理の計画策定を義務付け
- ▶ 金融サービス補償機構(FSCS)による支出特別破綻処理制度上での安定化措置の実施

③ 2012 年金融サービス法

2012年12月には、金融監督体制見直しを目的として、「2012年金融サービス法」が成立。 2013年1月より、新法案が施行され、2013年4月より、英国金融監督当局は新法案で定められた新体制に移行。新法案では、一元的な監督当局である FSA を解体して、新たに次の3つの機関を設立することが規定された(図表2)。

図表2:英国金融監督体制

金融安定政策委員会(FPC)	▶ 金融システムの安定、マクロ・プルーデンスを担う▶ イングランド銀行(BOE)に設置
プルーデンス規制機構(PRA)	➤ BOE に直轄される、ミクロ・プルーデンス規制を必要とする金融機関を監督
金融行為監督機構(FCA)	▶ 消費者保護・市場規制を主に担う独立した規制当局



出所:預金保険機構ホームページより、三菱 UFJ 信託銀行作成

FCAは、金融に対する国民からの信頼回復を図るため、消費者保護等の強化が極めて重要であることから、消費者保護の専担機関として新設されたものである。FCAは、以下の3つの機能を含め、金融セクターにおける消費者保護等の監督を担うことになった。

- ① 適切な水準の消費者保護
- ② 英国金融システムの完全性の保護及び向上
- ③ 金融業の市場における消費者の利益となる効果的な競争の促進

(2) 顧客保護における規制変更

① 英国 FCA CASS ルール

英国では、FCAの規定集(FCA HandBook、FCA が金融サービス業者に求める具体的なプリシンプル、ルール、ガイダンス等の規定集)の中に、金融業界における顧客資金取扱規定 (Client Assets Sourcebook、以下 CASS)が定められている。CASSでは、万が一金融機関が破綻した場合でも、顧客の資産を迅速に顧客に返還するために、金融機関が顧客資産を自己勘定として使用することを禁じる他、金融機関に顧客資金の名義、資金の保管およびすべての取引について、記録を保持することを義務付ける等、顧客資産の分別管理について規定している。

しかし、2008年にリーマン・ブラザーズが破綻した際には、顧客資産が迅速に返還されず、また 2011年に MF グローバルが破綻した際には、顧客資産の一部が消失するという問題が発生し、顧客資産の保護方法が不十分であることが露見した。英国においては、運用会社が直接顧客資産を管理するスキームを採用していることから、一部の顧客資産については、実務運営上は、運用会社名義の口座で保管されており、分別管理が徹底されていなかったことによるものであった。

この事態を受けて英国 FSA は、顧客資産保護を強化するため、CASS ルールの見直しに着手、2012 年9月に市中協議書を公表した。協議書は、以下3つのパートから構成されている。

- ▶ パートI 欧州市場インフラ規制(EMIR) ©に対応し、顧客資産の分別ルールを見直し
 - 運用会社等が経営破綻した場合、EMIR の要請に基づき、顧客資金を別の運用会 社の顧客口座に移管することが可能となるよう、顧客資金の分別ルールを見直し。
 - EMIR では、運用会社等が経営破綻した場合でも、クリアリングハウスに顧客名 義で口座を保有している場合には、当該口座の資産は、直接顧客に返還されること となっている。一方、従来の CASS ルールでは、クリアリングハウスに顧客名義 で口座を保有している場合であっても、顧客資金は一旦、破綻運用会社に預託され

⁶欧州市場インフラ規制 (European Market Infrastructure Regulation、EMIR) は、EU 域内店頭デリバティブ、中央清算機関及び取引情報集約機関に関する規制。

ていた他の顧客資産と集約(プーリング)された後に、顧客へ返還する手続きとなっ ていた。今回の見直しにおいて、EMIR に合わせて、クリアリングハウスの顧客 名義分別口座で保有されている資産については、直接顧客へ返還する手続きに変更。

- ▶ パートⅡ 運用会社が経営破綻した際の顧客資金プーリングルールの見直し
 - 運用会社が経営破綻した際、より迅速に顧客へ資金を返還できるよう、顧客資金 のプーリングにあたり、より細かく分別して管理する(マルチサブプーリング)ルー ルへと見直し。具体的な事例としては、リテール顧客とそれ以外の顧客、高リター ン商品とそれ以外の商品といった管理区分によるマルチサブプーリングがある。
- ▶ パートⅢ 運用会社が経営破綻した際の顧客資金残高の算出、利息支払方法の見直し
 - 顧客へ資金を返還する所要期間を短縮するために、顧客資金残高の算出方法や利 息の支払い方法の見直しを実施。また、顧客への開示を強化するために、開示内 容を拡充するとともに、開示頻度を少なくとも年1回求める等、ルールの見直し を実施。

なお、見直し内容の内、パートIについては、すでに最終基準が発表され、2013年1月よ り適用が開始されている。パートⅡ及びパートⅢについては、引続き市中協議書にて協議中 であり、2014年上半期に最終内容が公表される見通しである。

② RDR 規制

英国では、2013 年 1 月に、独立フィナンシャルアドバイザー(Independent Financial Advisor: IFA) が対象となるリテール商品販売制度(RDR) は導入された。制度を導入する目 的は、個人投資家がより適切な投資助言を受けられることであり、規制の主な内容は以下の 3点である。

- ① 独立系と非独立系のフィナンシャルアドバイザーのカテゴリーを明確化
- ② 独立系(IFA)である場合は、運用会社からの報酬受取りが禁止され、今後、個人投資家か ら直接手数料を徴求するとともに(図表3)、手数料の内容開示強化が求められている。
- ③ IFAの資格取得及び資格維持の要件を厳格化。

個人投資家 個人投資家 運用会社 運用会社 運用会社への手数料 IFA への手数料

図表3:RDR 導入後の手数料体系

上記規制条項のうち、特に運用会社から IFA への報酬支払いの禁止には注目が集まっている。IFA はその独立性から、全ての金融商品から顧客に最適な商品を選択する義務がある。しかしながら、英国では、個人投資家向け金融商品の多くは手数料体系が複雑であり、手数料内訳の開示が不透明であった。また、IFA が運用会社から報酬を受け取ることが常態化していたことから、個人投資家に最適な商品ではなく、運用会社からの報酬が多い商品を選択する傾向にあることが懸念されていた。RDR 規制の導入により、このような懸念が払拭され、個人投資家は、より適切な投資助言を受けられることになったといえよう。

2. EU

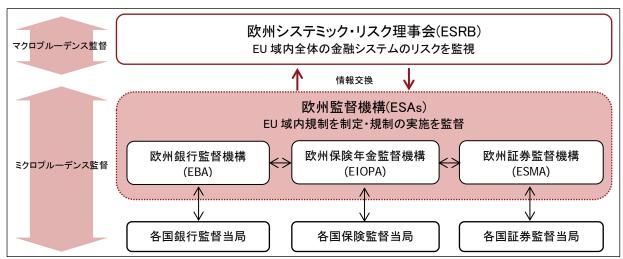
(1) 金融監督体制の見直し

EU では、今般の欧州金融危機から、域内での調整機能がなく、グローバル金融機関が危機に陥った際に、国境・業態を超えて、迅速に対応するための枠組みが未整備であるとの問題が露見し、EU 全体の金融システムの安定化を担当する当局の必要性が認識された。

欧州委員会は、2009 年2月に、金融監督・規制の包括的な見直しに関する提言を公表し、同提言に沿った形で金融規制改革が進められてきた。2011年の年初から、新しい金融監督体制が始動、欧州で統一的な金融監督体制が成立した(図表4)。

図表4:欧州金融監督システム

欧州システミック・リスク理事会(ESRB)	▶ 域内全体の金融システムのリスクを監視
	▶ 域内規制の制定や規制が適切に実施されて
	いることを監督すること等を通じて、ミクロ・プ
	ルーデンスの実効性向上を図る
欧州監督機構(以下 ESAs)	➤ ESAs は、以下3機関から構成される
	① 欧州銀行監督機構(EBA)
	② 欧州保険·年金監督機構(EIOPA)
	③ 欧州証券市場監督機構(ESMA)



出所:みずほ総合研究所「国際的な金融規制改革の動向」より、三菱 UFJ 信託銀行作成

ESRB と ESAs は、EU 各国の監督当局を統括する位置付けとなり、各国監督当局と相互に情報提供と勧告・助言を密に行うこととなっている。また、ESRB と ESAs 間も、情報交換協定を結び、密に連携を取ることも規定されている。

EU は、上記の新しい金融監督体制を通じ、また、前章で言及した OECD の消費者保護の提案書を踏まえ、投資家保護の改善を目的とした規制改革を推進してきている。特に、投資家への情報提供の拡充、及び投資家保護の強化に注力している。

(2) 投資家保護における規制変更

① 譲渡可能証券の集団投資事業(UCITS)に関する指令

UCITS (Undertakings for a Collective Investment in Transferable Securities) に関する指令は、主に個人投資家向けのファンドに対する指令であり、投資家保護の観点から、運用手法、投資対象、リスク分散、リスク管理、流動性、透明性(情報開示)等において厳しい基準を設けている。UCITS は、1985 年に初めて導入され、その後数回の改定を経て、現在はUCITS 4 が施行されている。UCITS は今や、約6 兆ユーロの運用資産が管理されており、UCITS ブランドの EU 域内・域外での認知度は高い。

但し、先般の金融危機を受けて、個人投資家保護強化の必要性が再認識されると、UCITS についても、規制の見直しが必要となった。欧州委員会は2012年7月に、これまでのUCITS4を改正し、UCITS5案を発表した。UCITS5案は特に、預託機関(depositary)への規制を強化することを通じて、個人顧客への保護を強化することに着目している。

預託機関への規制強化は、個人顧客を保護する観点から、預託機関が、引き受けた資金について、資金移動をモニタリングする義務が付けられた。また、引き受けた資金について、自己資金と分別して管理することが規定された。

さらに、預託機関は、自己の責に帰さない事由を除き、金融商品の消失に関して、損失補 填義務を負う。これは、第三者(サブカストディアン等)に保管業務を委託する場合でも、補 填義務は継続して負うことが規定されている。

預託機関への制度を強化する以外、UCITS 5 案は UCITS 商品の運用機関の報酬方針を見直し、さらに、UCITS の管理会社の報酬方針を新たに規定。また、預託機関が規制を遵守することが出来なかった場合の罰則制度をさらに明確化した。

指令案は現在、欧州委員会で審議されており、加盟各国の国内法を整備の上、同指令を発 効するのは2016年以降となる見込みである。

② 金融商品市場指令 (MiFID)

2011年10月に、欧州委員会は、2006年に導入した金融商品市場指令(MiFID)⁷の改正案、MiFID II を公表した。今回の改正案による見直しは、金融危機の後に進められている金融規制・監督体制改革の一環であり、以下4点を目的として実施した。

- ① 新しい形式の取引及び取引所に対応する
- ② 金融市場透明性を向上する
- ③ デリバティブ市場の監督を強化する及び透明性を向上する
- ④ 投資家保護を強化する

また、投資家保護を強化することにあたり、以下の見直しを実施したことがあげられる。

- ▶ 個人投資家とプロ投資家(機関投資家等)の分類基準をより明確化。これにより、顧客の性質を把握したうえ、適正な商品を提供する。
- ▶ 独立系のアドバイザーは、顧客へ投資助言を提供することにあたり、運用会社からの 報酬の受取りを禁止。また、顧客への開示情報を拡充することが求められている。
- ➤ 「執行のみ(Execution-only)商品」は、非対面販売が主な販路であり、証券会社等金融機関がリテール顧客に「執行のみ商品」を提供する際、商品のリスク等について説明義務を負わない。そのため、仕組が複雑でなく、且つ商品に付随するリスクが理解しやすいことが求められる。今回の見直しでは、リテール顧客への保護強化の観点から、この種の商品に該当するための基準を厳格化。

MiFID II については、執筆時点では、まだ欧州委員会、欧州議会、及び欧州閣僚理事会による最終協議中であり、2014年前半に合意、2016年より発効する予定である。但し、一部の加盟国は、それに先行し、すでに自国の独自ルールを導入済みである。例えば、オランダでは、個人投資家向けの商品販売について、投資助言の有無にかかわらず、販売会社へのコミッションの支払いは一律禁止されるルールが導入されている。また、前述した英国のRDR規制においても、同様な禁止条項が課されている。

3. 米国

(1) ドッド・フランク法による金融監督体制の見直し

米国では、2007年のサブプライムローン問題が2008年に世界経済危機を引き起こしたと

[「]MiFID: The Market in Financial Instrument Directive, MiFID(金融商品市場指令)。EU 域内の証券業者や金融機関などの投資サービス会社を網羅的に規制するもの。その目的は、投資家がより容易に EU の境界を超えて投資を行うことができるようにすること、証券会社が EU の域内単一免許を利用する際の障害を取り除くこと、欧州における取引所間の競争を促進し取引分野を拡大すること、欧州全域にわたり投資家を適切に保護すること等である。

いう事態を受けて、積極的に規制改革を推進してきた。2010年7月、「金融規制改革及び消費者保護法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」が成立。この法令は、大手金融機関の行動規制と金融商品に関する消費者保護の確立を狙いとしており、主な規制内容は以下のとおりである。

- ① システミック・リスクの監視強化
 - ✓ 金融安定監督評議会(Financial Stability Oversight Council: FSOC)を新設(図表 5)。
- ② ボルカー・ルール(銀行の自己勘定取引の制限)
 - ✓ 商業銀行に対し、自己勘定取引、ヘッジファンドやプライベートエクイティファンドへの出資を禁止。
- ③ 金融商品に関する消費者保護
 - ✓ 「消費者金融保護局(Consumer Financial Protection Bureau: CFPB)」を設立
- ④ 破綻金融機関の清算処理方法の確立と連邦準備制度委員会(FRB)の規制範囲・権限拡大
- ⑤ 店頭デリバティブ、資産担保証券、ヘッジファンドなどに対する透明性を確保
- ⑥ 役員報酬について、拘束力のない株主投票を導入
- ⑦ 格付け機関の透明性と説明責任を明確化



図表5:米国の金融監督体制

FRBのもとに、消費者金融保護局(CFPB)が新設され、市場の調査・監視、消費者保護に基づく規制対象業者への監督と適切な法執行、規則制定権等を主な機能としている。ローン、リース、不動産決済サービス、預金等の金融商品・サービスおよび、総資産100億ドル以上の銀行、預金取扱金融機関およびその関連会社が監督対象となる。

また、CFPBの監督対象外となる投資商品・投資サービスについては、従来どおり証券取引委員会(SEC)の監督下に置くも、SECの執行権限及び能力を拡張し、SECが、ブローカー、ディーラー、及び投資顧問による証券法違反を捜査すること、またその責任を追及すること等を可能とする。

(2) 顧客保護における規制変更

① SEC ブローカー・ディーラー規制の改定

SEC は、ドッド・フランク法の主要目的の1つである顧客資産保護についての規則改定のため、投資顧問とブローカー・ディーラーに対する監督が、現行の基準下で有効に実施されているか否かの調査を実施。調査結果を踏まえ、2013年7月にSECは、1934年証券取引所法に含まれているブローカー・ディーラー規制の改定を実施した。

ブローカー・ディーラーは、顧客の資金を使って、自己勘定の取引を行うことがあったが、 顧客資産保護の新規則では、顧客の資金を分別管理することで、このような行為を禁止。ま た、ブローカー・ディーラーはデフォルトが発生した場合、顧客の資産を迅速に顧客に返還 できるよう規則を改定。今回、以下の改訂を実施。

- ▶ 顧客資金については、ブローカー・ディーラーの自己勘定と分離された準備金口座にて、厳格に分別管理を実施。
- ▶ 顧客の準備金口座は、ブローカー・ディーラーと資本関係のない銀行で開設しなければならない。また、準備金口座に預けられ預託金は、当該銀行の自己資本の15%を超えてはならない。
- ➤ 決済用口座にある顧客資金を MMF (Money Market Fund)、若しくは銀行預金商品に 振り替える際は、顧客向けにディスクローズを行うこと、通知を行うこと、および(新 規の口座開設の際等)同意を得ること等の規則が新設された。

② 米商品先物取引委員会(CFTC)の顧客保護ルール改定

2013年10月、米商品先物取引委員会(Commodity Futures Trading Commission: CFTC)は、ドッド・フランク法に基づき、商品取引所法の改訂として、「先物取引業者とデリバティブ清算機関に登録された事業体が保有する顧客と顧客資金の保護強化に関する最終規則」を公表、2014年1月14日から施行予定。

本規則では、先物取引業者に対し、オペレーション、資本及び顧客ファンドの分別管理に 関するリスクを管理する手法を導入し、厳格にリスク管理を行うことを要求。また、このリ スク管理手法では法令に基づく分別を確実に実施するために、顧客ファンドの分別管理方針 および手続きを書面にて明文化することが求められている。

Ⅳ. 日本の現状

前章では、IOSCO が公表した市中協議報告書のようなグローバルベースで策定された顧客資産保護に係る国際ルールを、各国においても遵守するよう求める動きが出て来ている中、英国、EU および米国における顧客資産保護強化の具体的な取り組みについてみてきた。

前章でみてきた英国におけるFCAのCASSルールや米国におけるSECブローカー・ディーラー規制、CFTC顧客保護ルールの見直しは、主に顧客資産の分別管理ルールの見直しを行ったものであり、また、欧州のUCITS5やMiFIDII等は、主に顧客への情報開示の強化を行ったものである。このように、各国においては、「顧客資産の分別管理」および「顧客への情報開示強化」が顧客資産保護強化の中心的な取り組みとなっている。

そこで本章では、①顧客資産の分別管理および、②顧客への情報開示の2点に着目しなが ら、日本における顧客資産保護強化の動きについてみていくことといたしたい。

1. 日本における顧客資産保護の現状

前章まででみてきたとおり、グローバル市場においては金融危機を契機に、金融改革の推進とそれに伴う顧客資産保護強化という動きが起きているが、日本は、欧米ほど金融危機による被害を受けていないこと、また、金融危機以前より、顧客資産の分別が厳格に実施されていたことから、顧客資産の分別という観点からは、顧客資産保護強化の動きは発生していない。

(1)金融商品取引法における顧客資産の分別管理

本邦においては、金融商品取引法の下、証券会社が顧客から預かった金銭や有価証券は、証券会社の資産とは厳格に区分し、証券会社が破綻した場合でも確実に顧客に戻るように保管することが求められている。また、証券取引等監視委員会が、検査時に顧客資産管理の状況を確認するとともに、証券会社は、顧客資産の分別管理について、外部監査を受けなければならないとされている。したがって、日本においては、現行の規制で、第Ⅱ章でみてきたIOSCOの市中協議書が求めている顧客資産の分別管理の水準を、おおむねカバーしているといえよう。

(2)信託制度における顧客資産の分別管理

日本の事業主(法人)および年金基金は、加入者、受託者等へ確実に年金を支給しなければならないとされていることから、その年金給付等積立金の管理・運用は、①信託会社への信託(運用方法を特定するものを除く)、②生命保険会社または農業協働組合連合会への保険料または共済年金の払い込み、③投資顧問業者との投資一任契約、④自家運用(インハウス運用)

のいずれかの方法に拠らなければならないとされている。このうち①信託会社への信託を行う場合、年金基金は、信託会社と信託契約を締結し、基金の資産を受託者である信託銀行に預託することとなる。また、基金が投資顧問会社と投資一任契約を締結する場合は、信託銀行と信託契約を締結しなければならないとされているため、基金が投資顧問会社と投資一任契約を締結する場合も、信託銀行と信託契約を締結し、基金の資産を受託者である信託銀行に預託することになる。このように、日本の年金については、広く信託制度が活用されている。また、証券投資信託(投信)においても投信法により、信託会社または信託業務を営む金融機関を受託者としなければならないと定められており、ここでも信託制度が活用されている。

上記のとおり、日本においては、年金や投信等の運用資産は、広く信託制度を利用しており、当該年金および投信等の顧客資産は、信託制度の下、信託銀行に預託されている。

信託とは、委託者が信託行為によってその信頼できる人(受託者)に対して、金銭や土地等の財産を移転し、受託者は委託者が設定した信託目的に従って受益者のためにその財産(信託財産)の管理・処分等をする制度であるが、受託者は、信託法および信託業法において、信託財産に属する財産と固有財産(受託者の個人財産)や他の信託財産に属する財産とを、分別して管理しなければならないとされている。

前述のとおり、年金基金が投資顧問会社と投資一任契約を締結する場合であっても、信託銀行と信託契約を締結しなければならないため、基金の資産は受託者である信託銀行に預託され、運用会社である投資顧問会社の資産との分別管理が徹底されている。この点が、投資一任契約を締結している運用会社が直接顧客資産の保管を行うことができる欧米等のスキームとは異なっている点である。

2. 金融商品取引法の改正

本邦においては、金融危機後も特段、顧客資産保護強化の動きが発生していなかったものの、2012年の AIJ 問題を契機として、顧客保護への関心が急速に高まり、2013年には、顧客保護強化を目的とした金融商品取引法改正が実施された。以下、金融商品取引法の改正についてみていくこととする。

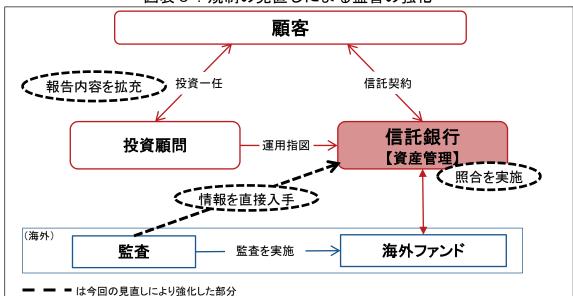
(1) 2012 年金融庁監督指針見直し

2012年2月 AIJ 投資顧問による年金資産運用問題が明らかとなった。この問題は、厚生年金基金等が AIJ 投資顧問に運用委託した資産の大半が消失したというものであるが、問題が拡大した原因としては、まず、投資一任業者(AIJ 投資顧問)が、虚偽の運用報告を、一定期

間にわたり気づかれることなく行っていたこと、また、投資一任契約の勧誘に関し、虚偽の 説明を行っていたこと、さらに、当該投資一任業者が運用していた海外ファンドについては、 受託会社からの報告書の改ざん等があったため、第三者によるチェックの機能が妨げられた ことが指摘されている。

この問題を受け、2012年9月、金融庁は「AIJ投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し(案)」を公表、運用報告書等の記載内容の充実等を図るとともに、投資一任業者等による虚偽の報告や勧誘等に対する制裁を強化するために、法律改正等を行う方針が示された。同年12月には、再発防止策を踏まえ、内閣府令・金融取引業者等向けの総合的な監督指針の改正を発表(図表6)。

- ① 国内信託銀行等の第三者によるチェックが有効に機能する仕組みを整備
 - ✔ 国内信託銀行によるファンドの「基準価額」「監査報告書」の直接入手
 - ✓ 国内信託銀行によるファンドの「基準価額」等の突き合せ
- ② 年金基金等の顧客が問題を発見しやすくする仕組みを整備
 - ✓ 運用報告書等の記載事項の拡充
 - ✓ 投資一任業者等によるチェック体制の整備
- ③ 投資運用業者等に対する規制・監督・検査の在り方を見直し
 - ✓ 当局宛て提出する事業報告書の記載事項の拡充
 - ✓ 投資一任業者に対する監督・検査の強化。また、監督・検査の強化のための体制整備



図表6:規制の見直しによる監督の強化

出所:金融庁ホームページより、三菱 UFJ 信託銀行作成

(2) 2013 年金融商品取引法改正

2012 年 9 月に公表された金融庁の「AIJ 投資顧問株式会社事案を踏まえた資産運用に係る規制・監督等の見直し(案)」で提案されていた再発防止策については、前述のとおり、同年12 月 3 日に行われた内閣府令・監督指針の改正等を通じて実施されているものが多いが、法改正が必要となるものについては、2013 年 6 月の金融商品取引法の改正により、改正が実施された。

具体的には、(1)不正行為(運用報告書などの虚偽記載、投資一任契約の締結の勧誘の際の 虚偽告知、投資一任契約の締結に関する偽計)に対する罰則の強化、(2)運用実績連動型保険 契約に関する生命保険会社による運用報告書の交付の義務付け、(3)顧客が年金基金である 場合などを念頭に置いた信託会社・信託銀行の信託財産状況報告書の交付頻度の引上げ、(4) 厚生年金基金が特定投資家(プロ)になるための要件の限定などの見直しが提案されている。

3. グローバルベースでの金融監督体制強化に対応した新たな動き

上述した 2013 年 6 月の金融商品取引法の改正では、金融システムの安定を図るための金融機関の資産および負債の秩序ある処理に関する制度を整備することを内容とする預金保険法の改正も行われている。本改正は、2012 年 4 月 11 日に開催された第 27 回金融審議会総会において「金融システム安定等に資する銀行規制等の在り方についての検討」に関する諮問がなされたことを受けて設置されたワーキング・グループが、2013 年 1 月 25 日に提出した報告書「金融システム安定等に資する銀行規制等の見直しについて」を踏まえたものである。

同グループは、本稿「II グローバル市場における金融監督体制・規制の再考」でみてきた リーマン・ブラザーズの破綻等に端を発する国際的な金融規制改革および金融機関の実効的 な破綻処理に関する新たな枠組みの構築についての国際合意を踏まえ、市場等を通じて伝播 するような危機に対応するための、金融機関の秩序ある処理に関する枠組みの整備を目的と している。

既述のとおり、本邦における金融規制改革は、2008年の金融危機を受けグローバルベースで進められている改革とは一線を画すものであったが、昨今、危機再発防止のための枠組み整備という国際的な流れに沿い、金融機関秩序に関する枠組みを策定するという動きがみえ始めている。

♥. まとめ

上記のとおり、グローバル市場においては、金融危機以来大規模な金融監督体制の改革、 投資家保護の観点からの規制改革が実施されてきており、顧客資産の分別管理強化等により、 顧客資産の安全性についても改善が図られてきている。 日本においては、欧米ほど 2008 年の金融危機による被害を受けていないこと、また金融 危機以前から、顧客資産を第三者の資産とは分別して管理することが徹底されていたため、 顧客保護の強化のための金融改革推進という動きは起きていなかった。

ところが、AIJ 問題を契機として、顧客保護への関心が高まり、金融商品取引法を改正し、 運用会社に、信託銀行が運用ファンドの基準価額、監査報告書や運用報告書を入手できるよ う義務付け、信託銀行に、その突き合わせを行い、その結果を顧客に通知する体制整備を求 めている。本邦においては、このような第三者(本邦信託銀行)によるチェックという仕組み により顧客資産の保全の更なる強化が図られており、グローバル各国の動きに先んじて、顧 客保護強化への取り組みがなされているといえよう。(図表7)

G20FSB ^注 IMF、IOSCO、BIS、OECD 等国際機関 (OECD「金融消費者保護に関する提案書(G20 High Level Principal)」) (IOSCO「顧客資産保護に関する勧告」市中協議書) 英国 EU 米国 日本 BOE ECB 米国国会 BOJ 金融サービス法(2012/12) ドッド・フランク法 > ESRB (2010/7)FSA(顧客保護・証券市場監督) > ESAs > FSOC (顧客保護) > PRA ✓ EBA SEC(投資商品・サービスに ✓ EIOPA 監督体制 ESMA おける監督・顧客保護) 見直し (投資家保護) FRB**CFPB** - (預金、ローン等金融サニ ビスにおける顧客保護) ➤ CFTC 等 > CASS /レー/レ > UCITS5 ➤ SEC 規制 金融庁監督指針 預託金における顧客資金 顧客開示情報の拡充 運用会社における顧客資 運用会社における顧客資 顧客保護 の分別を強化 金の分別を強化 産の分別を強化 ▶ 金商法 規制見直し ➤ MiFID II ➤ RDR 規制 ➤ CFTC 規制 顧客開示情報の拡充 手数料体系見直しにより 顧客開示情報を拡充 運用会社における顧客資 透明性が向上 金の分別

図表7∶グローバルにおける監督体制・規制見直しの枠組み

注:灰色、下線はFSBメンバーとなる

一方、金融改革の推進、顧客資産保全の厳格化という国際的な流れの中で、本邦において も金融機関秩序に関する枠組みを策定する等、更なる金融規制改革の動きが出て来ており、 こうした動きを念頭に置き、引き続き本邦顧客保護への影響という観点から、グローバル市 場における規制動向に注視していく必要がある。

(平成25年12月18日 記)

|※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解ではない|

【参考文献】

- ・日本外務省ホームページ
- ・FSB (Financial Stability Board) ホームページ
- ・IOSCO (International Organization of Securities Commissions) ホームページ
- ・日本預金保険機構ホームページ
- ・英 FCA (Financial Conduct Authority) ホームページ
- ・「国際的な金融規制改革の動向」三谷 明彦、みずほ総合研究所
- ・European Commission ホームページ
- 「UCITS5 Steps for Funds to Ensure Investor Protection」 PwC
- 「MiFID Review and Investor Protection」 Bovill、2011年12月
- ・日本金融庁ホームページ
- ・日本財務省ホームページ
- ・米 SEC (Securities and Exchange Commission) ホームページ
- ・米 CFTC (Commodity Futures Trading Commission) ホームページ
- ・日本信託協会ホームページ
- ・企業年金連合会ホームページ
- ・「信託の法務と実務」三菱 UFJ 信託銀行、社団法人金融財政事情研究

本資料について

- ▶ 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ➤ ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したものですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- ▶ 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- ▶ 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- ➤ 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または 複製することを禁じます。
- ▶ 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、 各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各 商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合がありま す。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締 結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行:三菱UFJ信託銀行株式会社 受託財産企画部 東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel.03-3212-1211(代表)