



注意事項：本誌はDeloitte Touche Tohmatsu Limitedが2020年12月に発行した原著をデロイトトーマツグループが翻訳し、2021年5月に発行したものです。和訳版と原文である「A tale of two pillars（英語）」に差異が発生した場合には、原文を優先します。

## 2つの柱 - Performance magazine issue 33 -

IFD/IFRの下で投資会社向けの新しい資本要件が導入される

投資会社は金融市場の円滑な機能に不可欠な幅広いサービスを、金融市場の投資家に提供しています。注文の受送信、投資アドバイスの提供、裁量的なポートフォリオ運用、自己勘定取引が代表的なサービスです。

投資会社に固有のリスク特性は、銀行の健全性規制（CRD IV<sup>1</sup> / CRR<sup>2</sup>）の中で必ずしも適切に把握されていません。欧州議会は投資会社の多様性を踏まえて、投資会社指令（IFD<sup>3</sup>）と投資会社規制（IFR<sup>4</sup>）を導入しました。

注目点として、IFD/IFRの下で投資会社の資本要件を決定する斬新な手法が導入されました。本稿では、新しい資本要件の主要なポイントを要約した上で、投資会社に与える影響について現時点の評価を試みます。

---

1. EU指令2013/36  
2. EU規制3. No575/2013  
3. EU指令2019/2034  
4. EU規制2019/2033

## 投資会社の分類

新しいIFD/IFRの枠組みは規模の原則に基づくものであり、投資会社は以下の4つに分類されます。

### ・「クラス1」

300億ユーロ以上の資産を有し、引受業務や自己勘定取引等の銀行に類似したエクスポージャーを伴うサービスを提供する投資会社には、銀行免許の申請が要求され、CRD IV/CRR規則が適用される。

### ・「クラス1マイナス」

クラス1の投資会社と同様で、バランスシートの規模が150～300億ユーロの投資会社。CRD IV/CRR規則の適用を受けるが、投資会社としての認可を維持する。

### ・「クラス2」

他の分類の基準を満たさない全ての投資会社。新しいIFR/IFDの枠組みの対象となる。

### ・「クラス3」

高リスクの活動に従事せず、関連する限度額の範囲に活動内容が収まる「小規模で相互関連のない会社」。新しいIFR/IFDの枠組みの対象となるが、要件は比較的緩く、（規模に基づく）除外規定も存在する。

## 新しい資本・流動性要件の導入

新しい枠組みの下では、最低規制資本と流動性の要件に関連する規則が導入され、固定費の3分の1相当の流動性確保が求められます。規制当局はクラス3の会社に対してこの要件を免除することができます。規制資本要件（第1の柱）に関しては、以下のうち最大のものを用いる必要があります。

- ・ 恒久的な最低額（提供するサービスに基づく）。恒久的な最低資本（PMC）は認可の取得・維持に必要な最低額。
- ・ 前年度の固定費の25%。秩序立った清算を可能にするための現行要件と整合的。
- ・ 投資会社が顧客および市場に及ぼす影響に見合うような、Kファクター手法と呼ばれる新たなリスク・センシティブ・アプローチに基づいて決定される要件（クラス2のみ）。

注目点として、IFD/IFRの下で投資会社の資本要件を決定する斬新な手法が導入されました。本稿では、新しい資本要件の主要なポイントを要約した上で、投資会社に与える影響について現時点の評価を試みます。

### 恒久的な 最低資本要件

### 固定費

### Kファクター

クラス2の投資会社

クラス3の投資会社

N.A.



## Kファクターの詳細

Kファクター要件は幅広い投資会社が一般に負担するリスクに見合うものであり、CRD IV/CRRの資本要件とは異なる見通しです。第1の柱の3要素（信用リスク、市場リスク、オペレーション・リスク）は、投資会社が顧客、市場全体、自社に及ぼすリスクを表す定量的な指標に代替されます。

Kファクターは(i)顧客に与えるリスク(K-RtC)、(ii)市場に与えるリスク(K-RtM)、(iii)自社に与えるリスク(K-RtF)の3つに分類されます。Kファクターの資本要件は3つの要素を合算したのですが、例外規定として、K-RtM要件の決定に際しては、K-CMGとK-NPRのいずれかを選ぶことになります。



カテゴリ	Kファクター <sup>5</sup>	概要
K-RtC	K-AUM	直近3カ月間を除く過去15カ月間の運用資産残高のローリング算術平均の0.02%。
	K-CMH	直近3カ月間を除く過去9カ月間の保有顧客資金（CMH）の日次残高のローリング算術平均に基づく割合。顧客資金が分離勘定で保有されるかどうかによって依存して決定。分離勘定の場合はCMHの0.4%、非分離勘定の場合は同0.5%。
	K-ASA	直近3カ月間を除く過去9カ月間の保護預り・管理対象の顧客資産の日次残高のローリング算術平均の0.04%
	K-COH	直近3カ月間を除く過去6カ月間の顧客注文額の日次残高のローリング算術平均に基づく割合。取引商品に依存して決定。デリバティブ取引の場合は0.01%、その他の場合は同0.1%。
K-RtM	K-NPR	市場リスクに対するCRRの自己資本要件と同一。標準的アプローチ、代替標準的アプローチ、代替内部モデル・アプローチを用いる。K-RtMの決定に際してK-NPRとK-CMGのいずれかまたは両方が利用可能。
	K-CMG	直近3カ月間の日次ベースの必要証拠金のうち3番目に大きい金額に1.3を乗じたもの。清算集中取引・ポートフォリオについてのみ利用可能。非清算集中取引についてはK-NPRを利用。
K-RtF	K-TCD	カウンターパーティー・エクスポージャーに対する必要資本はポートフォリオの再構築コスト、カウンターパーティーの種類、拠出担保資産の調整額、デリバティブのポテンシャル・エクスポージャー、取引の種類に依存。ネットtingは認められる。
	K-DTF	直近3カ月間を除く過去9カ月間の日次の売買注文金額（現物取引では授受された金額、デリバティブ取引では想定元本金額）の絶対値の合計のローリング算術平均に基づく割合。金利デリバティブについてはデュレーションが調整される。デリバティブ取引の場合は0.01%、現物取引の場合は同0.1%。ボラティリティが極端に高い期間については調整される。
	K-CON	顧客を含むカウンターパーティーに関する集中リスク。K-NPRおよびK-TCDの算出方法の要素を用いて、カウンターパーティーまたは関連の深いカウンターパーティー・グループに対するエクスポージャーを算出。エクスポージャーの算出に際しては、特定の種類の商品のポジションのみが考慮される。エクスポージャーが自己資本の25%を超える場合は、資本要件が適用される。資本要件の金額は超過分のデュレーションと規模に依存する。

## 資本要件に対する寄与度とCRD IV/CRRとの比較

クラス 2の投資会社に対してKファクターを適用し、現行の第1の柱に基づく必要資本と比較すると、以下の図表で示したように、影響度は業種によって大きく異なります。

ビジネスモデル	第1の柱に基づく必要資本額の変化
カストディアン	26%
取引執行ブローカー	48%
引受会社	42%
投資アドバイザー	306%
MTF（多角的取引施設）	0%
総合サービス投資会社	14%
ポートフォリオ・マネジャー	31%
トレーディング会社	-14%
ホールセール・ブローカー	12%



Kファクターの適用により必要資本額の減少が示唆されるトレーディング会社を除いて、全ての業種において必要資本額は増加する見通しです。

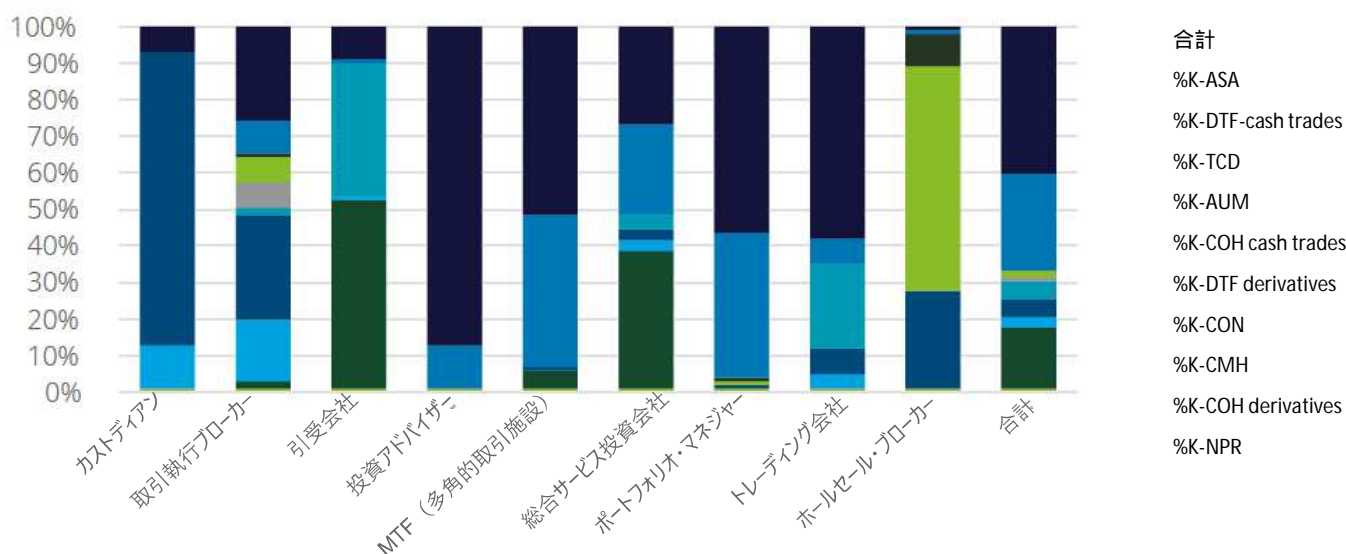
- 平均的に、トレーディング会社の必要資本額は減少します。自己勘定で取引する企業はCRRの下でオペレーション・リスクが免除され、代わりに固定費に基づく資本の保有が求められます。IFRにおいてオペレーション・リスクに最も近いのはK-DTFです。Kファクターに対するK-DTFの限界の寄与度の小ささが、トレーディング会社にとって優位に作用しているとみられ、実際、お客様から伺うお話とも一致します。

- 大手アドバイザーが牽引する形で、投資アドバイザーの必要資本額は大幅に増加します。Kファクターにおいてアドバイザー契約に基づく運用資産に適用されるK-AUMとK-COHが、大部分を占めています。

- その他の業種においても、Kファクターの作用によって必要資本額は増加します。

このテーマに関する意見書<sup>6</sup>の中で、EBAはビジネスモデルごとにKファクターの寄与度分析を行った結果を公表しています。

## Kファクター全体に対する寄与度



6. EBA Opinion EBA-OP-2017-11の別添

**EBAの分析からは興味深い結果が読み取れます。**

- 第1に、ほぼ全ての投資会社においてK-TCOの寄与度が最大でした。一方、Kファクター全体に対するK-CONの寄与度は目立つほどではなく、分析対象の投資会社がリミット（カウンターパーティまたは関連の深いカウンターパーティ・グループに対するエクスポージャーについて自己資本の25%）を超過していない様子が見えます。
- 第2に、分析対象のいずれのビジネスモデルにおいても、現物取引の場合とは対照的に、デリバティブ取引に関連するKファクター（K-DTFおよびK-COH）はKファクター全体にそれほど寄与していません。
- なお、清算集中取引に関する必要証拠金に基づくK-CMGについては、分析の対象外とされています。

**IFRがもたらす課題**

**自己資本およびビジネスモデル**

投資会社の多くは規制の細分化を前向きに捉えると予想されますが、新しい規制の意味合いは会社ごとに異なるでしょう。各社とも、規制変更の意味合いを評価した上で行動する必要があります。

前項で概略したように、多くの場合、クラス 2の投資会社の必要資本額は増加します。影響度の大きい投資会社が増資を実施できるように、5年間の移行期間が設置され、IFD/IFRの資本要件に上限が設定される見通しです。特に重要な点として、新しい資本規制が収益の下押し圧力になる事態も想定されるため、投資会社は移行期間中にビジネスモデルの持続可能性を評価・分析するべきでしょう。この点を裏付けるため、幅広いMIFIDサービス（図表2参照）の提供を認可され、図表1で示した特徴を有するビジネスモデルを採用する主体を想定してみましょう。新しい枠組みの下では、運用資産残高の6bpに相当する資本要件を課されることになります。

この数字を、資本要件をカバーするのに必要な純収益と比較すると、当社の推計では、20bpを超えるサービス手数料を課す必要が生じます。この推計は以下の点を示唆します。

- 提供するサービスに5bpの手数料を課す投資会社の場合、目標とする自己資本の水準に達するには4年かかります。
- 手数料ベースではなく取引ベースの戦略を採用する投資会社の場合、IFR/IFDの下でより大きな影響を受けることになり、移行期間中に必要な資本水準に達するのは難しいかもしれません。この場合、持続可能な進化を実現するために、ビジネスモデルの再考が必要になるでしょう。

**図表1：ビジネスモデルの特徴**

費用収益比率 - 60%
税率 - 20%
顧客資産の50%は1年サイクルで再投資
顧客資産の5%は「保有顧客資金」の形態

**図表2：MIFIDサービス**

1つ以上の金融商品に関連する注文の受送信
顧客の代理での注文の執行およびその他の関連サービス
カストディアン契約やキャッシュ/担保資産管理等の関連サービスを含む、顧客口座における金融商品の保護預り・管理



投資会社の多くは規制の細分化を前向きに捉えると予想されますが、新しい規制の意味合いは会社ごとに異なるでしょう。各社とも、規制変更の意味合いを評価した上で行動する必要があります。

### 連結ベース

CRD IV/CRRと同様に、EU域内の投資会社グループには連結ベースで規制が適用される見通しです。その結果、以下の問題が生じます。

- 連結ベースでは、グループの全てのエンティティにKファクターが適用されるため、必要資本額が増加する可能性があります。
- ローカル・ルールがそれほど厳格ではない第三国に所在するエンティティにEU規則が適用されると、EUのグループには深刻な競争上の問題が生じます。

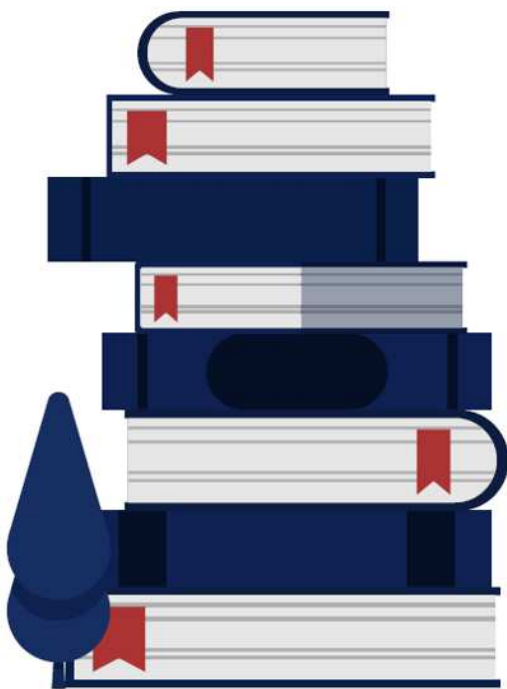
もっとも、投資会社グループの組織が適度にシンプルであり、顧客や市場に対してグループ構造に起因する大きなリスクが及ばないのであれば、グループのメンバーは、自己資本要件の個別適用を柱とする簡易なアプローチの1つを選択することも可能です。自己資本の管理作業を過度に複雑化しないために、連結ルールは注意深く取り扱う必要があります。流動性の観点では、規制当局が適切であると認めた場合、グループに対して連結ベースでの流動性要件の充足義務が免除される可能性があります。

### 第2の柱の要件

CRD IV/CRRと同様に、IFD/IFRIには自己資本充実度に関する内部評価（ICAAP）と監督上の検証・評価プロセス（SREP）が盛り込まれています。評価作業の結果に基づき、規制当局は企業に対して自己資本の積み増しを要求する可能性があります。積み増しが要求される可能性があるのは、以下のケースです。

- Kファクター要件によって適切にカバーされていないリスクにさらされている場合
- リスク・エクスポージャーをモニタリング/管理する体制が不十分であり、合理的な期間内に改善が見込まれない場合
- トレーディング・ブックのバリュエーション水準に照らして、通常の市場環境では大規模な損失を実現させずにポジションの売却やヘッジが不可能な場合
- 利用されている内部モデルが不適切な場合
- 循環的な景気変動の影響を吸収する目的において自己資本が不足すると考えられる場合
- 必要な際に秩序立って清算するための自己資本が不足する場合
- 流動性ポートフォリオの保有に付随して金利リスクが生じる場合

Kファクター要件は投資会社の多様な業務に起因するリスク・エクスポージャーと密接に関連するため、規制当局は全般に第2の柱関連の自己資本の積み増し要件を緩和すると予想しています。規制当局には保守的な方向に偏る傾向が存在するため、第2の柱積み増しの削減幅は第1の柱の増加幅を上回り、自己資本要件全体として小幅な緩和につながると予想しています。

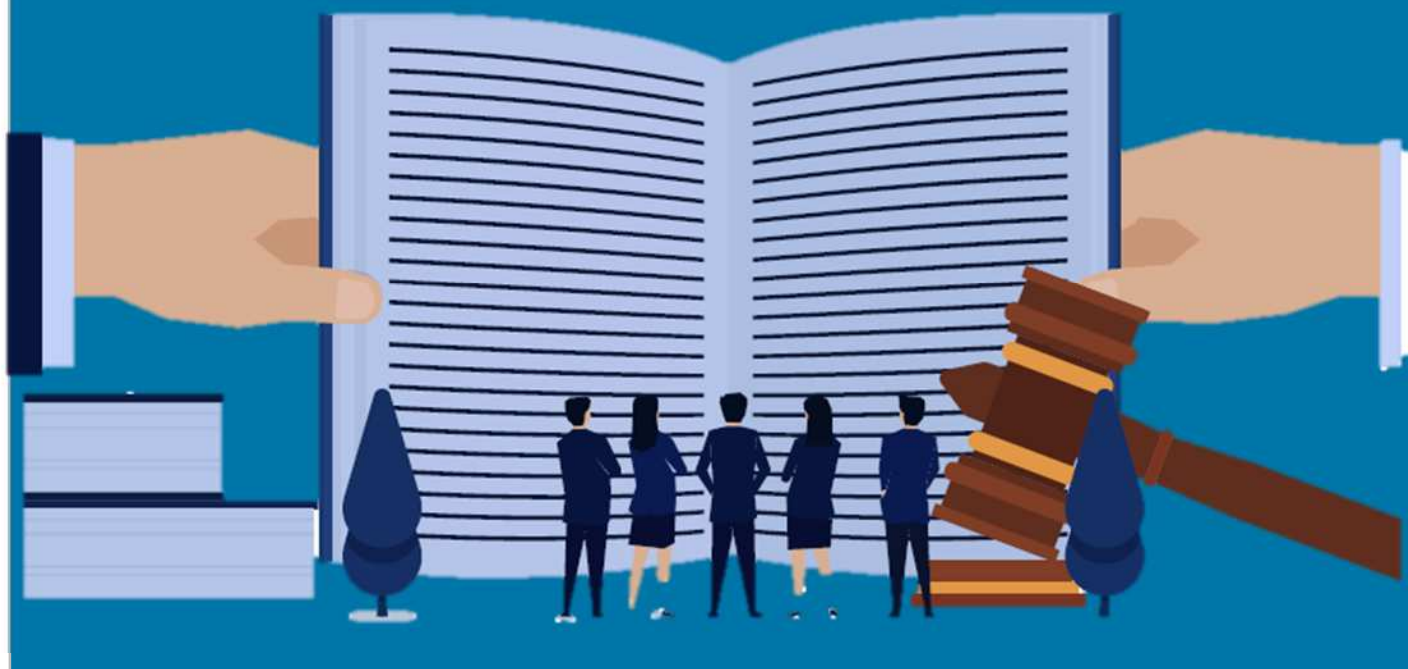


## 結論

- IFD/IFRの下で投資会社が資本要件を算出する手法が大きく変わります。
- 小規模で相互関連のない会社にはいくつかの除外規定が適用されます。
- 投資アドバイザーや取引執行ブローカー等のビジネスモデルにおいては、第1の柱の必要資本額は現行よりも大幅に増加します。反対に、トレーディング会社やカस्टディアンの場合は減少します。
- CRD IV/CRR と同様に、IFD/IFRにはICAAPとSREPが盛り込まれています。評価作業の結果に基づき、規制当局は企業に対して自己資本の積み増しを要求する可能性があります。
- 全般に、IFD/IFRの下では第1の柱の必要資本額は増加し、第2の柱の必要資本額は減少する見通しです。
- 投資会社はIFD/IFRへの移行の影響を見極め、2021年7月までに移行計画を用意する必要があります。

## 要点

2021年7月以降、新しいIFD/IFRの下で投資会社が資本要件を算出する手法は変化します。ビジネスモデルによっては、Tier1の必要資本額に与える影響は甚大になることがあります（最大300%）。資本要件の変化はコスト構造に影響する可能性があります。



**MARIEKE VAN EENENNAAM**  
PARTNER - RISKADVISORY  
DELOITTE



**ARNAUD DUCHESNE**  
DIRECTOR - RISKADVISORY  
DELOITTE



**JEAN-PHILIPPE PETERS**  
PARTNER - RISKADVISORY  
DELOITTE



**MAURICE WESTMAAS**  
MANAGER - RISKADVISORY  
DELOITTE

デロイト・トーマツグループは、日本におけるデロイト アジア パシフィック リミテッドおよびデロイトネットワークのメンバーであるデロイト・トーマツ合同会社ならびにそのグループ法人（有限責任監査法人トーマツ、デロイト・トーマツコンサルティング合同会社、デロイト・トーマツファイナンシャルアドバイザー合同会社、デロイト・トーマツ税理士法人、DT弁護士法人およびデロイト・トーマツコーポレートソリューション合同会社を含む）の総称です。デロイト・トーマツグループは、日本で最大級のビジネスプロフェッショナルグループのひとつであり、各法人がそれぞれの適用法令に従い、監査・保証業務、リスクアドバイザー、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、税務、法務等を提供しています。また、国内約30都市以上に1万名を超える専門家を擁し、多国籍企業や主要な日本企業をクライアントとしています。詳細はデロイト・トーマツグループWebサイト（[www.deloitte.com/jp](http://www.deloitte.com/jp)）をご覧ください。

Deloitte（デロイト）とは、デロイトウシュート・トーマツリミテッド（DTTL）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバー・ファームおよびそれらの関係法人（総称して「デロイトネットワーク」）のひとつまたは複数を指します。DTTL（または「Deloitte Global」）ならびに各メンバー・ファームおよび関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体であり、第三者に関して相互に義務を課しまたは拘束させることはありません。DTTLおよびDTTLの各メンバー・ファームならびに関係法人は、自らの行為および不作為についてのみ責任を負い、互いに他のファームまたは関係法人の行為および不作為について責任を負うものではありません。DTTLはクライアントへのサービス提供を行いません。詳細は[www.deloitte.com/jp/about](http://www.deloitte.com/jp/about)をご覧ください。

デロイト アジア パシフィック リミテッドはDTTLのメンバー・ファームであり、保証有限責任会社です。デロイト アジア パシフィック リミテッドのメンバーおよびそれらの関係法人は、それぞれ法的に独立した別個の組織体であり、アジア パシフィックにおける100を超える都市（オークランド、バンコク、北京、ハノイ、香港、ジャカルタ、クアラルンプール、マニラ、メルボルン、大阪、ソウル、上海、シンガポール、シドニー、台北、東京を含む）にてサービスを提供しています。

Deloitte（デロイト）は、監査・保証業務、コンサルティング、ファイナンシャルアドバイザー、リスクアドバイザー、税務およびこれらに関連するプロフェッショナルサービスの分野で世界最大級の規模を有し、150を超える国・地域にわたるメンバー・ファームや関係法人のグローバルネットワーク（総称して「デロイトネットワーク」）を通じ Fortune Global 500®の8割の企業に対してサービスを提供しています。Making an impact that matters を自らの使命とするデロイトの約312,000名の専門家については、（[www.deloitte.com](http://www.deloitte.com)）をご覧ください。

本資料は皆様への情報提供として一般的な情報を掲載するのみであり、デロイトウシュート・トーマツリミテッド（DTTL）、そのグローバルネットワーク組織を構成するメンバー・ファームおよびそれらの関係法人（総称して「デロイト・ネットワーク」）が本資料をもって専門的な助言やサービスを提供するものではありません。皆様の財務または事業に影響を与えるような意思決定または行動をされる前に、適切な専門家にご相談ください。本資料における情報の正確性や完全性に関して、いかなる表明、保証または確約（明示・黙示を問いません）をするものではありません。またDTTL、そのメンバー・ファーム、関係法人、社員・職員または代理人のいずれも、本資料に依拠した人に関係して直接または間接に発生し得るいかなる損失および損害に対して責任を負いません。DTTLならびに各メンバー・ファームおよびそれらの関係法人はそれぞれ法的に独立した別個の組織体です。

Member of  
**Deloitte Touche Tohmatsu Limited**

© 2021. For information, contact Deloitte Tohmatsu Group.



**IS 669126 / ISO 27001**