

米国における金融規制改革の方向性と問題点

若園智明

要 旨

リーマン・ブラザーズ社の破綻を契機として発生した金融危機を境目として、米国内での金融規制改革議論が変化していることがわかる。米国の規制改革自体はすでに2006年頃よりその必要性の高まりの認識とともに、具体的なビジョンをともなった議論が行われていた。しかしながら金融危機の発生と国際的な改革議論への協調により、米国内での改革にともなう問題意識とその目標が大きく変化していることがわかる。本稿は、リーマン・ブラザーズ社破綻前後を境として、主に米国で公開された各種報告書やステートメント等を中心にして、米国金融規制改革の変遷を概観し、内在する問題の指摘をする。

本稿では第1に、金融危機以前に米財務省から提示された「ブループリント」をもとに、当時の米国改革の本筋が国際競争力の強化と国内規制体系の効率化であったことを示す。第2に、深刻な金融危機への対応として提示された米国オバマ政権の改革案ならびに、米国連邦議会下院において審議中の金融規制改革案を複数取り上げ、その中身を検討することで、金融危機発生後の米国議論の特徴を述べる。最後に、SECの施策を例として挙げることで、市場から政府へのリスク管理の移転を行う際に、規制当局のSupervise問題が存在すること、ならびに現状では当該問題がもたらす政府の失敗の危険性が新たな懸念として考慮されるべきことを論じる。

目 次

- | | |
|---|-------------------------------------|
| I. はじめに | 2. 下院法案の整理と問題の所在 |
| II. 米国における規制改革議論の変遷 | IV. 米国証券規制に見るSupervise能力の問題 |
| 1. 金融危機以前の議論 | 1. SECが導入したCSEプログラム |
| 2. 金融危機発生後の議論とその方向性：G20の
論点と米財務省の改革案 | 2. メイドフ事件にみるSECの内部問題：OIG
による調査報告 |
| III. 米改革法案の進展状況とその内容 | V. まとめにかえて：市場の失敗と政府の失敗 |
| 1. 下院委員会で審議中の改革関連法案 | |

I. はじめに

2007年夏頃から露呈した米サブプライム・ローン問題が、世界的な金融市場不安定化の発端となったことは事実である。しかしながら、米ドル資金を中心とした短期金融市場における流動性の枯渇と信用収縮がもたらしたパニックを金融危機と呼ぶのであれば、リーマン・ブラザーズ社の連邦倒産法第11章 (Chapter 11 of U.S. Bankruptcy Code) の適用申請 (2008年9月15日)こそが金融危機の引き金になったと言えよう。このリーマン・ブラザーズ社の法的破綻を契機として、米国、英国や欧州のみならず新興国をも巻き込み、金融規制改革が喫緊の国際的課題として位置付けられている。先進国に中国、ブラジルやインドなどの新興国を加えたG20 (20ヶ国の地域首脳および財務大臣・中央銀行総裁会議) は1990年に発足してから不定期に開催されていたが、2008年11月に米ワシントンで金融サミットとして緊急招致・開催されて以降、国際的な金融問題の検討および意見調整等の中心的な会議体とされた。

米国に目を向けると、この金融危機を境目として国内での金融規制改革議論が変化していることがわかる。米国の規制改革自体は、すでに2006年頃よりその必要性の高まりの認識とともに具体的なビジョンをともなった議論が行われていた。しかしながら金融危機の発生と国際的な改革議論への協調により、米国内での改革にともなう問題意識とその目標が大きく変化していることがわかる。

本稿は、主に米国で公開された各種報告書やステートメント等を参照し、リーマン・ブラザーズ社破綻前後を境として変遷した米国金融

制度改革を概観するとともに、現在の議論に内在する問題点の指摘を目的とする。本稿の構成は、第1に、金融危機以前に米財務省から提示された「ブループリント」をもとに、当時の米国改革の本筋が国際競争力の強化と国内規制体系の効率化であったことを示す。第2に、深刻な金融危機への対応として、G20での合意を踏まえて提示された米国オバマ政権 (2009年1月発足) の改革案ならびに、本稿執筆時点ではあるが、米国連邦議会下院において審議中の金融規制改革案を複数取り上げ、その中身を検討することで、金融危機発生後の米国議論の特徴を述べる。最後に、米証券取引委員会 (U.S. Securities and Exchange Commission, SEC) の施策をケースとして検討することで、市場から政府へのリスク管理の移転を行う際に、規制当局の Supervise 問題が存在すること、ならびに現状では当該問題がもたらす政府の失敗の危険性が新たな懸念として考慮されるべきことを論じる。

II. 米国における規制改革議論の変遷

1. 金融危機以前の議論

(1) 米国資本市場の国際競争力強化

2006年7月10日に第74代合衆国財務長官 (当時) へ就任したヘンリー・ポールソン Jr. は、就任時より米国の規制には効率性に関する問題が内在していることを認識しており、特に連邦金融規制および規制組織体系を抜本的に改革する必要性を訴えていた。例えば、同年11月のニューヨーク経済倶楽部で行われたポールソン講演の内容は、当時の米政府が持っていた問題意識を象徴している。当該講演会でポールソン

図表1 リーマンショック以前に公表された米国金融規制改革に関する報告書

1. Interim Report of the Committee on Capital Markets Regulation Committee on Capital Markets Regulation	2006年11月
2. Sustaining New York's and the US' Global Financial Services Leadership Michael R. Bloomberg (NY市長) Charles E. Schumer (NY州選出上院議員, 民主党)	2007年1月
3. Commission on the Regulation of U.S. Capital Markets in the 21st Century U.S. Chamber of Commerce	2007年3月
4. The Competitive Position of the U.S. Public Equity Market Committee on Capital Markets Regulation	2007年12月
5. The Blueprint for U.S. Financial Competitiveness The Department of the Treasury	2008年1月

図表2 低下しつつある米国資本市場の競争力

Share of Global IPOs (Broadly Defined) Captured by U.S. Exchanges														
	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009Q2
Total Number of Global IPOs	137	168	128	194	254	78	80	68	212	326	381	512	139	29
Number of Global IPOs That Listed on a U.S. Exchange	61	57	41	52	74	10	3	5	28	28	34	52	8	5
% of Total Number	44.5%	33.9%	32.0%	26.8%	29.1%	12.8%	3.8%	7.4%	13.2%	8.6%	8.9%	10.2%	5.8%	17.2%
(\$ billions)														
Total Value of Global IPOs	42.4	56.3	55.0	73.7	95.9	31.6	19.3	22.9	66.5	93.5	162.5	190.6	34.3	8.4
Value of Global IPOs That Listed on a U.S. Exchange	24.9	34.3	15.6	34.4	35.3	7.6	2.5	4.9	9.2	4.5	10.8	13.1	0.6	0.3
% of Total Value	58.8%	60.8%	28.4%	46.7%	36.8%	24.2%	13.0%	21.4%	13.8%	4.8%	6.6%	6.9%	1.9%	3.8%
Source : Dealogic														

[出所] Committee on Capital Markets Regulation.

長官は、①米国の規制（ルール）が屋上屋を重ねた結果、非常に複雑な構造になっている、②規制ではエンロン社やワールド・コム社等が引き起こした企業不祥事を防ぐことが出来なかった、③効率的な規制体系・構造を構築する必要がある、④原則（プリンシプル）ベースを重視した規制へと移行しながら、市場参加者には倫理に関する意識の浸透が必要である、等の考えを披露した。

このようなポールソン長官の主張と問題意識の背景に関しては、同時期に複数公開された提

言レポート群を参照することが適当であろう（図表1）。これらのレポートが共通して指摘するのは、①米国資本市場の国際競争力が長期的に低下傾向にある（図表2）、②国際競争力を回復させるために、資本市場関連の規制をより近代的かつ効率的に見直す必要がある、③連邦政府および州政府の規制当局の複雑な組織体系を改編する必要がある、④規制・監督において、リスク・ベースのアプローチを用い、規則ベースから原則ベースへの移行を推奨、などである¹⁾。

図表3 改革前の米国主要金融監督体制

		連邦 監督 当局					州当局
		FRB	FDIC	OCC	OTS	SEC	
銀行	国法銀行 (FRB 強制加盟・FDIC 強制加入)			○	●		
	州法銀行	FRB 加盟・FDIC 強制加入	◎	○			●
		FDIC のみ加入		◎			●
		FRB 非加盟・FDIC 非加入					●
貯蓄金融機関	貯蓄金融機関持株会社				◎		
	連邦免許機関 (FDIC 強制加入)			○	●		
	州免許機関	FDIC 加盟		○	◎		●
		FDIC 非加盟					●
保 險							●
証 券						●	
銀行持株会社・金融持株会社		◎					

- ◎ 第一義的監督権限
- 連邦預金保険供与者としての検査権限
- 免許付与権限 (証券は登録制) および第一義的監督権限

〔出所〕野村資本市場研究所。

(注) 金融持株会社に関して、例えば持株会社が貯蓄金融機関を傘下に置いている場合はOTSが監督、また、持株会社傘下の銀行・証券会社・保険会社に対しては州レベルでも規制当局が存在するなど、より複雑な監督体制となっている。

つまりは、金融危機以前に米国で交わされていた改革議論の背景は、米国の金融サービス業者を含めた米国資本市場の国際競争力の維持・強化であることがわかる。米国の国際競争力の維持・強化を念頭に、より効率的な規制・監督構造の構築がこれらの議論の中心であったと言えよう。特に、図表3で示すように米国規制当局の体系は非常に複雑であり、連邦政府機関のみならず州政府機関との間でも監督対象の重複が見られる。このような連邦政府機関の状況に対して、その設立の経緯も考慮する必要はあるが、かつては機関間に生じる競争がもたらすメリットをもって肯定する考えがあった。しかしながら金融技術の進歩と金融市場の発達が進

むにつれ、このような規制当局体系の組織的な複雑さは、規制・監督領域の縄張り争いを引き起こすばかりでなく規制の非効率性の温床となり、更には、システムック・リスクの把握や迅速な対応においてもマイナスであることが明確となった。また、複雑な組織体系をとる一方で、金融危機時にAIG社 (American International Group, Inc) が実質的な破綻状態となった際に保険会社の監督権限が州政府のみにはしかないことや、サブプライム・ローンで社会的な問題となったモーゲージ・ブローカーに対して監督機関が連邦政府にも州政府にも実質的には存在しないことなどが代表的であるように、監督や規制の穴が存在しているなどの構造

図表4 米国財務省ブループリント 2008年3月

短期的提言	中期的提言 規制の効率性向上	長期的提言 (最終目標) 目的ベース・アプローチによる規制構造改革
①大統領ワーキング・グループ (PWG) のメンバー拡大と機能強化 ②モーゲージオリジネーション委員会の設置 (州ベースでのライセンス基準策定等) (モーゲージ市場の監督強化) ③FRBに対して非預金取扱金融機関へのディスカウント・ウィンドー適用を要請 (流動性供給に関するFRBの権限強化)	①貯蓄金融機関制度の連邦免許を廃止、国法銀行への一本化 (OCCとOTSを統合) ②州立銀行に対する連邦の監督規制を合理化 ③FRBによる決済システムの監督 ④保険業に対して連邦レベルで規制 (連邦レベルでの保険免許の導入) ⑤SECの改革とCFTCとの統合	①金融市場の安定化を担当する監督当局 (FRBの機能強化) ②政府保証が付与された金融機関のブルーデンスに責任を有する監督当局 (Prudential Financial Regulatory Agencyの創設) ③金融業者のビジネス行為に対する監督当局 (Conduct of Business Regulatory Agencyの創設) ④連邦保険保証公社の創設 (FDICの組織および機能の再構築) ⑤証券市場に関連する問題に対処する監督当局 (SECの機能・役割を継承)

上の欠陥が存在していることが喫緊の課題として露呈した。

このような、金融危機以前の国際的競争力の維持・強化を主たる目的とした米国規制改革議論を踏まえて、米国政府は2008年1月に「米国金融競争力のための青写真」(The Blueprint for U.S. Financial Competitiveness, 以降ブループリント) (米国財務省) を具体的な改革草案として示した。このブループリントによって、当時の米国政府の方向性が明示されていると言えよう。

(2) ブループリントにおける改革の構想

ブループリントは、そのタイトルからも明らかかなように、米国資本市場の国際競争力の維持および強化を目的とした改革案である²⁾。図表4で示した要点を用いながら、以下でブループリントの概要を見てみよう。

ブループリントは改革の期間ごとに大きく3部から構成されている。第1に2007年夏頃から問題が露呈したサブプライム・ローンに関連する混乱への対処が短期的提言として盛り込まれている³⁾。短期的提言の中で、大統領ワーキング・グループ (President's Working Group on

Financial Markets, PWG) のメンバー拡大と機能強化は、主に規制当局間での連携強化が目的である。PWGは1988年にレーガン大統領が発したエグゼクティブ・オーダー12631によって発足した。米財務省・FRB・SEC・CFTCの各代表者をメンバーとする大統領直轄の会議体であり、当該組織の目的にはメンバー間での情報共有とともに国策としての金融競争力推進が明記されている。例えば、設立契機となった1987年のブラック・マンデー (暗黒の月曜日) の教訓から、PWGの機能には金融市場に関連する規制当局間の情報および問題意識の共有が含まれているが、サブプライム・ローンを発端とした金融市場の混乱に対しても、2008年3月に“Policy Statement on Financial Market Development”を公表し、市場における問題点と規制の改善点を指摘している。ブループリントでは、PWGにFDIC・OCC・OTS等を加えることで、連邦規制当局間での連携および機能の強化をはかっている。

第2に、連邦規制当局の再編が中期的提言に盛り込まれている。この提言は、例えば米政府説明責任局 (U.S. Government Accountability Office, GAO) の一連の報告書 (GAO [2004]

や GAO [2007] など) が指摘しているように、金融市場の発達と新たな金融サービス・商品の出現に対して、既存の規制体系での対応は困難になりつつあることへの対処であると言える。ブループリントでは次の長期的提言と合わせて、規制当局の組織再編を行うことで規制の非効率性を軽減し、より柔軟かつ迅速な対応を可能とする組織編成を目指している。

第3に、ブループリントの最終的な目標である長期的提言の中心として、連邦規制当局が担当する分野を①金融市場の安定、②金融機関のブルーデンス、③金融サービス業者のビジネス行為、に分類し、規制当局をこれら3分野に集約することを提言している。つまりは、①FRBを機能強化しシステミック・リスク(マクロ・ブルーデンス)に責任を持たせ、②銀行のみならず保険会社やファンドを含めて、金融システムに強い影響を与える金融業者の経営・財務内容を監督(ミクロ・ブルーデンス)する当局の新設、③統合されたSECとCFTC(中期的提言)を更に改組して業者の行為を監督する機能の強化、への大幅な組織変更が改革の最終目標となる。

このように、金融危機発生以前の米国規制改革の方向性は、実施の3段階で示されたブループリントに集約されているように、規制・監督の対象を保険会社やファンドを含めた金融サービス業者全般に拡大しつつ、低下傾向にある米国資本市場の国際競争力の維持・強化を目的として、国内規制体制の組織変更による効率化の推進であったと言える⁴⁾。

2. 金融危機発生後の議論とその方向性：G20の論点と米財務省の改革案

2008年9月以降に深刻となった金融市場の混

乱を踏まえ、同年11月にワシントンでG20による金融サミットが緊急開催された。図表5は第2回金融サミット(英ロンドン)および第4回金融サミット(米ピッツバーグ)で公表されたリーダーズ・ステートメントにおける規制改革の要点である。

金融規制に関して、①国際的な協調の推進、②規制・監督の対象範囲の拡大、③銀行の自己資本規制(バーゼルⅡ)の見直し、等が国際的な合意事項として挙げられている。これらG20における合意は、従来から指摘されていた規制・監督の問題点の是正と、金融危機の再発予防措置が中心であると言えよう。

このような国際的な金融規制改革議論の流れと協調の必要性を受け、2009年1月に発足したオバマ政権によって、新たな規制改革の方向性が公表された。まず、第2回金融サミット開催の前に、OTCデリバティブ規制の改革案と4本の柱から構成される包括的規制改革案“Treasury Outlines Framework for Regulatory Reform”が米財務省から3月に示された(図表6参照)。続いて、3月提示の案をより具体的とした“Financial Regulatory Reform: A New Foundation”(以降 New Foundation)が6月に提示されている(図表7参照)。金融危機前にブッシュ前政権が提示した前述したブループリントと比較すると、僅か1年半のうちに、米国政府の金融規制改革に対する問題意識とその目的が大きく変化していることがわかる。

New FoundationはG20における合意(国際協調・監督範囲の拡大・バーゼルⅡ等)を踏まえている他、①第一種金融持株会社(Tire1 FHCs)の指定とFRBによる監督、②システミック・リスク監視機関として金融サービス監

図表5 金融サミット (G20) の Leaders Statement における主な合意

<p>1. 2009年4月 (英ロンドン)</p> <ul style="list-style-type: none"> ①金融安定化フォーラム (FSF) の機能強化。 <ul style="list-style-type: none"> ・金融安定化委員会 (FSB) の設置。 ②重要な金融機関 (大規模ヘッジ・ファンドを含む) の規制と監督。 ③自己資本規制の強化。 <ul style="list-style-type: none"> ・バーゼル基準を景気連動型に。 ④タックス・ヘイブンに対する協調的対応。 ⑤格付機関の登録制と規制・監督の導入。 ⑥その他。 <ul style="list-style-type: none"> ・経営者の報酬原則。 ・国際的な会計基準の見直し。
<p>2. 2009年9月 (米ピッツバーグ)</p> <ul style="list-style-type: none"> ①国際的に活動する銀行の自己資本規制 (量と質) の強化。 (バーゼル委員会で検討。) (2012年末実施を目標) ②ブルーデンス監督の強化と監督範囲の拡大。 <ul style="list-style-type: none"> ・監督カレッジの設置。 ・OTC デリバティブやヘッジファンド等への監督。 ③FSB の勧告を支持。 ④巨額報酬に対するグローバル・スタンダードの策定等。

図表6 オバマ政権が提示した新たな改革案

<p>1. OTC (店頭) デリバティブ規制の改革案 (2009年3月13日)</p> <ul style="list-style-type: none"> ① The Commodity Exchange Act や連邦証券諸法の改正。 ②中央決済機関を通じた標準化 OTC デリバティブの取引。 ③取扱い業者の資本, 取引報告, 委託保証金等を規制対象に。
<p>2. "Treasury Outlines Framework for Regulatory Reform" (2009年3月26日)</p> <p>「4本の柱からなる包括的な規制改革」</p> <ul style="list-style-type: none"> ①システミック・リスクへの取組み。 <ul style="list-style-type: none"> ・単一の監督当局。 ・自己資本・リスク管理基準の強化。 ・大規模ヘッジ・ファンドの登録制。 ・OTC デリバティブに関する包括的規制の枠組み。 ・MMF に対する規制。 ②消費者や投資家の保護。 ③規制構造に存在する隙間の除去。 ④国際的協調の促進。

視評議会の新設 (PWG の改組・強化), ③消費者・投資者保護機関の新設, ④破綻処理制度の整備, などが新たな案として加えられた。ブループリントと New Foundation との主な相

違点を挙げると, ①ブループリントの背景であった米国資本市場の国際競争力維持・強化に関する問題意識が, New Foundation ではほとんど見受けられない⁵⁾, ② New Foundation

図表7 Financial Regulatory Reform: New Foundation の概要

<p>1. 金融会社 (Financial Firm) の監督と規制</p> <p>①金融サービス監視評議会 (Financial Services Oversight Council) の創設</p> <ul style="list-style-type: none"> ・財務省, FRB 等 8つの連邦機関から構成 ・FRBへのアドバイスや情報収集機能 <p>②新たな規制カテゴリーの創設</p> <ul style="list-style-type: none"> ・Tier 1 金融持株会社 (Tier1 FHCs) ・FRBが監督および規制担当 <p>③全ての銀行および銀行持株会社の資本・ブルーデンシャル基準の強化</p> <p>④ヘッジ・ファンド等へのアドバイザーをSECに登録</p> <p>⑤財務省内に国法銀行と保険業の監督部門を新設</p> <ul style="list-style-type: none"> ・OCC と OTS を統合して National Banking Supervisor (NBS) を設置 ・Office of National Insurance を設置 <p>⑥その他</p> <ul style="list-style-type: none"> ・MMF ・GSE 	<p>3. 金融アブユースからの消費者や投資家の保護</p> <p>①消費者金融保護庁 (Consumer Financial Protection Agency) の創設</p> <p>②投資家保護の強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・投資助言を行うブローカー・ディーラーに受託者責任を要求 ・投資アドバイザーとブローカー・ディーラーとの規制を調和 ・金融消費者連携会議 (Financial Consumer Coordinating Council) を設置 ・退職後に向けた防衛手段 (Retirement Security) の促進
<p>2. 金融市場の包括的な規制</p> <p>①証券化市場の監督および規制の強化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・オリジネーターやスポンサーに対して、証券化エクスポージャーのクレジットリスクの5%を保有することを要求 ・SECにABS発行者へ報告書を要求する権限を付与 ・報酬 ・格付け <p>②CDSを含む全てのOTCデリバティブに対する包括的な規制の導入</p> <p>③先物規制と証券規制の調和</p> <ul style="list-style-type: none"> ・CFTCとSECによる調和の推進 <p>④支払い・精算・決済</p> <ul style="list-style-type: none"> ・重要な機関・活動に関してFRBが監督権限等を保有 	<p>4. 金融危機への対処に必要なツールを政府に供与</p> <p>①破綻処理制度の整備</p> <ul style="list-style-type: none"> ・FDICの預金取扱機関向け措置をTier1 FHCを含めた銀行持株会社に適用 ・FRBの緊急時融資権限の改正 <p>5. 国際的な規制水準の引き上げと国際的協調の改善</p> <p>①バーゼル銀行監督委員会</p> <ul style="list-style-type: none"> ・バーゼルIIの改善 ・流動性リスクマネジメントの改善 <p>②G20</p> <ul style="list-style-type: none"> ・クレジット・デリバティブやOTCデリバティブの標準化と監督の推進 ・金融安定化理事会 (Financial Stability Board) ・ヘッジファンドおよびマネージャーの登録、適切な情報の開示等 ・報酬 ・格付け機関

は、既存の機関 (FRB や FDIC) の機能・権限強化と機関の新設 (FSOC や CFPA) による規制・監督の強化など、システミック・リスクの防止を中心とした危機対応型の改革となっており、米財務省内の部局である OTS と OCC の合併は含まれているものの、例えばブループリントの中期提言に記されていた SEC と CFTC の統合など、規制の効率化を目的とした連邦政府機関の再編等は実質的に除外されている。

このように、米国における規制改革の議論は金融危機の前後で明確に異なっている。次に、New Foundation で提示された改革案の具現化を見るために、現在米国議会で審議・検討中の改革法案を見てみたい。

Ⅲ. 米改革法案の進展状況とその内容

1. 下院委員会で審議中の改革関連法案

オバマ政権によって提示された法案の構想を受け、第111回米国連邦議会で規制改革法案が審議されている。本稿執筆時 (2009年11月) において、下院は金融サービス委員会を中心に法案の検討が進められ、複数の法案が委員会ベースで合意されて、下院議会で審議に移っている。一方で、上院では11月10日に銀行住宅都市問題委員会から、ドッド委員長の名義で12のパーツから構成される法案のドラフトが公開されている。

米国政府が示した New Foundation を下敷きにしているとは言え、例えば FRB の取扱い

図表8 第111連邦議会における金融規制改革法案

法案一覧 (House Committee on Financial Services を中心として)	Bill No.
1. Financial Stability Improvement Act of 2009 12月2日金融サービス委員会合意	H. R. 3996
2. Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009 10月15日金融サービス委員会, 同21日農業委員会合意	H. R. 3795
3. The Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2009 10月27日金融サービス委員会合意	H. R. 3818
4. Insurance Information Act of 2009 財務省内に保険情報局を創設, 12月2日金融サービス委員会合意	H. R. 2609
5. The Investor Protection Act of 2009 投資者アドバイス委員会設立, SECの権限強化 11月4日金融サービス委員会合意	H. R. 3817
6. Consumer Financial Protection Agency Act of 2009 10月22日金融サービス委員会, 同27日エネルギー・商業委員会合意	H. R. 3126
7. Accountability and Transparency Rating Agencies Act of 2009 10月28日金融サービス委員会合意	H. R. 3890

(注) これらの法案は12月2日に“The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009” (H.R. 4173) として一本化されている。

などで上・下院のドラフト・法案には相違点が見られ、また、法案成立までに相当の修正が今後も予想されるが、本稿では、主に下院の金融サービス委員会で合意・検討された7本の法案(図表8)に注目し、その中から、New Foundationで規制・監督に関する喫緊の検討課題として挙げられた①OTCデリバティブ規制、②プライベート・ファンド規制、③消費者・投資者保護の推進、④破綻処理制度の整備とシステミック・リスクの監視、に関する5本の法案を取り上げ、米国での改革法案の進展状況とその特徴を見てみたい⁶⁾。

(1) OTC(店頭)デリバティブ規制

金融危機以前の米国において、クレジット・デリバティブ・スワップ(CDS)を含むOTCデリバティブ(スワップ)取引は、2000年12月のクリントン大統領署名によって成立した商品先物現代化法(Commodity Futures

Modernization Act of 2000, CFMA)により、証券の形態をとらず、機関投資家や富裕層が取引当事者である限りにおいて、商品取引法(Commodity Exchange Act, CEA)の適用ならびに商品先物委員会(Commodity Futures Trading Commission, CFTC)の監督対象外とされている。

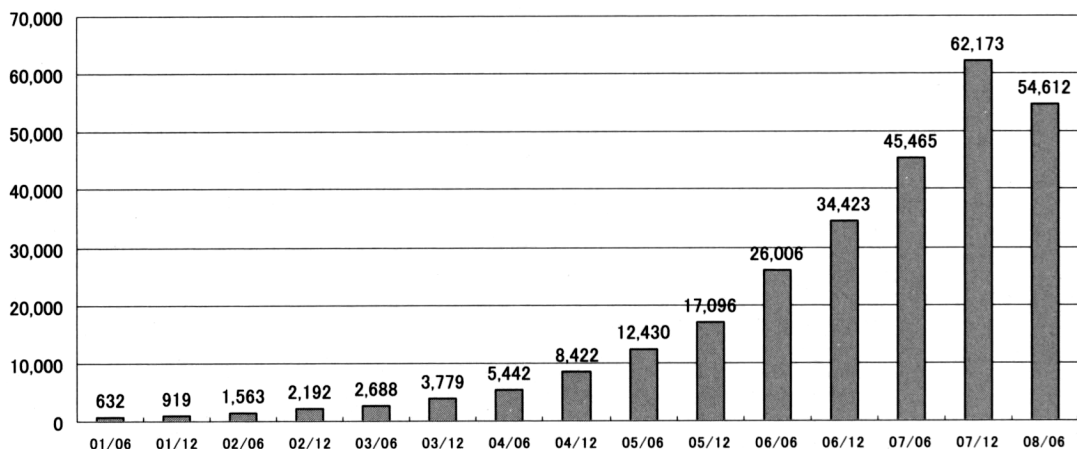
1998年のLTCM破綻の前後から、米国では取引が活発化した主にOTCスワップ取引に関して、議会やCFTCなどの連邦政府機関間で法的な位置づけの明確化の必要性や取引規制の是非が議論されていた⁷⁾。CFMAが成立した背景には、PWGが1999年11月に議会へ提出した報告書である“Over-the Counter Derivatives Markets and the Commodity Exchange Act”が記すように、デリバティブ市場の育成と当該米国市場の競争力強化の必要性が含まれていた。

CFMAは米国のデリバティブ市場の育成を

図表9 CDS残高の推移

(10億ドル)

CDSの残高



[出所] ISDA.

もたらず一方で、施行後に取引が急増したCDSに関して、GAO [2009A] が指摘するように規制・監督の抜け穴を作る結果となった(図表9参照)。オバマ政権は規制改革の第一段として、OTCデリバティブの法的規制を議会に要請し、“Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009”が下院金融サービス委員会(10月15日)・下院農業委員会(10月21日)において合意され、下院審議に移されている。

下院両委員会が合意した当該法案は、CEAおよび1934年証券取引所法(Securities Exchange Act of 1934)を改正し、SECとCFTCの権限強化が提案されている。具体的には①取引に標準化の概念を導入し、SECやCFTCに登録された取引所や電子プラットフォーム等での取引や清算機関での清算の義務化、②ディーラーや主要な取引参加者等のSEC・CFTCへの登録、③取引総額やポジション等の報告義務、④規制による資本やマージンの要求などが明記されている⁸⁾。当該法案

は、OTCデリバティブ取引に関して、SECおよびCFTCの監督権限の明確化および情報収集ルートの確立、取引や決済における透明性の向上がはかられている。

(2) プライベート・ファンド規制

プライベート・ファンド(オルタナティブ・ファンド等の名称を使う場合もある)の規制に関しては、前述したG20における国際的な合意の下(図表5)、米国の他に英国や欧州委員会が独自のファンド規制案を公開している(図表10参照)。

米国におけるファンド関連の規制は、2004年12月に、SECが“Investment Advisers Act of 1940”によって与えられた権限の下、全てのヘッジ・ファンド・アドバイザーの登録を求めるファイナル・ルール(<http://www.sec.gov/rules/final/ia-2333.htm>)を公布(Effective Date: Feb10,05)したものの、2006年6月のコロンビア巡回裁判所における、いわ

図表10 英国・欧州委員会のファンド規制案の概要

<p>英国：Hedge Fund 規制改革案</p> <p>1. “The Turner Review” (2009年3月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ○規制当局はヘッジファンド等に対して以下の権限を有するべき。 <ul style="list-style-type: none"> ・情報の収集権限。 「金融市場の安定性へ影響を与える、もしくは、金融システム上重要な機関等に対して」 ・資本や流動性に関する規制を制定する権限。 ・その他の制約を導入する権限。 <p>2. “Reforming Financial Markets” (HM Treasury 2009年7月)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・UK 国内のマネージャは、適切かつタイムリーな情報（資金調達、レバレッジ、投資戦略、ポジション等）を FSA に開示する。（ターナー・レビュー） ・更なる情報の収集、レバレッジおよび市場過熱時における投資エクスポージャーの削減等に関するエンフォースメント・フレームワーク。 ・国際的な監視機関との情報共有。（G20）
<p>欧州委員会：Alternative Investment Funds 指令案</p> <p>1. “The High-Level Group on Financial Supervision in the EU” (ド・ラロジュール・グループ報告書「第7勧告」, 2009年2月25日)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・金融システムにとって重要なヘッジファンドに対して、マネージャの登録と、情報（投資戦略、手法、レバレッジ）の提供を求める。 ・ヘッジ・ファンドを所有・運営、もしくは相当のプロップ取引等を行う銀行に対して、適切な資本を要求する。 <p>2. “Directive of...on Alternative Investment Fund Managers and amending Directives 2004/39/EC” (2009年4月29日)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・AIFM は認可が必要。（コンプライアンス等の内部体制を確立、当局に定期報告を行う必要。） （運用資産が€100mio 以上、もしくは、レバレッジが無くロックイン期間が5年以上ならば€500mio 以上のマネージャが対象。） ・AIFM に最低自己資本（€125,000）の導入。（運用資産が€250mio 以上は積み増しが必要。） ・投資家（資産のタイプ、レバレッジ、評価、リスクマネジメントの手法等）と当局（エクスポージャー、パフォーマンス、リスク集中度等）に対する情報の開示。 ・高レバレッジ、投資先企業の経営に影響を与える場合、更なる規制が追加。 ・EU 内での第三国ファンドによるマーケティングには EU パスポート を供給。 （オフショア・ファンド、規制や監督が付随。）（指令発令後3年間は現行規制に従う。）

ゆる Goldstein 裁判によって当該ルールが無効が判決された経緯から（SEC の当該規制は40年法に規定された権限を逸脱しているとの判断）、ヘッジ・ファンド等のプライベート・ファンド・アドバイザーの登録は自発的登録に留まっている。また現在、証券法（Securities Act of 1933）の Section4(2)（および SEC ルールである Regulation D）、投資会

社法（Investment Company Act of 1940）の Section3(c)(1)および Section3(c)(7)、投資アドバイザー法（Investment Advisers Act of 1940）の Section203(b)(3)など、プライベート・ファンドやアドバイザーの未登録を認める除外規定が存在する。

特に米国において、ヘッジ・ファンドに代表されるプライベート・ファンドは、今回の金融危

機の中心的な問題とは捉えられていない。しかしながら、Lo [2008] が指摘するように、ファンドが保有している資産間の相関性が近年高まっていることや、ファンドの Re-Leverage が資産価格の下落に拍車をかけたことなどから、IOSCO [2009] や GAO [2009C] などを代表例として、システミック・リスクの管理上の問題から規制・監督を強化する必要が指摘されていた⁹⁾。

2009年10月27日に下院金融サービス委員会で合意された“The Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2009”は、投資アドバイザー法を改正することで、SECの権限強化をはかり、アドバイザーの登録とファンドに関する情報を把握すること(透明性の向上)が主たる目的となっている。具体的には、①登録除外項目を削減し、原則的にプライベート・ファンド・アドバイザー(ベンチャー・キャピタルや Small Business Investment Company に対するアドバイザー、または、マネジメント・アセット額や顧客数などで除外規定はある)をSECに登録、②投資者保護やシステミック・リスクの監視において必要な情報(マネジメント・アセット額、オフバランスを含んだレバレッジ、カウンター・パーティの信用リスク、ポジション、取引手法)の記録と保管、ならびにSECに対する報告要求権限の付与、③投資者保護やシステミック・リスクの監視のため、記録やドキュメント等を投資者・カウンター・パーティ・債権者等へ開示する必要性(詳細はSECが決定)などから構成される。

(3) 消費者・投資者保護の推進

消費者・投資者保護関連の法案は、SECの権限強化を目的とした“The Investor

Protection Act of 2009”と新たに消費者金融保護庁を設立する“Consumer Financial Protection Agency Act of 2009”が検討されている。

“The Investor Protection Act of 2009”は、バーナード・メイドフ事件(後述)やスタンフォード・フィナンシャル・グループ事件を教訓として、①SECの権限強化(法的権限、予算増加、組織見直し)、②SECに対する外部アドバイザー制度(投資者アドバイザー委員会)の導入、③アドバイス提供者に対する受託者責任の明記、④内部告発者に対するインセンティブの導入、などによって、投資者保護をはかっている。

対して“Consumer Financial Protection Agency Act of 2009”は、横断的な消費者保護をはかるべく、SECやCFTCの管轄を除いて、消費者に金融商品やサービスを提供する金融機関に対するルール策定、検査および法の執行を担当する消費者金融保護庁の新設を規定する法案である。消費者に提供される金融商品やサービスを横断的に規制・監督する目的から、当該法の下で、消費者金融に関する連邦諸法がまとめられる。また、SECやCFTCが管轄する金融商品・サービスを除き、従来はFRB・FDIC・OTS・FTCなどが担当していた消費者保護行政に関する権限および関連部署の人員は消費者金融保護庁へ移管される。しかしながら当該法案に対して、関[2009B]が報告するように上・下院の公聴会でも多くの反対意見の表明や問題点の指摘が行われており、結果としてオバマ政権の当初の構想とは形態が異なり始めている。下院サービス委員会・エネルギー商業委員会における審議により Plain Vanilla Product 構想が除外された他¹⁰⁾、①資産100億

ドル未満の銀行と②資産15億ドル未満の信用組合は、消費者金融保護庁の規制・監督の対象外となった。この他、下院エネルギー商業委員会では更なる権限の縮小を示す修正が行われたことから、金融サービス委員会のフランク委員長が懸念を表明するなど（10月29日）、当該法案に関する審議は不透明となっている。

（４）破綻処理制度の整備とシステムミック・リスクの監視

例えば Wilmarth [2009] が分析するように、市場規律と業者の内部リスク管理モデルへの依存が、大規模かつ複雑な構造を持つ金融コングロマリットを中心として利益相反と過度のリスク・テイクをもたらすとともに、いわゆる Too Big (Complex) To Fail 問題を深刻化させた。米国における2008年9月のリーマン・ブラザーズ社（法的破綻）やその後の AIG 社（政府による救済）に対処した際の混乱を見ても、金融システムに深刻な影響を与えるあらゆる業態に対して、適切な破綻処理制度の不備が市場を極度に不安定化させた要因の1つになったと言えよう。

“Financial Stability Improvement Act of 2009” は、システムミック・リスクを監督する機関の新設と、Too Big (Complex) To Fail 問題への対処を目的としている。当該法案は、① Financial Services Oversight Council (FSOC) の設立、②銀行持株会社等に対する包括的規制の見直し（GLB Act の見直しと FRB の権限強化）、③ Asset-Backed Securitization の組成プロセスに関する規制、④大規模かつ複雑な金融会社に関する秩序だった破綻処理の整備などから構成されている。

FSOC は実質的に PWG の改組であるが、

PWG の構成メンバー（米財務省、FRB、SEC、CFTC）に FDIC、OCC、OTS、州の保険当局などを加えた9つの機関から構成され、当該評議会自体に金融システム上重要な会社や金融活動、支払・清算・決済機関に対して監督および規制の権限が付与されることで、システムミック・リスクの監視機能が期待されている。また、Too Big (Complex) To Fail 問題に対処すべく、FDIC に管財人機能および Bridge Financial Company の設置等の破綻処理権限を持たせる他、Polluter Pays Principle（原因者負担原則）の下で納税者負担を回避すべく、米財務省内に \$10bio 超の Systemic Resolution Fund の設置などを求めている。

当該法案に関する下院委員会での議論で注目すべきは、システムミック・リスクの監視および金融システムに影響を与える可能性のある金融サービス業者の監督に関する部分であろう。2009年11月28日に金融サービス委員会のカンジョースキー委員名義の修正により、金融サービス業者が金融システムに与える影響度の評価、および、各金融サービス業者のシステムミック・リスク度に関する Objective Standards の策定を FSOC の業務とした。この修正にともない、従来は FRB に期待されていた Too Big (Complex) To Fail への対処権限を FSOC へと移行されている。このような修正の背景には、2009年10月29日に下院金融サービス委員会が開催した公聴会で、ガイトナー財務長官に対して多数の批判が寄せられたように、特定の連邦政府規制当局の権限を大幅に強化することに対して議会の懸念がある他¹¹⁾、中央銀行の独立性への干渉が強まる恐れや、金融政策との間で利益相反が生まれる可能性などの問題点が存在していることがあると思われる¹²⁾。

2. 下院法案の整理と問題の所在

米国下院委員会で検討されている5本の主要な法案の概要を挙げた。これらの法案の内容を分類すると、従来から指摘されてきた問題への対処が中心であることがわかる。簡潔に述べれば、規制当局の法的権限の明確化と権限強化をはかるとともに、従来は監督権限が及ばなかったOTCデリバティブ(CDSに代表される信用スワップなど)取引、ファンド・アドバイザーなどへ監督範囲を拡大させ、AIG社などの金融システムに影響を与える金融サービス業を新たなカテゴリーによって監視対象とする試みである。これらの基本は、システムック・リスクに関連する情報の収集ルートの確立にあるとも言い換えることが出来よう。

一方で金融サービス業者の行為を制約する規制は、G20で合意しバーゼル委員会において検討されている銀行の自己資本比率規制の見直し・強化の他、米国金融規制改革案においては、①標準化に該当しないスワップ取引などを行う際のマージン・資本の要求(Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009)や、②システムック・リスク上必要と思われる際にファンドの行為を制約する権限(The Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2009)、③図表8で示した格付機関に対する“Accountability and Transparency Rating Agencies Act of 2009”などがあるものの、その内容は限定的となっている¹³⁾。

金融危機以前に提示されたブループリントと比較して、ブループリントの問題意識であった米国資本市場の国際競争力の維持・強化に関する施策は含まれず、また、(SECとCFTCの

管轄を除いて消費者保護に関する権限と人員の集約を行うものの)消費者金融保護庁や(実質的にPWGの改組であるが)FSOCの新設など、連邦政府機関の組織再編に関しては間逆の内容が含まれている。例えば、ブループリントの中期的提言に含まれていたSECとCFTCの統合は、CFTCの反発や議会の圧力もあり見送られている¹⁴⁾。これらを総合的に見てみると、現在米国議会で検討されている金融規制改革案は、金融危機の再発防止が最大の目的であると言える。

ここで、本稿執筆時点で検討されている米国金融規制改革に欠如する点を述べるならば、①国際競争力維持・強化の必要性への対処、②ガバナンス機能を再構築する必要性、③規制当局のSupervise能力の問題、の3つを挙げる事が出来る。

まず第1に、金融危機以前は国際競争力の維持・強化への対処に関する議論が中心であったことは何度も述べた。金融危機が再発した場合に経済に与えるダメージの大きさを考えれば、危機再発に第一義的重要性を持たせることは合理的である。しかしながら、米国資本市場の国際競争力の維持・強化に関する問題が失われたわけではない。近い将来、金融市場の安定化とともに当該問題に対する米国の優先度が増した場合、今回の改革との整合性を維持することには相当の困難がともなうと思われる。

第2に、英国における金融改革の提言書である“A Review of Corporate Governance in UK Banks and Other Financial Entities”(通称ウォーカー・レビュー、2009年7月)や、英大蔵省(HM Treasury)が提示した改革案である“Reforming Financial Markets”(2009年7月)が中心的な課題として取り上げるように、

金融サービス機関のガバナンス機能の改革と年金基金を中心とした機関投資家の受託者責任（善管注意義務等）の見直しは、米国での議論に欠けている。米国では会社法は州ベースであり州政府の管轄となるため（これ自体が大きな問題ではあるが）、連邦政府の規制改革として扱うことには制約がともなう。また、取引所の上場規則によって対処される可能性もあるが、経営者等の巨額報酬の問題（インセンティブ）も含めて、企業の経営リスクを監視する取締役会（および株主総会）の機能不全は、金融危機の根本的な問題でもある。また、サブプライム・ローン問題で露呈したように、機関投資家が信用格付のみに依存し、内容を全く理解出来ない商品を購入していたことは、受託者責任の観点から問題である。これら、ガバナンス機能の再構築は喫緊の課題ではないだろうか。

最後に挙げた規制当局の Supervise 能力の問題に関しては、次節で SEC のケースを例に挙げて検討する。

IV. 米国証券規制に見る Supervise 能力の問題

現在、米国で検討されている金融規制改革は、連邦規制当局の権限強化によって金融危機の再発を防止する試みであると述べた。これはすなわち、従来は Market Discipline や Self-Regulation での対処を期待されていた相当の部分を政府機関が賄うことに他ならない。つまりは、不特定多数の市場参加者による意思決定から、特定少数の規制当局の意思決定に重心を移すことであるから、民間から政府へのリスク管理の委譲現象であるとも言える。このような改革案が機能する為の必要条件として、規

制当局の能力が少なくとも市場参加者と同等以上であることが求められる。

本稿の最後に、極端な例示との批判を受けることを覚悟して、SEC による証券規制の失敗例を挙げ、米国規制における規制当局の Supervise 能力に関する問題が持つ危険性について触れたい。

1. SEC が導入した CSE プログラム

CSE (Consolidated Supervised Entities, 連結事業体) プログラムは、SEC が2004年4月に導入したボランタリー・プログラムである。金融市場の混乱の一因になったとの指摘も多く、2008年9月に投資銀行の業態の消滅とともに廃止されている¹⁵⁾。

SEC の法的権限は、ブローカー・ディーラーやマーケット・メーカー等に限定されている。当該プログラムは、権限が及ばないブローカー・ディーラーの上部組織である Ultimate Holding Company が SEC による指導を受けることを条件に、ブローカー・ディーラーに対するネット・キャピタル・ルールを適用除外とし、その代わりに、プログラム対象事業体は、内部リスク・マネジメント・コントロール・システムの構築および SEC の Rule17i-7 によって規定される Var やシナリオ分析等の手法（バーゼル基準に準拠）を用いて、自主的に算出した自己資本の定期的な報告することが求められた。図表11は CSE プログラム対象の事業体一覧であるが、シティ・グループと JP・モルガン・チェースは FRB が監督当局であるため、実質的に SEC のプログラム対象は5つに限定される。

CSE プログラムを導入した背景には、SEC による Ultimate Holding Company への監視

図表11 Consolidated Supervised Entity Program の対象

1.	Merrill Lynch & Co.
2.	Goldman Sachs Group, Inc
3.	Morgan Stanley
4.	Lehman Brothers Holdings Inc.
5.	The Bear Stearns Companies Inc.
6.	Citi Group Global Markets, Inc.
7.	JP. Morgan Chase & Co.

[出所] SEC。

図表12 主要投資銀行のレバレッジ・レシオ

	2003年 FY	2004年 FY	2007年 FY
Merrill Lynch	15.7	19.1	27.8
Goldman Sachs	18.7	21.2	26.2
Morgan Stanley	24.2	24.5	28.5
Lehman Brothers	23.7	23.9	30.7

(注) Morgan Staley は2008年8月末時点。

ベアスターズは約33倍。

[出所] 各社年次報告書等より作成。

の他、① EU の金融コングロマリット規制 (Directive 2002/87/EC) に準拠した規制を米国内に持つ必要性への対処 (存在しない場合、米国業者は欧州内において中間持株会社を設立する必要)、② リスク・ベースによる自己資本の要求は、過剰な自己資本を抑えて米国資本市場の効率性を改善する効果が期待される、ことなどがあった。Nadauld&Sherlund [2009] が指摘するように、CSE プログラムは、プログラム指定事業体による過剰な証券化商品ビジネスへの傾倒を通して金融市場の安定性に悪影響を与えたほか、Coffee&Sale [2008] や若園 [2008] が示すように、CSE プログラム指定事業体自身の財務健全性も明らかに悪化させた (図表12)。

CSE プログラムが効果を発揮しなかった原因は、① GLB Act により複雑かつ大規模な形

態をとる金融機関全体についてのモニタリングの困難性があった他¹⁶⁾、② CSE プログラム指定事業体が算出した自己資本に対して、SEC の分析能力が十分に対応出来なかった、等が指摘されている。後者の指摘には、例えば、2008年7月21日のウォール・ストリート・ジャーナル紙に掲載されたように、2008年6月末時点での Tire 1 レシオを比較して、SEC が担当していた CSE プログラム指定事業体の数値 (各社が自発的に計測) が、その顛末から見て明らかに高すぎるとの指摘などがある (図表13)。

更に、SEC のベア・スターズ社に対する対応を分析した Office of Inspector General による2本の報告書においても¹⁷⁾、① ベア・スターズ社は高レバレッジやモーゲージ関連商品へ傾倒していたにも係わらず、SEC は適切なアプローチをとらなかった、② SEC はモー

図表13 主要金融機関の自己資本比率の比較

2008年6月末時点でのTire 1レシオ

Commercial Banks (FRBが監督)	
Citigroup	8.7%
JP.Morgan	9.1%
Wells Fargo	8.2%

Investment Banks (SECが監督)	
Goldman Sachs	10.7%
Lehman Brothers	13.0%
Merrill Lynch	9.5%
Morgan Stanley	12.4%

(出所) Wall Street Journal, July 21, 2008.

ゲージ市場の混乱後も公式なミーティングを持っていない、③ CSE プログラムに関するSECの監督官はわずか3名しかおらず、2007年春以降は検査自体が行われていなかった、等の問題点が指摘されている。

CSE プログラムの失敗例は、SECの組織的な問題を示すに留まらない。SECは大恐慌を踏まえて1934年に設立されて以来、消費者・投資者保護を主要な業務としていた。今回のCSEプログラムの失敗は（導入の決定はSEC自身によるものの）、事業者が独自算出・報告した自己資本比率の適正性などの評価の必要性にあり、SECはこの新たな監視分野に対応出来なかったことが背景にあると言えよう。この教訓は、米国金融規制改革案の中心である規制当局の監督範囲の拡大を考えるうえで、当局のSupervise問題が生じる可能性があることを示している。

2. メイドフ事件にみるSECの内部問題：OIGによる調査報告

NASDAQの会長を務めたこともあるバーナード・メイドフによる巨額（米検察によれば総額\$64.8bio）投資詐欺事件（ポンジー・スキーム）が2008年に発覚した。メイドフのファンドや運用手法に関する訴えや告発は1992年から多数寄せられており、中にはポンジー・スキームの証明として考慮すべき6つの訴えが含まれていた。SECは、2つのInvestigationと3つのExaminationを行ったにも係わらず、結果としてメイドフおよび関係者の摘発は2008年12月まで行われなかった。

このメイドフ事件へのSECの対応に対して、当初はSEC組織内部での不正も疑われるなど、SECの信頼失墜に繋がったことから、Office of Inspector General (OIG)による内部調査が実施された。OIG調査の結果は、“Investigation of Failure of the SEC to Uncover Bernard Madoff’s Ponzi Scheme: Public Version” (2009

年8月)における結果、ならびに調書である536組のExhibit(同11月)として公開されている。

OIG調査は結論として、SEC内部の不正行為を否定しているものの、少なくとも6つの訴えは明白なポンジー・スキームの証拠となり得たと指摘し、SECのエンフォースメントが失敗した原因として、①SECの検査スタッフの経験不足、②スタッフの教育が不十分、③SECセクター間の協力体制の欠如、等の問題点がSEC組織内部にあることを示している。

例えば当該報告書における象徴的なケースとして、Harry Markopolosによる複数の告発に対するSECのBoston District Officeによる対応を挙げると、①2000年5月に提出された8ページから構成される告発文(あり得ないリターンと、外部からの監査の欠如の指摘)に応じたMarkopolosへのヒアリングの際に、Markopolosが示した情報を当時の担当官が理解することが出来ず、結果として問題として取り扱わなかった、②2001年3月(2度目の告発、より詳細なデータを用いた解説)の際には、Boston District Officeがポンジー・スキームの可能性があるため問題として取り上げるも、上位組織であるNorth West Regional OfficeはメドフがSECにアドバイザー登録をしていないことを理由に検査をしなかった旨が記されている(SECはポンジー・スキーム等の不正行為に関して、アドバイザー登録に関係なく摘発する権限および義務がある。ファンド・アドバイザー登録に関しては上記参照)。その他、検査の際にメドフ自身から提出されたデータをそのまま信用し、最低限の事実確認も行わなかったなど、基本事項での信じがたい不手際が複数見つかっている。

更なる詳細はOIG報告書を照覧いただきたいが、OIG報告書はSECのエンフォースメント能力に関して疑問を呈している。少なくとも近年の金融市場の拡大や金融商品・サービスの多様化・複雑化に対して、SECの対応は明らかに後手に回っていたと言えよう。特に、SECのスタッフ養成には、かねてから回転ドア(Revolving-Door)問題などが指摘されており、このような問題は、SECのみに固有の問題ではなく、規制当局全体の問題である可能性も否定出来ない¹⁸⁾。メドフ事件のケースは限定的なケースであり、SECの財政上の制約が原因の1つであったことは否めないものの、米国金融規制改革案が機能する為の必要条件として、規制当局の能力が少なくとも市場参加者と同等以上求められることを考えると、その危険性に対して考慮すべき可能性を提示しているように思われる。

最後に、メドフ事件の教訓に対応して、SECは7つの項目からなる“Post-Madoff Reform”を2009年6月29日に公表している¹⁹⁾。また、上述した金融改革法案である“The Investor Protection Act of 2009”では、従来はブローカー・ディーラーと投資アドバイザーで分かれていたSECのエンフォースメント体制を、投資者に対するアドバイス提供者の観点から統一する組織編成や、SECの予算を5年間で亘り倍増する項目が盛り込まれている²⁰⁾。

V. まとめにかえて：市場の失敗と政府の失敗

市場における資源分配の機能は、我々が知る限りにおいては最善である。しかしながら、市場は決して「完全」ではなく、我々は絶えず市

場が失敗する可能性に注意を払わなければならない。市場の失敗に対処できるのは政府に他ならず、その意味において、市場を補完する政府機能の充実が予備的とも呼べる動機によって支えられていると言えよう。

サブプライム・ローンに関連した証券化商品が引き起こした問題、それに繋がるいわゆるリーマン・ショックが引き起こした短期金融市場における資金枯渇と急速な信用収縮の発生は、典型的な市場の失敗例として記録されるであろう。この意味で、現在進行している政府機能の見直しと充実が金融危機再発の予防策として合理的に見える。しかしながら、問題を複雑とするのは、市場と同様に「政府の失敗」も常に考慮すべきという点である。上述したSECの例の他に、例えば、McDonald&Robinson [2009] が生々しく叙述するように、サブプライム・ローンが無秩序に拡大した背景の1つには、1977年に成立した地域再投資法 (The Community Reinvestment Act of 1977, CRA) の改正と政府による運用があったと指摘する声も大きい。FRBは公式にこのような可能性を否定しているものの²¹⁾、2000年3月に米財務省が公開した報告書“The Community Reinvestment Act after Financial Modernization: a Baseline Report”では、CRAの改正後に、マイノリティ向け融資が増加していることが報告されている。過度な市場依存から、過度な政府依存となった場合に、我々は新たな問題に直面することになるであろうことを認識すべきである。

本稿で述べたように、現在米国で検討されている金融規制改革案は、基本的に規制当局である連邦政府機関の権限強化であり、リスクの管理を市場(民間)から政府に委譲させることに

他ならない。今回の改革案に金融サービス業の行為を直接的に制約する規制の明言は少ないものの、規制当局の運用次第では、相当の抑制をもたらす可能性も否定できない。経済において金融はあくまでも補助的役割を負うべきであり、この点は今回のパニックが明確に示している。しかしながら、金融の発達が経済全体の活性化をもたらす効果もあることを忘れてはならない。

本来は市場における優れた資源配分の機能を尊重し、市場機能の健全性確保に関する分析を基礎とした議論が行われるべきであろう。しかしながら国際的な世論をも背景として、米国で現在進行中の金融規制改革案の中心的命題は金融危機の再発防止にあり、金融危機以前の市場機能への偏重を是正するに留まらず、過度な政府機能への依存をもたらそうとしている。本稿は最後に、このような試みが将来的に新たな問題を引き起こす可能性があることを指摘する。市場機能と政府機能の最適なバランスに関する検討については、今後の課題としたい。

注

- 1) 2004年8月にSECから公開された“SEC Strategic Plan for 2004-2009”では、予防型行政とリスク・ベース・アプローチの考え方が新たに明記された。2009年10月に公開された“SEC Strategic Plan for 2010-2015”(ドラフト)では、2004-2009版と同様に予防型行政の推進等を明記しているものの、2004-2009年版では見られなかった将来の金融市場の動向や新たな金融商品・サービスに対する“impossible predict”の文言が含まれている。これは、規制当局自らがその限界を認識していると捉えることが出来る。
- 2) 米財務省による当該報告書の検討は、2007年3月にワシントンで開催された「資本市場の競争力に関するコンファレンス」が契機となっている。合わせて、2008年3月31日のポールソン長官の会見も参照されたい。(http://www.treas.gov/press/releases/hp897.htm)
- 3) サブプライム・ローン問題との関係は小立 [2008] が詳しい。
- 4) 競争力と規制の関係は若園 [2008] および若園 [2009] を参照されたい。

- 5) New Foundation における国際競争力に関する記述は、41頁に記載された保険業の規制・監督の国際協調に関する一文のみである。
- 6) 例えばファンド・アドバイザー登録に関する法案は本稿で取り上げた法案を含め合計で4本の法案が下院委員会に提出されているなど、同一の分野に複数の法案が提出されている。本稿では、下院金融サービス委員会での議論の進展具合と政府提案とを考慮して、最も中心的であると思われる法案を取り上げる。
- 7) 当時の CFTC チェアー・パーソンであったブルックスリー・ボーンが1998年10月1日に下院の銀行・金融サービス委員会で行った議会証言、および、当時のFRB議長であったアラン・グリーンズパンが2000年2月10日上院の農業・栄養・林業委員会で行った議会証言などを参照されたい。
- 8) 下院金融サービス委員会における合意内容等は関 [2009] が詳しい。また、2009年11月3日に委員会バーニー・フランク委員長がSECとCFTCの各委員長にあてたレターでは、①清算の対象とならないスワップ取引が規定された、②エンド・ユーザーの取引に関する除外規定が盛り込まれた等が当該法案にとって問題であると指摘している。
- 9) この他、投資者保護への配慮が強まっている背景には、2008年のバーナード・メイドフ事件の影響もあろう。
- 10) Plain Vanilla Product に関しては下記を参照されたい。(http://www.financialstability.gov/docs/regulatoryreform/strengthening_consumer_protection.pdf)
- 11) 例えば、第111回連邦議会には、FRBの権限強化への牽制としてFRBの金融政策をGAOの監査する内容を含んだ法案(Federal Reserve Transparency Act of 2009: H.R.1207)が下院金融サービス委員会に提出されている。同法案の内容の多くは“Financial Stability Improvement Act of 2009”に含まれており、現在の“The Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009”(H.R. 4173)へ移行されている。
- 12) 中央銀行の独立性とその効果に関しては、斉藤・須藤 [2009] 第6章を参照されたい。
- 13) 例えば、関 [2009C] が指摘するように、証券化商品のオリジネーターが最低5%のエクスポージャーを保有する考えも、必ずしも行為の抑制に繋がる訳ではない。
- 14) 2009年10月16日にSECおよびCFTCの規制の調和を目指して公表された“A Joint Report of the SEC and the CFTC on Harmonization of Regulation”(議会提出報告書)は、両機関での教育プログラムの共有と人材交流などの基礎的項目の列挙に過ぎない。
- 15) CSEプログラムの問題に関しては、若園 [2008] も参照されたい。
- 16) 2008年9月23日に当時のSEC委員長であったクリストファー・コックスが行った議会公聴会での発言内容やGAO [2009B] 等を参照されたい。
- 17) “SEC’s Oversight of Bear Stearns and Related Entities: The Consolidated Supervised Entity Program”(Report No. 446-A)と“SEC’s Oversight of Bear Stearns and Related Entities: Broker-Dealer Risk

Assessment Program”(Report No. 446-B)。ともに2008年9月25日に公開。

- 18) 回転ドア問題とは、SECスタッフの一般的な経歴はロー・スクールを経てSECに入り、数年の経験を経てロー・ファームへ高給で転職する、または、上位役職者のほとんどはウォール・ストリートへ転職することから、SECでの職はキャリア・アップの手段に過ぎないという指摘である。
- 19) 詳しくは、<http://www.sec.gov/spotlight/secpost-madoffreforms.htm> を参照。
- 20) 英国の規制機関であるFSAは、“Supervisory Enhancement Programme”の更なる推進を表明しており(2009年3月)、SECよりもスタッフ能力向上に具体的に取り組んでいると言える。FSAのBusiness Plan 2009/10では、改訂版“Supervisory Enhancement Programme”に対して£13.6mioの追加予算を計上している。
- 21) 例えば、FRBのクロズナー理事が2008年12月3日に行った講演など。
(<http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/kroszner20081203a.htm>)

引用文献

- 小立 敬 [2008] 「サブプライム問題と米国の金融規制構造改革の行方」『証券アナリストジャーナル』第46巻、日本証券アナリスト協会、第11・12号、pp.15-25
- 小立 敬 [2009] 「オバマ政権が提示した米国の金融制度改革案」『資本市場クォーターリー』夏号、野村資本市場研究所、pp. 1-14
- 斉藤 美彦・須藤 時仁 [2009] 『国債累積時代の金融政策』日本経済評論社
- 関 雄太 [2009A] 「CDSとOTCデリバティブを巡る米国の規制改革・市場改革の進展」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、秋号、pp.65-75
- 関 雄太 [2009B] 「消費者金融保護庁(CFPA)構想を巡る米国連邦議会公聴会の議論」『資本市場クォーターリー』野村資本市場研究所、秋号
(<http://www.nicmr.com/nicmr/report/repo/2009/2009aut02web.pdf>)
- 関 雄太 [2009C] 「凍結状態続く米国・証券化商品市場再生へカギ握る規制強化策の全容」『金

- 融ビジネス』東洋経済新報社, Autumn, pp. 68-71
- 若園 智明 [2008] 「証券規制について考える：SECの空売り規制と正味自己資本規制が示唆するもの」『証券レビュー』第48巻, 日本証券経済研究所, 第11号, pp.93-109
- 若園 智明 [2009] 「欧米における金融規制改革の動向と限界」『証券レビュー』第49巻, 日本証券経済研究所, 第10号, pp.40-97
- Coffee, John and Hilary Sale [2008] "Redesigning the SEC: Does the Treasury Have a Better Idea?," *The Columbia Law and Economics Working Paper*, No.342.
- GAO [2004] "Financial Regulation: Industry Changes Prompt Need to Reconsider U.S. Regulatory Structure," GAO-05-61.
- GAO [2007] "Financial Market Regulation: Agencies Engaged in Consolidated Supervision can Strengthen Performance Measurement and Collaboration," GAO-07-154.
- GAO [2009A] "Systemic Risk: Regulatory Oversight and Recent Initiatives to Address Risks Posed by Credit Default Swaps," GAO-09-397T.
- GAO [2009B] "Review of Regulators' Oversight of Risk Management Systems at a Limited Number of Large, Complex Financial Institutions," GAO-09-499T.
- GAO [2009C] "Hedge Funds: Overview of Regulatory Oversight, Counterparty Risks, and Investment Challenges," GAO-09-677T.
- IOSCO [2009] "Hedge Funds Oversight: Final Report," June.
- Lo, A [2008] "Hedge Funds, Systemic Risk, and the Financial Crisis of 2007-2008," *the U.S. House of Representatives Committee on Oversight and Government Reform*, November 13.
- McDonald, Larry and Patrick Robinson [2009], *A Colossal Failure of Common Sense: The Inside Story of the Collapse of Lehman Brothers*, Ebury Press, 峯村利哉訳『金融大狂乱：リーマン・ブラザーズはなぜ暴走したのか』徳間書店.
- Nadauld, Taylor and Shane Sherlund [2009] "The Role of the Securitization Process in the Expansion of Subprime Credit," *Finance and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs*, Federal Reserve Board, Washington, D.C..
- Wilmarth, Arthur, Jr. [2009] "The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis," *Connecticut Law review*, Vol. 41, No. 4, pp.963-1050.

(当研究所主任研究員)