

# David Skeel, *The New Financial Deal; Understanding the Dodd-Frank Act and Its (Unintended) Consequences*, 2011

佐賀 卓雄

## 1

サブプライム問題を発端として世界的な規模で深刻化していった金融システム危機は、JPモルガン・チェースによるベアー・スターンズの救済買収、リーマン・ブラザーズの破綻、バンク・オブ・アメリカによるメリルリンチの救済買収、ゴールドマン・サックスおよびモルガン・スタンレーの銀行持株会社への組織変更によって、大手独立系投資銀行はすべて姿を消すというアメリカ史上例を見ない激震となって世界中を震撼させた。他方で、生き残ったJPモルガン・チェース、バンカメヤウエールズ・ファーストなどの大手銀行持株会社への資本の集中が進み、金融寡占が一層強まった。

政府およびFRBによる懸命の救済策により、金融システムが小康状態を取り戻すと、危機の再発防止に向けた金融規制改革の取り組みが本格化した。既に、ベアー・スターンズの救済に取り組んでいた最中の2008年3月31日に、財務省は『金融規制構造の現代化に向けたブループリント』(*Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*)を公表し、短期、中期、そして長期に区分した上で、それぞ

れについて規制改革の目標を提示した。次いで、2009年3月にはロンドンで開催されるG-20の直前に『改革の道筋への規範』(*Rules for the Regulatory Road*)をまとめ、焦点となる4つの主要分野を提示した。それらは、システムミック・リスクの特定、消費者および投資家の保護、規制構造の落差の解消、そして国際的調整の推進であり、ドッド=フランク(以下、DFと略)法の基本的な枠組みを構成するものであった。さらに、同年6月には、それらを詳細に展開した『金融規制改革—新しい基礎—』(*Financial Regulatory Reform; A New Foundation*, 以下、「ホワイト・ペーパー」と略)をまとめ、改革案の全体像が提示された。

財務省による改革案を受けて、2009年12月2日に下院では金融サービス委員会のバーニー・フランク(Barny Frank)委員長、上院では12月11日に銀行・住宅・都市問題委員会のクリストファー・ドッド(Christopher J.Dodd)委員長によってそれぞれ独自の金融規制改革法案が上程され、修正が加えられながら上下両院を通過したのち、両院協議会を経て、2010年7月21日にドッド-フランク・ウォール街改革および消費者保護法(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act of

2010) が成立した。同法の目的は、「金融システムにおける説明責任と透明性を改善することによりアメリカの金融の安定性を促進すること、『ツウー・ビッグ・トゥー・フェイル』を終焉させること、金融機関の救済を終わらせることによって納税者を保護すること、金融サービスについての濫用的な慣行から消費者を守ることなど」とされる。

DF 法は全体で848ページであるが、サーベンス・オクスレー法が66ページ、グラス・ステイガール法が37ページであることと比較するとその膨大さが分かる。そのため、その全体像の把握は容易ではなく、ようやく徐々に本格的な分析が行われ始めている段階である。

本書は比較的早い段階で DF 法を批判的に分析したものであり、金融規制改革の内容と問題点、および残された課題について、多くの示唆に富む論点を提示している。著者のデビッド・スキルは、テンブル大学准教授を経て、1999年より現在までペンシルベニア大学ロースクール教授であり、会社法および破産法の専門家として多くの論文を執筆している。

## 2

本書の目次は次の通りである。

はじめに

主要登場人物

第1章 アメリカの規制における協調主義的転換 (Corporatist Turn)

第I部 金融危機の再検討

第2章 リーマンの神話

第II部 2010年の金融改革

第3章 ガイトナー、ドッド、フランク、そして立法の坩堝

第4章 デリバティブ改革：クリアリングハウスと単純なデリバティブ

第5章 銀行業の改革：解体は困難

第6章 どんな金利でも危険

第7章 FDIC と銀行業 (破綻処理権限 I)

第8章 救済、破産、あるいはより良い方法 (破綻処理権限 II)

第III部 将来

第9章 主要な改革と新しい金融秩序

第10章 国際的な解決 ?

結論

全体はⅢ部から構成され、第Ⅰ部は金融規制改革の背景となった金融システム危機についての分析、第Ⅱ部は DF 法の主要内容の分析、そして第Ⅲ部は金融規制の将来像と国際的調整についての展望である。

ただし、著者の立場を理解する上で第Ⅰ章は極めて重要な意味を持つと思われるので、最初にその紹介から始めよう。

既に紹介した DF 法の原型となった財務省のホワイト・ペーパーは2009年の夏から秋にかけて左右両陣営からの批判に曝されることになる。この時期、保守派の運動として次第に注目され始めていたティー・パーティー運動は、財務省の改革案に対して2008年の大手金融機関の救済を制度化するものであり、国民皆保険制度を目指すオバマ大統領の医療制度改革と並んで「大きな政府」への志向性を示すものとして攻撃の矛先を向けた。他方、改革派は、救済と改革案は政府がウォール街に迎合するものとして批判した。

これら左右両陣営からの批判に対して、政府は法案が前年の大手金融機関の救済を永続化させるものではなく、規制当局に破綻状態にある「システム上重要な金融機関」(systemically

important financial institutions, SIFI) を解体する権限を与えることによって救済を断つことになる」と弁明した。

しかし、2009年1月に状況が急変する。伝統的に民主党が強い支持基盤を保持していたマサチューセッツ州の上院議員の議席をめぐる補欠選挙で、前評判を覆して共和党のスコット・ブラウンが勝利したために、政府はポピュリスト的対応を余儀なくされることになる。つまり、政府による銀行救済にもかかわらず高額の経営者報酬を支払っていた大手銀行が国民の怨嗟的になっていたのに対して、ブラウンの勝利の2日後に、唐突に銀行の自己勘定取引を制限するボルカー・ルールが法案に付け加えられたのである。

さらに、4月19日に、SECがモーゲッジ担保証券に関連する詐欺の疑いでゴールドマン・サックスを提訴した。これをきっかけに、世論は改革案支持に決定的にシフトすることになった (pp. 3-4)。

こうして紆余曲折を経て成立したDF法は首尾一貫しない乱雑さが特徴であるという批判があるが、非常に明確な二つの目標を掲げていると著者はいう。一つは金融システムのリスクを制限することを目的にした、現代金融の特徴であるシャドー・バンキング・システムの規制であり、もう一つは大手金融機関の破綻によって引き起こされる損害を制限することである。

DF法は革新的な金融手段と金融機関に対して新たに構想された規制構造を対置することによって最初の課題に答えようとする。ここで問題になる金融手段とはデリバティブであるが、これらを取引所で取引させ、クリアリングハウス (CH) で清算することを義務づけることによってリスクをコントロールするというのが

DF法の戦略である。金融機関の規制については、もし破綻すればシステム的な問題を引き起こす可能性の強い金融機関を選別しそれらに対する規制を強化することである。具体的には、500億ドル以上の資産額を保有する銀行持株会社と、新たに創設される金融安定監督カウンスル (Financial Stability Oversight Council, FSOC) がシステム上重要とみなした投資銀行や保険会社のようなノンバンク金融機関に対して破綻の危険性を避けるためにより大きい資本バッファの準備を義務づけている。

DF法は第二の目標の達成に向けて新たな破綻処理の枠組みを導入している。規制当局はSIFIが破綻あるいは破綻の危機にあると判断すれば、ワシントンの連邦裁判所に破産の請願を行い、管財人 (receiver) として連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) を指名する。この破綻処理スキームは基本的にFDICが破綻した商業銀行の処理にあたって採用してきたものである (pp. 4-6)。

DF法は、経営者報酬についての株主投票の導入などの企業ガバナンスの改革、信用格付制度の改革、そしてヘッジ・ファンドの登録など、上記の二つの目標に関連した改革も規定している。しかし、これらはDF法の中心をなすものではなく、デリバティブ取引、SIFIの規制、破綻処理手続き、そして消費者・投資家保護の強化を目的にした消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB) の創設がその中心である (pp. 7-8)。

著者はこのようにDF法を部分的には肯定的に評価しつつも、その基本的なスタンスについては否定的である。その理由として、著者は「DF法の二つの目標は正しい。問題はそれら

をどのように達成するかである」として、DF法の膨大な文章の中から二つの主題が繰り返し明確な形で現れてくることを指摘している。それは、(1)政府と大手金融機関の協力関係(partnership)、(2)危機への予見可能なルール・ベースに基づかない場当たりの介入、である。これらはいずれもアメリカの金融を危険な方向に歪めることになりかねないと警告する(p. 8)。

まず、第一の点についていえば、ニューディール期の規制とは異なり、DF法には巨大銀行を分割するという真剣な努力はみられない。マサチューセッツ工科大学(MIT)教授のサイモン・ジョンソンやノーベル経済学賞を受賞したジョセフ・スティグリッツはこれらの巨大銀行は効果的に規制するには大きすぎるため分割が不可欠だと主張している(このうち、ジョンソンの主張については、Johnson, S and James K, [2010], *13 Bankers: Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*; 村井章子訳 [2011], 『国家対巨大銀行』ダイヤモンド社、を参照されたい—評者)。

このような主張をニューディール期の改革派のイデオログであったルイス・ブランダイスに因んでブランダイス主義(Brandeisian)(あるいは、ジェファーソン主義(Jeffersonian)とも呼んでいる(p. 77))と呼べば、銀行に対して業務制限を課するボルカー・ルールがそのような指向性を示す規定である。しかし、この規定はDF法に最初から盛り込まれていた訳ではなく、補欠選挙での敗北を受けていわばポピュリスト的な対応として導入されたものであった。

第二の点は、ヨーロッパ諸国の金融規制にみられる特徴である協調主義(Corporatism)で

ある。DF法はある金融機関がシステム上重要であるかどうかを事前に特定することさえ求めている。要するに、規制当局が金融機関が破綻状態にあり、その破綻が金融システムの安定性に深刻な影響を及ぼすと判定すれば、当該金融機関は連邦預金保険公社(FDIC)の監視下に置かれ、その判断で債権者への対応などが決定される。DF法の協調主義的傾向は財務省および財務長官に並はずれた権限を付与していることでも明らかである。財務長官は直接、大統領に責任を負っているため、独立性が希薄で、最も政治色が強い金融規制担当者である。その財務長官がFSOCやその他の金融規制分野について責任を持たされ、さらには財務省の中に金融調査局(the Office of Financial Research)が新設され、財務省の情報優位性が一層強まることになった(pp. 9-12)。

2008年の大手金融機関の救済スキームは、財務長官(当時)のヘンリー・ポールソン、ニューヨーク連邦準備銀行総裁(当時)のティモシー・ガイトナー、そしてFRB議長のベン・バーナンキの3者によって創られた。このうち、規制当局トップと大手銀行首脳との間の交渉によって、場当たりの救済と金融政策に最も深くコミットしていたのはガイトナーである。オバマ大統領が彼を財務長官に任命したことによって、2008年の救済スキームは正当化されることになったという(pp. 13-4)。

最近、銀行規制についての論評で評価の高いアメリカン・エンタープライズ・インスティテュート(AEI)のワリソン(Peter J. Wallison)はDF法を酷評し、生涯で「最悪の金融立法の例」(worst piece of financial legislation)というメールを著者に送ってきた。しかし、著者はそこまで悲観的ではないという。

その理由は、確かに DF 法は全体としては困惑させられるものであるが、いくつかの規定は間違いなく規制上の展望を切り開くものだからという。デリバティブ取引の取引所上場とクリアリングについての新たな枠組みはその透明性を高め、金融システム全体へのリスクの波及を防止する効果を持つであろう。また、クレジットとモーゲージ取引の監視を任務とする消費者金融保護局の創設は消費者の保護を強化する効果を期待できよう (pp.14-5)。

以上が第1章の概略であるが、DF 法についての本書の立場を極めて簡潔かつ明確に述べている。

### 3

第一部は DF 法制定の背景となった金融システム危機の分析である。第2章では、リーマン・ブラザーズの破綻が金融危機への引き金を引いたとする通説 (conventional wisdom) に対して、いくつかの市場指標を示しながら反論する。

S&P500, 変動性 (VIX), TED スプレッド, 財務省短期債券の利回りの動き (Table 2.1) をみれば、市場はリーマンの破綻と AIG の救済を区別せずに苦境それ自体の意味に焦点を当てていたことが明らかである (pp.23-4)。より長い時間軸でみても、LIBOR-OIS スプレッドおよび S&P500 のいずれも TARP (不良資産買取プログラム) の発表 (9月19日) をきっかけに拡大および急落しており、大きなストレスがかかっていたことが分かる (Figure 2.1 および Figure 2.2, pp.25-6)。

また、通説の問題点はリーマンが破綻した時の状況を無視していることである。その6ヶ月

前のベアラーの救済は、政府が破綻しかかっていたかなる非銀行金融機関も救済するという強いシグナルをマーケットに送ることになったのであり、このことはリーマンの破綻1週間前 (9月8日) までその CDS スプレッドが安定的に推移 (Figure 2.3) していたことにも示されている (pp.26-9)。したがって、もしベアラー・スターンズが2008年初めに救済されていなければ、その破綻とリーマンのそれとの間の6ヶ月間は非常に異なった様相を呈していただろう (p.20)。しかし、リーマンの破綻が金融危機の引き金を引いたとする通説が広く流布したために、その後の金融規制改革も個別金融機関の破綻処理に重点が置かれることになった。

さらに、政府の場当たり的な救済は元々は金融機関の不良債権の買取りに充当する予定であった TARP 資金を拡大解釈によって自動車会社のクライスラーと GM の救済にも流用したことによって決定的になった。したがって、DF 法の破綻処理スキームは、規制当局に大幅な裁量の余地を認め、処理のプロセスを主導することができるものになったのである (pp.39-40)。

第二部は DF 法の主要内容の分析であるが、著者が評価しているのは、デリバティブ、銀行の業務規制、消費者金融保護である。それとは逆に、著者の専門でもある破綻処理スキームについては詳細に問題点を指摘している。

まず第3章では、DF 法の枠組みの構築に大きな影響を及ぼした財務長官のガイトナーと国家経済会議 (National Economic Council) 委員長のローレンス・サマーズの志向性と、DF 法へのブランダイス主義的な要素の挿入の経過について分析している。彼らはクリントン政権でそれぞれ財務長官と国際担当財務次官に就任

し、ガイトナーは1994年から95年にかけてのメキシコ通貨危機および1998年のロング・ターム・キャピタル・マネジメント (LTCM) の破綻処理に関わった。ガイトナーはこれらの経験から巨大金融機関あるいは国家が危機に瀕した時には救済こそが最良の対応であることを学んだのである。彼はベアーと AIG の救済についてその急先鋒であったことから、ニューヨーク・タイムズ紙は大手銀行との親密な関係と「救済王」(“bailout king”)としての彼の評判を痛烈に皮肉った (p.45)。

オバマ大統領はリンカーンやルーズベルト大統領に倣い、他の分野では異なる意見を持つグループを招集したが、競争を促進するために巨大金融機関の規模の縮小を主張する有力者を側近にすることはなかった。

当初の財務省の改革案において最も整備されていたのは破綻処理スキームであった。そこでは、SIFI が苦境に陥った時に介入する権限と、FDIC に再建あるいは清算する役割を与える権限を財務省に与えることが規定されていた。この結果、FDIC が問題を抱えている銀行に対して持つ包括的で比類ない権限を銀行持株会社や他の金融機関に対しても拡大することになったのである。かくして、ベアー、リーマン、そして AIG への介入の際に、彼自身と前財務長官ヘンリー・ポールソンが欲していた権限のすべてを手に入れることになったのである (p.49)。

第4章はデリバティブの改革についてである。現代金融にはデリバティブ、ストラクチャード・ファイナンス、そしてレポ取引という3つの金融イノベーションの要素がある。これらは金融危機の原因ではないが、DF法はこのうちのデリバティブに大きな関心を向ける一

方では、レポ市場をほとんど無視している (p.61)。

紙数の関係で、DF法のデリバティブ取引規制の詳細については拙稿(「ドッド=フランク(DF)法とOTCデリバティブ取引規制」、『本誌』第75号、2011年9月)を参照してもらうことにして、以下では著者が指摘する問題点と今後の課題について紹介する。

まずデリバティブ取引規制の経緯については、2000年の商品先物現代化法(Commodity Futures Modernization Act)の成立の際に、当時のCFTC委員長であったブルックスリー・ボーン(Brooksley Born)がOTCデリバティブ取引に対する規制の必要性を訴えたが、経済・金融政策の中枢にいたアラン・グリーンズパン、ローレンス・サマーズなどの市場機能重視派の猛烈な反対によって、同法はそれを規制の適用除外にした。その後、CDSが急増し、リーマンの破綻の際には、その清算にともなう混乱が危惧され、規制の必要性が広く認識されるようになった。

DF法のデリバティブ取引規制の核心は、透明性を高めるためにできる限り取引所への上場を促進すること、リスク管理の面からエクスポジヤを把握できるようにクリアリングハウス(CH)での清算を促進することである。この規制の枠組みの基本的な問題点は、これらをどのように達成するかについて有効な手立てがないことである (p.62)。

まず、デリバティブ取引の取引所上場の促進についてである。ここでの最大の障害は、OTCデリバティブは標準化されておらず個別の契約ベースで取引条件が決まるため、デイトラー・バンクの大きな収益源になっていることである。このため、取引所上場によって取引条

件を標準化し透明性を向上させることは、取引からの収益を抑制することになるため、彼らは消極的である (p.66, p.69)。

次に、CH への清算の集中についてである。これによって、相対取引に CH が介在し、カウンターパーティ・リスクを肩代わりするため、取引当事者の清算についての信頼感が高まる効果が期待できる。しかし、今度は CH 自体が巨大なシステミック・リスクの源泉になる。これは清算が単一の CH に集中する場合に典型的に現れる。もちろん、これに対しては DF 法はすべての CH が最大手の参加者が破綻しても最低1年間は事業を継続するのに十分な準備金を用意することを義務づけている。しかし、2008年のパニックの時のように、複数の大手参加者が同時に支払い不能になった時にもこれで十分であるかどうかは疑問である。さらに、CFTC (株式関連スワップについては SEC) が CH を監視する権限を与えられているが、FRB ほどの経験はない。また、CH が複数の場合には、CH 間で「底辺に向けての競争」(a race to the bottom) が起き監視コストが大きくなるのに加え、CH 間のネットイングが必要なためリスク管理の重要なツールが十分には利用できなくなる。そこで、著者は単一の CH の方が相対的には望ましいと結論する (p.71-3)。

著者は DF 法のデリバティブ改革を高く評価しながらも、今後の課題も大きいという。一つは CH の「ツアー・ビッグ・トゥー・フェイル」問題である。もう一つは、アメリカ単独での規制の強化による取引の海外流出である。これらの問題は結局のところ SEC と CFTC の監視能力次第であるとする (p.75)。

第5章は銀行業の改革についてである。端的に言って、銀行業に関連する改革の判定基準

(acid test) はそれがシティグループの将来にとってどういう意味を持つかであり、著者が話した議会のスタッフの共通認識であった (p.77)。

既に第3章で指摘したように、巨大金融機関のリスクを管理するには、政府と支配的な金融機関との間の協力関係に頼るか (協調主義)、競争を促進するために支配的な金融機関を分割するか (ブランダイス主義あるいはジェファースン主義) の2つの戦略がある。DF 法は素朴に前者の協調主義に立脚している。政府と議会は巨大金融機関を選別し、それらをより厳しい資本要件に従わせようとしている。このアプローチは、ニューディールの改革以来、75年ぶりに勝利したことになる。確かに、ブランダイス主義的な批判に対していくつかの譲歩を余儀なくされてはいるが、それすら政府と巨大金融機関の協力関係を強化する結果になっている (p.78)。

銀行規制の骨子は、(1)主たる規制機関は FRB と FSOC、(2)特別の監視下に置かれるのは(a)資産額500億ドル以上の銀行持株会社、(b)財務省と FSOC の3分の2が指定したシステムの重要なノンバンク、(3)それらの金融機関に対する FRB によるより厳しい資本規制、(4)ボルカー・ルール (a)銀行の自己勘定取引の禁止、(b)ヘッジ・ファンドと PE ファンドへの上限3%までの投資制限、である (p.78)。

ボルカー・ルールはブランダイス主義に対する譲歩の最たるものであるが、「DF 法全体としては議論の中で繰り返されるテーマは協調主義である。政府と巨大金融機関の協調関係—政府がシステムの重要な金融機関を通して政策を伝達する協力関係—は新しい金融秩序の決定的な特徴である」(p.79)。また、これらの巨

大金融機関を「アメリカの金融のゲートキーパーとしての地位を固める」(p.155)ものと評価する。

DF法の最も劇的な規制上の革新は、各規制機関の長で構成されるFSOCの創設である。FSOCの使命はシステミック・リスクを特定し、適切な監視によりその発現を予防することである。この基本的な手順は、特別な監視下に置かれる金融機関の特定、そしてこれらの金融機関が引き起こすリスクをどのように監視するかという、2段階に分かれる。銀行持株会社については最初の段階は自明であるが、問題はノンバンクである。FSOCの3分の2以上のメンバーの同意によりSIFIに認定されれば、市場で特別な存在とみなされ低利での借り入れが可能になるなど、競争上、極めて優位に立つことになる。

その結果、ワリソンが指摘するように、この措置は「新たに多数のファニメイとフレディマックを創設することになり」、「積極的な中小の金融機関は政府の支持を得た金融機関に打ち勝つ機会を失い、競争を抑制する結果となろう」(pp.80-1)。もっとも、この点については、政府はこれらのSIFIはより厳しい資本規制を課せられるので、必ずしも競争上優位には立たないと反論している。

しかし、この反論には二つの限界がある。より厳しい資本規制というのは、SIFIの破綻とそれにとまなう崩壊を防ぐ最良の方法という点で学会の主流になっている。たとえば、DF法が成立する数日前に15人の著名な経済学者が取りまとめた『スクワム・レーク・レポート』(*The Squam Lake Report*)は、大銀行は潜在的なシステムの問題が大きいのでより厳しい資本規制が課せられるべきであると結論してい

る。しかし、第1に、銀行のバランス・シートの複雑さを考えると、効果的に資本規制を行うことは非常に困難なことである。第2に、DF法はFRBがSIFIに対してより厳しい資本規制を課すに当たって極めて限定的な指示しか示していないことである。したがって、FRBは資産と負債の特性やオフバランス・シートのエクスポジヤの程度などに基づく資本規制について自ら最良の判断を下すことを迫られているのである(p.82-3)。

ところで、新たに巨大ノンバンクをSIFIとして認定し厳しい資本規制の対象にするということは、見方を変えればFRBとFSOCを巻き込んだ「新たなトゥー・ビッグ・トゥー・フェイルのクラブ」を作ることを意味する。

ブランダイス主義に対する譲歩として導入されたボルカー・ルールを評価する上で、その最も強力なサイモン・ジョンソンの主張が参考になる。ジョンソンは1990年代中頃と比較して、金融危機を生き延びたバンカメヤJPモルガン・チェースはこの間、破綻に瀕した金融機関を吸収することによってその資産額が急増していることを明らかにする。その上で、2009年の資産額で商業銀行はGDPの4%、投資銀行は2%以上に巨大化することを禁止すべきであると主張している。これは商業銀行は5,700億ドル、投資銀行は2,850億ドルの資産額を上限とすることを意味する。現実にはバンカメはメリルリンチの買収によって2.3兆ドル、JPモルガン・チェースもベアー・スターンズとワシントン・ミューチュアルの買収により2.0兆ドルにまで資産額が増加している。そこで、ジョンソンはこれらの巨大銀行の分割を提案している。

イングランド銀行総裁のマービン・キングも同様の主張を行っている(pp.85-6)。

DF法はボルカー・ルール以外にもブランドアイズ主義に譲歩した点がある。一つは商業銀行のスワップ取引を制限したリンカーン修正条項である。もう一つは、金融機関が買収によって金融サービス業全体の負債の10%以上を占める場合は、その買収は認められないという規定（コリンズ修正条項）である（pp.89-90）。

しかし、これらの規定にも関わらず、大きな権限を認められた財務省と巨大金融機関の協調体制は強化されることになろう（pp.94-5）。

第6章は消費者金融保護庁（CFPB）についてである。DF法で創設されることになったCFPBは紆余曲折の末に認められた組織であり、「新しい立法の最も意外な特徴」（the most unlikely feature of the new legislation）（p.97）といわれるほど異質性が際立っている。元々は、2009年6月に公表された財務省のホワイト・ペーパーの中で設置の提案がなされたが、この時から最も意外であるといわれた。これはハーバード大学教授でありTARP監視委員会委員長であったエリザベス・ワレン（Elizabeth Warren）が提案したものであったが、彼女の立場はラルフ・ネーダー（Ralph Nader）の「キャンペーンGM」の際の標語ともなった『どんなスピードでも危険』（*Unsafe at Any Speed*, 1965）という著書をもじった「どんな金利でも危険」（“Unsafe at Any Rate” *Democracy*, Sep.2007）という彼女の論文のタイトルに良く表れている。

彼女によれば主要な規制当局であるFRBは深刻な利益相反状況に陥っており、それを解消する必要があるという。つまり、FRBの主要な関心は銀行システムの安全性と健全性、それを強化するための収益性の向上であるが、その結果、消費者の保護は軽視される傾向があるた

め、新たな組織が必要であるというのである（p.51）。逆にいえば、銀行は業務展開に大きな足枷を課せられることになるから、その創設に徹底して反対した。

CFPBはFSOCの議決権を保有し、その役員の任期は5年で、不正行為がない限り、大統領、FRBといえども解任の権限を持たないとされている。また、CFPBが採択した規則はFSOCのメンバーの3分の2がそれがアメリカの銀行システムあるいは金融の安定性に重大な脅威になるということに同意しなければ、撤廃させることができない（p.101）。このように、極めて大きな権限を与えられている組織である。

CFPBは、主としてモーゲッジとクレジット・カードなどの消費者金融に関わる問題を扱うが、その権限は質屋や給料を担保にしたローンなどの問題にまで拡張することが認められている。

CFPBの予算はFRBの予算の一定割合が与えられ、2011年10%、12年11%、13年以降は13%まで、となっている。しかし、14年以降は予算の保証はなく、創設の経緯からみて、FRBがその予算を削減する可能性が高いとみられている（p.112）。

その将来性ということになると、ニューディール期の改革との比較が有用であろう。当時は組織された労働者が巨大企業の拮抗力として必要と考えられていた。今日では、金融サービス業においては焦点は消費者とCFPBに移っており、消費者が過去に手にしたことの無い強力な支持を得ることになったが、懸念材料は予算であろう（p.111, p.115）。

第7章と第8章はDF法の破綻処理スキームについてである。著者がこの問題を専門にして

いるだけあって、分析は秀逸でこの個所だけでも一読の価値があるといえる。

まず第7章では、採用された破綻処理スキームが、基本的にFDICが中小の預金取扱銀行のそれに適用してきた手法を踏襲していることを明らかにする。しかし、その前提となっている認識には重大な誤解があるという。すなわち、FDICは1934年の創設以来、80年代末のS&L危機まで、ほとんど破綻処理を手掛けてはいなかった。S&Lの破綻処理も、実際には85年に創設され95年まで存続する整理信託公社(the Resolution Trust Corporation)が行った。FDICの権限が破綻処理にまで拡大されるのは1991の連邦預金保険公社改善法(FDICIA)によってであるが、同法において早期是正措置(prompt corrective action)という重要なルールが導入される。これは資本充実度を5段階に分類し、資本不足と判断されたゾーン3以下の金融機関はFDICの早期是正措置の対象となることを定めたものである。この措置の目的は資本不足の銀行を迅速に閉鎖しその破綻が納税者のコスト負担になるのを避けることである。DF法の支持者達が念頭に置いているのはこの91年以降の枠組みであるが、この早期是正措置は無視されている(pp.118-20)。

しかし、DF法の破綻処理の枠組みはこれとは異なり、むしろ91年以前の手法を踏襲するものである。なぜなら、金融機関の破綻処理を行うかどうかは財務長官が決定し、FRB、およびFDIC理事会それぞれの3分の2の賛成を得て(最終的には、それに加えて大統領に諮問し)破綻処理を勧告する。この時点で、財務長官はFDICを管財人(receiver)として指名し破綻処理が開始される。要するに、FDICは自らの判断で介入できず、その役割は通常の銀行

の破綻処理とは異なっている(pp.121-2)。

現実には、FDICの大手金融機関の破綻処理は救済に大きく傾き、その結果、介入が遅れる傾向があった。たとえば、2008年に破綻した大手貯蓄貸付組合インディマック(IndyMac)の閉鎖、ワコビア(Wachovia)をめぐるシティグループとウェールズ・ファーゴ(Wells Fargo)との間での買収をめぐる争いなどである。これはFDICの破綻処理プロセスが、資産負債承継(a purchase and assumption, P&A)により破綻銀行の預金と資産をより大きく健全な銀行に引き受けてもらうことを基本とするため、破綻した大手金融機関の買い手を見つけるのが困難だからである(p.125)。したがって、DF法の破綻処理ルールはFDICのその類推を越えたものでなければならない(p.127)。

第8章は、DF法の破綻処理スキームの問題点を明らかにしている。まず、著者は救済が正当化される古典的なケースは、支払い能力はあるにもかかわらず取付にあっているシステム的に重要な会社であり、いわゆる流動性危機に追い込まれている場合であるとする。その上で、システミック・リスクの形態を3つに分類する。第一は、ある企業の混乱が他の企業についての情報にマイナスの影響を及ぼす「情報感染」(information contagion)である。第二に、ある銀行の破綻が他の銀行の財務的健全性に関して不確実性を高める「信任危機」(a confidence crisis)である。そして第三に、債権債務の連鎖の中で、ある企業の破綻がその企業に対して債権を保有する企業の破綻を引き起こす「取引相手への感染」(counterparty contagion)である。

これらのシステミック・リスクの形態のうち、特定の企業を救済するのを正当化するの

「取引相手への感染」である。もし「情報感染」や「信任危機」が介入を正当化するほど深刻であるとすれば、政府は個別の企業の救済ではなく市場規模で介入すべきである。2008年のパニックは明らかにこのようなケースであり、大手金融機関が多額のモーゲッジやモーゲッジ関連証券のリスクを抱えていたことが原因である (pp.133-35)。

DF法の最も驚くべき特徴は危機へのシステムの対応と個別の企業の救済を正確に峻別していることである。FRBに対して非常時に緊急融資の権限を与えているのは連邦準備法13(3)条であるが、財務省のホワイト・ペーパーはその権限を行使する場合は事前に財務省からの書面での承認が必要であると提案していた。しかし、FRBが救済あるいは介入が必要と判断したことを財務省が拒否するとは考えられないから、この規定は「単なる見せかけ」(simply window dressing) にすぎない。DF法は13(3)条の改正にあたって、この財務省の提案を採用し、さらに「緊急融資は金融システムへの流動性の供給を目的とするもので破綻状態にある金融会社を救済するためではない」と述べるだけでなく、個別の企業を対象にしない介入、言い換えれば「広いベースに基づく」(broad-based) 介入の権限を認めた (pp.135-6)。

FDICが保全管理人制度 (conservatorship) あるいは破産を通して銀行を再編成することも認める通常の銀行の破綻処理と違って、DF法の破綻処理は清算のみ定めている (p.138)。保全管理人は問題銀行を売却あるいは閉鎖するのではなく、再編成する時の主要なテクニックであるが、DF法においてはこの制度への言及はない。FDICが「ブリッジ金融会社」を創りこれを避けることも可能であるが、これも最終

的には清算を念頭に置いている。

しかし、ブリッジ金融会社は最長3年間存続できることが認められているので、FDICがこの間に他の企業と合併させるか投資家に株式を売却することによって事実上の再編成を行うことも可能である。ただし、この場合の重要な障害は、FDICが真正の再編成あるいはより根気のいる清算を遂行するのに十分な、金融機関に対する長期にわたる監視を行う体制にはなっていないことである (p.149)。

歴史的にみれば、清算への偏向はアメリカの支払い不能に対する規制における大きな変化である。19世紀を通して、破綻した鉄道会社は現在のチャプター・イレブンの前身である「持分管賤人制度」(equity receivership) という手続きを発展させてきた。この制度の前提は再編成が最も有効な破綻処理方法であるという考えである (p.150)。DF法はこうした考え方に立っていない。

DF法の破綻処理スキームは失敗であるが、それが通常の破産法への単純な調整によって是正されうるという希望がある。

## 4

第3部は将来展望である。

まず、第9章では新金融秩序の「非常に目立つ負の側面」(very pronounced dark sides) として巨大金融機関をSIFIとして特定することによる競争上の不公平さをあげる。より小規模な金融機関は資本調達面で不利になり、資本集約性が高いほど優位に立つデリバティブのような業務分野では特にこの弊害が著しくなるだろう (p.157)。

次に、著者が特に強調するのは、破産法上、

デリバティブとレポ取引が特別な取り扱いを受けていることである。破産手続きが始まると、他の債権は「自動停止」(automatic stay)措置が適用され、債権者は担保を差し押さえたり、法的措置をとれなくなる。これは債務者が財務的な困窮を解決するために最良の方法を決定するための時間的猶予を与えることが目的である。また、債務者が破産手続きを申請すれば債権者はそれを理由に契約を終了できる「イプソ・ファクト条項」(ipso facto closes)も認められていない。

しかし、デリバティブとレポ取引はこれらの規則の適用除外となっている。デリバティブ取引の相手方は担保の積み増しを要求できるし、レポ取引の相手方は取引の更新を拒否できるのである。かくして、貸し手側は伝統的な融資に較べて有利な条件を提示することができるため、資金調達環境が厳しくなった時に、これらの取引による資金調達が増加する傾向が生まれる。また、これらの債権者は相手方の財務状況を監視する誘因を弱めることになる。特に、市場で救済が確実視されていればなおさらである (p.159-61)。

したがって、デリバティブとレポ取引が他の契約と同じように中心的な破産処理原則に従うならば、このバイアスを大きく是正することができる。いいかえれば、仮に特別扱いをやめるならば、DF法の清算手続きのみからなる破綻処理スキームはほとんど必要がないとさえいえるのである (pp.162-3)。したがって、破産処理スキームの導入こそDF法の改革に実効性をもたせる措置である (p.173)。

第10章はDF法の国際的な展望についてである。最初に、著者は中国およびインドに主要な拠点をもち、日本とヨーロッパでも事業展開し

ている仮定上のアメリカの巨大金融機関が破綻しDF法の下でFDICが管財人に指定された場合、どのような処理がなされるかを検討する。結論は、それぞれの国が定める破綻処理手続きに従って訴訟を含めた面倒な手続きが必要になる。つまり、DF法はこれらの問題に包括的な解決を与えるものではない。かといって、何の貢献もみられないという訳でもない (p.176)。

第一に、DF法はアメリカと外国の規制当局との間で調整を行うことを求めている。第二に、外国の規制が「アメリカの金融システムの安定性」に脅威となる場合、ブローカーやデリバティブ・トレーダーをアメリカ市場から追放するという脅威を与えることができる。第三に、SIFIは「重大な財務的危機あるいは破綻状態になった時に速やかかつ秩序だった破綻処理のための」計画、いわゆる「生前計画」("living will")の作成を義務づけられている。これは国際的な問題を意識したものではないが、これによってSIFIはその事業構造と避難計画 (fire-escape plans)を説明する義務を課せられ、国際的調整に大きく寄与する効果もっている (p.177)。

著者は国際的な調整についても破産処理がより魅力的な代替案であると主張する (p.189)。

## 5

DF法が政府と巨大金融機関との間の協力関係を築くことになったが、その協力関係は二つの可能な形態がありうるという。ひとつは、DF法がSIFIに資本規制やボルカー・ルールなどの厳しい規制を実行し、政府が巨大金融機関を手なずける可能性である。もう一つの可能性は、巨大金融機関が最も厳しい規制を回避

し、規制担当者に資本規制やボルカー・ルールを思い止まらせることである。

著者は、巨大金融機関の方が策略で優り、第二の可能性の方が高いと予想する (p.192)。しかし、問題はどちらの選択肢にも有害な側面があるものの、DF法がどちらへの可能性も制限していることである。つまり、どちらのシナリオでも、イノベーションが抑制され、SIFIが中小の金融機関よりもより有利な条件で資金の借り入れが可能であろう。

著者は一貫してDF法には批判的である。しかし、デリバティブの規制や消費者金融保護庁の創設のように、評価できる部分もあるという。民間部門が規制当局にのみ依存するのではなく、優れた情報を活用するようなインセンティブを与えられるなら、DF法の欠点は早急に是正されることができよう (p.193)。

## 6

本書はDF法を批判的に検討した数少ない著書である。その特徴は、金融規制改革についての二つの立場を析出し、DF法が巨大金融機関

の分割や業務制限によって効果的に規制しようとするブランドイスマ主義的な特徴を残存させながらも、全体的には政府と巨大企業の協力関係に重きを置く協調主義的な特徴を持つことを示した点にある。だからといって、著者は規制改革の行方について全面的に悲観的な訳ではない。デリバティブ改革や消費者金融庁の創設は評価できるとする。

しかし、著者は協調主義とブランドイスマ主義に代わる改革の代替的道筋を明確に示している訳ではない。この点、破綻処理スキームについての明快で正鵠を射た批判的分析と較べて、やや不満の残る内容となっているといわざるをえない。

DF法の規則制定が完了していない状況で、その評価を行うことは難しい。多くの点はその運用にかかっているからである。本書もその点については慎重で、規制の枠組みの評価に止まっているのは止むをえないであろう。それにもかかわらず、膨大かつ多岐にわたるDF法の内容を一定の視点から整理し、批判的に分析した本書の価値は大きい。

(当研究所理事・主任研究員)