

# 米国におけるマクロ・プルーデンス体制の構築

若 園 智 明

## 要 旨

金融危機の発生により、個別金融機関の財務や業行為の健全性や消費者（投資家）保護を対象とするマイクロ・プルーデンス政策に加え、システムミック・リスクの防止と軽減を主目的とするマクロ・プルーデンス政策の重要性が強く認識された。このマクロ・プルーデンス政策には、単に大手銀行や金融会社グループの総合的な監視に留まらず、これらの相互関連性や金融システム全体におけるリスクの分析や調査、金融システムが不安定となった時の政策対応なども含まれる。2010年7月の大統領署名によって成立した通称ドッド・フランク法は、マクロ・プルーデンス政策を担う会議体として金融安定監督協議会（FSOC）を設置するとともに、議長がその主要なメンバーである連邦準備制度理事会（the Board of Governors of the Federal Reserve System, FRB）の権限強化などを行っている。

ドッド・フランク法以前の米国連邦政府の体制は、諸連邦監督機関によるマイクロ・プルーデンス政策を中心としつつ、FRBが主体となり金融市場全体の安定性を監督してきた。また金融危機の発生以前からも、① Disintermediation の進展、②1980年代に顕著となった規制の緩和、③金融イノベーションへの規制的対応の必要性など、マクロ・プルーデンス政策を含めた規制の抜本的改革の必要性は認識されていた。

本稿では、マクロ・プルーデンス政策に関する先行研究および米国内での政策議論を概観し、ドッド・フランク法によって新たに構築されたマクロ・プルーデンス政策体制について論述する。

## 目 次

- |                       |                        |
|-----------------------|------------------------|
| I. はじめに               | 2. マクロ・プルーデンス体制を巡る政策議論 |
| II. マクロ・プルーデンス政策の展開   | III. DF 法が構築する新たな体制    |
| 1. マクロ・プルーデンス政策の理論的検討 | 1. 金融安定監督協議会（FSOC）の設置  |

2. 金融調査局 (OFR) の役割
3. FRB の権限の見直し

## I. はじめに

金融危機の発生により、個別金融機関の財務や業行為の健全性や消費者（投資家）保護を対象とするマイクロ・プルーデンス政策に加え、システムミック・リスクの防止と軽減を主たる目的とするマクロ・プルーデンス政策の重要性が強く認識された。このマクロ・プルーデンス政策には、単に大手銀行や金融会社グループの総括的な監視に留まらず、これらの相互連関性や金融システム全体におけるリスクの分析や調査、金融システムが不安定となった時の政策対応なども含まれる。2010年7月に大統領署名によって成立した通称ドッド・フランク法（以下 DF 法）は<sup>1)</sup>、マクロ・プルーデンス政策を担う会議体として金融安定監督協議会 (FSOC) を設置するとともに、議長がその主要なメンバーである連邦準備制度理事会 (the Board of Governors of the Federal Reserve System, FRB) の権限強化などを行っている。

DF 法以前の米国連邦政府の体制では、諸連邦監督機関によるマイクロ・プルーデンス政策を中心としつつ、FRB が主体となり金融市場全体の安定性を監督してきた。また金融危機の発生以前からも、① Disintermediation の進展、②1980年代に顕著となった規制の緩和、③金融イノベーションへの規制的対応が不十分であることが認識され、マクロ・プルーデンス政策を含めた規制の抜本的改革の必要性が検討されてきた。

## IV. まとめにかえて：新体制に関する幾つかの懸念

本稿では、マクロ・プルーデンス政策に関する先行研究および米国内での政策議論を概観し、DF 法によって新たに構築されたマクロ・プルーデンス政策体制について論述する。

## II. マクロ・プルーデンス政策の展開

### 1. マクロ・プルーデンス政策の理論的検討

金融危機を契機に、先進諸国を中心にマクロ・プルーデンス (Macro-Prudential) 政策およびその政策導入に関する理論的検討が進められている。しかしながらマイクロ・プルーデンス (Micro-Prudential) と比較して、マクロ・プルーデンスは新たな概念でもあり、その理論構築は途上と言わざるを得ない<sup>2)</sup>。

Borio [2003] が Table1 で分類するように、マイクロ・プルーデンスが消費者（投資家・預金者）保護を本源的目的としながら、個別機関の経営危機の限定を試みるのに対して、マクロ・プルーデンスの本源的目的は GDP (Output) コストの回避であり、金融システム全体の危機の制限、言い換えれば金融システムの安定にある。2000年9月に開催された BIS (Bank for International Settlements) の金融安定フォーラムでも、マクロ・プルーデンス政策の目的として金融的困難が経済に与えるコストの制限と、システムミック・リスクの防止が挙げられている<sup>3)</sup>。例えば Hockett [2013] など、このような

分類方法にはコンセンサスが得られていると言える。米国では、複数の独立した連邦機関 (Independent Federal Agency) が金融会社などの規制・監督を担っているが、FRBの金融政策を除いて、これら連邦監督機関の機能は伝統的なマイクロ・プルーデンス政策の実行にあった。ただし、マクロ・プルーデンス政策に関する米国の歴史的な推移をサーベイした Elliott et al. [2013]が指摘するように、これまでの米国でも連邦議会ないしは大統領によるFRBの権限拡大とその見直しによって信用サイクルの円滑化に対応しており、主に金融政策を通じたマクロ・プルーデンス政策はみられた。

金融規制の理論的な整理を試みた Hanson et al. [2011]によれば、金融機関に損失が発生した場合、その資本比率を回復するためには①市場からの資本調達か、②資産の縮小 (売却) の2つの手法が選択肢として存在する。マイクロ・プルーデンス規制の中核は、金融機関に資本の充実 (資本規制) を求めることによって損失の内部化をはかる行為にあるが、その手法について強制することは出来ず、今回の金融危機においても多数の機関が同時に資産を売却することで経済への社会的コスト (Credit Crunch や Fire-Sale) の問題が生じた。また、金融危機の事例を研究した Acharya et al. [2009]でも、システムミック・リスクを規制する事由として、外部性と SIFIs (次節参照) に対する暗黙の保証を挙げている。この問題は、資金調達コストが安い SIFIs で顕著となる<sup>4)</sup>。マクロ・プルーデンス規制は、これらの社会的コストを統制する試みであり、Hanson et al. [2011]では Time-Varying Capital やより高品質な資本の要求など6つのマクロ・プルーデンス・ツールを提示している。Nier [2010]でも、消費者 (預金者)

保護といった狭い対象のブルーデンシヤル・アプローチでは金融危機のようなシステムミック・リスクに対処できず、マクロ・プルーデンス政策の目的を外部不経済の軽減と捉えている。また Nier [2010]は、このような問題に金融政策で対応することは非効率であり、金融機関間の過剰なエクスポージャーの測定やその制限、効果的な解体メカニズムなどに関する新たなインフラの整備の必要性を説いている。

マクロ・プルーデンス政策に関する先行研究で、その目的が金融システムの不安定化 (システムミック・リスク) の防止ないし緩和であることは共通している<sup>5)</sup>。しかしながら、システムミック・リスクに関する31の量的測定をサーベイした Bisias et al. [2012]によれば、これまでの先行研究においてシステムミック・リスクの定義自体が統一されていない。例えば、英国のマクロ・プルーデンス政策手段について論じた小林 [2013]でも、金融システムの安定やシステムミック・リスクへの対処の重要性を認めつつ、これらを具体的に定義する困難さが指摘されている。そもそも、金融システムの安定をどのように測定するのかについてもコンセンサスが得られているとは言い難い。

小林 [2003]や Gadanecz & Jayaram [2009]では、金融システムの安定に関連する諸指標について論じている。これらは早期警告指標 (Early Warning Indicator) とも呼ばれるが、Bisias et al. [2012]が指摘するように、このような指標に応じて個別機関が自らの行動を変化させる、いわゆるルーカス批判が存在するため、その政策的効率性は高くはない。Gadanecz & Jayaram [2009]によれば、金融システムの安定について各機関は多くのデータを積み上げて判断しているが、統一的な指標は存

在していない。また、Galati & Moessner [2011]が指摘するように、金融危機の発生当時までマクロ・プルーデンス政策の目的に対するデータ分析もほとんど行なわれていない。このように現状では、マクロ・プルーデンス政策に関する理論欠如もあり（統計的な有意性の検定を経ているとは言え）経験論的なデータの収集に依存している。

次節で述べるように、DF法によって導入された新たなマクロ・プルーデンス体制の評価は、次の金融危機の予測能力によって決まる<sup>6)</sup>。従って、その組織体系は金融システム全体におよぶ情報の収集と分析機能を保持することが不可欠となる。システムック・リスクの測定に関する政策的対応をみると、例えば2007年当時の財務省で Timothy Geithner 財務長官の Counselor を努めていた Lewis Alexander は、システムック・リスクの測定に関して、① SIFIs の認識（指定）、②金融システムの構造の認識、③金融システムにとって潜在的なショックの認識、④早期警告シグナルの発信が政策として満たされるべきであると述べている<sup>7)</sup>。また、連邦下院議会で Andrew Lo が証言したように、単なるマクロ・データの収集手法の見直しに留まらず、システムック・リスクの測定と金融システムに関連するデータの収集および分析を担う専門機関の設立は、現実的なマクロ・プルーデンス政策の推進の基本とも言える<sup>8)</sup>。次で述べるように、これらは米国の政策的な議論でも中核である。

## 2. マクロ・プルーデンス体制を巡る政策議論

上記のように、マクロ・プルーデンス政策に関する理論構築は初期段階であり、その目的と

なる金融システムの安定やシステムック・リスクの測定を含めて、学術的な定義や政策手段は確立されているとは言えない。次に米国の政策議論を論じるが、これらは基本的には制度の見直しにすぎない。

### (1) 財務省による組織改革の提言（2008年）

第74代（2006年7月～2009年1月）財務長官となった Henry Paulson, Jr. の下、米国の財務省は金融規制の包括的な改革案である「現代的な金融規制構造に向けてのブループリント」（Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure, 以下ブループリント）を取りまとめ、2008年3月に公開した。当該ブループリントは米国金融規制の効率化を目的とし、短期・中期・長期にわたる改革提言を行なっている（図表1）<sup>9)</sup>。改革の最終目標となる長期的提言では、目的（Objectives）ベースに基づいて、連邦機関の規制・監督機能を①金融市場や金融システムの安定を担当する機関（マクロ・プルーデンス政策を担当）、②金融機関の財務内容や経営体制を監督する機関（ミクロ・プルーデンス政策を担当）、③金融業者の市場における行為を監督する機関（中期的提言で証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）を統合した機関を再組織化して行為規制に従事）の3つに再編成する案が示されている。

マクロ・プルーデンス政策に関してブループリントが提示する改革案では、FRBを市場安定規制当局（Market Stability Regulator）と定め、これまでの金融政策ならびに流動性供給の機能等に加えて、金融システムの安定にとって必要な①情報の収集、②情報開示の要求、③

図表1 米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) 3. FRB 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 3. FRB 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) 5. SEC 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プ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)

規制の策定や行動において他の規制機関と協調するための権限を新たに付与している。これはすなわち、FRB の機能強化によるマクロ・プルーデンス政策の充実である。Elliott et al. [2013]も指摘するように、1930年代以降の米国のマクロ的危機への対応はFRBの権限および手法の見直しによって対処されてきたことを考えると、ブループリントの提言はこれまでの施策の延長上にあると言える<sup>10)</sup>。

## (2) 金融危機への対応と DF 法の成立

金融危機の深刻化とともに、米国内での金融システムに関する政策議論は危機への対応と再発防止へと軸足を移した。2010年に成立したDF法はこれら政策議論の取りまとめとも言えるが、マクロ・プルーデンス政策に関してDF法に影響を与えた公的な議論は① the Squam Lake Group の提言、②金融危機調査委員会の報告書、③財務省のホワイト・ペーパーから読み取ることが出来る。以下で、これらの要点を概観する。

第1に経済学者を中心とする the Squam Lake Group が公表した French et al. [2010] (通称 the Squam Lake Report) は、マクロ・

プルーデンス体制を含む包括的な金融制度改革の提言書である<sup>11)</sup>。French et al. [2010]は、その最初の提言で金融システム全体の安定を監視する Systemic Regulator の制度的確立を訴えている。Systemic Regulator の主要な役割として①システム全体に関する情報の収集と分析、②資本規制など金融システムに焦点を当てた規制の作成と履行などを挙げ、その担当機関として中央銀行が最適であると結論する<sup>12)</sup>。マクロ・プルーデンス体制に関して、French et al. [2010]の提言は上記ブループリントと類似しているが、金融危機において監督機関が金融市場に関する情報を十分に収集していなかった (情報ギャップが生じていた) 点を指摘し<sup>13)</sup>、新たに情報収集インフラの必要性および5つのリコメンドを提言している (図表2)。

第2に、公的に金融危機の原因調査を行なった「金融危機調査委員会」(Financial Crisis Inquiry Commission) の分析をみる<sup>14)</sup>。金融危機調査委員会は the Fraud Enforcement and Recovery Act of 2009を根拠法とし、その10名の委員は金融や経済等の専門家から構成されており、当時の連邦議会におけるDF法の審議にも強い影響を与えている。しかしながら、委員

図表2 新たな情報レジームが備えるべき要点

1. 総ての大規模金融機関は四半期ごとに保有する資産とリスクを当局に報告する
2. 収集された情報価値を最大化するため、当局は価値とリスクのエクスポージャーを測定するプロセスを標準化する
3. 情報分析の信頼性を増すために、各当局へ情報を共有する権限を付与
4. 当局が収集した情報はしかるべき時間において民間部門に提供される
5. 金融システムの情報の重要性を評価するため、Systemic Regulator は議会に対して金融システムのリスクに関する年次報告を行なう

〔出所〕 French et al. [2010], 第3章。

会自体は独立組織であるものの、各委員は民主党（6名）および共和党（4名）の指名によるため、発足時から両党の政治的主張の相違が強くみられた。連邦法を後ろ盾として、金融危機調査委員会は広範なヒアリングを行い、最終報告書である the Financial Crisis Inquiry Report を2011年1月に公表した<sup>15)</sup>。この最終報告書（民主党系）の目的は危機分析であるためマクロ・プルーデンス体制を提案するものではないが、金融システムの監督について情報面での深刻な問題があったことを指摘している。FRB に関しては、他の連邦監督機関との情報共有に問題があった点や、例えば規制対象外であった OTC デリバティブ市場に関する情報自体が不足しているため、同市場の相互関連性について認識が不足し、問題への対応行動が起こせなかったことなどが指摘されている<sup>16)</sup>。

これら2つの報告書は、上記ブループリントと同様に、FRB をマクロ・プルーデンス政策の中心としつつ、金融システム全体に関する情報収集の重要性を指摘している。しかしながら金融危機の分析が加わることで、①収集した情報の分析能力、②情報および分析結果の共有、について制度的な欠陥を明らかにした。これはすなわち金融システムの安定にとって、①マクロ・プルーデンス政策の中心となる FRB の機能強化と、② FRB を含めた連邦監督機関の行

動を調整するメカニズムの必要性を意味している。これらを踏まえて、次の財務省ホワイト・ペーパーは、DF 法の原案として、具体的なマクロ・プルーデンス体制の整備に関する提案が盛り込まれた。

第3に、Barack Obama 政権が連邦議会に要請した包括的な金融改革法案の原案となった財務省ホワイト・ペーパー「金融規制改革、新たな基盤：金融監督および規制の再構築」(Financial Regulatory Reform a New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation, 2009年6月)では<sup>17)</sup>、FRB の機能強化として、監督や規制の権限を銀行持株会社等に限定せず、その失敗が金融の安定にとって脅威となる企業も対象とすることを提案した。ホワイト・ペーパーでは、この新たな規制カテゴリーを Tier1 FHC (Financial Holding Companies) と呼称し、対象となる企業の指定は FRB の機能を強化して行なう<sup>18)</sup>。金融危機調査委員会が指摘した、連邦監督機関間の情報共有や協調に関する問題には、新設する会議体にその調整機能を持たせた。財務長官（議長）や FRB 議長を含む8つの連邦機関の長によって構成される「金融サービス監視評議会」(Financial Service Oversight Council) は (図表3)、メンバー間での①情報の共有、②協調、および③発現しつつあるリスクの認識を活動目

図表3 金融サービス監視評議会メンバー

- |                     |
|---------------------|
| 1. 財務長官 (議長)        |
| 2. FRB 議長           |
| 3. 国法銀行監督局 (新設) 局長  |
| 4. 消費者金融保護庁 (新設) 局長 |
| 5. SEC 委員長          |
| 6. CFTC 委員長         |
| 7. FDIC 総裁          |
| 8. 連邦住宅金融局局長        |

的とする。French et al. [2010]や金融危機調査委員会の報告書で問題視された情報収集の権限は、この金融サービス監視評議会に与えられる。

2010年7月21日に成立したDF法は、16のTitleから構成される包括的金融制度改革法であり、その目的の1つに金融システムの説明責任と透明性を改善することにより金融の安定化を促進することを挙げている<sup>19)</sup>。金融安定化に関する法文はTitle Iに含まれ、次節で述べる「金融安定監督協議会」(FSOC)および「金融調査局」(OFR)の新設や、失敗が金融システムに深刻な影響をあたえる企業に対するFRBの権限強化などを盛り込んだ。これらは、ホワイト・ペーパーの構想を発展させた内容と言える。しかしながらWilson [2011]も指摘するように、DF法において金融システムの安定を意図した(FSOCに対する)指図は、Sec.112(a)(2)(D)の“enhance the integrity, efficiency, competitiveness, and stability of financial markets;”の一文に過ぎない<sup>20)</sup>。このためDF法は、米国のマクロ・プルーデンス政策を真に規定する連邦法とは呼べない。また、システムック・リスク測定の必要性に対応する実務的な担当機関(OFR)を設置するものの同リスクの定義は避けている。個別金融会社の破綻とその影響の波及(例えばSec.203)といった、狭い

概念でしかリスクが認識されていない。先行研究でみたように理論的構築が途上であることも背景として、DF法の中心は上記の報告書等が指摘した制度的問題への対応であると言える。

### Ⅲ. DF法が構築する新たな体制

DF法のTitle Iは金融の安定を目的とし、Subtitle AからSubtitle Cまでの3つのサブタイトルから構成されている。下記で述べるように、Subtitle AおよびSubtitle Bでは、新たな体制の整備、Subtitle Cではマクロ・プルーデンス政策の主要機関であるFRBの機能強化を行なっている。

#### 1. 金融安定監督協議会(FSOC)の設置

Title IのSubtitle Aは、「金融安定監督協議会」(Financial Stability Oversight Council, 以下FSOC)の設立を規定している。これまでに米国には、金融に関連する連邦監督機関が連なる公式な会議体として、「金融市場に関する大統領ワーキング・グループ」と、「連邦金融機関検査協議会」(FFIEC:金融機関の規制および金利抑制法によって1979年に設置)が存在している。しかしながら、前者は連邦議会の承認を受けた組織ではなく、その機能は資本市場の調査・分析と、立法過程においてのアドバイスに限定されている<sup>21)</sup>。また、FFIECは連邦法を根拠とするものの、その権限は預金受入機関の検査や情報開示に過ぎない。従って、FSOCは米国連邦法で初のマクロ・プルーデンス政策を専門に担う組織に位置づけられる。

図表4 FSOCのメンバー

投票権を有するメンバー	投票権を有しないメンバー
財務長官 (FSOC 議長) 連邦準備制度理事会 (FRB) 議長 通貨監督庁 (OCC) 長官 消費者金融保護局 (CFPB) 局長 証券取引委員会 (SEC) 委員長 連邦預金保険公社 (FDIC) 総裁 商品先物取引委員会 (CFTC) 委員長 連邦住宅金融庁 (FHFA) 長官 全米信用組合協会 (NCUA) 理事会議長 大統領が指命する独立した保険の専門家	金融調査局 (OFR) 局長 連邦保険局 (FIO) 局長 州の保険監督者 州の銀行監督者 州の証券委員会

(1) FSOCの組織と目的

Title I の Sec.111で設置された FSOC は財務長官を議長とし、議決権を有するメンバー（主に連邦監督機関）と議決権を有しないメンバー（主に州監督機関）とで構成される（図表4）。上記ホワイト・ペーパーが記す金融サービス監視評議会と比較して、より包括的な会議体となっている。

FSOC の全般的な活動は Sec.112で記され、大規模かつ相互連関性が高い銀行持株会社とノンバンク金融会社を対象としながら、金融の安定性を脅かすリスクの認識とその対策、市場規律の促進を目的とする。また Sec.112は FSOC が果たすべき義務として、米国金融市場の公正性や効率性、競争力および安定性の強化を含む14の項目を列挙している<sup>22)</sup>。つまり FSOC は、金融システム全体を通じて、金融安定のための監視およびリスクの認識を行なう初めての公的な機関となる<sup>23)</sup>。

しかしながら FSOC には、個別の連邦監督機関のような法執行 (Enforcement) の権限は与えられず、規則制定の権限も限定的である<sup>24)</sup>。このため FSOC は、マクロ・プルーデンス政策の担い手として期待されるが、その実

態は連邦監督機関の間、または連邦と州の監督機関間の調整機関に過ぎないとの指摘もある。FSOC に課せられた最も重要な役割の1つは、資本市場に関連する情報の収集と分析や DF 法が求める調査であるが、主にその機能は Sec. 152によって財務省内に新設された「金融調査局」(Office of Financial Research, 以下 OFR) (下記参照) が担っている。OFR はリスク管理手法の開発も担当しており、FSOC の頭腦的な役割を果たすことが求められている。

(2) FSOCの機能と活動

従って、マクロ・プルーデンス政策に関して FSOC に求められる直接的な機能としては、①同政策の対象の明確化と、②連邦監督機関間の協調的行動の促進となる。

DF 法は、いわゆる「大きすぎて潰せない (Too Big To Fail) 金融会社」の問題に対応すべく、「システム上重要な金融機関 (Systemically Important Financial Institutions, 以下 SIFIs)」の規制概念を新たに導入した<sup>25)</sup>。これまでも銀行持株会社や預金保険加入の銀行などは、FRB や通貨監督庁 (OCC)、連邦預金保険公社 (FDIC) などの監督下に



図表5 DF法 Sec.115(b)が定めるブルーデンシヤル基準

- |   |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. リスク・ベースでの資本要求</li> <li>2. レバレッジの制限</li> <li>3. 流動性の要求</li> <li>4. 破綻処理計画 (Resolution Plan) および信用エクスポージャー報告の要求</li> <li>5. 集中制限</li> <li>6. コンティンジェント資本 (Contingent Capital) の要求</li> <li>7. 公的開示の強化</li> <li>8. 短期借入の制限</li> <li>9. 総体リスク管理の要求</li> </ol> |
|---|

注) Contingent Capitalとは自己資本が毀損された場合など、一定の条件で資本に転換される債券。

あった。その一方でノンバンク金融会社に対しては、連邦法上の監督権限が不十分であるとの指摘を受けていた。もとより銀行持株会社はFRBの監督下であるが、DF法は、Sec.121などで総資産が\$50bio以上の銀行子会社を持つ銀行持株会社を特にSIFIsと定めている。FSOCは、この資産基準の引き上げをリコメンドすることが出来る (Sec.115(a)(2)(B))。

また Title I の Sec.113はFSOCに対して、銀行持株会社のSIFIs指定とならび、ノンバンク金融会社の監督および規制をFRBに要求する権限を与えている。ノンバンク金融会社に関して、FRBの監督および規制対象とする際に考慮される点は、国内会社はSec.115(a)(2)、外国ノンバンク金融会社に関してはSec.115(b)(2)に記されている。また、この決定は、FSOCの投票権を有するメンバーの3分の2以上の賛成によって成立する。このSec.113によりFSOCは、国内および主に米国内で活動する外国のノンバンク金融会社に関しても、Sec.113(2)がならべる11の項目 (レバレッジや規模・範囲、業務の性質や簿外取引の在り方など) を考慮してSIFIsに指定し、FRBの監督および規制の対象とすることが出来る。FSOCはSec.115の要求に従い、ノンバンクを含めたSIFIsの監督強化

と、より高度なブルーデンシヤル基準の適用をFRBにリコメンドすることが出来る (図表5)。

Sec.113の規定に従い、2012年4月3日にFSOCはノンバンク金融会社をSIFIsに指定する基準を最終規則として公表した。また2013年7月9日に、初のノンバンクSIFIsとしてAIGとGeneral Electric Capital Corporation, Inc.の2社を指定している。これらノンバンクSIFIsは、Sec.114によりFRBに登録されることで、法的にFRBの監督対象下となる。この他、本稿執筆時点では、Sec.804に基づく「システム上重要な金融市場ユーティリティ」の指定規則や、the Freedom of Information Actの制定も行なっている。

一方でFSOCの組織的活動に関しては、DF法のSec.112に従い、いわゆるボルカー・ルール (DF法 Sec.619) に関するリコメンド (2011年1月) や、SECに対してMMF改革のリコメンド (2012年11月) を行なっている。しかしながら、GAO [2012]が問題視するように、その活動内容には不透明な部分が多い。例えばFSOCの委員会のうち (図表6)、中核となる金融システム安定に関するリスクを取り扱うSystemic Risk Committeeには体系的なア

図表6 FSOCの委員会

<p>1. Deputies Committee</p> <p>2. Systemic Risk Committee システミックリスクの監視およびその原因の精査</p> <p>① Institutions Subcommittee 中長期的な視点で金融機関に影響を与える問題の認識および分析レバレッジ, 資金調達構造, 新たな金融商品, エクスポージャー等の構造的な問題</p> <p>② Markets Subcommittee 中長期的な視点で金融市場に影響を与える問題の認識および分析ボラティリティ, 流動性, 市場構造, 資産評価等</p> <p>3. Standing Functional Committees</p> <p>① Designation of Nonbank Financial Companies</p> <p>② Designation of Financial Market Utilities and Payment, Clearing, and Settlement</p> <p>③ Heightened Prudential Standards</p> <p>④ Orderly Liquidation Authority, Resolution Plans</p> <p>⑤ Data</p>
---

アプローチが欠けている点が指摘されている。また、FSOCにはメンバー間での共同行為や協調に関する公式な手段をより明確にすることが求められている。FSOCの透明性や組織行動の明確化に関する問題は、2013年3月の下院の議会証言（GAO [2013]）でも繰り返されている。ただし、これにはFSOCのリソースが限定的である点も考慮すべきであろう<sup>26)</sup>。

## 2. 金融調査局（OFR）の役割

OFRの構想は、新たな情報レジームを提案したFrench et al. [2010]にみることが出来るが、上記のホワイト・ペーパーにその概念はなく、また、DF法の法案段階でも、当初の下院案（H.R.4173）には含まれておらず、上院案（S.3217）より盛り込まれた<sup>27)</sup>。

DF法のSec.112(a)(2)が定める14項目のうち、項目(A)はFSOCに対して市場に関連する情報の収集を命じている。必要な情報はFSOCのメンバー等から提出されるほか、OFRを通じて銀行持株会社やノンバンク金融会社からも収集される。FSOCの効果的なマクロ・プルーデ

ンス政策にとって、収集された市場情報の分析や市場調査は次なる危機の予見や軽減の基盤となるが、この機能の中核はOFRが担っている（同項目(B)）。

OFRはDF法のSec.152によって財務省内に新設されているが、その局長（Director）は大統領の指命と上院の助言と同意によって任命される。OFRのスタッフの人事権は局長にあり、OFRの予算はFRBが監督対象とするSIFIsより供出された金融調査ファンド（Financial Research Fund）を財源とする<sup>28)</sup>。従って、OFRは組織的には財務省の内部組織ではあるが、実質的には独立した機関となっている。

OFRの目的および義務はSec.153(a)で明記されている（図表7）。OFRは、Sec.154に基づき組織内にデータ・センターと調査・分析センター（Research and Analysis Center）を保有し、米国金融市場のデータ・バンクとしての役割と、調査・分析機関としての役割を同時に課せられている<sup>29)</sup>。またSec.153(c)では、FSOC議長（財務長官）との相談の上で、情報の収集や標準化にとって必要な規則（Rule）、

図表7 Sec.153が定める OFR の目的と義務

- |  |
|--|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. FSOC に代って収集したデータを FSOC とメンバーに提供</li> <li>2. データの標準化</li> <li>3. (長期的な調査を含む) 調査の実施</li> <li>4. リスクマネジメントおよびリスク監視ツールの開発</li> <li>5. 他の関連業務</li> <li>6. OFR の活動結果を金融規制を担当する機関が利用可能とする</li> <li>7. FSOC メンバーの支援</li> </ol> |
|--|

規制 (Regulation), 指令 (Order) を発行する独自の権限も与えられた。この強制的な情報収集の権限によって、幅広く金融会社の金融取引や保有ポジションに関するデータまでも収集が可能であり、また FSOC のメンバーに対しても権限が及ぶことから、米国の金融システムの安定に関する情報は OFR に集中すると言える。

しかしながら、OFR の活動内容にも不透明な部分が多いことが指摘されている。個別問題に対して発行される調査レポート (Working Paper Series) も外部の識者への依存が高く、その分析対象も戦略的に選別されているのかは不明である。GAO [2012]や GAO [2013]では、OFR の戦略フレームワーク (Strategic Framework FY2012-FY2014) に関して、Strategic Planning と Performance Managing System が欠けている点を問題している。

### 3. FRB の権限の見直し

#### (1) 新たな権限の付与

上述したように、DF 法の Sec.113(2)の定めにより FSOC が指定するノンバンク SIFIs も、FSOC の要求に従って FRB の監督対象に含められた。米国の金融安定に対するリスクを防止・軽減するため、DF 法はノンバンク SIFIs に総資産が \$50bio 以上の銀行持株会社を加え

た SIFIs に対して、より高度な監督および規制の権限を FRB に与えている。

まず DF 法の Sec.165は、より高度な監督およびブルーデンシャル基準 (Enhanced Supervision and Prudential Standards) の策定と適用を FRB に求めている。FRB が適用する高度なブルーデンシャル基準に関して、Sec.165(b)が FRB に要求する内容は、Sec.115 (前掲図表5) の記述内容と比較して遙かに詳細になっている。Sec.165の記述の一例として「破綻処理計画 (Resolution Plan) および信用エクスポージャー報告の要求」(一部 FDIC と協同) を図表8で掲示した。この他、例えば Sec.165(g)の「短期借入の制限」や同(j)の「レバレッジの制限」において、FRB は規制を制定する権限を与えられている。このように FRB は、Sec.165により SIFIs を対象とした高度なブルーデンシャル基準の運用に関する広範な権限を新規に獲得した。さらに Sec.166では、FSOC および FDIC からの助言を受けて、FRB が金融的窮地に立たされた SIFIs に対して早期改善要求 (Early Remediation Requirements) を行なうことを認めている。Sec.166(c)が示す要求基準等には、配当や保有資産に関する制限の他、より深刻なストレスな場合は、資本増強要求や回復計画、関連会社との取引の制限、経営陣の変更、資産売却までも含まれている。

図表8 Sec.165がFRBに要求する「破綻処理計画および信用エクスポージャー報告」(要約)

<p>1. 破綻処理計画</p> <p>FRBはSIFIsに対して、重大な金融的困難や失敗時に迅速かつ秩序だった破綻処理を規定した計画をFRB, FSOC, FDICに定期的に提出することを要求しなければならない。その計画には以下が含まなければならない</p> <p>(A)ノンバンク子会社の活動が引き起こすリスクから、預金保険の対象となる機関が適切に保護されるための方法および影響範囲に関する情報</p> <p>(B)会社の所有構造、資産と負債および契約上の義務に関する十分な記述</p> <p>(C)異なった証券に付随する相互保証の確認、主要な取引相手の確認、</p> <p>(D)FRBおよびFDICが規制や指令で要求する他の情報</p>
<p>2. 信用エクスポージャー報告</p> <p>(A)当該会社が他の重要なノンバンク金融会社や銀行持株会社に対して保有している信用エクスポージャーの性質および程度</p> <p>(B)他の重要なノンバンク金融会社や銀行持株会社が当該会社に対して保有している信用エクスポージャーの性質および程度</p>
<p>3. レビュー</p> <p>FRBおよびFDICはSIFIsがこの小節に従って提供した情報をレビューしなければならない</p>
<p>4. 追徴の通知 (小節(A)(B)含めて)</p> <p>レビューによって提出された破綻処理計画が信用出来ない、または連邦倒産法に照らして秩序だった破綻処理を容易としない場合、FRBおよびFDICは当該会社にその旨を通知し、当該会社はFRBおよびFDICが定める期間内に再提出をしなければならない</p>
<p>5. 信用に足る計画が再提出出来ない場合</p> <p>(A) SIFIsが定められた期間内に要求された見直しをとらなかつた破綻処理計画の再提出が出来ない場合、FRBおよびFDICは改善された計画が提出されるまで当該会社および子会社に対して、より厳格な資本、より厳格なレバレッジ、より厳格な流動性を課す、もしくは、成長、取引、業務の制約を課すことが出来る</p> <p>(B)企業分割</p> <p>FRBおよびFDICは、FSOCと相談のうえで、失敗が生じた場合に、FRBおよびFDICが連邦倒産法に照らして当該会社の秩序だった破綻処理を容易とすると認識する、ある程度の資産や業務の分離売却を命じることが出来る (ケース i および ii は省略)</p>

(6), (7), (8)は省略

FRBは、破綻処理計画 (FDICと共同、2011年10月承認) およびストレス・テスト (2012年10月承認) の規則作成を終え、現在 (2013年8月時点) は2011年12月にプロポーズド・ルールとして公表した高度なプルーデンス基準 (①リスク・ベース資本規制, ②レバレッジの制限, ③流動性の規制等) に関するファイナル・ルール作成に取り組んでいる<sup>30)</sup>。その他、DF法のTitle IIで導入された「秩序だった清算 (Orderly Resolution) 制度」や

Sec.619のボルカー・ルールの執行においてもFRBは中心的な機関として位置づけられている。これらから、マクロ・プルーデンス政策におけるSIFIsの監督に関して、FRBがFSOCの代行執行機関であると言えよう<sup>31)</sup>。

## (2) 最後の貸手機能の制約と議会による監視の強化

しかしながらFRBの一部の権限は制限され、その機能に対する議会の監視も追加され

た。DF法のSec.1101(a)(Title XI)は連邦準備法Sec.13を修正し、緊急時のFRBによる貸付に関して、財務長官の助言を受けてその方針や手法を別途定めることを盛り込んだ。この方針ならびに手法には、緊急時の貸付(Emergency Lending Program/Facility)は①流動性の供給を目的とし、②失敗した金融会社の救済ではなく、③緊急時の貸付の担保が納税者を損失から守るために十分であること、④当該プログラムが適時に整然と修了されることが保証されなければならない。またFRBは、財務長官の事前の承認を得ずに、緊急時の貸付(修正された連邦準備法Sec.13)に該当するようなプログラムやファシリティを作ることが出来ない。このような緊急貸付を実行した場合、FRBは上院銀行・住宅・都市問題委員会および下院金融サービス委員会に対して、金融支援の承認の7日以内に報告書を提出するとともに、融資残高やその他の支援について30日ごとに報告書を提出しなければならない。このような制限は、例えば2008年9月に連邦準備法のSec.13(3)を根拠としてNY連銀よりAIGへ最大\$85bioの貸付が行なわれたことへの批判に対処するものであるが<sup>32)</sup>、次の危機時にFRBが即座に対応することが困難になるとの指摘もある。

また、権限の拡大に合わせてFRBの監督や規制に対する新たな監視体制も導入された。DF法のSec.1108は、連邦準備法(Federal Reserve Act)のSec.10を修正し、新たなFRBの副議長職としてVice Chairman for Supervisionを取り入れた<sup>33)</sup>。この新たな副議長職は既存の副議長職と同様に、大統領の指名と上院の助言と同意をもって任命されるが、その役割はFRBの監督や規制を監視し、FRBに対してこ

れら政策に関するリコmendにある。この監視を担当する副議長は、上院銀行・住宅・都市問題委員会および下院金融サービス委員会で半年ごとに開催されるFRBの活動等に関する公聴会への出席が求められる。この副議長職は、実質的なマクロ・プルーデンス政策の権限の相当部分がFRBに集中することに対する連邦議会の新たな監視機能を担う<sup>34)</sup>。

FRBは、例えばSECやCFTCと同様に独立した連邦監督機関であるが、予算においてSelf-Budgetingが認められた唯一の機関でもある。FRB議長は大統領の指名と上院の助言と同意をもって就任するとは言え、第111回連邦議会におけるDF法の審議においても、FRBの権限が拡大することには少なからず抵抗があった<sup>35)</sup>。

#### IV. まとめにかえて：新体制に関する幾つかの懸念

DF法が導入した新たなマクロ・プルーデンス体制は如何に評価されるべきか。その1つは、金融システムに関する情報収集および分析能力の構築となろう。新体制の中心となるFSOCはDF法のSec.112が列挙する義務を負うが、その機能はOFRに大きく依存している。OFRのリソースの充実は進められているものの、現段階でDF法が想定する水準に達しているとは言い難い。

FSOCの評価は、マクロ・プルーデンス政策の方向性の決定にある。しかしながら、この意志決定には、常にメンバー間で生じる利害等の調整が付随する。その主要なメンバーはそれぞれが連邦法による権限と義務を課せられた独立した連邦機関であり、ガバナンスの構造、予算

の獲得や執行の形態も異なる。これは合成の誤謬とも言えるが、FSOCと似通った会議体である金融市場に関する大統領ワーキング・グループは、若園 [2012] が論じるように円滑な利害調整の場とはならなかった。FSOCの機能が不全となる場合、DF法の下での改革は、従来のマイクロ・プルーデンス政策の見直しと、シャドウバンキング部門への規制・監督対象の拡大だけに留まる恐れもある。さらに、マクロ・プルーデンス政策の実行体であるFRBには金融政策との間で利益相反問題が生じる恐れも指摘されている。

財務長官が果たす役割について。Wilson [2011]も指摘する通り、DF法は財務省（財務長官）に顕著な規制の役割を与えた<sup>36)</sup>。財務長官はFSOC議長（調整役）を兼ね、前節のノンバンクSIFIsの指定（メンバーの3分の2の賛成が必要であるが財務長官の賛成が必須、Sec.113(a)(1)）やFRBによる緊急時の貸付の他、破綻処理（Sec.203(b)）でも重要な意志決定に関与する。Paulson [2010]を読む限り、金融危機時においても財務長官は実質的にこれらの役割を果たしていたとはいえ、DF法の規定は財務長官に新たな人的資質を要求している<sup>37)</sup>。

#### 注

- 1) 正式な名称は、the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111-203)。ドッド・フランク法と呼称されることが多い。
- 2) 例えばIMF [2011]。またClement [2010]によれば、Macroprudentialという用語は1978年3月に発行されたBIS (Bank for International Settlements) の第47期年次報告書で使用されている。1970年代は単に国際的な銀行の貸付け行動に関連する用語であった。1986年のECSC報告書(BIS)において、金融システム全般の安全性と健全性を促進する政策と位置づけられ、デリバティブや証券化などの新たな金融技術を含めた報告が行なわれている。Clement [2010]によれば、アジア通貨

危機が契機となりIMF (International Monetary Fund)などでマクロ・プルーデンス分析に関する議論が活発となった。

- 3) フォーラムの議長はBISのAndrew Crockett。2000年9月21日に開催されたCrockettの講演「Marrying the Micro- and Macro-Prudential Dimensions of Financial Stability」を参照。
- 4) 資産売却がマクロ経済に与えた影響はShleifer & Vishny [2010]を参照。
- 5) 例えば、先行研究をサーベイしたGalati&Moessner [2011]やIMF [2011]など。
- 6) 例えば、ブルッキングス研究所カンファレンスにおけるDaniel Tarullo FRB理事のスピーチ（2012年12月4日）。
- 7) シカゴ大学で開催されたBecker Friedman Instituteのフォーラムにおける講演（2010年12月15日）。Lewis AlexanderはOFR（次節参照）の設立に努め、現在ではOFRの金融調査アドバイザー委員会（Financial Research Advisory Committee）の議長を兼任。当該委員会にはAndrew Loなども所属している。
- 8) Andrew LoはMIT Sloan School & Management教授。2009年10月19日の連邦下院議会の金融サービス委員会（House Committee on Financial Services）での議会証言。タイトルはThe Feasibility of Systemic Risk Measurement。
- 9) 当該ブループリントの内容は2007年3月より検討が始まっている。注意すべきは、ブループリントの当初の目的は米国金融の国際的な競争力強化であった点である。2007年夏頃より不動産価格の下落とサブプライム層向けの住宅ローンを組み入れた証券化商品の問題が深刻化したことにより、金融市場の混乱への対応であるミクロ的施策が短期的提言として含まれた。
- 10) Tomas Hoenig（現FDIC副総裁、当時はカンザスシティ連銀総裁）はBISの講演において、大恐慌以降の金融危機に対応してFEDが監督フレームワークを変化させてきたことを述べ、マクロ・プルーデンスの監督について、金融政策担当者であり監督者でもある中央銀行の活動の重要性について論じている。詳しくはHoenig [2004]を参照。
- 11) the Squam Lake Groupは15人の経済専門家で構成され、金融危機の分析と政策提言を行なうべく、2008年秋にミシガン州のスクラム湖で会合を持ったことから名付けられた。the Squam Lake Reportの内容は、上・下院の両党議員会合、財務省、FRB、NY連銀などでブリーフィングが行なわれている。
- 12) 中央銀行がSystemic Regulatorとして最適である理由として、①金融政策を通じて市場参加者と日々関係を持っている、②マクロ経済の安定と金融システムの安定は調和的である、③他の政府機関に比べて独立性が高い、④最後の貸手機能を持っている、を挙げている。
- 13) 金融危機において、カウンター・パーティー・リスクと投げ売り（Fire-Sale）リスクをシステムミック・リスクの形態として問題視している。金融会社から特に収集を要する情報としては、①デリバティブ保有残高と②より全般的な資産保有残高を挙げている。

- 14) この他、上院の両党議員が委員となる上院常設調査委員会も金融危機の原因を調査している。しかしながら、当該委員会の委員は必ずしも金融や経済の専門家ではなく、また調査対象も限定的である。
- 15) この最終報告書には多数与党である民主党系委員のみが署名し、共和党系委員からは別途複数の反論書を提示するなど、全委員によるコンセンサスは得られなかった。また当該最終報告書が公開されたのはDF法の成立後であり、この調査結果を踏まえてDF法が作成されたわけではない。しかしながら連邦議会におけるDF法の審議において、金融危機調査委員会の活動が与えた影響は無視できない。
- 16) 市場の情報収集に関して、通貨監督庁 (Office of the Comptroller of the Currency, 以下 OCC) はデリバティブに関する情報を商業銀行と銀行持株会社から収集するも、その対象からは大手投資銀行や American International Group, Inc. (AIG) は外されており、基本的な情報収集に欠如がみられた。
- 17) このホワイト・ペーパーの基本概念は、第44代大統領に就任した Barack Obama が大統領選挙期間中に抱いていた構想が元になっている。
- 18) Tier1 FHC には、他の金融会社よりも厳格かつ保守的なブルーデンシヤル基準 (資本、流動性、リスク管理等) が適用される。
- 19) DF法はその序文において、この金融安定化の促進以外に、① Too Big To Fail の終焉、② 財政を用いた救済を終わらせることにより米国納税者を保護する、③ 不公正な金融サーベिसから消費者を保護するなどの目的を列挙している。
- 20) Willson [2011] p.76。
- 21) 金融市場に関する大統領ワーキング・グループ (the President's Working Group on Financial Markets) は、1988年3月に Ronald Reagan 大統領が発令した Executive Order (大統領令) 12631により設立された。大統領令の発令は憲法により認められた大統領の権限であり、連邦議会の承認を必要としない。金融市場に関する大統領ワーキング・グループは、① 財務長官 (議長)、② FRB 議長、③ SEC 委員長、④ CFTC 委員長から構成されている。
- 22) FSOC の義務は、ドッド・フランク法の Title I の Sec.112(a)(2)(A)~(N)で規定されている。このうち項目(D)は、米国金融市場に関してFSOCが連邦議会に対してアドバイスないしリコメンドする対象として市場の公正性、効率性、競争力と安定性を挙げており、その義務は非常に幅広い。
- 23) GAO [2013] p.7。
- 24) FSOC の議長である財務長官に金融機関等の監督や規制を制定する法的な権限はない。例えば、証券取引委員会 (SEC) は、証券法 (Securities Act of 1933)、証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934)、投資会社法 (Investment Company Act of 1940) および投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) などを根拠法として広範囲な規制制定の権限を与えられている。組織としてのFSOCが制定する規則は、例えばDF法の Sec.113のノンバンク SIFIs の指定基準や Sec.804のシステム上重要なFMU (金融市場ユーティリティ) の指定要件など、むしろ基準やガイダンス的なものである。
- 25) この Systemically Important Financial Institutions の用語は、French et al. [2010]でも使用されている。著者が調べたところ、米国内でこの用語を公式に使用したのは、2002年5月の連邦議会予算局の報告書「U.S. Bank's Exposure to Foreign Financial Losses」まで遡ることが出来る。また国際的には、Financial Stability Board (FSB) が、世界の上位30社程度をG (Global) -SIFIsとして公表している。
- 26) FSOCの予算は2011年度の約\$2.9mioから、2012年度に約\$10.8mio、2013年度(予定)は約\$15.4mioまで増額される予定である。FSOCの専属スタッフは2011年末時点で僅か17名であったが、予算に占める人件費で推定すると、2012年末で45人、2013年末で71人となる。またFSOCの会合はDF法の定めでは四半期に1回以上の開催が求められているが、2011年の開催は12回、2012年の開催は13回、2013年は7月末時点で8回である。ただし、メンバーの代理人による会合 (the Deputies Committee) は2週間に1度のペースで開催されている。
- 27) DF法は、下院法案としてH.3996 (廃案)を経由したH.R.4173 (the Financial Stability Improvement Act of 2009)と、上院法案であるS.3217 (Restoring American Financial Stability Act of 2010)が一本化 (法案番号はH.R.4173を使用)され、成立した。
- 28) 金融調査ファンドは財務省の管理下にある。また、SIFIsからの資金供出はOFRの設立より2年間で降であり、当初の2年間はFRBが資金を供出する。OFRによれば、最終的にOFRの専任スタッフは275~300名程度となり、その内、データ・センターの所属が約60%、調査・分析センターの所属が約20%とすることを予定している。
- 29) 例えば、LEI (Global Legal Entity Identifier)の導入など。また、2012年4月には外部の専門家から構成される金融調査アドバイザリー委員会 (Financial Research Advisory Committee)を設置した。
- 30) FRBは2013年7月にOCCやFDICと共同でパーゼルⅢの資本フレームワークを米国内で適用するファイナル・ルールも承認している。2011年に提示されたプロポーゼド・ルールならびに、FRBの規則作りにおける国際的な協調は、小立 [2012] が詳しい。
- 31) 例えば、Sec.622の金融会社の集中制限 (すべての金融会社の総負債の10%を超えての合併等を禁止)はFSOCの管轄であるが、一定の条件を満たしFRBが認可した場合に、この集中制限は回避することが出来る。
- 32) 2008年から2009年にかけて、連邦準備法 Sec.13を根拠とした貸付は約US\$2triにのぼった。
- 33) この他、Sec.1107でも連邦準備法のSec.4を修正し、地区連銀の総裁 (President) の選出は、当該地区連銀のクラスB取締役 (銀行業以外の従事者) とクラスC取締役 (学識経験者) による任命とされ、クラスA取締役 (加盟銀行の代表取締役) が除外されている。
- 34) FRBの権限が強化されることに対して、連邦議会の懸念は強い。その主な理由として、連邦準備制度

## 米国におけるマクロ・プルーデンス体制の構築

(FRS) の議長・副議長を含めた理事は大統領の指名と上院の助言と同意をもって任命されるものの、国民による選挙を経た選出ではなく、また、各地区連銀の総裁や取締役会会長の選出は、FRB と各地区連銀によるため、国民の同意をともなわないFRB や地区連銀の権限集中に対しての批判である。特に一部の連邦議会議員において、FRB の権限を金融政策に限定すべきとの主張も根強くみられる。

- 35) 例えば SEC は、証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) の Sec.31 などに定められた手数料収入などが運営資金となるが、これらは大統領の予算要求と連邦議会の予算決議によって承認されなければならない。従って SEC 委員長の選任以外にも、予算面でも連邦議会の関与がある。一方で、FRB の予算は SEC などと同じく Self-Funding であるが、その予算の執行も自らが決定できる (Self-Budgeting) 連邦監督機関である。
- 36) Wilson [2011] p.73.
- 37) 大統領より財務長官に指名された Jack Lew に対する上院のファイナンス委員会 (Committee on Finance) でのヒアリングでは、共和党議員より金融市場での経験の浅さが指摘されていた。この他、DF 法自体も多くの問題を内在している。詳しくは若園 [2009] を参照のこと。

## 引用文献

- 小立敬 [2012] 「国際基準との調和も踏まえた米国 SIFI 規制」『資本市場クォーターリー』Winter, 野村資本市場研究所, 83-107頁
- 小林襄治 [2013] 「英国の新金融監督体制とマクロプルーデンス政策手段」『証券経済研究』第82号, 日本証券経済研究所, 6月, 21-39頁
- 若園智明 [2009] 「米国における金融規制改革の方向性と問題点」『証券経済研究』第68号, 日本証券経済研究所, 12月, 19-39頁
- 若園智明 [2012] 「米国における店頭デリバティブ規制アプローチの変遷」『証券経済研究』第79号, 日本証券経済研究所, 9月, 17-35頁
- Acharya, V., L. Pedersen, T. Philippon, and M. Richardson [2009] “Regulating Systemic Risk,” *Restoring Financial Stability*, Viral Acharya and Matthew Richardson edit, Chapter13, John Wiley & Sons Inc.
- Bisias, D., M. Flood, A. Lo and S. Valavanis [2012] “A Survey of Systemic Risk Analytics,” *Office of Financial Research Working Paper*, January.
- Borio, C. [2003] “Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?,” *BIS Working Paper*, No.128, February.
- Clement, P. [2010] “The Term “Macroprudential”: Origins and Evolution,” *BIS Quarterly Review*, March, pp.59-67.
- Elliott, D., G. Feldberg, and A. Lehnert [2013] “The History of Cyclical Macroprudential Policy in the United States,” *Finance and Economics Discussion Series*, Federal Reserve Board, May.
- French, K. et al. [2010] *the Squam Lake Report*, Princeton University Press.
- Gadanecz, B. and K. Jayaram [2009] “Measures of Financial Stability—a Review,” *IFC Bulletin*, No.31, July, pp.365-380.
- GAO [2012] “Financial Stability: New Council and Research Office Should Strengthen the Accountability and Transparency of their Decisions,” September.
- GAO [2013] “Financial Stability: Continued Actions Needed to Strengthen New Council and Research Office,” March.
- Galati, G. and R. Moessner [2011] “Macroprudential Policy—a Literature Review,” *BIS Working Papers*, No.337, February.
- Hanson, S., A. Kashyap and J. Stein [2011] “A Macroprudential Approach to Financial Regulation,” *Journal of Economic Perspective*, winter, Vol.25, No.1.
- Hockett, R. [2013] “The Macroprudential Turn: From Institutional “Safety and Soundness” to Systemic “Financial Stability” in Financial Supervision,” *Cornell Law Faculty Working Papers*, Paper 108, March.



- Hoenig, T. [2004] "Exploring the Macro-Prudential Aspects of Financial Sector Supervision," *Meeting for Heads of Supervision Bank for International Settlements*, April 27.
- IMF [2011] "Macroprudential Policy: An Organizing Framework," March.
- Nier, E. [2010] "On the Governance of Macroprudential Policies," *Macroprudential Regulatory Policies: The New Road to Financial Stability?*, World Scientific, Chapter13, pp. 183-206.
- Paulson, M. [2010] *On the Brink: Inside the Race to Stop the Collapse of the Global Financial System*, Business Plus, 邦題『ポールソン回顧録』日本経済新聞出版社.
- Shleifer, A. and R. Vishny [2010] "Fire Sales in Finance and Macroeconomics," *NBER Working Paper*, 16642.
- Wilson, G. [2011] *Managing to the New Regulatory Reality Doing Business under the Dodd-Frank Act*, John Wiley & Sons, Inc.

(当研究所主任研究員)