

米国における包括的金融規制 改革法の全体像[※]

若 園 智 明

要 旨

金融危機の再発防止を主たる目的として、2010年7月21日に成立したドッド・フランク法は、金融関連の米国連邦法としては過去最大のボリュームとなった。ドッド・フランク法は14本の新たな連邦法を含みながら、多数の調査分析と規則(Rule)の策定を連邦諸機関に命じている。

現在、Obama 政権下で進められている金融規制改革は、このドッド・フランク法を根拠としている。そのため、現在ならびに将来の米国金融規制体系の理解・予測を行なうためには、ドッド・フランク法の構造を理解することが不可欠となる。これらの金融規制のあり方は、米国のみならず世界的な資本市場ビジネスにも大きな影響を与える。その意味でも、ドッド・フランク法の理解は基盤となろう。

本誌掲載の別稿では、ドッド・フランク法の成立過程について論じた。本稿では、ドッド・フランク法がもたらす新たな規制体系の中から、当該法の中核として①監督体制の強化(マクロ・プルーデンス政策の導入、消費者・投資家保護の強化)、②大きすぎて潰せない(Too Big to Fail)金融会社の問題への対応(新たな整然清算制度)、③規制対象の拡大(店頭デリバティブ、ヘッジ・ファンド)、④その他(ボルカー・ルール、信用格付会社の監督強化、証券化プロセスの改善)を取り上げ、ドッド・フランク法の関連規定および政策的対応を概観する。

[※]本稿は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団からの研究助成金を活用して行いました。ここに記して、深謝申し上げます。

目 次

- I. はじめに
- II. 規制・監督体制の再編
 - 1. マクロ・ブルーデンス政策体制の整備
 - 2. 消費者等の保護体制の強化
 - 3. 貯蓄金融機関監督庁（OTS）の廃止と連邦レベルの保険監督機関
- III. 新たな整然清算制度の導入
 - 1. 整然清算の対象となる金融会社の決定
 - 2. FDIC に付与される権限
- 3. 新たな整然清算制度の特徴
- IV. 規制対象の拡大
 - 1. 店頭デリバティブ市場への規制導入
 - 2. ヘッジ・ファンドの規制
- V. その他
 - 1. ボルカー・ルール
 - 2. 信用格付会社の監督強化
 - 3. 証券化プロセスの改善
- VI. おわりに

I. はじめに

金融危機の再発防止を目的として、2010年7月21日に成立したドッド・フランク法は、金融関連の米国連邦法としては過去最大のボリュームとなった。ドッド・フランク法は14本の新たな連邦法を含みながら、多数の調査分析と規則（Rule）の策定を連邦諸機関に命じている。

本稿は、ドッド・フランク法がもたらす新たな規制体系の中から、当該法の中核として①監督体制の強化（マクロ・ブルーデンス政策の導入、消費者・投資家保護の強化）、②大きすぎて潰せない（Too Big to Fail）金融会社の問題への対応（新たな整然清算制度）、③規制対象の拡大（店頭デリバティブ、ヘッジ・ファンド）、④その他（ボルカー・ルール、信用格付会社の監督強化、証券化プロセスの改善）を取り上げ、ドッド・フランク法の関連規定および政策的対応を概観する。

II. 規制・監督体制の再編

金融危機の発生によって、個別金融機関の財

務健全性や業行為を対象とするマイクロ・ブルーデンス政策に加え、システムミック・リスクを防止・軽減するマクロ・ブルーデンス政策の重要性が認識された。このマクロ・ブ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、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。先に若園 [2013] では、米国におけるマクロ・ブルーデンス政策を詳細に検討している、本稿と合わせて参照願いたい。

ドッド・フランク法の Title I は、マクロ・ブ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（Financial Stability Oversight Council, FSOC）を設置するとともに、その主要メンバーである連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System, FRB）の権限強化を行っている。

1. マクロ・ブルーデンス政策体制の整備

（1）金融安定監督協議会（FSOC）

これまでの米国には、金融に関連する連邦監督機関が連なる公的な性格を持った会議体とし

て、①金融市場に関する大統領ワーキング・グループと、②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）が存在する。しかしながら、大統領ワーキング・グループ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、また、FFIECの権限は預金受入機関の検査や情報開示に過ぎない。このためFSOCは、連邦法によりマクロ・プルーデンス政策に関する任務を与えられた初めての組織と言える。

Sec. 111で設置されたFSOCのメンバーは、財務長官を議長としながら、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）とで構成されている。FSOCの全般的な活動はSec. 112で記され、規模や相互関連性を基準に、銀行持株会社とノンバンク金融会社を監視対象とし、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。FSOCの義務は、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の項目がSec. 112で列挙されている¹⁾。その一方でFSOCには、法執行（Enforcement）の権限が与えられず、規則制定の権限も限定されている²⁾。また、個別の連邦監督機関が有する監督や規制の権限が委譲されたわけではない。FSOCの実態は、連邦監督機関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³⁾。

FSOCの活動目的である①金融の安定性を脅かすリスクの認識と対策、②市場規律の促進を効果的に実行するためには、資本市場に関連する情報の収集と分析・調査能力が最も重要な機能であることに疑いはないが、主にこれらの機能はSec. 152によって設置された金融調査局

（Office of Financial Research, OFR）が担っている。また、新たなリスク管理手法の開発もOFRが担当する。

銀行持株会社や預金保険加入銀行などは、複数の連邦銀行監督機関が監督対象とする一方で、これまでは、ノンバンク金融会社に対する連邦法上の監督が不十分であるとの指摘があった。ドッド・フランク法は、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, SIFIs）の概念を新たに導入した。Sec. 113により、FSOCは銀行持株会社の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られている⁴⁾。

FSOCは、国内ノンバンク金融会社および、（主に米国内で活動する）外国のノンバンク金融会社に対しても、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。2012年4月3日にFSOCは、この規定に従いノンバンク金融会社をSIFIsに指定する基準を公表している。このノンバンク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。またFSOCはSec. 115によって、すべてのSIFIsの監督強化と、より高度なプルーデンス基準（若園 [2013] 図表5参照）の適用をFRBにリコメンドすることが出来る。

（2）金融調査局（OFR）の役割

ドッド・フランク法のSec. 112(a)(2)が定める14項目のうち、項目(A)は市場に関連する情報の

収集を FSOC に命じている。情報の収集は、FSOC のメンバー機関等からの提出と、米財務省内に設置された OFR を通じて収集される。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基盤となるが、この機能の中核は OFR が担っていると言っても過言ではない（同項目(B)）。

OFR は米財務省内の局であるが、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、スタッフの人事権は局長が有する。また OFR の予算は、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⁵⁾。従って、OFR は実質的に独立機関であると言える。

Sec. 153(a)は OFR の目的および義務を記している（若園 [2013] 図表 7 参照）。また Sec. 154が OFR 内に設置したデータ・センターと調査・分析センターをもって、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担うことが可能となった⁶⁾。

（3）FRB の権限拡大

FRB は、これまでの金融持株会社を含む銀行持株会社（および外国銀行）の監督に加え、FSOC が指定するノンバンク SIFI も新たな監督対象となった。Sec. 165は、これらノンバンク 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プルーデンス基準の策定と適用を FRB に求めている。また、この高度なプルーデンス基準の内容は、Sec. 115の内容と比較して遙かに詳細である（若園 [2013] 図表 8 を参照願いたい）。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」においても、FRB は規制制定の権限を

得ている。

このように FRB は、Sec. 165を根拠に、高度なプルーデンス基準の運用に関する広範な権限を新規に獲得した。この他、下記の新たな整然清算の手続きやボルカー・ルールの実行においても 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も言えよう⁷⁾。

権限が拡大された一方で、FRB の監督や規制に対する新たな監視体制も導入された。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 を新設した⁸⁾。この新たな副議長職は既存の副議長職と同様な手続き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メンドである。また、この新たな副議長は半年ごとに上院・下院の委員会で開催される公聴会への出席が求められる⁹⁾。

2. 消費者等の保護体制の強化

特にサブプライム層と呼ばれる信用度の低い消費者向けの住宅ローンで見られた略奪的貸付行為（Predatory Lending）が象徴的であるように、専門的知識が十分ではない消費者に対して、過度に複雑な金融商品やサービスなどが販売されていたことが社会的にも問題視されていた。ドッド・フランク法は、それまで複数の連邦監督機関に分散していた消費者保護機能の集約・強化とともに、既存の証券に関連する投資家保護体制の整備もはかっている。

図表1 CFPB が管轄する連邦法

- | |
|--|
| 1. Alternative Mortgage Transaction Parity Act of 1982 |
| 2. Consumer Leasing Act of 1976 |
| 3. Electric Fund Transfer Act (Sec.920を除く) |
| 4. Equal Credit Opportunity Act |
| 5. Fair Credit Billing Act |
| 6. Fair Credit Reporting Act (Sec.615(e)および Sec.628を除く) |
| 7. Home Owners Protection Act of 1998 |
| 8. Fair Debt Collection Practice Act |
| 9. Federal Deposit Insurance Act (Sec.43の(b)から(f)のみ管轄) |
| 10. Gramm-Leach-Bliley Act
(Sec.502から504, Sec.506から509のみ管轄) |
| 11. Home Mortgage Disclosure Act of 1975 |
| 12. Home Ownership and Equity Protection Act of 1994 |
| 13. Real Estate Settlement Procedures Act of 1974 |
| 14. S.A.F.E. Mortgage Licensing Act of 2008 |
| 15. Truth in Lending Act |
| 16. Truth in Savings Act |
| 17. Omnibus Appropriations Act, 2009 (Sec.626のみ管轄) |
| 18. Interstate Land Sales Full Disclosure Act |

(1) 消費者金融保護局 (CFPB) の設立

ドッド・フランク法は、Title XのSec.1011により消費者保護を担う消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau, CFPB) をFRB内に設立した¹⁰⁾。CFPBは、消費者の金融商品やサービスへのアクセスや、市場の公平性・透明性・競争性を確保することを目的としており、Sec.1002(12)で列挙される消費者金融に関連する18の連邦法を管轄する(図表1)。またSec.1061により、これまでFRBなどの連邦銀行監督機関や住宅都市開発省 (Department of Housing and Urban Development, HUD)、連邦取引委員会 (Federal Trade Commission, FTC)などが分散して担っていた消費者保護行政(調査や規制・規則の策定、監督等)はCFPBへ移行された¹¹⁾。CFPBの主要な機能には、消費者向けの金融商品・サービスの監督および規制・指令・ガイダンスの適用、市場機能に関する情報収集・調

査・情報発信の他に、金融教育プログラムの提供などが含まれる。

CFPBはFRBの部局であるが、独立機関として活動し、FSOCの議決権を有するメンバーとしてマクロ・プルーデンス政策にも関与する。CFPBの予算はFRBに依存(2013年以降はFRBの年次予算の12%が上限)するものの、Sec.1012(c)はCFPBの自治権を明記しており、規則や指令の設定においてFRBの干渉を受けない。また、CFPBの局長(Director)は大統領の指名および上院の助言と同意をもって任命される。

ドッド・フランク法がCFPBに与えた権限は幅広い。銀行やノンバンクを問わず、消費者向けの金融商品やサービスの価格や商行為に関して、CFPBはほぼ独占的に規則等の制定を行い(Sec.1022)、情報開示を求める権限(Sec.1031&1032)を有している。また、総資産が\$10bioを超える預金保険の対象の金融機関や

図表2 CFPB の除外対象

	DF 法該当箇所
1. 自動車ディーラー	Sec. 1029
2. 不動産ブローカー	Sec. 1027(b)
3. 住宅販売業者	Sec. 1027(c)
4. 会計士および税務申告代理業者	Sec. 1027(d)
5. 弁護士	Sec. 1027(e)
6. 州の規制対象となる保険業者	Sec. 1027(f)
7. 従業員退職年金プラン	Sec. 1027(g)
8. 州の証券規制により規制される者	Sec. 1027(h)
9. SEC により規制される者	Sec. 1027(i)
10. CFTC により規制される者	Sec. 1027(j)
11. Farm Credit Administration により規制される者	Sec. 1027(k)
12. 慈善的寄付関連の活動	Sec. 1027(l)
13. 保険業務	Sec. 1027(m)

信用組合（関連会社を含む）に対しては、定期的な報告書の要求や検査を行う権限を独占的に保有する（Sec. 1025）。特に、消費者に対する不公正・詐欺的・濫用的な商行為や商慣習を禁止する Sec. 1031の定めは、これらを防止するための幅広い法執行（Enforcement）や規則制定（ただし、他の監督機関との協議を要する）を CFPB に認めている¹²⁾。

このように消費者保護に関して、ドッド・フランク法が CFPB に与えた権限は広範かつ強力である一方、重要性が低い消費者向け金融商品・サービスや小規模なビジネスは CFPB の対象除外とされている。また通常の業務であれば、自動車ディーラーや州が管轄する保険など、特定の業者や活動も CFPB の対象から除外された（図表2）。さらに Sec. 1023では、CFPB の規則等の制定に対して FSOC によるレビュー制度を導入している。FSOC のメンバー機関が CFPB の最終規則等が米国の銀行システムや金融システムの安全性等を危険にさらすと判断した場合、FSOC への申し立てを経て、FSOC のメンバーの3分の2の賛成を得た

場合に当該規則の猶予や取り消しが可能となる。

CFPB は18の連邦法を管轄し、Sec. 1031に代表される法執行や規則制定の権限を有するものの、その組織構造は長官を頂点とした縦割りとなっている（副長官の任命は長官の権限）。例えば、SEC は委員長を含めた5人の委員から構成されるボードが SEC の規則等に関する最終的な意志決定を行うが、CFPB の組織構造は、その権限が長官に集約されている。これらの点に関しは、共和党系の連邦議員を中心に懸念が根強いようである¹³⁾。

（2）投資家保護体制の見直し

証券に関する投資家保護は、連邦証券諸法を管轄する証券取引委員会（SEC）が主に管轄している。ただし SEC は、ドッド・フランク法の成立以前より、内部組織や法執行に関する見直しを進めていた。ドッド・フランク法の Title IX（Subtitle A）の規定は、SEC に対してさらなる投資家保護の強化を求めるとともに、これまでの取り組みを法的に強固にした。

Sec. 911は、投資家保護を目的とする新たな組織としてSECの下部組織に投資家諮問委員会 (Investor Advisory Committee) の設置を、Sec. 915は投資家擁護局 (Office of the Investor Advocate) の設置をSECに課している。

投資家諮問委員会はドッド・フランク法に先立ち、すでに2009年6月に設置されている¹⁴⁾。Sec. 911は、証券取引所法 (Securities Exchange Act of 1934) にSec. 39を追加することで、当該委員会を恒久的とした。投資家諮問委員会は、証券規制の優先事項や証券商品・手数料体系・開示の有効性などに関する規制についてSECへ忠告や助言を行う。そのメンバーは、州の証券監督者、学識経験者や証券投資の専門家から構成され、本稿執筆時点で21名が指名されている。また投資家擁護局はSECの新たな部局として¹⁵⁾、SECが従来行ってきた金融教育や投資家向けの情報提供を担う他、SECおよび自主規制機関 (SRO) の規制が個人投資家に及ぼす影響の分析や個人投資家が重要な問題を解決する支援を行う。投資家擁護局の局長 (Investor Advocate) はSECの委員長および委員によって任命され、上記の投資家諮問委員会のメンバーも兼ねている。

個人顧客等 (Retail Customer) が証券投資を行う際に、専門業者からのアドバイスは貴重な判断材料の1つとなる。特に資産管理型のビジネスモデルを展開する証券業者にとって、アドバイスは付随的な業務とは言い難い。アドバイス基準で考えるならば、その提供者が証券のブローカー・ディーラーであっても投資アドバイザーであっても、顧客にとって本質的に違いはない¹⁶⁾。しかしながらこれまで、投資顧問法 (Investment Advisers Act of 1940) の Sec.

206を根拠とする信託義務 (Fiduciary Duty) は、投資アドバイザーのみに対して要求されてきた¹⁷⁾。

ドッド・フランク法のSec. 913は、証券に関するアドバイスを個人顧客等に提供するブローカー・ディーラーや投資アドバイザーに対して、SECや国法証券業協会 (FINRA) などが現行の法や規制で課している「注意を払うべき諸基準」 (Standards of Care) の有効性について調査することを求めた。また同条は、証券取引所法ならびに投資顧問法を修正することでブローカー・ディーラーに対して投資アドバイザーと同様の行為基準 (Standard of Conduct) を課し、ブローカー・ディーラーの信託義務を制定する権限をSECに認めている¹⁸⁾。

3. 貯蓄金融機関監督庁 (OTS) の廃止と連邦レベルの保険監督機関

金融危機時に実質的な経営破綻をした American International Group, Inc. (AIG) の例を象徴として、連邦レベルでの銀行を含めた預金金融機関の監督および保険監督に関する問題が指摘されていた。

本誌別稿の図表を参照願いたいだが、ドッド・フランク法以前の預金金融機関の監督分野は連邦監督諸機関間 (一部は州レベルでの監督対象) で重複していることが指摘されてきた。特にOTS (Office of Thrift Supervision) は、同じ米財務省の部局である通貨監督庁 (Office of the Comptroller of the Currency, OCC) と機能重複が多いばかりではなく、その監督の質も問題視されていた。

例えばOTSの監督対象であった Washington Mutual, Inc. (米国最大の貯蓄銀行の持株会社) や Independent National Mortgage Cor-

poration (IndyMac Bank を傘下に持つ住宅ローン会社) の他、2008年9月にクレジット・デフォルト・スワップに絡む巨額損失が露呈した AIG (持株会社および傘下の AIG Federal Savings Bank) の破綻は、OTS の監督能力に疑問符を付けた¹⁹⁾。また AIG に関して、その主たる業務である保険業は McCarran-Ferguson Act of 1945の規定により連邦規制の対象外であり、保険業務の分野ごとに複数の州の監督対象となっている。このため、AIG の保険業務の統一的な監督が困難であったことも問題視された。

預金金融機関の監督体制に関して、ドッド・フランク法は Title III の Sec. 312で OTS の機能を OCC 等に移管するとともに、Sec. 313で OTS を廃止している。また連邦レベルでの保険監督に関して、Sec. 502をもって米財務省内に連邦保険局 (Federal Insurance Office, FIO) を新設し、保険業界を連邦レベルで監視する体制を整備した²⁰⁾。しかしながら、FIO および米財務省に対して、保険業の活動に対する全般的な監督や規制の権限は与えられず、現行の州の規制権限は維持され、健康保険、介護保険 (Long Term Care Insurance) および収穫保険 (Crop Insurance) は FIO の対象から除外されている。この FIO は、FSOC の議決権のないメンバーであり、保険業務のシステム・リスクに関して、財務長官を通じた FSOC への助言機能を持つものの、その主な機能は、保険業界に関する情報の収集や、連邦レベルでの調整役に過ぎないと言えよう。

Ⅲ. 新たな整然清算制度の導入

金融システムへの影響力が大きな会社は、そ

の組織構造が複雑となっているケースが多い。預金保険加入金融機関が経営破綻に至った場合であれば、FDIC が当該銀行の破綻処理準備を担い、管轄銀行当局による破綻銀行の閉鎖と、FDIC の管財人への任命が行われる。その一方で、これまで大規模なノンバンク等が破綻した場合に適用される特別な清算制度はなく、システム・リスク回避の観点から連邦倒産法 (Bankruptcy Code) の単純適用には問題があることが指摘されていた²¹⁾。

金融危機が深刻化した2008年において、Lehman Brothers Holdings Inc. は連邦倒産法を初めとする複数の破綻処理の適用を経て分割され、Barclays PLC や野村ホールディングスなどに購入されている²²⁾。この Lehman Brothers の処理が混迷したことが金融市場の不安定化を助長した一因とも言われ、従来の倒産 (Bankruptcy) もしくは救済 (Bailout) 以外に、より柔軟な手法の構築が求められた。また、Bear Sterns Companies, Inc. が JP Morgan Chase & Co. に救済合併された際にニューヨーク連邦準備銀行の緊急融資が活用されたことや、TARP による公的資金の注入によって国有化された AIG の例など、破綻した金融会社の処理に公的な資金が用いられることに対して強い社会的批判もあった。

ドッド・フランク法の Title II が新たに導入した整然清算 (Orderly Liquidation) の制度は、ノンバンクを含めた「金融会社」(Financial Company, 別途定義) の経営破綻が国内の金融安定に重大な影響を及ぼしかねないと判断される場合、従来の連邦倒産法を適用せず、整然とした清算を行う新たな法的権限の整備と、金融会社のモラル・ハザードを最小とすることを目的としている (Sec. 204(a))。

図表3 金融会社 (Financial Company)

連邦法ないし州法に基づき設立、組織された会社
i) 銀行持株会社法の Sec. 2(a)で定義された銀行持株会社
ii) FRB によって監督されるノンバンク金融会社
iii) i) ii) 以外で、その銀行持株会社法 (Sec. 4(k)) に照らして、その主たる活動 (FRB が定める) が、金融における本業および付随業務である会社
iv) i) から iii) に該当し、その子会社が、銀行持株会社法 (Sec. 4(k)) に照らして、主たる活動 (FRB が定める) が、金融における本業および付随業務である会社
ただし子会社として、預金保険加入金融機関と保険会社は除く
農業信用法 (Farm Credit Act) に基づく農業信用システム機関 (Farm Credit System Institution) は除く

図表4 要求される勧告に含まれる内容 (Sec. 203(a)(1))

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. 当該金融会社がデフォルト状態かデフォルトの危機にあるかの評価 2. 当該金融会社のデフォルトが米国の金融安定性に与える影響についての説明 3. 当該金融会社のデフォルトが低所得、マイノリティ、行政サービス過疎地域の経済状況や金融安定性に与える影響についての説明 4. 当該金融会社に対して本 Title により取られた方策の内容および程度に関する勧告 5. 当該金融会社のデフォルトを防ぐ民間部門による代案の見込みに関する評価 6. 当該金融会社を連邦破産法案件とすることが適切ではない理由の評価 7. 当該金融会社の債権者、取引相手、株主および他の市場参加者に与える影響の評価 8. 当該会社が Sec. 201が定める「金融会社」の定義を満たしているかの評価 |
|---|

1. 整然清算の対象となる金融会社の決定

Title II が定める整然清算は、図表3 (Sec. 201(a)) で示した金融会社のうち、Sec. 203(b) の手続きを満たし、財務長官が大統領とのコンサルテーションを経て、システムミック・リスクの観点から決定した「対象金融会社」(Covered Financial Company) に対して実行される²³⁾。

図表3の金融会社の定義は、上記のFSOCが指定するSIFIsよりも幅広い。SIFIsの指定を受けずFRBの監督対象にはならない会社でも、金融業およびその付随業務からの総連結収入が総収入の85%以上であれば金融会社と扱うことが可能である²⁴⁾。この金融会社が金融シス

テムを不安定化させる恐れが生じた場合、財務長官によるFDICとFRBへの要求、もしくはFDICとFRBの独自の判断により、FDICとFRBは財務長官に対して図表4の内容を含む勧告を文書により提示する。この勧告は、FDIC取締役会の3分の2以上の同意およびFRBの理事会の3分の2以上の同意をもって行われる²⁵⁾。

勧告文書を受理した財務長官は、図表5の内容に関して大統領とのコンサルテーションを踏まえて決定した後、Sec. 202(a)(1)(A)の記述に従い、整然清算の対象となる「対象金融会社」と定め²⁶⁾、当該対象金融会社の清算にあたる管財人(Receiver)としてFDICを任命する²⁷⁾。対象金融会社の子会社が保険子会社(関連会社を含む)である場合、その清算は従来通りに州法

図表5 財務長官による対象金融機関の認定

1. 当該金融会社がデフォルト状態かデフォルトの危機にある
2. 当該金融会社が破綻し、他の適用可能な連邦法、州法による破綻処理が米国の金融安定にとって深刻な悪影響をもたらす
3. 当該金融会社のデフォルトを防ぐ実行可能な民間部門の代替案がない
4. このタイトルによる措置が米国の金融安定を踏まえており、当該金融会社および他の市場参加者の債務ないし、債権者・取引相手・株主の利益に与える影響が適切である
5. 金融システムへの潜在的な悪影響を軽減する措置の効率性、一般財政へのコスト、当該金融会社の債権者、取引相手、株主の一部による過剰なリスクテイクを増加させる可能性を考慮した上で、Sec.204が定める措置がそのような悪影響を回避ないしは軽減する
6. 連邦規制当局が規制的指令に沿ったすべての転換社債の転換を当該金融会社に命じていること当該金融会社がSec.201の定義を満たしていること

図表6 管財人としてのFDICが有する包括的な権限

1. 対象金融会社とその資産、および対象金融会社の株主、メンバー、役員、取締役が有するすべての諸権利 (Rights, Titles, Powers, Privileges)、および対象金融会社の前管財人や他の法定管理人 (Custodian) の帳簿上の権利、記録、資産の継承
2. 整然清算期間における対象金融会社の操業
3. 対象金融会社のメンバー、株主、役員、取締役が果たす機能の提供
4. 対象金融会社の資産売却やブリッジ金融会社への資産移転等を含み、対象金融会社を清算ないし解散する
5. 対象金融会社の子会社がデフォルトないしはデフォルトの危険にある場合、FDICは自らを対象子会社 (Covered Subsidiary) の管財人に任命する
6. ブリッジ金融会社の設立
7. 対象金融会社を他社と合併、いかなる認可や同意等も得ずに対象金融会社の資産および負債の移転
8. このタイトルの規定および制約に従い、保有する資金の範囲において、合法なる債務を支払う
9. 対象金融会社の株主と債権者が保有するすべての権利と債権を終結し、株主および無担保の債権者に請求優先権に従った損失を保証する
10. 国外に資産を保有する、業務を行う対象金融会社の整然清算について、外国の適切な金融当局と調整する

に基づく (Sec. 203(e)(1)(2))。しかしながら、財務長官による対象金融会社の決定から60日以内に州の規制当局が州法に従い州裁判所に整然清算の申し立てをしない場合、FDICは州法のもとで州裁判所に清算の申し立てをすることが可能となる (Sec. 203(e)(3))。

2. FDICに付与される権限

対象金融会社を整然と清算するため、財務長官によって管財人に任命されたFDICは、当該対象金融会社の管財人として行動しなければならない (Sec. 210(b)²⁸)。またFDICには、対

象金融会社の整然清算に必要な広範な権限が与えられている。これら新たな権限のうち、Sec. 210(a)が列挙する包括的権限 (General Powers) を図表6でまとめた。

この包括的権限に含まれるブリッジ金融会社とは、対象金融会社を清算する目的でFDICによって設立される金融会社であり、その機能等はSec. 210(h)に記されている。ブリッジ金融会社はFDICが任命した取締役により運営され、対象金融会社の自己資本を除く負債の継承と、FDICが適当と認める資産を対象金融会社から購入することができ、対象金融会社のいかなる

図表7 FDICの義務

- | |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> 1. FDICは、当該措置が米国の金融安定化の目的のために必要であり、対象金融会社の維持が目的ではないと取り決めなければならない 2. FDICは、すべての他の債権および整然清算基金がすべて支払われるまで対象金融会社の株主は支払いを受けないことを保証しなければならない 3. FDICは、Sec.210の請求優先権の条項に従って無担保債権者が損失を被ることを保証しなければならない 4. FDICは、対象金融会社の破産に責任がある経営者が解職されることを保証しなければならない 5. FDICは、対象金融会社の破産に責任がある取締役会メンバーが解職されることを保証しなければならない 6. FDICは、対象金融会社もしくは対象子会社の株式を取得、もしくは株主になってはならない |
|---|

権利等も継承する。また、FDICが認める限りにおいて、ブリッジ金融会社は自己資本や剰余金を持たずに業務を行うことが可能であり、会社およびその収入は課税の対象外となる²⁹⁾。

整然清算に必要な資金は整然清算基金(Orderly Liquidation Fund, 下記参照)より拠出される。しかしながら管財人であるFDICが当該基金を利用するためには、Sec.206が定める条件(下記参照)の達成がFDICに求められる。さらにFDICは、対象金融会社の失敗が低所得、マイノリティ、行政サービス過疎地域に与える潜在的な悪影響を回避ないし軽減する措置と、主要な金融規制当局との調整を含んだ整然清算計画(Orderly Liquidation Plan)を作成し、なおかつ、その整然清算計画が財務長官に容認されなければならない(Sec.210(n)(9))。

3. 新たな整然清算制度の特徴

(1) 経営者や株主等の責任の明確化

新たな整然清算の手法は、対象金融会社に適用することで米国の金融安定に対する危険および、そのような危険を及ぼす可能性のある金融会社のモラル・ハザードを減少させることが目的である。整然清算の実行には、債権者や株主が当該金融会社の損失を負担することや、経営の失敗を招いた経営者の排除が求められる、

FDICや関連する規制機関には、経営者や取締役などの関係者に相応の責任を負担させることが求められている(Sec.204(a))。

特にTitle IIのSec.206は、FDICに対して図表7の義務を課している。Sec.206は、FDICの利益相反を防止するとともに、対象金融会社の経営者や取締役への責任追及を明記している。またSec.210(s)は、すでに退職している者を含めて、対象金融会社の破産に責任がある上級執行役員(Senior Executive)および取締役から、彼らが過去2年間において受領した報酬を回収する権限をFDICに認めている³⁰⁾。

さらにSec.213では、対象金融会社の上級執行役員および取締役に違法行為等の不適切な行為が認められる場合、最小でも2年以上の期間にわたり、当該上級執行役員等がいかなる金融会社で働くことも禁止する権限をFRBとFDICに与えている³¹⁾。

(2) 整然清算に用いる資金

FDICは、Sec.206の義務を満たし、Sec.210(n)(9)が求める整然清算計画に沿って、整然清算のための資金を使うことが出来る。この資金の使用用途には、対象金融会社(対象子会社を含む)に対する貸付や保証、対象金融会社の債務の引受や保証、法に従った支払いが含まれる

(Sec. 204(d))。

ドッド・フランク法 Title II の Sec. 214は、新たな整然清算制度によって管財人である FDIC の管理下となったすべての金融会社の清算を定め、その清算を妨げるために税金を用いることを禁止している。また、金融会社の清算に用いられた資金は当該金融会社の資産の処分による回復、あるいは金融業界からの徴収によらなければならない。納税者は、いかなる権限の行使による損失も被ってはならない。

FDIC が整然清算を実行する際に必要な資金は、Sec. 210(n)により米財務省内に新たに設けられた整然清算基金によって賄われる。その資金は、FDIC が発行し財務長官が購入する公債 (Obligation) によって調達される (Sec. 210(n)(5))。また Sec. 212は、対象金融会社の整然清算において、Title II が定める以外の資金を用いることを禁止している。整然清算基金が賄う資金には、管理費用の支払いや、FDIC が発行する公債の元利の払いも含まれる。この FDIC の公債は、市場金利に公債の購入者である財務長官が示す上乗せ金利を加味して発行される。しかしながら公債の発行にあたり、FDIC は資金の返済計画に関して財務長官との合意を得る必要がある (Sec. 210(n)(9)(B))。さらに FDIC は、対象金融会社の直近の財務諸表における総連結資産の10%および総連結資産の公正価値の90%を超えて公債を発行することは出来ない。

IV. 規制対象の拡大

1. 店頭デリバティブ市場への規制導入

店頭 (Over the Counter, OTC) デリバティブは、金融危機を拡散させたツールの1つと考

えられている。米国店頭デリバティブ市場は、連邦監督機関が十分に監督権限を与えられていない「影の銀行システム」(Shadow Banking System) に属しており、連邦監督機関による監督権限の必要性とリスク管理の重要性は共通認識となっている。

これまでの米国は、1998年の Long-Term Capital Management L.P. (LTCM) 社の巨額損失などを受けても、例えば2000年に成立した商品先物現代化法 (Commodity Futures Modernization Act) が代表例であるように、店頭デリバティブの自由取引を優先させ、基本的には SEC や商品先物取引委員会 (CFTC) などの連邦監督機関の規制対象外としてきた。しかしながら2009年9月の G20などで、影の銀行システムに対する規制導入が国際的に合意を得たこともあり、ドッド・フランク法の Title VII において、店頭デリバティブ市場への新たな規制が導入された。米国における店頭デリバティブ市場の発展と規制の検討については若園 [2012] で詳細に検討している。合わせて参照ねがいたい。

(1) ドッド・フランク法が導入する新たな規制

ドッド・フランク法は、その Title VII において、店頭デリバティブ規制の包括的な見直しを行っている³²⁾。

Title VII では、CFTC が管轄するスワップと SEC が管轄する証券ベーススワップに関して、ほぼ同様の内容を規定している。スワップ (証券ベーススワップ) デイラーや中央清算機関 (Central Counterparty, CCP)、データ蓄積機関などは CFTC ないし SEC への登録が求められ、商品取引所法 (Commodity Exchange

Act, CEA) や証券取引所法の下、これら連邦監督機関の規制対象として、取引内容等に関する報告や記録およびその保管、最小資本やマージンの要求等が行われる。Title VIIが定める除外規定に該当しないスワップ（証券ベーススワップ）取引は、別途定める清算機関を通じた清算と、DCM (Designated Contract Market) での取引が義務化された。また、店頭デリバティブ取引は、定義が修正された適格契約参加者に限定されている³³⁾。

Title VIIにより、市場の透明性向上や取引の健全性確保が期待される。しかしながら、スワップ（証券ベーススワップ）、スワップ（証券ベーススワップ）ディーラー、主要なスワップ（主要な証券ベーススワップ）参加者、適格契約参加者等（CEAを修正）の詳細な解釈はTitle VIIにおいて示されていない。これらは、CFTCとSECが協調の上で改めて規則で定める対象とされた³⁴⁾。また、例えばSec. 723(a)やSec. 763(a)のように、清算が要求されない取引など、Title VIIには複数の除外規定も設けられている³⁵⁾。これらは、デリバティブ取引への参加者に対するTitle VIIの実効性が、CFTCやSECの規則に大きく依存することを意味する。つまりは、デリバティブ市場の安定性のみならず、その成長性や革新性の相当程度が連邦監督機関の管理能力に左右されると言えよう。

今後のデリバティブ・ビジネスにとって最も注目すべき項目は、金融機関のビジネス行為を直接的に制約するSec. 716（通称「Lincoln修正条項」）であろう³⁶⁾。Lincoln修正条項は、スワップ・エンティティに対する連邦政府の財政支援（Bailout）を禁止する。この連邦政府の財政支援には、FRBのディスカウント・ウインドウや信用供与（Credit Facility）の他、

FDICの提供する預金保険の利用が含まれている³⁷⁾。当初の当該条項は、単純に商業銀行などの金融機関がデリバティブ取引を行うことを実質的に禁止し、Sec. 619（いわゆるボルカー・ルール）と並んで、大手金融機関の業務を著しく制限する法文として捉えられた。しかしながら法案の一本化を検討した両院協議会において、Sec. 716(c)には除外規定が加えられ、預金保険対象機関は自身が主要なスワップ（証券ベーススワップ）参加者であることは可能になり、また、スワップ・エンティティを子会社化する場合に上記の禁止事項は適用されないこととなった。さらに、預金保険対象機関本体においても、リスクヘッジやリスク軽減などの目的で行うデリバティブ取引が認められ、CDSに関しても清算機関で清算を行えば取引が可能とされた（Sec. 716(d)）。

これらの米国の店頭デリバティブへの規制アプローチは、これまでの競争を基礎とした市場規律型から、連邦監督機関による直接的な監視型へと変化をしたと言えよう。しかしながら、Title VIIの複雑さは実際の市場管理において多くの抜け穴を生み、連邦監督機関の現実的な対応を困難にさせかねない。事実、2013年になり、Sec. 716を廃止する法案も上院や下院で提出されている。

（２） CFTCとSECが新たに導入した主な規則

Title VIIがCFTCならびにSECに命じたがデリバティブ関連規則の中でも、スワップやスワップディーラー等の定義（Sec. 712(d)）は、Title VIIが導入した様々な規制の適用範囲を決定し、規制の実効性を左右する重要な項目である。

例えば、Title VII の Sec. 721(c) や Sec. 761(a) が明記したスワップディーラー等の定義は、CEA の Sec. 1a (49)(A) および証券取引所法の規則 3a71-1 として新たに加えられた。CFTC と SEC の最終規則では、これらの定義の詳細な解釈を与えている³⁸⁾。

また、Sec. 721(a) における、いわゆるオプションやこれまで慣例的にデリバティブと呼ばれている取引等を含め、広い概念のスワップ（証券ベーススワップ）を定義し、金利スワップを初めとする 22 のカテゴリーと、スワップから除外される 10 のカテゴリーは、CFTC と SEC の連名で公表された最終規則（2012年 8 月 13 日）によって CEA の Sec. 1a (47)(A) とされた。その結果、天然ガスなどの先渡取引契約やカーボン・オフセットなどの環境コモディティ（Environmental Commodity）などの一部の取引を除いて、ほとんどのデリバティブ取引がスワップ（証券ベーススワップ）として定められた。スワップ等の定義の確定により、CFTC ならびに SEC は全般的なデリバティブ取引に監督を行うことが可能となった。しかしながら、一部のエネルギー企業のデリバティブ取引には CFTC の監督権限が及ばず、2004 年に連邦議会で問題視されたような、いわゆるエンロン・ループホールは、依然として手当されていない。

2. ヘッジ・ファンドの規制

ヘッジ・ファンドを含むプライベートファンドは、その規模や複雑さによって FSOC が指定するノンバンクの SIFIs に指定される可能性がある。しかしながら金融危機の要因分析において、危機当時の大手銀行や保険会社（AIG）などが金融システムに与えた影響と比較すれ

ば、これらファンド自体への規制対応は喫緊の課題とはならない。とはいえ、欧米の大手銀行等と傘下のヘッジ・ファンドとの関係の不透明性は、規制当局によるシステミック・リスクの監督にとって障害となっていた。また金融危機時に、顧客からの換金要請への対応や流動性の確保のために、多数のヘッジ・ファンドが保有資産の投げ売りを行ったことが大幅な資産価格の下落の一因になったことなどが指摘されている。さらに、いわゆるメイトフ事件を代表例として、近年ヘッジ・ファンドが絡む詐欺事件が増加したこともあり、投資家保護の強化の観点からも規制の必要性が高まっていた。

ドッド・フランク法は Title IV において、①ヘッジ・ファンド・アドバイザーの登録、②ヘッジ・ファンドによる記録保持および SEC への報告義務、③銀行によるヘッジ・ファンドへの投資抑制の 3 点で新たな規制の付与と見直しを行っている。ただし、ヘッジ・ファンドが発行する持分証券や、ヘッジ・ファンド自体に投資会社登録を求めておらず、ヘッジ・ファンドの利点である投資戦略の柔軟性を損なう規制は見送られた。米国におけるヘッジ・ファンド規制の推移は若園 [2011] で詳しく論じている。

(1) アドバイザーの登録と情報収集権限の確立

ヘッジ・ファンドは形態から私募ファンドに分類され、その本来の性質は投資会社法が扱う投資会社であるものの、ファンドの登録免除規定などに該当するため多くの規制の対象外となっていた。ドッド・フランク法の Sec. 619 は、新たにヘッジ・ファンドの定義を試みているが、詳細は FRB などの銀行規制当局、SEC

やCFTCが作成する規則に依存する。

ドッド・フランク法は投資顧問法等を修正し、ヘッジ・ファンドのアドバイザーへの規制を見直した。ヘッジ・ファンド・アドバイザーのSEC登録に関して、Sec. 403で登録の主要な免除規定であった投資顧問法のSec. 203(b)(3)に“other than an investment adviser who acts as an investment adviser to any private fund”の一文が挿入された。この投資顧問法の修正により、ベンチャー・キャピタルへのアドバイザーや外国プライベート・アドバイザー(Foreign Private Adviser)を除いて、ヘッジ・ファンド・アドバイザーは顧客数等に関係なく、原則としてSECないしは州の証券当局への登録が義務づけられた。

またSec. 410は、投資アドバイザーに対してSEC等への登録を明記している。従来は運用資産額がUS\$25mio以上のアドバイザーがSECの監督対象となっていたが(未満は州が管轄)、ドッド・フランク法はその境界をUS\$100mioまで引き上げている。ただしSec. 408はSECに対して、運用資産額がUS\$150mio未満のプライベート・ファンド・アドバイザーの登録を免除する権限を定めている。従って、アドバイザーの業行為環境や今後のSEC規則によって異なるが、運用資産額がUS\$100mioからUS\$150mioを境として、運用資産額が少額のヘッジ・ファンド・アドバイザーは州の証券当局の管轄とされた。このようにドッド・フランク法は、ヘッジ・ファンド・アドバイザーの登録を原則義務化したと同時に、結果として従来よりも州が管轄するアドバイザーの対象を拡大している。これは、SECの監督リソースを中規模以上のアドバイザーに集中させる意図であろう。

ヘッジ・ファンド・アドバイザーに対するSEC登録は、SECが登録アドバイザーに対する監督権限を得たことを意味する。Sec. 404では、SECが登録アドバイザーに対して報告やデータの提供を要求する権限が明記されている。これらには、①運用資産額、②レバレッジの使用、③クレジットリスク総量、④ポジション、⑤評価方法、⑥保有資産の種類、⑦投資手法等が含まれている。

ヘッジ・ファンドに関連する投資者保護に関しては、Sec. 411で顧客資産の保護措置が登録アドバイザーに義務づけられている他、Sec. 413やSec. 418では、SECに対して自衛力認定投資家(証券法で規定)や適格顧客(Qualified Client, 投資顧問法で規定)の基準を適宜見直すことが求められている。

このようにドッド・フランク法は、ヘッジ・ファンドの優位性を保ったまま、ヘッジ・ファンドへの投資アドバイザーに対するSECの監督権限および登録アドバイザーを経由した情報収集権限の設定を通じて、ヘッジ・ファンドに対する新たな規制を試みている。ヘッジ・ファンド・アドバイザーのSEC登録が実現し、登録アドバイザーへの監督権限とアドバイザーを経由したヘッジ・ファンドの情報収集権限が明確化されたと言えよう。

しかしながらドッド・フランク法は、ファンド本体の設立に対して新たな規制を導入するものではない。また同法は、Sec. 406でSECやCFTCの連邦法上の権限を明確化しているが、「顧客(Client)の定義」を権限から除外し、SEC等が顧客の解釈を変更することを防いでいる³⁹⁾。つまりは、FSOCによってSIFIsに指定された特定のヘッジ・ファンドを除き、登録されたアドバイザーの行為等を別段に抑制する

ものではない。例えば現行の投資顧問法 Sec. 205(a)(1)により、SECへ登録された投資アドバイザーは基本的にパフォーマンス・フィー契約を締結することが出来ない。しかしながら同法 Sec. 205(e)の下、SECは規則205-3により適格顧客との契約については、登録アドバイザーがパフォーマンス・フィー契約を締結することを認めている⁴⁰⁾。ドッド・フランク法によって、SECへのアドバイザー登録の対象となるファンド規模が引き上げられたにもかかわらず、2011年5月にSECが提示した規則205-3の修正案は、適格顧客の基準をインフレ率に連動させる程度に留め、その適用基準の引き上げは僅かである⁴¹⁾。

V. その他

1. ボルカー・ルール

ドッド・フランク法の Title VIには、銀行事業体 (Banking Entity) の行為を規制する⁴²⁾。いわゆるボルカー・ルール (Volcker Rule) が含まれている。ボルカー・ルールは、銀行持株法に追加する Sec. 13により、銀行事業体がヘッジ・ファンドやプライベートエクイティ・ファンドの保有やこれらファンドへの投資等を行うことを制限し、顧客と関係しない自己利益のための自己勘定取引 (Proprietary Trading) を禁止する。ポール・ボルカー元 FRB 議長の持論を実現した法文であることから、ボルカー・ルールと呼称されるが、この名称は Obama 大統領が連邦議会へ包括的金融規制改革法の要請を行った大統領スピーチにおいて使用されている。

金融危機の分析において、大手銀行と傘下の

ヘッジ・ファンドの関係が不透明であることは問題視されていた。しかしながら、外部のヘッジ・ファンド等への投資や自己勘定取引自体は、金融危機の要因であるとは考えられていない。Obama 大統領が当該ルールを求めた背景には、預金保険などのセイフティ・ネットの恩恵 (低コストでの資本調達など) を受ける商業銀行が危険度の高い取引を行っていることへの批判があった。また、Too Big To Fail と呼ばれる金融会社の救済に公的資金が注入されたことも、大手銀行の行為に制約を加える動機と言える⁴³⁾。

大手銀行など SIFIs に分類される金融会社が過度に危険な業務を行うことを抑制することは、金融の安定性に貢献するばかりでなく、行き過ぎた金融会社の規模や複雑性を抑制し、金融会社間の相関性を低め、経営破綻時の清算を容易にする効果があると考えられている。

(1) 銀行持株会社法の修正

ドッド・フランク法において、ボルカー・ルールと呼ばれる法文は、Title VI の Sec. 619 のみである。Sec. 619 は、銀行持株会社法に Sec. 13 を追加し、原則として銀行事業体自己勘定取引を行うこと、および、ヘッジ・ファンドならびにプライベートエクイティ・ファンドの取得、いかなる持分・パートナーシップ・所有権 (Ownership Interest) の獲得、もしくはスポンサーとなることを禁止している。また、SIFIs に指定され FRB の監督対象となったノンバンク金融会社は、自己勘定取引やヘッジ・ファンド等を保有する場合などに、原則として追加的資本の要求や取引の制限が行われる (これらの行為は禁止されない)。

ただし Sec. 19 は別途、銀行事業体および

図表8 銀行持株法の Sec.13(d)(8)で示される銀行事業体のファンド組成・保有条件

1. 誠実 (Bona Fide) な信託, 受託者もしくは投資助言サービスを提供する
2. ファンドが誠実な信託や投資助言サービス等に関連してのみ, そして, これらサービスの顧客に対してのみ組成・オファーされる
3. 「些細な投資」を除きファンドに対する持分, パートナースhipその他の所有権を取得・保持しない
4. サブパラグラフ(f)のパラグラフ(1)(2)の制限を遵守する
5. ファンドまたは当該ファンドの投資対象であるヘッジファンド等の債務や成績を直接的・間接的に保証, 引受けまたは保険しない
6. コーポレート, マーケティング, プロモーションその他目的のためにヘッジファンド等と同じ名称もしくは基づいた名称を共有しないこと
7. 投資助言等のサービス提供に直接的に従事する銀行事業体の取締役や従業員を除き, 取締役や従業員がヘッジファンド等の持分, パートナースhipやその他所有権を取得・保持しない
8. ファンドの投資家 (および見込み投資家) に対して, ヘッジファンド等のいかなる損失も投資家のみを負担となり銀行事業体の負担とはならず, 連邦銀行監督機関等による追加的規則によってヘッジファンド等の損失の投資家負担とされることを文書で開示する

FRB 監督対象のノンバンク金融会社に許容される業務 (Permitted Activities) を定めている⁴⁴⁾。自己勘定取引に関して許容される主な業務には、①米国債および政府機関・州政府・地方自治体等が発行する証券の売買、②引受けおよびマーケット・メイクに関連する取引 (期待される短期的需要を超えない)、③リスクヘッジを目的とする取引、④顧客の代理として行う取引などが含まれる。また銀行事業体は、図表8で示す「些細な投資」(De Minimis Investment) などの条件を満たした場合、ヘッジ・ファンド等の組成や保持が可能となる。この些細な投資とは、①銀行事業体と無関係な投資家を積極的に探し、②ファンド組成から1年以内 (FRB より2年間の延長が可能) に銀行事業体が保有する所有権が全体の3%を超えない程度まで希薄化され、③保有する総てのファンドの所有権が当該銀行の Tier1自己資本の3%を超えてはならない投資であり、さらに、④ファンドへの総投資残高は当該銀行事業体の資産および有形株主資本 (Tangible Equity) から控除される⁴⁵⁾。

Sec.619の定めにより、ボルカー・ルールの要求に基づく細かな規則は、FSOCによる調査とリコメンドを受けて5つの監督機関 (連邦銀行監督機関とSECならびにCFTC) が共同で作成する。その際に、FSOCの議長である財務長官には、作成される細則の調整が求められる。

(2) 5つの連邦監督機関による共同規則

2011年1月にFSOCが提示した調査結果を受け、5つの連邦監督機関による規則策定が本格化した⁴⁶⁾。しかしながらその作業は難航している。先に4つの機関 (FRB, OCC, FDIC およびSEC) によって、2011年10月に第1回目の共同規則案 (プロボーズド・ルール) を公開され、広くパブリック・コメントが求められた。残るCFTCはこの共同規則案に若干の修正を加えて、2012年2月に規則案を公開している⁴⁷⁾。本来であれば、ドッド・フランク法Sec.619によって追加された銀行持株会社法の要求に従い、FSOCの調査結果が提示されてから9ヶ月以内に、5つの監督機関はボルカー・

ルールの細則を最終規則化しなければならない。本稿執筆時点でも、最終規則の施行時期は不明となっている。

この理由は、例えば「自己勘定取引」や「トレーディング勘定」などの定義や該当する業務の範囲、米国外への適用の是非など、実際の銀行業務に照らし合わせての規則化が困難である事項が多く含まれていることが挙げられる。ドッド・フランク法の Sec. 619は、記述されている定義が曖昧であり、また、例えば米国債のトレーディングは許容される自己勘定取引として記載されているものの、日本国債など米国外のソブリン債などの取引は許容される取引に含まれていないなど、法文としての完成度が低いと言わざるを得ない⁴⁸⁾。Obama 大統領の要請によって急遽法文化された弊害が最も強く出ている条項と言える。

ボルカー・ルール自体が短い法文であるのに対し、5つの連邦監督機関が公開した規則案は数百ページに及び、400近くの質問項目が含まれていた。また SEC によれば、2012年2月のパブリック・コメントの締め切り時に寄せられたコメント・レターは16,000件以上に及ぶ。このため、その細則の評価は再提示が予想される第2回目の規則案を待たなければならない。Sec. 619が定める内容は2012年7月（ドッド・フランク法成立から2年後）に施行されているが、この新たな銀行の行為規制がどの程度の効果（負の効果を含めて）をもたらすのかは、依然として不透明である。

2. 信用格付会社の監督強化

2001年のエンロン事件を契機に、米国では信用格付会社（Credit Rating Agency）に対する監督の見直しが進められてきた。通称サーベン

ス・オクスリー法（SOX 法、2002年成立）が SEC に命じた信用格付会社に対する調査（SOX 法 Sec. 702）を経て、2006年9月に成立した信用格付会社改善法（Credit Rating Agency Reform Act）により、NRSRO（National Recognized Statistical Rating Organization）は SEC への登録が求められ、利益相反やコンプライアンス体制の整備が義務付けられている⁴⁹⁾。また金融危機においては、特にサブプライム・モーゲージを含んだモーゲージ担保証券（MBS や RMBS）や再証券化による債務担保証券（CDO）に対して与えられていた信用格付が実態を反映していなかったと批判されていた。

信用格付会社の監督強化は、証券規制の改革を扱ったドッド・フランク法の Title IX（Subtitle C）に含まれている。この Sec. 931において、上記の仕組み金融商品（Structured Financial Products）に対する信用格付の正確さが金融機関や投資家のリスク管理を失敗させ、米国および世界経済の健全性を脅かしたとの連邦議会の考えが示されている。また、信用格付機能への公的な監督と説明責任の必要性を認め、信用格付会社の利益相反に対処する SEC の権限強化が明記された。

NRSRO の監督、説明責任、透明性の強化が Sec. 932(a)などで盛り込まれた。NRSRO には、①信用格付の方針や手法等に関する合理的な実行や堅持に関する効果的な内部統制組織の設立と維持や、②信用格付に関連する従業員の利益相反に関するレビュー、③半数以上を独立取締役（Independent Director）が占める取締役会の設置などが求められた。また監督機関である SEC には、新たに信用格付局（Office of Credit Ratings）を設置と、当該部局による

NRSRO の監督および年次監査が義務づけられた。さらに SEC には、NRSRO の信用格付手法等に関する規則や、NRSRO のセールスやマーケティング活動から信用格付の切り離す規則など、複数の規則の制定が求められている⁵⁰⁾。

3. 証券化プロセスの改善

サブプライム・モーゲージを含んだ仕組み金融商品が証券化される過程において、いわゆる「売却を前提とした組成モデル (Originate to Distribute Model)」には、重大な問題があることが指摘されていた。つまりは、ローンの貸し手が借り手の信用リスクに鈍感となることや、再証券化などによる複雑な商品構成によって投資家のリスク認識が困難になり、信用格付に過度に依存せざるを得ないことなどである。しかしながら、金融危機を経ても証券化手法を用いての資金調達是有用であり、証券化自体を規制するのではなく、そのプロセスに規制を導入することが適当であると考えられた。ドッド・フランク法の Title IX (Subtitle D) は、証券化業者であるセキュリタイザー (Securitizer) に対して一定の信用リスク保持を義務とし、資産担保証券 (Asset Backed Security, ABS) の発行体に対する情報開示の要求などを定めている⁵¹⁾。

セキュリタイザーによる信用リスク保持は Sec. 941(b) が定めている。Sec. 941(b) は証券取引所法を修正して、連邦銀行監督当局等に対して、資産担保証券の発行を通じて第三者に移転、売却、譲渡される資産の信用リスクに関する一定割合の経済的利害をセキュリタイザーに保持させる共同規則の制定を命じている⁵²⁾。当該共同規則では、資産担保証券の対象資産また

は資産担保証券の担保資産に適格住宅ローン (Qualified Residential Mortgage) が含まれない場合、セキュリタイザーは信用リスクの 5% 以上を保持することが含まれる⁵³⁾。この信用リスク保持は、セキュリタイザーが預金保険加入機関であっても適用され、セキュリタイザーが当該信用リスクを直接的も間接的にもリスクヘッジすることは禁止される。

また Sec. 942(b) は SEC に対して、投資家が相当の注意を払うことを目的に、資産担保証券の裏付けとなる資産に関する情報開示を当該証券の発行体に要求する規則を作成するよう促している。この情報開示は、証券取引所法の Sec. 7 に追加された条項に従い、SEC が定める比較が容易となるような形式で提供され、トランシェもしくはクラスごとに行われる。

VI. おわりに

ドッド・フランク法は、店頭デリバティブ市場への規制導入など、これまで求められてきた規制対応や各分野での情報開示の強化などを実現し、市場の監視体制を充実させたと言えよう。しかしながら同法を冷静に評価してみると、その設計には疑問が残る点も多い。

例えばドッド・フランク法がもたらす新たな金融システムは、FRB や FDIC などの連邦監督機関の権限強化が基盤となっている。金融危機においてこれら監督機関に見られた混乱は、単に法的権限が不足していたことだけが原因ではないだろう。ドッド・フランク法の中で、これら監督機関の抜本的な見直しに関する規定は驚くほど少ない。また、FSOC の設立はドッド・フランク法の中核であるが、その組織構造は基本的に会議体である。マクロ・プルーデン

ス政策の担い手として FSOC の組織構造が適しているかには疑問が残る。この他ドッド・フランク法は、新たな整然清算手続きなどで財務長官を金融規制システムに組み込んでいる。金融市場が混乱した場合に、金融システムが財務長官の個人的資質に過度に依存する危険が生じる。金融危機の再発防止を目的とするにも係わらず金融危機の要因分析の結果を待たずに立法化されたことは、同法の根本的な問題であろう。

注

- 1) FSOC の義務は、ドッド・フランク法の Title I, 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。
- 2) FSOC の議長である財務長官に金融機関等の監督や規則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則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、例えばドッド・フランク法の 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。
- 3) FSOC の専属スタッフは2011年末時点で僅か17名であり、その予算は2011年が約 \$2.9mio, 2013年が約 \$5.6mio, 2014年(予定)で約 \$7.7mioに過ぎない。FSOC の会合は、2011年が12回、2012年が13回、2013年(10月8日まで)が12回である(ドッド・フランク法の定めでは、四半期に1回以上の会合が求められる)。ただし、メンバーの代理人による会合は2週間に1度のペースで開催されている。
- 4) もとより銀行持株会社は FRB の監督下であるが、ドッド・フランク法は、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))。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)に記載されている。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。
- 5) 金融調査ファンドは米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。
- 6) 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ー委員会 Financial Research Advisory Committee) を設置した。
- 7) 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。
- 8) 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。
- 9) 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 (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、国民の同意をとまわらない FRB や地区連銀の権限集中に対する批判である。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見られる。
- 10) ドッド・フランク法では、Bureau of Consumer Financial Protection の標記 (BCFP) であるが、設立された機関の名前は Consumer Financial Protection Bureau であるため、本稿では CFPB の略称を用いる。消費者 (Consumer) の定義には、個人の他に、個人の代理人や被信託人、代表者などが含まれている。
- 11) CFPB が発足後も、FTC は連邦取引委員会法 (Federal Trade Commission Act) で認められた権限を保持している (Sec. 1061(b))。2012年12月時点での CFPB のスタッフは1,073名であり、商品先物取引委員会 (CFTC) (2012年11月で703名) よりは多いものの、4,000人近いスタッフを抱える SEC や OCC と比較して小規模に留まっている。
- 12) この法執行の内容は Subtitle E (Sec. 1051~1058) で定められており、調査権限、排除命令 (cease and desist order) を発令する権限、に裁判所への民事制裁金や民事訴訟等を提起する権限などが含まれている。
- 13) 第112回連邦議会の下院において、ドッド・フランク法の Sec. 1023を修正し、CFPB の長官を除いた議決権を有するメンバー (現行法は含める) による過半数 (現行法は3分の2) の賛成によって、CFPB の最終規則等の廃止を可能とする Consumer Financial Protection Safety and Soundness Improvement Act of 2011 (H.R. 1315) が通過している (上院は通過せず)。
- 14) 投資家諮問委員会の構想は、下院金融サービス委員会 で検討されていた法案である The Wall Street Reform

- and Consumer Protection Act of 2009 (H.R. 4173) に含まれていた。
- 15) ドッド・フランク法 Sec. 915の表記では Office of the Investor Advocate. この他, Sec. 912で SEC の規則やプログラムを評価する目的での情報収集や投資家テスト (Investor Testing) を実施する権限が SEC に与えられている。
 - 16) SEC が2008年1月に公開した通称ランド報告書 (Rand Report) によれば, ブローカーと投資アドバイザーの違いが近年不明瞭になってきており, 投資家側にとっては両者の役割は本質的に変わらない。
 - 17) 投資顧問法の Sec. 206は SEC へ登録された投資アドバイザーに対する禁止取引の規定であるが, 1963年の連邦最高裁判所の判決 (SEC v. Capital Gains Research Bureau, Inc.) によって, 投資顧問法の適用上, 登録投資アドバイザーに対して信託義務を課していると解釈された。この信託責任には, 利益相反の排除や顧客の信頼の不当な利用などが含まれる。一方で投資顧問法の Sec. 202(a)は, そのアドバイスが付随的であり, かつ, そのアドバイスに対して特別な報酬を受け取らないブローカー・ディーラーを投資アドバイザーの定義から除外している。
 - 18) また Sec. 913は, SEC に対してブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対する法執行を統一することを求めている。すでに SEC は Post-Madoff Reform (メイドフ事件を踏まえて SEC が2009年9月に公表した改革) において, ブローカー・ディーラーと投資アドバイザーに対する検査を統一化している。
 - 19) 連邦上院議会の調べによれば, 2008年からドッド・フランク法の成立までに破綻した金融機関の資産額の73% は OTS が監督対象とした金融機関の資産であった (2008年の初めに OTS が監督対象とした金融機関の資産額は全体の12%)。また, AIG は連邦監督機関として FRB や OCC を選択することも可能であったが, 最も監督基準が緩い OTS を選択したと言われている。
 - 20) ドッド・フランク法の Sec. 502は, 米財務省に関する合衆国法典 (31 USC Chapter3, Subtitle I) に FIO に関する Sec. 313を追加している。
 - 21) 例えば, 1998年にヘッジ・ファンドである LTCM (Long Term Capital Management L.P.) が経営危機に陥った際にも, 当該会社に対する既存の連邦倒産法の適用には問題があることが指摘されていた。
 - 22) Lehman Brothers は, 米国内において, 倒産した証券子会社には証券投資家保護法 (Securities Investor Protection Act), 保険会社には州の保険法, 預金保険加入の銀行子会社には連邦預金保険法 (Federal Deposit Insurance Act) が適用された他, 持株会社およびその他の子会社には連邦倒産法が適用されている。
 - 23) 預金保険加入金融機関は「対象金融会社」には含まれず, 従来通り連邦預金保険法に基づいて FDIC が破綻処理を行う。
 - 24) Sec. 201(b)によれば, FDIC が財務長官と相談のうえ定める規則に基づき, 付随業務を含む金融業務からの連結収入が総連結収入の85%未満の会社は「金融会社」に含まれない。
 - 25) 金融会社の最大の子会社 (総資産ベース) がブローカー・ディーラーの場合, 文書による勧告は FDIC へのコンサルテーションを経て, SEC の委員会の3分の2以上および FRB の理事会の3分の2以上の同意をもって行われる。同様に最大の子会社が保険会社の場合, FDIC へのコンサルテーションを経て, FRB の理事会の3分の2以上の同意と FIO の賛同をもって行われる。
 - 26) 証券取引所法により SEC に登録され, 証券投資家保護公社 (SIPC) のメンバーであるブローカー・ディーラーは, 「対象ブローカー・ディーラー」(Covered Broker or Dealer) と呼称され, 管財人としての FDIC は, SIPC を清算人 (Trustee for the Liquidation) に任命する。対象ブローカー・ディーラーの整然清算に関しては Sec. 205を参照。
 - 27) FDIC を管財人に任命することに対象金融会社の取締役会から同意が得られない場合, 財務長官はワシントン D.C. の連邦地方裁判所に, 財務長官に FDIC を管財人に指名する権限を認める命令 (Order) を申立てる (Sec. 202)。
 - 28) FDIC の管財人としての与えられた権限の基準期間は3年間であるが (Sec. 202(d)(1)), FDIC 総裁が必要であると判断し, 上院銀行・住宅・都市問題委員会と下院金融サービス委員会への文書による認証をもって1年間の延長が可能である (Sec. 202(d)(2))。また FDIC 総裁は, 財務長官へのコンサルテーションを経て, 上下院両委員会へ同様の認証を提出した場合, 管財人としての権限をさらに1年間延長することが可能である (Sec. 202(d)(3))。
 - 29) ブリッジ金融会社の存続期間は設立より2年間であるが, FDIC は1年間の延長を3度まで実施することができる (Sec. 210(h)(12))。
 - 30) この報酬 (Compensation) には, 給与, ボーナス, インセンティブ, 手当 (Benefit), 退職金 (Severance) や買収時の退職金 (Golden Parachute Benefit) の他に対象金融会社の証券を売却することによって得られた利益も含まれ, その詳細は FDIC が規則で定める。また, 回収の適用となる2年間は FDIC が管財人に任命されてより遡るが, 詐欺的行為が認められた場合, その期間は無期限に遡ることが出来る。
 - 31) 対象金融会社が FRB の管轄である場合は FRB が権限を有し, それ以外の場合は FDIC が権限を有する。
 - 32) Title VII は, 店頭スワップ市場の規制 (主に CFTC) に関する Subtitle A (Sec. 711~754) と, 証券ベースのスワップ市場の規制 (主に SEC) に関する Subtitle B (Sec. 761~774) から構成される。また Subtitle A は, Part I (規制権限) と Part II (スワップ市場の規制) から成り立つ。
 - 33) ドッド・フランク法以前より, 適格契約参加者は CEA の Sec. 1a (12) で定義されており, ①金融機関, ②州政府や外国政府によって規制される保険会社, ③1940年投資会社法の規制に従う投資会社, ④コモディティ・プール (商品ファンド) (総資産が \$5mio 超等), ⑤会社やパートナーシップ, 信託等 (総資産 \$10mio 超等), ⑥ ERISA 法に従う従業員退職給付プラン (総資産が \$5mio 超等) などが該当する。

米国における包括的金融規制改革法の全体像

- 34) スワップ（証券ベーススワップ）のおおまかな定義は Sec. 721(a)で与えられており、また、同条項において10の契約等がスワップの定義から除外されている。定義から除外された契約等には1974年のCEA改正で規制対象外とされた先渡取引も含まれている。これら定義に関する議会での議論は、両院協議会の記録（Congressional Record of House, H5233-H5261, 2010年6月30日）を参照されたい。
- 35) Sec. 723(a)の除外規定の対象は、取引の一方が①フィナンシャル・エンティティ（Financial Entity）ではない、②ヘッジやリスク軽減が目的である、③CFTCが認める場合、となっている。フィナンシャル・エンティティには、①スワップ（証券ベーススワップ）ディーラー、②主要なスワップ（証券ベーススワップ）参加者、③コモディティ・プール、④1940年投資顧問法のSec. 202(a)が定める私募ファンド、⑤エリサ法（ERISA）が定める従業員退職給付プラン、⑥銀行持株会社法が定める銀行業等の従事者等が該当する。
- 36) 2010年4月に上院へ提出され、5月20日に上院を通過した。スワップ・プッシュアウト・ルール（Swap Pushout Rule）とも呼ばれている。米財務省の草稿がベースとなる下院案との摺り合わせを行った両院協議会では、当該修正条項に対するFDICのSheila Bair議長やFRBのBenjamin Bernanke議長の反対もあり、ドッド・フランク法の一歩化にとって大きな障害となった。
- 37) スワップ・エンティティとは、CEAもしくは証券取引所に登録されるスワップ（証券ベーススワップ）・ディーラー、主要なスワップ（証券ベーススワップ）参加者が該当する（Sec. 716(b)）。
- 38) この最終規則で注目されたのは定義からの最小除外条件（De Minimis Exception）の要件である。Title VIIでは、最小除外条件の項目のみが与えられていた。2010年12月に提示された規則案では、12ヶ月間での名目デリバティブ契約が\$100mioを要件としていたが、最終規則では\$8bioまで引き上げられ、定義からの除外条件が緩和されている。しかしながら、5年後にこの要件は\$3bioまで引き下げられ、規定では\$100mioまで引き下げることが可能である。
- 39) ヘッジ・ファンドには、ファンドのマネージャー等が自己資金を投資するため、顧客の概念を定義することに困難性をともなう。これは、2006年のいわゆるGoldstein判決の際、ワシントンD.C.巡回区連邦控訴裁判所が登録除外の条件として、①顧客が15未満、②投資アドバイザーとして広告等を行わない、③登録された投資会社等に対して投資アドバイザーとして活動しない、等を挙げたことも影響していると思われる。
- 40) SECの規則205-3と同様な規定は、多くの州の規制当局によっても導入されている。
- 41) <http://www.sec.gov/rules/proposed/2011/ia-3198.pdf>。
- 42) 「銀行事業体」は連邦預金保険法Sec. 3に新たな定義が加えられ、預金保険加入金融機関（信託人業務、受託者業務のみは除く）、預金保険加入金融機関を支配する会社、国際銀行法Sec. 8が対象とする銀行持株会社（外資系）、およびこれらの子会社と関連会社が該当する。
- 43) この他 Title VI の Sec. 622では、大規模金融会社（Financial Firm、預金保険加入金融機関、銀行持株会社、FRBの監督対象となるノンバンク金融会社等、銀行持株会社法Sec. 14(a)で新たに定義）の集中制限を設けている。銀行持株会社法のSec. 14（ドッド・フランク法Sec. 622で新設）により、大規模金融会社は、連結総負債が直近の年末時点でのすべての金融会社の総連結総負債の10%を超える場合、他の会社との合併や資産・支配権の取得が出来ない。
- 44) ただし許容される業務であっても、ボルカー・ルールが別途記述する制限（顧客や取引相手との利益相反が生じる場合や米国の金融安定性にとって脅威となる場合等）を受け、また、主要な連邦銀行監督機関（FRB、OCC、FDIC）やSECならびにCFTCが定める制約や制限に従わなければならない。
- 45) この控除は、Sec. 619が規定する追加的な自己資本の要求が行われる際に適用される。
- 46) このFSOC調査報告では、許容されない自己勘定取引を見分けるための定量的な基準（Revenue Based Metrics や Revenue to Risk Metrics, Inventory Metrics, Customer Flow Metrics）などが提示されているものの、自己勘定取引の定義の明確化は行われていない。当該調査報告の内容は、<http://www.treasury.gov/initiatives/documents/volcker%20sec%20%20619%20study%20final%201%2018%2011%20Org.pdf>を参照願いたい。
- 47) CFTC案は、共同規則案を実質的に踏襲した内容である。新たに合計で14の質問項目が追加され、共同規則案のSubpart Eが削除（FRBのみの適用となるため）されている。
- 48) 日本や英国等が自国の国債の取引を許容される自己勘定取引に含めるように要請している。また、各国の銀行業の団体等からも、この規則案に対して多くの修正を求めるコメントが出されている。例えば、わが国の銀行協会のコメントは<http://www.zenginkyo.or.jp/abstract/opinion/entryitems/opinion240113.pdf>を参照願いたい。
- 49) NRSROとはSECが認定した信用格付機関のこと。1975年にSECが導入したNet Capital Rule（SEC規則15c3-1）において、ブローカー・ディーラーの純資産を算出する際に、NRSROとして認定したS&P、ムーディーズ、フィッチの3社の信用格付を用いた。2013年10月時点では、日本格付研究所など10社がNRSROとしてSECに登録されている。信用格付会社改善法によって、NRSROのSEC登録および登録手続きの透明性がはかられた他、NRSROの利益相反の防止、信用格付プロセスの公開、信用格付会社のコンプライアンスの強化が行われている。
- 50) この他 Sec. 933では説明責任、Sec. 934ではNRSROが第三者より得た証券発行体による違法行為に関する情報を裁判所等へ報告する義務、Sec. 936では信用格付業務に従事する者の資質基準をSECが規則で定めることなどが記されている。
- 51) 証券化に関連する用語として、Sec. 941(a)は「資産担保証券」を、Sec. 941(b)では「セキュリティャイザー」と

- 「オリジネーター (Originator)」を定義している。
- 52) 信用リスクの保持規則は、証券取引所に新たに加えられた Sec. 15G により明示。この規制は、連邦銀行監督当局 (FRB・OCC・FDIC) および SEC が共同で作成するが、住宅ローン (Residential Mortgage) の資産担保証券の発行に関しては、共同規則の作成に住宅都市開発省 (Housing and Urban Development) 長官と FHFA が加わる。
- 53) この信用リスクの保持は Skin in the Game と呼ばれている。また、資産担保証券の対象となる資産が適格住宅ローンではなく、オリジネーターが所定の資産引受け基準に該当する場合には、セキュリティザーの信用リスクの保持は5%未満となる。この他 Sec. 941(b)には、信用リスク保持の適用除外要件も記されている。

参 考 文 献

- 松尾直彦 [2010] 『アメリカ金融改革法』, 金融財政事情研究会
- 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 [2011] 「米国におけるヘッジ・ファンド関連規制: ドッド・フランク法がもたらす変化」『証券経済研究』第74号, 日本証券経済研究所, 6月, 23-44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
- 若園智明 [2013] 「米国におけるマクロ・プルーデンス体制の構築」『証券経済研究』第83号, 日本証券経済研究所, 9月, 19-36頁
- Acharya, V. et al. [2009] “*Restoring Financial Stability*,” John Wiley & Sons, Inc.
- Acharya, V. et al. [2011] “*Regulating Wall Street*,” John Wiley & Sons, Inc.
- Axilrod, S. [2013] “*The Federal Reserve*,” Oxford University Press.
- Barwell, R. [2013] “*Macro Prudential Policy*,” Palgrave Macmillan.
- Berson, S. and Dave Berson [2012] “*The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*,” American Bar Association.
- Corder, K. [2012] “*The Fed and the Credit Crisis*,” Lynne Rienner Publishers.
- Department of the Treasury [2008] “*Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure*,” The Department of the Treasury.
- Department of the Treasury [2009] “*Financial Regulatory Reform a New Foundation*,” The Department of the Treasury.
- Davis, Richard. [2011] “*Managing to the New Regulatory Reality*,” John Wiley & Sons, Inc.
- Ferran, E. et al. [2012] “*The Regulatory Aftermath of the Global Financial Crisis*,” Cambridge University Press.
- Financial Crisis Inquiry Commission [2011] “*The Financial Crisis Inquiry Report*,” US Independent Agencies and Commissions.
- French, K. et al. [2010] “*The Squam Lake Report*,” Princeton University Press.
- Fuchita, Y. et al. [2012] “*Rocky Times*,” Brookings Institution Press.
- Hsu, S. [2013] “*Financial Crises, 1929 to the Present*,” Edward Elgar.
- McCarty, N. et al. [2013] “*Political Bubbles*,” Princeton University Press.
- Pozen, R. [2010] “*Too Big to Save?*,” John Wiley & Sons, Inc.
- Skeel, D. [2011] “*The New Financial Deal*,” John Wiley & Sons, Inc.
- Wolfson, M. et al. [2013] “*The Political Economy of Financial Crisis*,” Oxford University Press.

(当研究所主任研究員)