

## 米国財務省が明らかにした金融規制改革の構想 —競争力強化の観点からの規制構造改革案の提示—

小立 敬

### ■ 要 約 ■

1. 米国財務省は、2008年3月31日、「現代化された金融規制構造のためのブループリント」と題する米国の金融規制改革に関する提言書を公表した。これは、ポールソン財務長官が、米国の金融・資本市場の国際競争力を維持・向上するための行動計画として策定することを明らかにしていたものである。ブループリントは、短期、中期、長期の時間軸に分けて金融制度改革に関する提言を行っている。
2. サプライム問題に直接対応する短期的提言は、①大統領府金融市場作業部会（PWG）の機能、②モーゲージ市場における適切な監督規制、③連邦準備制度（FRS）による流動性供給という三つの論点に絞って提言が行われている。
3. 中期的提言は、銀行、保険、証券、先物取引といった現在の機能別規制の枠組みの維持を前提としながら、証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）の統合を含む証券規制と商品先物規制の一本化、また、保険に対する連邦レベルの監督規制の導入など、特定の金融セクターを対象に規制の重複の撤廃など規制の現代化を図ることを目的としている。
4. 長期的提言では、①市場の安定性に責任をもつ規制機関、②プルーデンスを担う規制機関、③業務行為を監督する規制機関から構成される「目的ベースの監督規制」という概念的なモデルが示されている。これは、機能別に分かれている現在の規制機関を再編し、市場の安定性、プルーデンス（健全性の維持）および消費者保護を図る業務行為という金融規制の最も重要な規制の目的に対して責任をもつ規制機関をそれぞれ設けるといった挑戦的なアプローチである。

## I 米国財務省の金融規制改革の構想

### 1. 競争力強化の観点からの金融規制改革の構想

米国財務省は、2008年3月31日、「現代化された金融規制構造のためのブループリント（Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure）」と題する米国の金融規制改

革に関する構想を描いた提言書を公表した<sup>1</sup>。このブループリントは、2007年6月に、ポールソン財務長官が米国の金融・資本市場の国際競争力を維持・向上するための行動計画として策定することを明らかにしていたものである<sup>2</sup>。

現在、サブプライム問題の影響が米国内に留まらずグローバルな金融・資本市場に波及しており、米国では資金繰り難に陥ったベア・スターンズの救済が行われるなど問題のさらなる深刻化に重大な懸念がもたれている。しかし、このような状況になるつい1年ほど前までは、米国における関心事は、米国の金融セクターや金融・資本市場の国際的な競争力の低下に対する懸念であった。2006年の終わりから2007年の初めにかけて、米国市場の国際競争力の低下に警鐘を鳴らすレポートが相次いで公表されている。これらのレポートでは、競争力低下の原因として、銀行、保険、証券、先物取引といった機能別に分かれ、さらに連邦レベルおよび州レベルで規制機関が存在する複雑な金融規制のあり方が、規制コストや規制の重複といった規制システムの非効率性を生んでいるという議論が行われていた<sup>3</sup>。

財務省は、このような競争力低下の懸念を受けて、2007年3月に業界トップや政策担当者などによる有識者パネルを開催し、米国の金融の国際競争力について議論を行っている。その有識者パネルでは、時代遅れとなった米国の金融規制の枠組みが金融セクターや金融・資本市場の競争力を損ねており、その結果、経済成長を支える力が失われているというコンセンサスを得ることとなった。

財務省が公表した今回のブループリントの背景について、サブプライム問題と直接的に関連づける報道もみられるが事実はやや異なる。ブループリントで示された提言は、サブプライム問題が深刻化する以前に米国で関心を集めていた金融セクターや金融・資本市場の競争力と金融規制のあり方に関する議論の延長線上に位置づけられるものである<sup>4</sup>。

実際、ブループリントのイントロダクションでは、米国の金融セクターや金融・資本市場の競争力の問題に焦点をあてていることが明確に示されている。つまり、資本市場のグローバル化、ITの発展と情報フローの拡大、資本市場で進む組織化、金融機関の高レバレッジ化と投資戦略の共通化、金融サービス業や金融商品のコンバージェンスといった最近の市場の大きな変化によって、米国の金融規制構造とより効率的な規制を敷く海外市場との規制のギャップが露呈し、また、米国の過剰な規制負担が明らかになることによって、市場参加者の海外逃避が進むことを危惧する旨が述べられている。

<sup>1</sup> 財務省のブループリントは、<http://www.treas.gov/press/releases/reports/Blueprint.pdf> で入手可能。

<sup>2</sup> <http://www.treas.gov/press/releases/hp476.htm> を参照。

<sup>3</sup> 関雄太・岩谷賢伸「米国資本市場の競争力低下と規制改革を巡る議論—資本市場規制に関する委員会中間報告」『資本市場クォーターリー』2007年冬号、関雄太「国際金融センターとしての地位低下を懸念するニューヨーク」『資本市場クォーターリー』2007年春号、関雄太「21世紀の米国資本市場規制に関する委員会」が見た課題」『資本市場クォーターリー』2007年春号を参照。

<sup>4</sup> なお、ブループリントは全体で約200ページの分量であるのに対して、サブプライム問題に対応する提言に割かれている箇所は10ページ強に留まっている。

## 2. ブループリントの構成とその概要

財務省のブループリントは、本文およびエグゼクティブ・サマリーで構成されており、その章立ては以下のとおりである。

- 第I章 エグゼクティブ・サマリー
- 第II章 イントロダクション
- 第III章 現在の規制の枠組みの歴史
- 第IV章 短期的提言
- 第V章 中期的提言
- 第VI章 最適な規制構造（長期的提言）
- 第VII章 結論

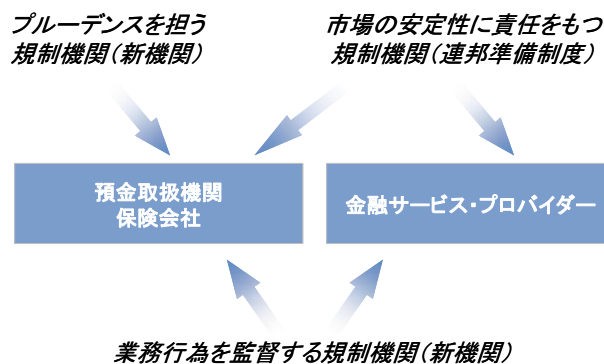
ブループリントは、短期、中期、長期という時間軸に分けて金融制度改革に関する提言を行っている。短期的提言および中期的提言は、米国の金融セクターや金融・資本市場の国際的な競争力の維持・向上といった観点からの最終目標とされる長期的提言につながるものとして位置づけられている。

短期的提言は、サブプライム問題に直接的に対応するものであり、直ちに措置すべきものとして位置づけられている。一般にサブプライム問題をめぐる議論では、金融機関のリスク管理や証券化商品のディスクロージャー、証券化商品の評価、格付の問題など広範な分野について様々な論点がある。一方、ブループリントでは、①大統領府金融市場作業部会(PWG)の機能、②モーゲージ市場における適切な監督規制、③連邦準備制度(FRS)による流動性供給という三つの論点が提示されており、長期的提言に関係するものに絞られている。

中期的提言は、現在の米国の金融規制においてコスト負担や非効率性の原因となっている機能別規制における規制の重複の撤廃に焦点をあてている。すなわち、銀行、保険、証券、先物取引といった現在の機能別規制の枠組みの維持を前提としながら、証券取引委員会(SEC)と商品先物取引委員会(CFTC)の統合を含む証券規制と商品先物規制の一本化、また、保険に対する連邦レベルの監督規制の導入など、特定の金融セクターを対象にして規制の現代化を図ることを目的としている。

さらに興味深いのは、ブループリントが最適な規制構造(optimal regulatory structure)として提案を行っている長期的提言の内容である。長期的提言では、「目的ベースの監督規制(objectives-based regulation)」という規制の枠組みに関する概念的なモデルが示されている。目的ベースの監督規制とはすなわち、機能別に分かれている現在の規制機関を再編し、市場の安定性、プルーデンス(健全性の維持)および消費者保護を図る業務行為という金融規制の最も重要な規制の目的に対して責任をもつ規制機関をそれぞれ設けるといった挑戦的なアプローチである。具体的には、①市場の安定性に責任をもつ規制機関、②プルーデンスを担う規制機関、③業務行為を監督する規制機関から構成される。①は現在のFRSがその役割を担うこととなるが、②と③はこれまでの規制機関を再編・統合して、新たな組織として設けられることになる(図表1)。

図表 1 目的ベース・アプローチによる金融規制の新たな枠組み



(注) 金融サービス・プロバイダーとは、ブローカー・ディーラーのほか、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、ミューチュアル・ファンドなどあらゆる金融サービス業が含まれる。

(出所) 財務省「現代化された金融規制構造のためのブループリント」

ブループリントは、自らが提案した目的ベースの監督規制のあり方について、金融改革の議論の叩き台として提示したものであって、直ちに現在の規制システムの変革を求めるものではないと述べている。目的ベースのアプローチは、米国の金融サービス規制の長い改革の道程における最初の一歩としての位置づけにある。

## II 現在の金融規制構造とその問題点

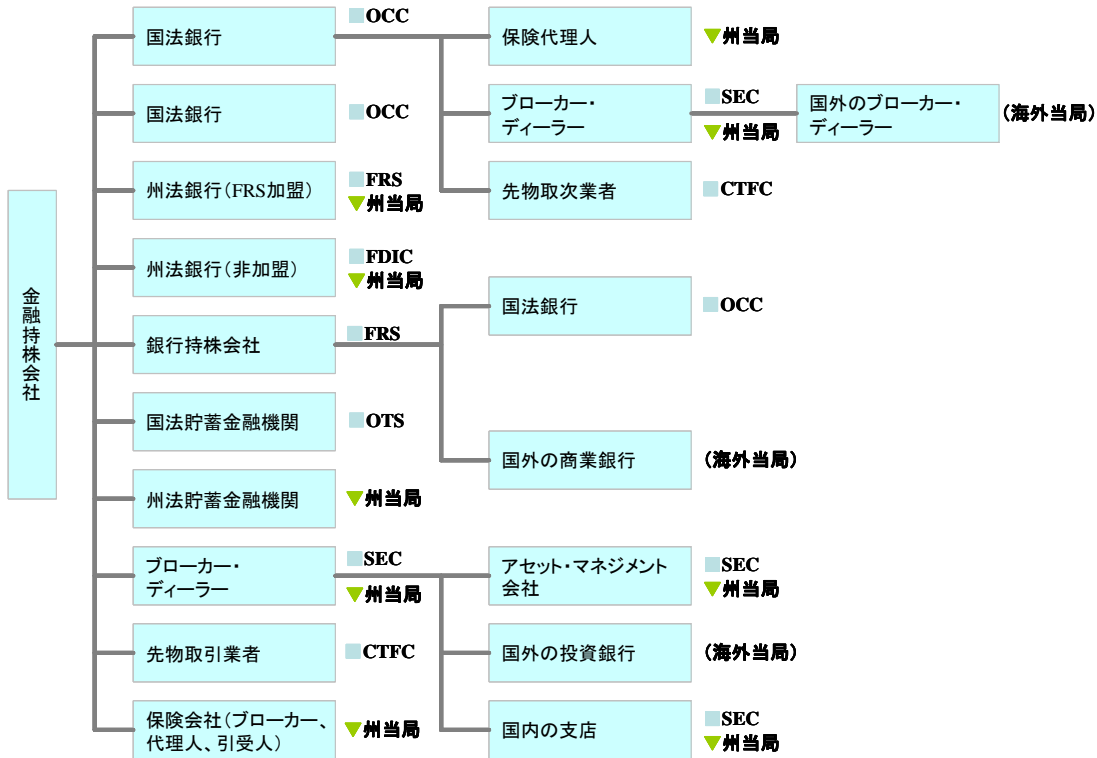
### 1. 複層的な現行の規制構造

米国の金融規制構造は、銀行（預金取扱機関）、保険、証券、先物取引という機能別に分かれており、金融機関を監督する規制機関は連邦レベルと州レベルに分かれ、かつ複数の規制当局が監督規制に関与するという複層的な規制システムである。

この点について銀行セクターに注目して確認すると、米国の銀行制度では、連邦レベルと州レベルの免許（チャーター）の二つの選択肢がある。二種類の銀行免許が存在する背景は 1863 年に制定された国法銀行法にさかのぼる。銀行制度が始まった当初は、銀行は州の免許を受けていたが、南北戦争の際の負債のファイナンスと市場の安定性の確保を目的として制定された同法によって、国法銀行の免許が創設され、その監督規制を行う通貨監督庁（OCC）が設けられた。1860 年代半ばには、州法銀行制度を廃止する試みもなされたものの制度の廃止には至らなかったため、今日まで二重規制システムが維持されることとなった。

国法銀行は、主たる規制機関である OCC の監督を受けるほか、連邦預金保険の対象として連邦預金保険公社（FDIC）の検査を受ける。また、国法銀行は FRS に加盟すること

図表 2 金融機関と主たる規制機関の関係 (概念図)



(出所) GAO 資料より野村資本市場研究所作成

が求められている。一方、州から免許を付与される州法銀行も連邦預金保険の対象として FDIC の検査を受けなければならない。また、州法銀行には、FRS の決済や流動性のファシリティを利用するために FRS に加盟するかどうかの選択肢があり、FRS に加盟した州法銀行は、第一位の連邦規制機関 (primary federal regulator) として FRS の検査を受けることになる。一方、FRS に加盟しない州法銀行の場合は、FDIC が第一位の連邦規制当局として監督にあたる。さらに、銀行を所有しあるいは管理する法人として定義される銀行持株会社は、1956 年に成立した銀行持株会社法によって FRS への登録が求められ、FRS によって監督される。

つまり、国法銀行、州法銀行、銀行持株会社の監督を行う規制当局としては、OCC、FRS、FDIC そして州当局という複数の規制機関が存在する。さらに、預金取扱機関に広げてみると、連邦レベルおよび州レベルで存在する貯蓄金融機関 (thrift または savings and loan association) やクレジット・ユニオンなどがあり、連邦レベルの規制機関として貯蓄金融機関監督庁 (OTS) やクレジット・ユニオンに対する監督機関である NCUA もある。

以上のように、米国では銀行を始めとする預金取扱機関の規制システムは連邦レベルと州レベルで複数の規制機関が存在する複雑な規制システムとなっている。この例に端的に示されるように、歴史的に形成されてきた米国の金融規制構造は複雑であり、規制機関の

監督規制は継ぎ接ぎで規制領域の重複もある<sup>5</sup>。

## 2. ブループリントが指摘する金融規制構造の問題点

米国の機能別規制に基づく金融規制構造の重大な問題点として、ブループリントは以下の三つの点を挙げている。

第一に、機能別の規制構造の下では、一元的に情報を集約し包括的に監視を行う規制機関がない。そのため、システムック・リスクのモニタリング、あるいは金融システムに影響を与えるような金融機関の大幅なポジション変更やデフォルトの連鎖の引き金となる事態が生じる可能性に対するモニタリングが脆弱である点を挙げている。また、金融システム全体を通じて規制機関の間で協調的な規制対応を図る仕組みが十分ではなく、金融市場の安定化への対応に困難が生じる面を指摘している。

第二に、機能別規制は、金融サービス業や金融商品のコンバージェンスの進展によって、規制機関の間で規制領域の問題を生じることである。その結果、新商品の開発が遅れ、イノベーションを滞らせ、金融商品やサービスが海外の市場に移転してしまうといった事態が生じることになる。

第三に、機能別規制の問題として、規制機関の間で規制活動の重複を生じることになる点である。金融機関に対する規制はある程度の専門化は必要である。しかしその一方で、本来、多くの金融規制は消費者保護をテーマとしており、金融機関の業務形態が異なっても、消費者保護に関する規制のほとんどは消費者が十分な情報を受け取ることができるように保証することが最終目標であることは共通である。

こうした現在の米国の金融規制構造に対する認識を前提として、ブループリントではサブプライム問題と関連する短期的提言、特定の金融セクターを対象に規制の現代化を図る中期的提言、目的ベースのアプローチを提案する長期的な規制構造改革案が示されている。

### III 短期的提言——サブプライム問題への対応

#### 1. 大統領府金融市場作業部会（PWG）の機能強化

PWGは、1987年10月のブラックマンデーをきっかけとして、1988年3月にレーガン大統領の命によって設置された組織である。PWGは市場の誠実性の向上や投資家の信頼の維持をミッションとし、財務省、連邦準備制度理事会（FRB）、SEC、CFTCのそれぞれの組織の長で構成されている<sup>6</sup>。PWGが設置されるまでは、金融市場の流動性供給を担

<sup>5</sup> 例えば、ロバート・スティール財務次官（国内金融担当）の2008年2月7日の証券アナリスト年次フォーラムにおける講演では、現行の規制構造を「多層で重なり合った監督規制（overlapping layers of regulation）」、「継ぎ接ぎの監督規制（regulatory patchwork）」と表現している。

<sup>6</sup> PWGは、ブラックマンデーを踏まえて、①投資家の信頼、②信用システム、③市場メカニズム、④金融規制

う FRB と資本市場を管轄する SEC や CFTC などとの間で、政策的な協調を図る枠組みが存在しなかった。このため、PWG は金融市場に対する政策や規制の方針決定を行う際の規制機関間のコーディネーターとして重要な役割を担っている。

また、PWG は現在に至るまで金融に関連する幅広い分野の問題について、報告書の作成やプリンシプルの策定、法律案の起草という規制上、重要な機能を果たしてきている。例えば、ヘッジ・ファンドを含む私募ファンド、OTC デリバティブ、2000 年問題、金融契約におけるネッティングの問題など複数の規制機関にまたがる問題に対応しており、今回のサブプライム問題においても、2008 年 3 月に政策方針を公表している<sup>7</sup>。

PWG のあり方についてはかねてより議論があり、2000 年に会計検査院 (GAO) が作成した PWG の役割と機能に関する報告書によると、報告書の作成、プリンシプルの策定、法律案の起草という PWG の現在の機能に加えて、PWG のメンバー以外の規制機関が管轄する規制領域も含めて、横断的に政策的イニシアティブを議論する場としての役割も有すべきという議論が行われている<sup>8</sup>。

ブループリントでは、PWG についてその機能の強化を図る観点から、四つの提言が行われている。第一に、金融に関係する政策の協調と対話を図る規制機関の仲介機能として金融市場のみならずすべての金融セクターに焦点をあてること、第二に、①システミック・リスクの削減、②市場における誠実性の向上、③消費者および投資家の保護の促進、④資本市場の効率性と競争力の支援という四つの分野で政策協調と対話の仲介を図ること、第三に、PWG のメンバーに OCC や FDIC、OTS を加えること、第四に、PWG が大統領などに対して、規制機関間のコーディネーターとして報告書やその他文書を提出する権限を明確にすることである。

## 2. モーゲージ市場の監督体制の強化

現在、米国のモーゲージ (抵当権付住宅ローン) 市場では、問題のあるサブプライム・ローン (abusive subprime loans) がオリジネーションされていた結果、高い水準で延滞、債務不履行、差し押さえが発生している。そして、サブプライム・ローンの過半は、州のライセンスを付与されたモーゲージ・ブローカー (仲介業者)、モーゲージ・バンカー (住宅金融専門会社) によってオリジネーションされていたことが明らかになっており、2006 年に米国内でオリジネーションされたモーゲージのうち 58% がモーゲージ・ブロー

---

のストラクチャーという四つの分野における 29 の課題を議論するために設けられ、その議論は 1998 年 5 月に中間報告として公表されている。その後、PWG は活動休止の状態となったが、1994 年にベンツェン財務長官によって活動が再開された。

<sup>7</sup> PWG は 2008 年 3 月 18 日、サブプライム問題への対応として、①モーゲージのオリジネーションのプロセスの改革、②証券化商品のディスクロージャーの改善や証券化商品に関与するスポンサーや引受人、投資家の実務の改善、③証券化商品の格付けプロセスの改革、④市場混乱時のリスク管理の欠陥に対応するための金融機関の適切な対応、⑤効果的なリスク管理を促すブルーデンスに関する方針の策定を挙げている。

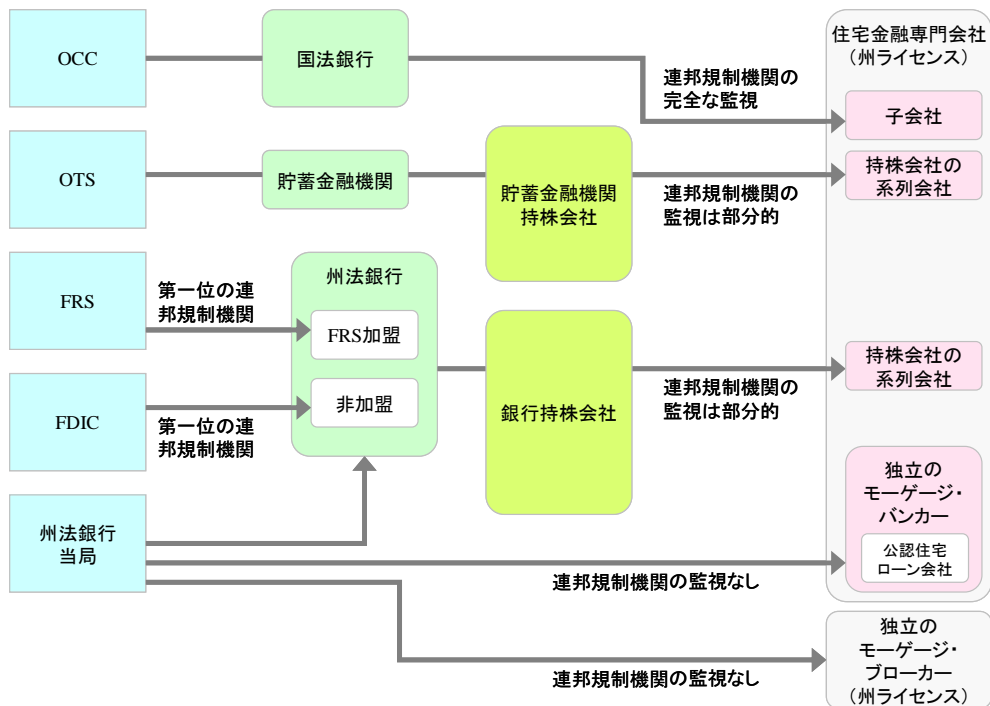
<sup>8</sup> GAO, "Financial Regulatory Coordination – The Role and Functioning of the President's Working Group," January 2000.

カーの仲介によるものとされている<sup>9</sup>。州のライセンスを受けてモーゲージのオリジネーションを行う独立系のモーゲージ・ブローカーやモーゲージ・バンカーは、連邦レベルの規制機関の監督を受けておらず、また、州によっては規制機関の監視がないか、監視があっても限定的である場合があるとされている（図表3）。

もともと、問題は独立系の業者に留まっていない。連邦預金保険制度に加入し連邦レベルの規制機関の監督を受けている銀行などでも、問題のあるサブプライム・ローンを実行、購入あるいは売却していたケースがあることが明らかになっている。また、連邦預金保険制度に加入する銀行でも持株会社の系列会社でモーゲージのオリジネーションを行っている場合、OTSやFRS、州当局などの規制機関または連邦取引委員会（FTC）のうちどの組織が監視を行うのが明確ではないという問題もある。

また、借り手保護を図る消費者信用法制として、米国ではFRSが管轄する貸付真実法（Truth in lending Act）とその一部としての住宅所有者とその融資枠を保護する法律（Home Ownership and Equity Protection Act）がある。前者は貸し手に対して貸付契約における貸付条件のディスクロージャーを義務づける法律であり、後者は、略奪的な貸付を防ぐために一定の条件に合致する貸付に関して、貸し手に貸付真実法に対して追加的なディスクロージャーを求めるものである。これらの法律は、サブプライム・ローンのオリジネーターも対象にしているが、法律の対象となる貸し手は原債権者となっているため、信

図表3 サブプライム・ローンのオリジネーションに関する現在の規制構造



（出所）財務省「現代化された金融規制構造のためのブループリント」

<sup>9</sup> Financial Service Roundtable, “The Blueprint for U.S. Financial Competitiveness,” January 2008.



用供与を伴わないモーゲージ・ブローカー、あるいはモーゲージ・バンカーでも原債権者ではない場合にはその適用を受けることがないという法律の穴がある。

さらに、貸付真実法を始めとするモーゲージ関連の連邦法のエンフォースメントも複雑である。連邦レベルの規制機関によって監督される金融機関には、第一位の連邦規制機関が連邦法のエンフォースメントの権限を有しており、その子会社業務にもその権限が及ぶ。しかしながら、モーゲージ・バンカーが持株会社の系列会社である場合は、持株会社に対する第一位の連邦規制機関である FRS（銀行持株会社の規制機関）や OTS（貯蓄金融機関持株会社の規制機関）のエンフォースメントの権限は明らかではない。また、独立系モーゲージ・ブローカー、モーゲージ・バンカーに対するモーゲージ関連の連邦法のエンフォースメントの権限を有する規制機関がないという問題がある。

このようにモーゲージ市場の監督規制のあり方について適切とはいえない状況が明らかになっており、以上のような問題点を踏まえて、ブループリントでは大きく分けると三つの提言が行われている。

第一に、FRS、OCC、FDIC、OTS などの規制機関の代表者から構成されるモーゲージ・オリジネーション委員会（MOC）の創設である。そのうえで、MOC はモーゲージ・ブローカーやモーゲージ・バンカーの州ライセンスの付与に関するミニマム・スタンダードを定めること、MOC は州のライセンス付与の適切性などについて評価し監視を行うことを提言している<sup>10</sup>。第二に、米国のモーゲージに関する規制を起案する権限を引き続き FRS に集中させることである。第三に、モーゲージ関連連邦法のエンフォースメントの明確化である。持株会社の系列会社で行われるモーゲージのオリジネーションに対するコンプライアンスやエンフォースメントを明確にし、独立系モーゲージ・ブローカーやモーゲージ・バンカーには、州当局に対して貸付真実法を含む連邦法のエンフォースメントの権限をもたせる必要があるとしている。

### 3. 連邦準備制度の新たな流動性供給に対する要請

FRB は、2008 年 3 月 16 日、ニューヨーク連銀が認可を与えるプライマリー・ディーラーに対して、投資適格の債務証券の担保差し入れによって公定歩合で借入ができる新たな貸出制度（Primary Dealer Credit Facility）を 6 ヶ月間の暫定措置として導入した。FRB の発足以来、非預金取扱機関に対してディスカウント・ウィンドウを適用することは初めてのことである。

ブループリントは、こうした FRB のディスカウント・ウィンドウの適用対象の拡大について、非預金取扱機関にディスカウント・ウィンドウを適用する場合は、それが市場の安定性が損なわれる状況に対応する緊急避難的な措置であっても、ディスカウント・ウィンドウの利用に関するプロセスを基準化し、透明性を確保することが必要であるとしてい

<sup>10</sup> ライセンス付与の際のミニマム・スタンダードとしては、個人の職歴、懲罰歴、最低限の教育要件、基準・手続きの評価、適切なライセンスの取消基準などが想定されている。

る。そのうえで、非預金取扱機関に対する実地検査その他 FRB が定める方法によって資金調達や流動性に関する情報収集を適切に行うことなどを求めている。

## IV 中期的提言——現行規制における重複の排除

### 1. 証券規制に関する提言

#### 1) 証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）の統合

米国の証券市場と先物市場は、連邦証券諸法および商品取引所法が制定された 1930 年代から規制によって明確に隔てられており、二つの市場は異なる市場として機能していた。1970 年代になると、証券取引所で取引される商品として新たに株式オプションが SEC の管轄に取り込まれた。一方、商品取引所法の改正によって商品先物取引の規制機関が農務省から新しく設置された CFTC に移管された。また、それまで農産物に限定されていた先物取引の対象が拡大され、それを機に先物取引が急速に拡大することとなった。

こうした動きを背景に、新たな商品が連邦証券諸法に服すのかそれとも商品取引所法の規制を受けるのかという問題、つまり取引所法上の証券か商品取引所法の先物契約かという SEC と CFTC の間の新商品に関する規制領域争いが生じることになった。

例えば、証券規制と商品先物規制の間に位置するオプションについて、SEC と CFTC の管轄をめぐる争いがある<sup>11</sup>。その結果、1982 年に連邦第 7 巡回控訴裁判所が、CFTC が指定した先物契約に基づく商品オプションに対する CFTC の排他的な管轄を認めたことから、SEC の管轄は株式オプションに限られることとなった<sup>12</sup>。

こうした対立の一方、両者の管轄権を調整する動きもある。例えば、1981 年には証券デリバティブの管轄権をめぐる SEC と CFTC の委員長の間で調整が行われ、証券先物に対する CFTC の排他的な管轄権とすべての証券と証券オプションに対する SEC の管轄権を認めるアコード（Shad-Johnson Accord）が締結されている。しかし、その後、このアコードの法定化（先物取引法）の際に一部の商品をめぐる再び対立が生じている。また、2000 年に制定された商品先物現代化法は、当初、個別株式先物と株式指数先物について SEC と CFTC との共管とすることを狙いとしていたが、意見の相異などもあって結果的には個別株式先物のみが共管の扱いとなっている。

このような SEC と CFTC の管轄権の問題に加えて、証券規制と商品先物規制の間

<sup>11</sup> 1975 年、CFTC がジニーメイ債先物取引について承認を与えたことに対して、SEC はその先物契約に対する CFTC の管轄の無効を主張したが、すでに商品取引所法上の決定を下していた CFTC は、ジニーメイ債の先物契約に対する排他的な管轄を有することとなった。1981 年には、SEC がシカゴ・オプション取引所（CBOE）にジニーメイ債オプションの上場を承認したところ、各商品取引所からジニーメイ債は商品取引所法上の商品であり CFTC の排他的な管轄であるとして異議が出された。その結果、1982 年の連邦第 7 巡回控訴裁判所において、CBOE を含む証券取引所におけるジニーメイ債オプションの上場が禁止された。

<sup>12</sup> CFTC は、すでに米国債を商品取引所法上の先物契約の対象にしていた。

では、規制が調和していないという問題も存在している。マージン、分別保管、インサイダー取引、顧客の適合性、空売り、自主規制機関（SRO）の規則制定プロセスといった多くの分野で規制内容の相違があるとされている<sup>13</sup>。

近年では、証券市場と先物市場とでは類似する商品が次々と開発されている。また、証券取引所とデリバティブ取引所、商品取引所は統合の動きをみせており、ブローカー・ディーラーと先物取引業者（FCM）とは同じ金融グループの会社であることも多い。商品、市場、市場参加者のコンバージェンスが進展する状況にあっては、証券市場と先物市場を規制で隔てる合理性が失われつつあり、SECとCFTCとで二つの規制領域が存在するという事は、イノベーションを阻害し、消費者の選択を制限し、投資家保護を害することになりかねない。また、証券市場と先物市場を規制で分けることが、金融機関やその顧客が米国市場を避けてこれらの市場が統合されている海外市場に出ていったり、規制の鞘取り（regulatory arbitrage）や規制逃れを行うインセンティブを与えているとすれば、それは非効率で有害であるという議論が行われてきた。

証券規制と商品先物規制の統合については、行政機関の見方としてGAOからもすでに規制機関の一本化という見解が示されていることは注目に値する。ブループリントは中期的提言として、以上のような議論に応えるかたちで、SECとCFTCを統合し、証券規制と商品先物規制の一本化を図ることを提案している。

## 2) プリンシプルの導入

ブループリントは、証券規制と商品先物規制の統合と併せて、証券規制に新たにプリンシプルを導入することを提案している。

CFTCは、商品先物現代化法の制定によって商品取引所やデリバティブ清算機関およびそれらに関係する取引参加者に関するコア・プリンシプルを導入した。商品取引所に関しては18のコア・プリンシプル、清算機関については14のコア・プリンシプルが定められている（図表4）。その狙いは、従来の規制プロセスを定めたルールの体系をやめ、コア・プリンシプルを導入することによって、取引所や清算機関におけるテクノロジーと業務組織のあり方、あるいは様々なマーケット・ストラクチャーや商品の種類、取引参加者としての顧客の洗練の度合いに対応できるようにすることにある。いわゆるプリンシプル・ベースの規制アプローチの導入である。

ブループリントは、プリンシプル・ベースは市場の変化に対してフレキシブルで、規制の結果（outcomes）に焦点をあてており、規制プロセスには様々な選択肢があって、創造性とイノベーションを許容するものとして市場参加者が評価していると述べており、このようなプリンシプル・ベースに対する市場の見方に対して財務省は肯定的な評価をしている。

<sup>13</sup> SECとCFTCの規制内容の相違の中にはそもそも使われている言葉の持つ意味が異なっている場合があり、例えば、「マージン」は、証券市場では利幅の意味で使われることが多いが、商品先物市場では証拠金の意味で使われている。SECとCFTCが統合を行う際には、このように規制上の概念の統一という作業も必要になってくる。

図表 4 商品取引所（契約市場）に関する 18 のコア・プリンシプル

1. 一般	商品取引所（組織化された商品取引所その他の取引プラットフォーム）が契約市場（Contract Markets）としての指定を維持するには、商品取引所はコア・プリンシプルを守りコア・プリンシプルに遵守する方法を制定する合理的な分別を有していること
2. ルールの遵守	商品取引所は、契約市場の取引とアクセスを制限する条件など契約市場におけるルールの遵守状況をモニタリングし、エンフォースメントを与えること
3. 不正が生じにくい契約	商品取引所は、不正が生じにくい契約のみを契約市場に上場させること
4. 取引のモニタリング	商品取引所は、不正行為、相場操縦、受渡しまたは決済における混乱を防ぐよう取引をモニタリングすること
5. ポジションの制限、説明責任	市場の不正行為や混乱（特に限月の取引）の潜在的な脅威を抑えるため、必要かつ適切な場合、商品取引所はポジションの制限を設けるか、投資家にポジションの説明責任を求めること
6. 緊急時の権限	商品取引所は、必要かつ適切な場合、①清算またはオープン・ポジションの譲渡、②取引の中止または縮小、③市場参加者に対する特別マージンの請求を含む緊急時の権限をルールに定めること
7. 一般情報の利用	商品取引所は、市場規制当局、市場参加者、世間一般に対して、①契約市場における契約の条件、②契約市場における取引執行の仕組みに関する情報を利用できるようにすること
8. 取引情報の日次開示	商品取引所は、取引価格、取引量、建玉、初値と終値に関する情報を日次で公表すること
9. 取引の執行	商品取引所は、競争的でオープンで効率的な市場と取引執行の仕組みを提供すること
10. 取引情報	商品取引所は、顧客および市場の不正を防止し、契約市場におけるルール違反の証拠を提供するための目的で使われるすべての取引に関する個々の情報を記録し、安全に保管するためのルールと手続きを整備すること
11. 契約の誠実性	商品取引所は、契約市場で取引される契約の誠実性をもたらすルール、先物取引業者と取次ブローカーの誠実性、顧客資産の保護に関するルールを制定し適用すること
12. 市場参加者の保護	商品取引所は、取次業者が関与する不正行為から市場参加者を保護するルールを制定し適用すること
13. 紛争あっせん	商品取引所は、市場参加者と市場仲介者に適切なものとして紛争あっせんのための機能を提供するルールを制定し適用すること
14. ガバナンスの適格性基準	商品取引所は、取締役、懲戒委員会の構成員、契約市場の構成員その他直接取引にアクセスする者に対する適格性の基準を制定し適用すること
15. 利益相反	商品取引所は、契約市場において意思決定をする際の利益相反を最小化し、利益相反を解決する手続きを定めるルールを制定し適用すること
16. 取締役会の構成	契約市場が共同出資によって成り立っている場合、商品取引所は取締役会の構成員に市場参加者を反映すること
17. 記録の保持	商品取引所は、CFTCが定める方式と方法によって契約市場におけるすべての業務活動の情報を5年間保持すること
18. 反トラストの考慮	この法律の目的達成の必要性や適切性と関係ない場合には、商品取引所は、①取引に不合理な制限を加えるルールや行動、②契約市場における取引に反競争的な重大な負担をかけることを避けること

（出所）2000年商品先物現代化法

ブループリントは、まず規制の調和という観点も踏まえ、現在は SEC が管轄している証券取引所および証券取引清算機関のためのコア・プリンシプルの導入を提言している。さらに、SEC と CFTC の統合後の新たな規制体系においては、規制哲学としてのプリンシプル・ベースの考え方を浸透させるため、①投資家保護、②市場の誠実性、③システミック・リスクの削減という観点に焦点をあてた包括的なプリンシプルの導入を提案している。

### 3) 投資顧問業者の規制の見直し

また、ブループリントは、投資顧問法上の投資顧問業者について、取引所法のブローカー・ディーラーに関する規制との比較から規制の見直しを提言している。

ブローカー・ディーラーは通常、証券取引に関連する様々な業務活動を行っており、投資顧問業者に比べると業務の範囲は幅広い。もっとも、顧客への投資に関するアドバイスの提供という点に注目すると、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者が提供

する助言サービスは本質的には変わらない。両者の違いとしては、投資顧問法上の投資顧問業登録の適用除外規定として、ブローカー・ディーラーが提供するアドバイスが、ただブローカー・ディーラーとしての業務行為に付随するもので、そこから特別な報酬を得ていないことと規定されている。しかし、「ただ・・・付随する」と「特別な報酬」の解釈をめぐって以前から議論があり、SEC はこれまで解釈の明確化を何度か試みているものの、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者を明確に分けるような結論的な解釈は得られていない。

さらに、2008年1月に、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者が提供するサービスの内容と両者の違いに関する投資家の認識について SEC が研究機関である RAND に委託した調査では、投資家は一般に、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の違いを理解していないとの結論が得られている。

一方、両者に対する規制ということに注目すると、ブローカー・ディーラーは SEC 登録が必要となるほか、NYSE といった国法証券取引所または国法証券業協会としての FINRA に登録することが求められ、これらの SRO の自主規制を受ける。これに対して、投資顧問業者は SEC もしくは州当局への登録は求められるものの、SRO による自主規制はない。ブループリントは、SRO の機能について、SRO の会員に所属する従業員に対する専門的能力や職業倫理に関する教育や訓練、内部管理責任者に対する職業テストや証明書の発行、SRO および連邦規則の法令順守に関する専門的な行為検査、違反者に対する制裁といった重要な機能を有しており、SRO による自主規制をコスト効率の高い規制の仕組みとして評価している。

以上のことを背景として、ブループリントは、ブローカー・ディーラーと投資顧問業の規制を調和させる必要があること、さらに投資家保護の観点から投資顧問業者に SRO による自主規制を導入することなどを提言している。

## 2. 連邦レベルの保険規制の導入

米国では保険会社の監督権限は州にあり、連邦レベルの規制機関は存在しない。州の規制機関が保険ブローカー、保険代理人あるいは保険引受人に対してライセンスを付与し、それらに対する監督を行っている。また、保険商品の承認、保険会社の健全性を確保するソルベンシー規制、消費者保護や市場における行為などの監視といった保険に関する規制は、州ごとに定められている。米国の保険規制には国のレベルで監督規制を行う仕組みがないという点で先進国の中で唯一の規制システムである。

州レベルで保険規制が運用されている結果として、米国の保険規制は統一されていない。州ごとに規制の内容は大きく異なっており、中には相互に対立するような規制があるとの

指摘もある<sup>14</sup>。例えば、損害保険や障害保険の保険料率については、イリノイ州のように自由な保険料率を認める州がある一方で、料率規制を設けている州がある<sup>15</sup>。規制の内容が州によって異なるため、複数の州にまたがって営業を行う保険会社は、州ごとの規制への対応を行う必要から大きなコンプライアンス・コストが生じている。

保険規制の不統一は、グローバル化が進展する現在のような状況においては規制の効率性を損ねるとともに過度な負担の原因となっており、規制の非効率性と規制コストの大きさは規制のもつ効果を失わせている。州レベルの保険規制システムは、米国保険業の国際的な競争力向上の阻害要因となっているだけではなく、外国の保険会社が米国市場に参入する際の障壁にもなりかねないといった議論が行われていた。

さらに、今回のサブプライム問題においては、クレジット・デフォルト・スワップを通じて債務担保証券（CDO）に対して信用補完を行っていたモノライン保険会社の問題が注目を集めており、保険会社に対する監督体制の不備など保険規制システムの欠陥が指摘されている。例えば、米国議会下院の金融サービス委員会のカンジョルスキー委員長は、モノライン保険会社の問題によって露呈した保険規制の欠陥を踏まえ、連邦レベルの保険に関する監督機関を創設する必要性を論じている。

ブループリントはこのような保険規制システムの問題点を踏まえて、米国の保険規制システムに連邦レベルで監督と規制を行う仕組みを導入することを提言している。具体的には、①連邦レベルの規制機関として全米保険局（Office of National Insurance ; ONI）を財務省内に設置すること、②連邦レベルの規制機関の監督を受けることを選択できる保険免許（optional federal charter ; OFC）を導入することを提案している。つまり、州による保険規制システムに加えて、新たに連邦レベルの ONI の監督規制を受ける連邦レベルの保険会社の免許 OFC を設けるものである。国法銀行と州法銀行という銀行の二重規制システムと同様、保険規制についても州レベルの監督規制と連邦レベルの監督規制とを並列に置き、保険会社にいずれかの選択権を与えることになる。

また、ブループリントは ONI の設置とあわせて、ONI の運営の舵取りの役割を担う上部組織としての全米保険会議（Commissioner of National Insurance ; CNI）の設置を提言している。ONI が OFC を取得した保険会社の監督を担当するのに対して、CNI は連邦規制および州規制の全体を統括するとともに、すべての保険会社に対する監督権限を有し、国際的な監督規制の問題を含む幅広い分野に責任をもつことになる。

一方、このような保険規制改革を実行するには、政治的な軋轢が大きく、ある程度の時

<sup>14</sup> その一方で、全米保険監督官会議の認定プログラムによって、ニューヨーク州を除く全州においてソルベンシー基準の統一化が図られていたり、31 州で生命保険、アニュイティ、疾病所得保険、介護保険に関する基準について州間協定が結ばれるなど、いくつかの規制分野では規制の統一化の動きもみられる。

<sup>15</sup> 損害保険および障害保険の保険料率に対する規制に関してブループリントは具体的な状況整理をしている。つまり、5 州では特に規制はなく、2 州では料率の情報としてのファイルのみが求められている。また、2 州ではある一定の範囲で料率は自動的に承認される仕組みであり、9 州では料率の事後的なファイルが求められている。さらに、13 の州とコロンビア地区では事前ファイルが必要であり、19 州では料率の事前ファイルとその承認が求められ、ファイルをしてから 13 日の間に州から何の措置も取られなければ、料率が承認されたとみなされる仕組みである。

間を要することが予想される。このため、ブループリントではその前段階として、保険に関する国際的な問題や連邦レベルの規制の問題を議論するための組織として保険監督局（Office of Insurance Oversight ; OIO）を財務省内に設置することも提言している。従来、保険に関する国際的な問題に関しては、全米保険監督官会議（NAIC）が対応していたが、NAICには監督権限がなく保険規制を担う規制機関として認められないため、国際会議などではオブザーバー参加に留まっていた。ブループリントは、国際的な議論の場に米国の代表として正式に参加するため、OIOに対して国際的にも認められる規制機関のステータスを与えようとするものである。

### 3. その他の中期的提言

中期的提言のうち主なものとしては、連邦貯蓄金融機関の廃止が述べられている。かつてモーゲージを中心に業務を行ってきた貯蓄金融機関は、現在では一定の制約の下に様々なビジネスに取り組んでいる<sup>16</sup>。資産証券化の進展やモーゲージ市場におけるシェアの低下、アセット・アロケーションの変化などから貯蓄金融機関と銀行とを明確に分けることが難しくなっている。このため、ブループリントは連邦貯蓄金融機関を国法銀行に、貯蓄金融機関持株会社を銀行持株会社に転換するとともに、それらの監督機関であるOTSについてOCCとの合併を行うことを提案している<sup>17</sup>。

また、ブループリントは、州法銀行についてFRSあるいはFDICといった連邦レベルの監督規制が直接及ぶようにすること、決済・清算システムに対する免許制度を導入し、監督体制を整備することを提言している。

## V 長期的提言——最適な金融規制構造の提案

### 1. 最適な規制構造としての目的ベース・アプローチ

ブループリントは、米国にとっての最適な金融規制構造を提案するうえで、四つの規制構造を比較検討している。第一の規制構造は、現在の米国の金融規制の枠組みの維持であり、グラム・リーチ・ブライリー法によって相互乗り入れを行いつつも、銀行、保険、証券、先物取引といった歴史的に形成されてきた現在の業態を維持するものである。第二に、純粋な機能別規制である。現在の業態別の規制についてさらに業務レベルで機能を細分化するものである。第三に、英国金融サービス機構（FSA）のように単一の規制機関があらゆる金融サービス業を監督する規制構造である。第四は、目的ベースのアプローチである。

<sup>16</sup> 貯蓄金融機関は、資産ポートフォリオの65%以上はモーゲージなどの適格資産に投資することが求められる（QTLテスト）。

<sup>17</sup> 例えば、リーマンブラザーズ、メリルリンチ、モルガンスタンレー、GEキャピタル、AIGは貯蓄金融機関持株会社の免許を受けている。

ブループリントはこれらの規制構造の中から最適なものとしてこの目的ベースのアプローチを選択している。

目的ベースのアプローチとは、オーストラリアやオランダが導入している規制アプローチで、規制の目的別に規制機関を分けて監督規制を行う枠組みである。例えば、オーストラリアでは、①預金取扱機関や保険会社、年金などのプルードンスを管轄するオーストラリア金融監督庁（APRA）と、②市場の誠実性や消費者保護に責任をもつオーストラリア証券投資委員会（ASIC）という目的別の規制機関が存在する<sup>18</sup>。二つの規制機関に分かれていることから、一般にツイン・ピークス・モデルとも呼ばれている。

ブループリントが目的ベース・アプローチを選択するその最大の理由は、規制機関が規制の目的にフォーカスして監督規制を行うことにより効果的な規制システムが構築されるという点にある。目的ベース・アプローチにおいては、規制機関の焦点が規制の目的のどこにあって、規制機関は特定の市場の失敗に対してどのような責任を負うかということがより明確になることが期待されている。

米国の金融規制構造改革の議論をさかのぼると、GAOが2004年に公表したレポートでは現行の枠組みの維持やFSAのような単一の規制機関といった構造改革の選択肢の他に、目的ベース・アプローチが言及されている<sup>19</sup>。GAOのレポートでは、①金融機関の安全性と健全性を規制する規制機関と、②消費者および投資家保護、ディスクロージャー、マネー・ロンダリングやガバナンスといった金融機関の業務行為のコンプライアンスを管轄する規制機関からなるツイン・ピークス・モデルに触れられている。

そして、GAOのレポートでは、目的ベース・アプローチのメリットとして、複雑で大規模な金融機関についても直接、規制の目的に基づいて監督規制が行われるため、統合的な監督規制を可能にし、どのような業態であっても同じアプローチの監督が行われることから競争に対しても中立的であり、また、安全性および健全性と業務行為との関連の理解をもたらすことなどが挙げられている。その一方でGAOは、規制機関が安全性および健全性と業務行為の二つを同時に監督しなくなるため、かえって両者の関連性の理解が低下するおそれがあること、機能別の規制機関を集約してしまうと規制の専門性が失われるとともに、規制機関の間の競争もなくなるといったデメリットがあることも指摘している。

## 2. 三つの規制機関から構成される目的ベース・アプローチ

ブループリントは目的ベース・アプローチとして、①市場の安定性を担う規制機関（market stability regulatory agency）、②プルードンスを担う規制機関（prudential financial regulatory agency ; PFRA）、③業務行為を監督する規制機関（conduct of business regulatory

<sup>18</sup> オーストラリアでは、かつて銀行監督を担うオーストラリア準備銀行（RBA）、信用組合などを規制するオーストラリア金融機関委員会、保険・年金を規制する保険年金委員会、マーチャント・バンクや証券市場を監督するオーストラリア証券委員会のほか州の規制機関に分かれていた。

<sup>19</sup> GAO, “Financial Regulation – Industry Changes Prompt Need to Reconsider U.S. Regulatory Structure,” October 2004.



agency ; CBRA) の三つの規制機関から構成される規制構造を提案している<sup>20</sup>。ツイン・ピークス・モデルとの違いは、FRS が市場の安定性に責任を有する規制機関として明確に位置づけられている点である。これは、サブプライム問題に端を発するグローバルな金融・資本市場の混乱に対して、流動性供給の面での FRS の役割の重要性が再確認されたことが背景にあると考えられる。

一方、金融機関の免許は、①連邦預金保険の対象となる預金取扱機関は連邦付保預金取扱機関 (federal insured depository institution ; FIDI) 、②リテール向けに公的保証のある保険商品を販売する保険会社は連邦保険会社 (federal insurance institution ; FII) 、③その他の金融機関は連邦金融サービス・プロバイダー (federal financial services provider ; FFSP) という三つの連邦レベルの免許に分かれる。FIDI は国法銀行のほか連邦貯蓄機関などが含まれ、FFSP にはブローカー・ディーラーのほか、ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ、ベンチャー・キャピタル、ミューチュアル・ファンドなどあらゆる金融サービス業が含まれる。

ブループリントが提案する新しいアプローチについて、規制機関と金融機関の監督規制の関係から改めて整理すると、プルーデンスを担う PFRA は FIDI と FII を監督し、業務行為を監督する CBRA は FIDI、FII および FFSP といったすべての金融機関の監督を行うことになる (前掲図表 1 を参照)。

### 3. 三つの規制機関の機能

#### 1) 市場の安定性を担う規制機関 (FRS)

FRS が市場の安定性に責任を有する規制機関としてもつ機能には、まず、金融政策と金融システムに対する流動性供給という伝統的な機能がある。ブループリントはさらに、FRS は、金融システム全体の安定性に焦点をあてる重要な規制上の役割と幅広い権限をもつべきであるとしている。一方、市場の安定性に責任をもつ規制機関は個別の金融機関のプルーデンスの問題には関わらないため、銀行や銀行持株会社に対する FRS の現在の監督権限は他の規制機関に委譲することになる。

ブループリントでは、FRS の新たな権限や役割として、金融システム全体の安定性の観点から、PFRA や CBRA が行う実地検査への参加を含め金融機関から適切な情報を収集すること、リスク・エクスポージャーなどの情報公開を行うこと、CBRA が規制を制定する際には協議を行うなど他の規制機関と協力すること、過度のリスク・エクスポージャーを把握するなど金融市場の安定性に必要な場合には金融機関に是正措置を求める権限をもつことなどの提言が行われている。

<sup>20</sup> ブループリントは、現在は SEC が管轄するディスクロージャーやコーポレート・ガバナンス、会計や監査といったコーポレート・ファイナンスあるいは公開市場に関する規制は金融機関に特有のものではないため、三つの規制機関とは別に企業金融監督機関 (Corporate Finance Regulator) を設けるとしている。

## 2) プルーデンスを担う規制機関 (PFRA)

プルーデンスを担う PFRA は、個々の金融機関の健全性やリスク管理に焦点をあてることになる。PFRA の監督規制の対象は FIDI と FII といった預金取扱機関や保険会社など公的な保証がある金融機関であり、現在の OCC や OTS などが PFRA の役割に相当する。

PFRA のプルーデンス規制は、預金取扱機関に対する現在の規制と同様、自己資本比率規制や投資活動の制限、業務の制限、検査によるリスク管理の監視などが考えられている。

## 3) 業務行為を監督する規制機関 (CBRA)

業務行為規制は、消費者が適切な情報を有しているか、あるいは金融機関は適切な販売プロセスを実践しているかといった消費者保護の観点に焦点をあてている。このため、業務行為規制は、ディスクロージャーや販売・勧誘プロセスといった金融実務に関する行為規制が中心となる。ブローカー・ディーラーを始めとする金融機関に対して現在 SEC が管轄している業務行為規制やエンフォースメントの権限は、業務行為規制に責任をもつ CBRA に引き継がれることになる。

CBRA は、FIDI、FII および FFSP といったすべての金融機関を監督規制の対象とすることになる。例えば、プルーデンスを担う PFRA の規制を受ける FIDI に対する CBRA の監督上の責任は、ディスクロージャーや販売・勧誘行為といった消費者保護の分野に限られる。

新たな体系の下では、すべての金融商品やサービスが単一の規制機関である CBRA の規制を受けることになる。そのため、機能別に分かれて金融商品やサービスが規定されている現在の規制システムのような規制の重複がなくなり、業務行為規制の一貫性が実現されることが期待される。

## VI 今後の注目点

財務省のブループリントに関する米国内の報道をみると、「1930年代以来の金融規制改革」、「ポスト・グラス・スティーガル時代の金融規制」などと表現されており、ブループリントは米国が歴史的に積み上げてきた現在の金融規制構造に対する抜本的な改革案として捉えられている。

ブループリントは、サブプライム問題が懸念される状況になる以前に議論されていた米国の金融・資本市場の国際競争力の維持・向上という観点に基づいて検討が行われたものであり、非効率で規制負担の重い現在の金融規制構造を効率性の高い仕組みに改革するものである。当初の狙いとしては、いわば「規制緩和」の方向性をもって議論が行われていたものである。

一方、サブプライム問題の深刻化とともに様々な規制領域において監督体制の不備などが明らかになっており、現在の米国内の情勢をみるとむしろ規制強化の雰囲気窺われることも否めない。また、これまでも米国では規制機能別の規制構造を改革しようとする議論が行われてきたが、既得権をもつ既存の規制機関からの強い反対、あるいは共和党と民主党の間の金融規制に対する政策の違い、規制のあり方に関する考え方の相違もあって何度も挫折を経験してきている。このような点を踏まえると、大統領選を前にブループリントが米国においてどの程度の実現可能性のある提案として受け止められ、具体的な議論に進んでいくかいささか不透明なところがある。

しかしながら、今回のサブプライム問題は、現在の米国の金融規制の構造問題、具体的には機能別規制がもつ構造的な欠陥を露呈したとみることができる。その点では、ブループリントは米国の金融規制構造について本質的な問題を扱っている。今後、サブプライム問題に対する反省がブループリントの提案を後押しすることになるのか、一方で既存の規制機関からの反発がどの程度示されるのかといった点が議論の方向性を決定づけることになるだろう。