

米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク

関 雄太

■ 要 約 ■

1. 2009年3月26日、米国財務省は、今後取り組んでいく包括的金融規制改革の4つの要素として、システムリスクへの対応、消費者・投資家保護、規制におけるギャップ（隙間）の解消、国際協調をあげ、第一弾のフォーカスとして「システムリスクへの対応」に関するフレームワークを発表した。
2. 具体的な柱は、①システム上重要な金融機関と重要な支払・決済システムの規制機関、②自己資本・リスクマネジメント基準、③ヘッジファンドなどの登録制、④OTC デリバティブ市場の監督・保護・情報開示、⑤MMF（マネーマーケットファンド）の大量解約請求リスクを低減する措置、そして⑥大型複合金融機関の破綻処理メカニズムである。
3. システムリスク規制の対象として、金融機関だけでなく、決済システムに重大な影響を持つ金融市場を含めるとしたこと、システム上重要な金融機関に関する破綻処理権限の法制化を図るとしたことなどが注目される。
4. 一方で、システム上重要な金融機関の定義、「システムリスクレギュレーター」を誰にするのか、OTC デリバティブ市場の規制の妥当性・具体的内容など課題も多い。

I 背景

米国財務省は、2009年3月26日に、今後の金融規制改革の第一のフォーカスとして、「システムリスク」に関する規制フレームワーク案を発表した¹。

この時期、米国政府が金融規制改革のフレームワークをとりまとめた背景には、4月2日にロンドンで開催される G20 会議で、金融規制改革が大きな話題のひとつとなることがあげられる。既に、主要国・地域間では改革提案を競うかのような動きが発生しており、EU 委員会はジャック・ド・ラロジェール前フランス中銀総裁を議長とする専門家タスクフォースがまとめた提言を2月25日に発表、また3月18日には、英国金融サービス機構（FSA）も、アデア・ターナー会長の提言という形態で銀行監督規制の改革の方向性を示

¹ <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg72.htm>

している²。今年 1 月中旬に新政権が発足したばかりで、必ずしも準備時間が十分になかった米国としても、G20 会議前になんとか方向性を示しておきたかったという事情がある。また、ガイトナー財務長官も、3 月 26 日の下院金融サービス委員会における証言で「(システムリスク規制が) 米国経済の将来に重要であるのと同時に、グローバルな協調が求められる課題だから」として、規制改革の中でシステムリスク規制を優先する理由として国際協調に触れている³。

一方、米国の金融セクターをめぐる不安・動揺は、完全に終息したわけではない。ガイトナー長官率いる財務省は、2 月 10 日に「金融安定化プラン」を発表して大手行にストレステストを開始、さらに 3 月 23 日には安定化プランの進捗状況を示すとともに、官民投資ファンドの具体化構想を発表するなど、問題資産の処理、金融セクターの資本状態の健全化に向け施策を進めている⁴。しかし、シティグループや AIG など大規模複合金融機関の救済については、投入した公的資金の使用状況、グループの将来像、公的資金返済の見通しなどを巡って、やや泥沼化した混乱・批判も続いている。大型複合金融グループの持株会社や保険などノンバンク金融機関に対する監督・破綻処理法制が確立していないことが、金融危機がいったん発生した時の混乱を助長したという反省、また不安解消を遅らせているという問題意識が、システムリスクへの対応策を先行的に示した背景とも考えられる。

II 金融改革全体の 4 本柱

財務省は、3 月 26 日のリリースにおいて、今後取り組む包括的金融改革には、システムリスクへの対応、消費者・投資家保護、規制におけるギャップの解消、国際協調という 4 つの構成要素 (Components) があると宣言した (図表 1)。今回財務省は、第一弾として「システムリスクへの対応」に関するフレームワークのみを発表したわけだが、近い将来、残りの 3 つのコンポーネントについても、枠組みが示されるものと見てよいであろう。

システムリスク以外の項目でも、消費者・投資家保護については、バーニー・マドフ氏によって引き起こされた詐欺事件が言及されたこと、また国際協調の項目では、タックスヘイブン、マネーロンダリングに関する施策を行うと言及したことなどは注目される。また、規制構造のギャップ解消に関しては、2008 年春にポールソン財務長官の下で財務省が策定した「現代化された金融規制構造のためのブループリント」が、具体的な方向性

² ド・ラロジュール委員会提言については

http://ec.europa.eu/commission_barroso/president/pdf/statement_20090225_en.pdf 参照、また英国 FSA 提言については井上武「ターナー・レビュー～英国 FSA の金融規制改革案」『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

³ <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg71.htm>

⁴ <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg65.htm>、関雄太「金融安定化プランの発表：不良資産問題も直視しはじめた米国資本市場」『資本市場クォーターリー』2009 年春号など参照。

図表 1 包括的金融改革における 4 つの構成要素

①システミック・リスクへの対応	<ul style="list-style-type: none"> ■ 大規模で相互連関性の強い一定の金融機関・市場を、一貫性があり、より保守的な規制体制下に置く ■ 個別金融機関の破綻対応だけでなく、システム全体の安定性を確保する
②消費者と投資家の保護	<ul style="list-style-type: none"> ■ 市場操作や詐欺を防止するルールを明確化するとともに、透明性の向上と執行の強化を行う
③米国の規制構造におけるギャップ(隙間)の解消	<ul style="list-style-type: none"> ■ 規制機関の陣取りや組織論を避け、アメリカ人のニーズに合致する強固な規制システムを確立する
④国際協調の促進	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国際金融規制を米国同様の高い水準に合わせる ■ ブレーデンス規制、タックスヘイブン、マネーロンダリングに関するイニシアチブを開始する

(出所) 米国財務省リリースより野村資本市場研究所作成

を示すものと考えられるが、26日のリリースもしくは財務長官の証言では特段の言及がなく、今後どのように進展していくのかが注目されよう⁵。

III システミックリスク規制の枠組み

財務省は今回、システミックリスク規制に関して 6 つのフレームワークを打ち出した。具体的には、①システム上重要な金融機関と重要な支払・決済システムの規制機関、②自己資本・リスクマネジメント基準、③ヘッジファンドなどの登録、④OTC デリバティブ市場の監督・保護・情報開示、⑤MMF (マネーマーケットファンド) の大量解約請求リスクを低減する措置、そして⑥大型複合金融機関の破綻処理メカニズムである (図表 2: 6 ページに掲載)。各項目には、基本的に、FRB のバーナンキ議長などが既に講演や議会証言で示唆していたアイデアや、金融安定化フォーラム (FSF) や G30 (グループオブサーティ)、CRPMG (カウンターパーティリスクマネジメントポリシーグループ) などが提唱していた内容が多く含まれている⁶。

特徴的なことは、第一に、規制機関の担当・責任領域に関する表現がやや曖昧である点である。例えば「システム上重要な金融機関に責任を持つ独立・単独の規制機関」「複合金融機関の破綻に対する処理権限 (Resolution authority) の強化」という言葉を用いながら、FRB・FDIC など既存の規制機関に権限を与えるのか、新たに機関を設けるのかを明言しておらず、「システミックリスクレギュレーター」の具体的な姿をどのように作っていくのかに関して、米国内でまだ議論の方向性が定まっていないことを示唆している。もともと米国では、金融監督機関の統合・再編に関する議論があり、前述の「ブループリント」の提案をそのまま採用する形でも相当の変化となってしまうため、ここでは面倒な論争を避け、あえて具体的な表現にしなかった可能性もあるが、その結果、やや具体性に欠

⁵ 小立敬「米国財務省が明らかにした金融規制改革の構想」『資本市場クォーターリー』2008年春号

⁶ 淵田康之・小立敬「グローバル金融機関に求められる新たな金融規制・監督環境への対応」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

ける提案になっている印象もある。

第二に、システミックリスク規制の対象に、金融機関だけでなく、決済システムに重大な影響を持つ金融市場を含めるとし、中でもオーバーナイト・短期貸出市場だけでなく、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を含む OTC デリバティブ市場と MMF を規制対象として明示した点も注目される。

特に CDS・OTC デリバティブについては、米国政府として初めての規制を行うと明記した。そもそも米国では、証券形態をとらない OTC デリバティブ取引について、まず 1992 年商品先物取引慣行法（Futures Trading Practices Act）に基づいて、ほとんどの取引が商品先物取引委員会（CFTC）の管轄から除外され、さらに 2000 年商品先物近代化法（Commodity Futures Modernization Act）によって、明確に商品先物法の規制対象外とすることを決めた経緯があるが、今回の宣言で、従来の流れを大きく転換することになる。今後、どのような法制が整備されていくのかが注目されよう。また、今回のフレームワークには「すべての OTC デリバティブディーラーをシステム上重要な金融機関として、強力な規制監督体制の対象とする」という表現も見られ、規制機関が誰なのか曖昧な点は前述と同様だが、おそらくはシステミックリスクレギュレーターがディーラー規制を担っていくことになると考えられる。

ガイトナー財務長官は、2008 年 9 月のリーマンブラザーズと AIG の問題が発生する前、まだニューヨーク連銀総裁だった時代から、OTC デリバティブ取引について、透明性の向上や決済インフラの整備を提唱してきたが、今回のフレームワークにその考え方が反映している可能性が高い⁷。具体的には、CDS・OTC デリバティブ取引の透明性向上と決済・清算インフラ整備を目指すべく、大きく①清算機関（セントラルカウンターパーティ：CCP）・取引所の活用、②取引の標準化推進、③取引の記録・報告・開示の強化が打ち出された。特に CCP については、すべての標準化された OTC デリバティブ取引で「指名 CCP（Designated CCP）」の利用を義務化するとしており、現在、ICE（インターコンチネンタル取引所）や CME（シカゴマーカンタイル取引所）がサービスを開始しようとしている（ICE はすでに開始）、CDS の清算業務などにも影響を与えよう。

MMF については、リーマン・ブラザーズの破綻の際、MMF の元本割れの発生から大量の解約請求が生じ、流動性問題につながったことに鑑み、SEC に規制強化を求めましたが、今回は具体的な規制のルールや方法については明記されず、今後の検討が注目される⁸。

第三の注目点は、ヘッジファンドの取扱である。今回のフレームワークでは、ヘッジファンドだけでなく、プライベートエクイティファンドを含む一定規模の私募の資本プールに助言する投資顧問会社すべてに登録を求めるとしたが、今のところは、ヘッジファンドが潜在的なシステミックリスクを持つという明確な認識・指摘は行わず、登録・

⁷ 関雄太「CDS・CDO 市場の急拡大と信用リスク取引を巡る議論」『資本市場クォーターリー』2005 年秋号、同「CDS の決済リスクを巡る議論と米国金融業界の取組み」『資本市場クォーターリー』2009 号春号参照。

⁸ 具体的な規制改革に向けた議論としては ICI（米国投資会社協会）の MMF ワーキング・グループの動きが注目されよう。三宅裕樹「米国 MMF の制度改革をめぐる議論」『資本市場クォーターリー』2009 号春号参照。

報告義務を強化することで、規制当局がリスクアセスメントできる状態を作り出すという目標を示すにとどまった。ヘッジファンドの規制強化については、積極的な大陸欧州各国と、やや消極的な米国の間で意見の相違が大きいとされるが、4月2日のG20会議あるいはそれ以後の国際的な議論の場で、登録・報告義務以外の規制アイデアが出てくるのかが注目されよう。ちなみに、ヘッジファンドの登録制は、SECが2004年12月に投資顧問業者としての登録義務を強化する規則改正を行ったが2006年6月のゴールドSTEIN事件連邦控訴裁判所判決により規則が無効とされるなど、規制の是非・あり方をめぐって、国内でも長く論争が続いている話題であり、今後どのように制度化されていくかが注目される⁹。

第四の注目点は、破綻処理権限の強化である。破綻処理メカニズムの確立は、システムミックリスクの全体量を抑制・モニタリングするための監督・規制強化を謳う他の項目とは若干狙いが異なり、個別金融機関レベルの危機を連鎖させないようにする政策ともいえる。基本的には、現在、FDICが預金取扱金融機関に対して適用できる早期是正措置、コンサーバーシャープ（財産保全人制度）・レシーバーシャープ（破産管財人制度）の更正・清算手続、ブリッジバンクのような承継支援策などを、証券会社・保険会社・先物取次業者（Futures commission merchants）をコントロールする持株会社にも、その他潜在的にシステムミックリスクを有する金融機関にも適用できるようにするということであり、制度のイメージははっきりしている。財務省は、フレームワーク発表に先んじ3月25日にResolution Authority for Systemically Significant Financial Companies Actの法案を発表しており、今後はその内容が詳細に議論されることになろう¹⁰。

IV 反応と今後の注目点

今回の改革構想について米国では、G20前の発表が望ましいと考えられていたこと、システムミックリスクレギュレーターをFRBとするのか合議体とするかなど、議会で現在論争が起きている問題については明言を避けたことなどから、特に強い反発は起きていないようである。規制強化が迫ってきたヘッジファンド業界、プライベートエクイティファンド業界にしても「自らはシステムミックリスクを創り出していない」と主張してはいるが、一方で規制の厳格化は止められない潮流と見ているようでもある¹¹。一方、保険・証券などの各業界団体は、今のところ「新しい規制の時代に入った」という状況認識を示しているだけで、賛否についてはあまり明確な意見を示していない。これは金融市場の混乱が続

⁹ 瀧俊雄「米国におけるヘッジファンド規制の動き」『資本市場クォーターリー』2004年秋号、大崎貞和「SECのヘッジファンド規則に対する無効判決」『資本市場クォーターリー』2006年夏号など参照。

¹⁰ <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg70.htm> および

<http://www.ustreas.gov/press/releases/reports/032509%20legislation.pdf> 参照。この法案では業態別に「適切な連邦規制当局」を設定しており、保険会社の場合にFDICを連邦規制当局としていることなどが注目される。

¹¹ “Hedge Funds, Buyout Firms Say Regulation Unstoppable”, Bloomberg, 3/27/2009, “Proposed rules concern U.S. hedge funds and private equity”, Reuters, 3/27/2009 など参照。

いている最中で戦略的なインプリケーションを十分に考える余裕がないことや、規制と言っても「システム上重要な機関」の範囲などがまだ明確に示されていないからではないかと思われる。今後の規制対応コストや破綻処理保険に係る負担のレベルなどによっては、新たな不満が生じる可能性もあろう。

今後、論争が注目される論点としては、まず CDS 規制があげられる。CDS については一部に「CDS 規制は取引所や清算機関を活用した取引を進めるだけでは不十分であり、現物の債券を保有せずに CDS を取引する行為を禁止せよ」という強い主張がある一方、昨秋の金融機関のデフォルトにおいても CDS ポジションの清算オークションは粛然となされ、CDS 市場経由で信用リスクが伝播することはなかったという指摘もあり、後者のような認識であれば、過度な規制はかえって金融機関のリスク量を増やすことになってしまふともいえる¹²。システムリスク規制の枠組みの中に CDS 市場、OTC デリバティブ市場を組み入れることがどのような意味を持つのか、より深い議論が必要と思われる。

もうひとつは、破綻処理権限の強化についてである。Diebold 教授（ペンシルバニア大学ウォートンスクール）と Skeel 教授（ペンシルバニア大学ロースクール）は、FDIC の破綻処理は、例えばインディマックやワコビアの対応を見ても常に成功しているとは言えず、FDIC の権限や破綻処理メカニズムを投資銀行その他の金融機関にも適用できるという前提、連邦倒産法が投資銀行には適用できないという前提で、FDIC のメカニズムの適用範囲をただ拡大していくのは誤りかも知れないと指摘した¹³。同様の異論は今後も示される可能性がある。現代の金融市場におけるシステムリスクとは何なのか、金融機関の監督・破綻処理制度はどうあるべきなのかという議論は、ある意味では今始まったばかりともいえ、今後どのように進展していくのか、行方が注目されよう。

¹² George Soros, “One Way to Stop Bear Raids”, The Wall Street Journal, 3/24/2009, Peter Wallison, “Systemic Risk and the Financial Crisis”, American Enterprise Institute for Public Policy Research (October 2008)、関雄太「CDS の決済リスクを巡る議論と米国金融業界の取組み」『資本市場クォータリー』2009年春号など参照。

¹³ Francis Diebold and David Skeel, “Geithner Is Overreaching on Regulatory Power”, The Wall Street Journal, 3/27/2009

図表2 「システミックリスクへの対応」に関するフレームワーク

<p>1 システム上重要な金融機関及び重要な支払決済システムに責任を有する単一・独立の規制機関</p> <p>1) システム上重要な金融機関の定義</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 金融システムとの相互依存性(Interdependence)、規模、レバレッジ(オフバランスシート項目を含む)、短期資金への依存度、家計・ビジネス・政府への信用供給源、金融システムへの流動性供給源としての重要性から判断 <p>2) 業態ではなく、金融機関が何をしているかにフォーカス</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 銀行、銀行持株会社に限らず、システム上重要であればいかなる金融機関も規制対象に包含される <p>3) 支払決済活動に対する規制権限の明確化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ ベア・スターズ問題などで特にオーバーナイト・短期の貸出やOTCデリバティブの市場における弱点が露呈、不透明性を高めた。 ・ CDSやOTCデリバティブにおいては、ニューヨーク連銀による若干の取組みがあったものの、当局は市場参加者の取組みに道義的に訴えることを余儀なくされてきた ・ 単一の主体に、これらの重要な市場における監督権・検査権・プルーデンス規制の設定権を与えていく必要がある
<p>2 システム上重要な金融機関に対する資本・リスクマネジメント基準の高度化</p> <p>1) より強靱な資本基準の設定</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ システム上重要な機関には他の金融機関よりも保守的な基準達成を求める <p>2) 厳格な流動性管理、カウンターパーティリスク・クレジットリスク管理の要求</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ システム上重要な機関には他の金融機関よりも厳しい流動性・リスク管理基準を求める(時間単位・全社レベルでのカウンターパーティリスク把握など) <p>3) 早期是正措置制度の創設</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ システム上重要な機関に携わる規制機関には、FDICが持つものと類似した早期是正措置制度が必要である
<p>3 一定以上の規模のヘッジファンド全ての登録制</p> <p>1) すべてのヘッジファンドに登録を求める</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 預かり資産が一定規模を超えるヘッジファンド(PEファンド、VCファンドなどの私募資本プールを含む)へのアドバイザーはSEC登録を義務付けられるべきである <p>2) 投資家・カウンターパーティの開示を義務化</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ SEC登録投資顧問の助言を受けるファンドすべてに投資家・カウンターパーティの開示を義務付けるべき <p>3) 金融安定性への脅威を評価するのに必要な情報の提供</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 規模・レバレッジが一定の脅威を有するファンド(ファンドファミリー)は規制上の報告義務(コンフィデンシャルベース)を負うべき <p>4) SEC=システミックリスクレギュレーター間で報告を共有化</p>

図表2（続き）「システミックリスクへの対応」に関するフレームワーク

<p>4 OTCデリバティブ市場に対する監督・保護・開示の包括的フレームワーク</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) クレジット・デフォルト・スワップ及びOTCデリバティブに対する(米国政府初の)規制 2) 強靱な規制監督体制の導入 <ul style="list-style-type: none"> ・ OTCデリバティブ市場のディーラーをシステム上重要な機関と同水準の規制対象とする 3) すべての取引を指定中央清算機関(Designated Central Counterparty)を通じて清算 <ul style="list-style-type: none"> ・ すべての標準化されたOTCデリバティブ契約について、適切に設計された清算機関を通じた清算を義務化(取引所取引の活用を推進) ・ 指定CCPIは上記の決済システム規制の監督対象とする 4) 標準化されていないデリバティブ取引に厳格な基準導入を求める <ul style="list-style-type: none"> 標準化されていないデリバティブ取引に対して、取引報告の義務化、取引確認・ネットティング・担保・マージン・清算に関する基準設定を求める 5) 取引量・ポジションに関する合計データの公開 <ul style="list-style-type: none"> ・ 個別カウンターパーティに関するデータは、適切な連邦規制機関にコンフィデンシャルで開示 6) すべての市場参加者に強い適格性義務を適用
<p>5 MMFが急激な解約を受けるリスクを低減するための新基準</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) MMFを巡る規制フレームワークの強化 <ul style="list-style-type: none"> ・ 個別MMFの信用・流動性リスクを低減するよう、またMMF業界が大量解約請求に影響されにくくなるよう、SECが規制フレームワークを強化すべき
<p>6 複合金融機関の破綻に対応する、より強力な破綻処理権限(Resolution Authority)</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) システミックリスクを生じる可能性のある金融機関をカバー <ul style="list-style-type: none"> ・ 発動の決定:財務長官は、緊急措置適用の前に、FRB・FDICの進言及び大統領との協議を踏まえて、当該金融機関が(1)破綻の懸念があるか、(2)破綻が米国の経済金融情勢に深刻な悪影響を与えるか、(3)法で認められた緊急措置が悪影響の回避もしくは緩和につながるかを決定する ・ 財務長官とFDICは金融支援措置かコンサーバタリーシップ/レシーバリーシップ適用かの選択を行う ・ コンサーバタリーシップでは問題金融機関を民間の手に戻し、レシーバリーシップでは当該金融機関を解体する。トラスティー(管財人もしくは保全人)は資産売却、従業員雇用契約を含む契約の見直し、デリバティブポジションの取扱など広範な権限を有する。 ・ この破綻処理権限は、銀行に対してFDICが、GSEIに対してFHFAが有するものをモデルとする 2) 対象となる金融機関にファンド拠出を求める <ul style="list-style-type: none"> ・ 今後、預金保険とは別に新たな破綻処理権限の執行に必要なファンドのメカニズムを法制度化する

(出所) 米国財務省リリースより野村資本市場研究所作成