

ICIによる米国金融システムの規制・監督体制の改革提言

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 2009年3月、米国投資会社協会（ICI）が、「金融サービス規制改革：議論と提言」と題する報告書を公表した。そこでは、米国金融規制・監督のあり方について、特に資本市場の機能と運用会社に関する規制に直接的に関わる部分に焦点を当てた提言が行われている。
2. 金融規制の基本的な構造については、米国財務省が2008年3月に公表した提案の中で示された目的ベース・アプローチではなく、現行の業態別アプローチを引き続き維持することが主張されている。
3. その上で、システムック・リスクに対応する規制・監督機関の創設が提案されている。ただし、その役割については、金融システムが過度に制約されたり、不適切な形で規制されることがないように配慮した上で、他の規制当局との役割・責任の分担を考慮しながら検討する必要があるとしている。
4. また、米国証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）の機能を統合することが主張されている。同機関には、資本市場の一義的な規制当局としての役割を果たすことが期待されている。

I はじめに

2009年3月3日、米国運用会社の業界団体である米国投資会社協会（Investment Company Institute, ICI）が、「金融サービス規制改革：議論と提言（Financial Services Regulatory Reform: Discussion and Recommendations）」（以下、「ICI提言」とする）と題した報告書（white paper）を公表した¹。

2008年9月のリーマン・ブラザーズの経営破たんを契機として、サブプライム・ローン問題に端を発する金融危機が、世界的な規模で、かつ急速に深刻化したことを受けて、現行の金融規制・監督のあり方について様々な課題が指摘されるとともに、改革に向けた動きが進みつつある。本報告書は、20ヶ国・地域（G20）による金融・世界経済に関する首脳会合（金融サミット）の第二回の開催を翌4月に控える中で、業界団体から出された

¹ 本報告書は、以下のアドレスより取得可能。http://www.ici.org/pdf/ppr_09_reg_reform.pdf。

改革提言として注目される²。

II ICI 提言の内容

1. 現行の業態別アプローチの改善

ICI 提言は、特に資本市場の機能と運用会社に対する規制に直接的に関わる部分に焦点を当て、今後の米国の金融規制・監督のあり方についての改革提案を行っている。

そこでは、基本的な規制構造のあり方として、現行の業態別アプローチを引き続き維持することが主張されている。

規制構造の類型としては、例えば 2008 年 3 月に米国財務省が公表した「現代化された金融規制構造のためのブループリント (Blueprint for a Modernized Financial Regulatory Structure)」(「ブループリント」)では、①銀行や証券、保険といった業態別のアプローチ、②業態別アプローチをさらに業務レベルで細分化した機能別アプローチ、③唯一の規制当局があらゆる金融サービスを規制する統合アプローチ、④規制目的ベースでのアプローチの 4 つが挙げられている³。その上で、ブループリントは、長期的な観点からみれば最適な金融規制構造として、④の目的ベース・アプローチを提案している。

これに対して、ICI 提言は、①の業態別アプローチを主張している。提言は、その根拠として、まず、各規制当局が特定の金融サービス・セクターの規制・監督に特化することとなるため、専門性を備えられるとしている。加えて、規制対象となる金融機関や金融サービス、取引活動の個別の状況に応じた柔軟な対応が可能であることや、規制内容を具体化する上で業態間の差異を無視するような状況が避けられるといった利点を挙げている。

また、ブループリントが支持する④の目的ベース・アプローチについては、そもそも規制・監督の「目的」は相互に関わるものであり、分けることが難しい上に、一金融機関に対する規制・監督を統合的な観点から行うことが困難であるといった課題を指摘している。

さらに、ICI 提言では、③の統合アプローチについても懸念を示している。③を採用した場合、実際には、規制当局の担当者は、本来はあらゆる金融サービス・セクターの規制・監督を行わなければならないにもかかわらず、実際には特定のセクターにどうしても偏ってしまい、経験の蓄積がない分野や、さほど課題が明らかとなっていない分野に対しての配慮が不十分となりがちになってしまう。その結果、イノベーションが阻害されたり、

² 同様の提言としては、G30 (Group of Thirty) が 2009 年 1 月に公表した「金融改革 — 金融安定化の枠組み — (Financial Reform – A Framework for Financial Stability)」が注目されている。これについて詳しくは、小立敬「金融システム安定化の枠組みのための金融改革に関する G30 提言」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。また、G20 金融サミットの内容、および金融機関にとっての意義については、井上武「G20 における金融規制改革の議論」同号、小立敬「金融機関に求められる新たな規制秩序への対応」同号参照。

³ 詳しくは、小立敬「米国財務省が明らかにした金融規制改革の構想」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号参照。

規制上の取り扱いに不釣り合いが生じたりする可能性がある。こうした課題を根拠に、ICI 提言は、やはり①の業態別アプローチの方が適していると主張する。

ICI のこうした提言の背景には、現行制度の下では、運用会社に対する規制は証券取引委員会（Securities and Exchange Committee, SEC）が包括的に行っており、投資会社の登録も SEC に対してのみ行えばよいとされているのに対して⁴、規制構造が根本的に改革され、例えば目的ベース・アプローチが採られることとなれば、運用会社は複数の規制当局の監督に従う必要が生じる可能性があることに対する ICI の懸念があるものと思われる。

2. システミック・リスク・レギュレーターの新設

もっとも、ICI 提言は、基本的な規制構造において引き続き業態別アプローチを採るべきとしつつも、現行制度が抱える課題として、①各規制当局は、それぞれの観点から金融機関の監督を行うため、当該金融機関が行っている事業全体を包括的に把握することが困難であること、また、②金融市場全体に影響が及ぶシステミック・リスクに対処する権限が、どの当局にも単独では与えられていないことも、同時に認めている。

ICI 提言では、こうした課題に対応するべく、「システミック・リスク・レギュレーター（Systemic Risk Regulator）」の新設を提案している。同レギュレーターには、①金融システム全体を幅広く監視し、②国内・海外市場の状況の変化を分析し、③そうした変化が大きくなる可能性を評価し、それによって金融システムの健全性にどのような、そしてどの程度の影響が生じるのかを見極め、④他の規制当局と協力しながら、そうしたリスクを緩和するべく適切な対応を採る機関としての役割が期待されている。

ただし、ICI 提言は、システミック・リスク・レギュレーターを実際に新設するに際しては、次の二点について十分な検討を要するとしている。一つは、金融システムの機能が過度に制約されたり、不適切な形で規制されることのないよう、システミック・リスク・レギュレーターにどのような権限を認めるかという点である。提言では、具体的な例として、「金融システム上重要な金融機関」を指定し、直接的に監督する権限を認めるべきかという論点を挙げている。仮に、この権限が認められた場合、指定を受けた金融機関は、市場から「大きすぎて潰せない（too big to fail）」金融機関とみなされ、そのような指定を受けていないところや、規模の小さいところと比べて信用リスクが低いと評価される可能性がある。そうなれば、システミック・リスク・レギュレーターの行動は、金融市場における公正な競争を阻害する効果を持ちうることとなると、ICI は指摘している。

また、二点目として、他の規制当局との間での役割・責任の分担、相互の関係という論点が挙げられている。システミック・リスク・レギュレーターの新設によって、既存の規制当局の活動が制約されたり、あるいは監督体制の層が一つ、単に加わるだけとなったりすることがないように、システミック・リスク・レギュレーターに排他的に認められる権限

⁴ 米国では、投資信託は一般に会社型の形態が採られており、「投資会社（investment company）」として SEC への登録が行われている。

の範囲と、他の規制当局と協力して対処すべき範囲を明確にするべきとしている。

3. SEC と CFTC の統合

ICI 提言では、システミック・リスク・レギュレーターの新設とともに、資本市場規制の改革案として、SEC と商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission, CFTC）の機能を統合し、新たに「資本市場レギュレーター（Capital Markets Regulator）」を創設するべきとの提案がなされている。SEC と CFTC の統合案は、すでにブループリントの中期的提言などでも提案されており、ICI 提言もこれに倣ったものとなっている。

資本市場レギュレーターには、投資家保護、および市場の効率性や競争、資本形成を促進する観点から米国資本市場を連邦レベルで監視する機関として、資本市場における課題に一義的に対処する役割が期待されている。特に、運用会社に関わる部分では、①登録投資会社が満たすべき基準の策定、②ヘッジファンドなど未登録の投資プールや、相対のデリバティブ取引、地方債市場といった、現状では対応が必ずしも十分に採られていない分野への規制の拡充⁵、③ブローカー・ディーラーと投資顧問業者のそれぞれに対する規制の調和を行う権限・責任を、資本市場レギュレーターは担うべきであるとされている。

このうち、①については、特に MMF 規制に焦点を当てて、システミック・リスク・レギュレーターと資本市場レギュレーターのあるべき関係性について言及がなされている。

米国では、MMF は、元本保証は付されていないものの、安全性が極めて高い、短期資金の運用手段として、投資家の間で広く普及している。また、MMF がコマーシャル・ペーパー（Commercial Paper, CP）の 38.4% を保有する一方（2008 年末時点）、CP も MMF のポートフォリオの 17.3% を占めるなど（2009 年 2 月末時点）、MMF は CP 市場と相互に深く関係している⁶。それゆえ、2008 年 9 月に米国史上二度目となる MMF の元本割れが起きた際には、MMF に対する投資家の信用が揺らぎ、資金が大量に流出することとなるのではないかと、そうならば CP 市場にも混乱が波及するのではないかと、といった懸念が生じた。こうしたリスクの顕在化を防ぐべく、例えば米国財務省が、元本割れから 2 週間のうちに MMF の元本保証プログラム（Temporary Guarantee Program for Money Market Funds）を導入するなど、迅速な政策対応が採られることとなった⁷。

ICI 提言では、こうした米国資本市場における位置づけの大きさを踏まえれば、MMF はシステミック・リスク・レギュレーターの監督対象となる可能性があるとしている。

⁵ SEC は、未登録の投資顧問業者が投資家に詐欺的な説明を行うことを禁じる規則を 2007 年に導入した。これについて詳しくは、大崎貞和「米国 SEC のファンド規制に関する新規則」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年秋号参照。また、米国地方債市場の情報開示については、三宅裕樹「米国地方債市場の情報インフラ整備に向けた動き」同 2009 年冬号参照。

⁶ FRB, *Flow of Funds Accounts*、および ICI 資料より算出。

⁷ 詳しくは、三宅裕樹「米国 MMF の元本割れと信用回復に向けた緊急対策の実施」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年秋号、同「変化の兆しがみえる米国資金循環と今後の展望」同 2009 年冬号など参照。

とはいえ、資本市場レギュレーターが資本市場の一義的な規制当局であり、登録投資会社に対する基準を定める役割を担っている以上、MMF 規制はあくまで資本市場レギュレーターが行うべきとの考えが示されている。なお、資本市場レギュレーターが MMF に対してどのような規制・監督を具体的に行うべきかについては、ICI の検討ワーキング・グループにおいて検討が行われ、ICI 提言の公表から 2 週間後の 2009 年 3 月 17 日に報告書がまとめられた⁸。

このように、資本市場レギュレーターの規制・監督対象は、システミック・リスク・レギュレーターと一部で重複する可能性があるが、そうした非効率性は、資本市場の一義的な規制当局は資本市場レギュレーターであるという原則と、システミック・リスク・レギュレーターが有する権限を踏まえつつ、規制当局間で協調が図られ、情報が共有されることによって最小化できるとされている。また、ICI 提言においては、こうした規制当局間の相互の連携を強化し、情報の共有を進める上で、大統領府金融市場作業部会 (the President's Working Group, PWG) が果たしうる役割に注目がなされている。

⁸ 同報告書について詳しくは、三宅裕樹「米国 MMF の安全性向上に向けた議論の現状 - 新たに注目される流動性リスクへの対応 -」野村資本市場研究所『資本市場クォータリー』2009 年春号参照。