

ドッド=フランク法に対する米国証券業界の反応

—SIFMA 規制改革サミットの内容報告—

ロザノ 容子、関 雄太

■ 要 約 ■

1. 米国証券業金融市場協会（SIFMA）は2010年7月15日、「ウォールストリート改革及び消費者保護法」（通称ドッド=フランク法）をトピックとしたセミナー「規制改革サミット」をニューヨークで開催した。同日にドッド=フランク法案が上院で可決されたこともあり、ニール・ウォーリン財務副長官など規制当局の責任者や業界関係者の発言内容が注目を集めた。
2. 本セミナーを含め、ドッド=フランク法の成立前後の動向から指摘できることの第一は、「金融規制改革はまだ終わっていない」ということである。ドッド=フランク法の中で、規則策定が必要な法規上の項目は240以上、調査や勧告を含めば300項目以上で今後の作業が必要になると言われ、これらの内容や方向性が定まってくるのに少なくとも1~2年を要する可能性がある。また、ボルカー・ルールのように、数年間の移行期間が設定される場合もある。
3. デリバティブ規制や投資家保護などで具体的な規制の執行を担う証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）には、特に多くの策定作業が発生する見通しである。また、金融安定監督カウンスル（FSOC）と連邦準備制度理事会（FRB）は、システム上重要な金融機関（SIFI）の決定と、SIFIに適用される厳格なプルーデンス規制の策定を担うことになっており、今後の動きが注目されている。セミナー席上でも、新設機関の稼動開始に関する見通し、タスクフォースの設置状況、期限を定められた調査や規則制定の実現可能性などに関する質問が多く出された一方、新規制の具体的あるいは定量的な影響を論じる向きはほとんどなく、金融機関サイドでの実務的な対応はこれから徐々に本格化するものと考えられる。
4. 一方で、米国金融業界は、ドッド=フランク法の次の課題、具体的には、住宅金融システム・GSE（政府後援企業）の問題や、新しいバーゼル自己資本規制（バーゼルⅢ）や銀行税など国際的な金融規制の問題にも目を向けつつある。

I. 終わらない金融規制改革

米国証券業金融市場協会（SIFMA）は2010年7月15日、包括的な金融制度改革である「ドッド＝フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）」（以下、ドッド＝フランク法）をトピックとしたセミナー（Regulatory Reform Summit）をニューヨークで開催した。本会合では、商品先物取引委員会（CFTC）のゲーリー・ゲンスラー委員長、ニール・ウォーリン財務副長官、米国証券取引委員会（SEC）トレーディング市場局のロバート・クック局長が講演した他、証券・資産運用業界の代表者が、法制定後の規則導入を巡る動きについてパネル・ディスカッションを行った。セミナーと同じ日に上院で可決されたドッド＝フランク法は、7月21日にオバマ大統領の署名を受けすでに成立している¹。

本セミナーを通じて強調されたことの第一は、「金融規制改革はまだ終わっていない」ということである。ドッド＝フランク法の内容を具体化するための規則の策定や議会に対する各種の調査・勧告が始まるのはこれからであり、これらの内容や方向性が定まってくるのに少なくとも1～2年を要する可能性があるというのである。また、ボルカー・ルールのように、数年間の移行期間が設定される場合もある。

ドッド＝フランク法の中で、規則策定が必要な法規上の項目は240以上、調査や勧告を含めば300項目以上で今後の作業が必要になるとの推計も出ている（図表1）。OTCデリバティブ関連、投資家保護などで具体的な規制の執行を担うSECとCFTCには、特に多くの課題が発生する見通しで、両機関では役職員の増員やタスクフォースの結成などの作業が、慌しく開始されている。また、FSOC（金融安定監督カウンスル）とFRBは、システム上重要な金融機関（SIFI）の決定と、SIFIに対する「厳格なプルーデンス規制」、具体的には自己資本や流動性、清算計画やコンティンジェント・キャピタルなどに関する規制の策定を行うことになっており、今後の動きが注目されている（図表2）。

セミナー席上でも、新設機関の実質的な稼働開始、タスクフォースの設置状況、期限を定められた調査や規則制定の実現可能性などに関する質問が多く出された一方、具体的あるいは定量的な規制の影響を論じる向きはほとんどなく、金融機関サイドでの実務的な対応はこれからという印象が強く残った。

さらに、本セミナーで注目されたのは、米国金融業界がドッド＝フランク法の次の問題にも関心を向けつつあるということである。具体的には、住宅金融システム及びGSE（政府後援企業）の問題であり、あるいはバーゼル銀行監督委員会による新しい自己資本規制（バーゼルⅢ）や銀行税など、国際的な金融規制の問題である。住宅金融改革については、住宅市場の停滞が続いていること、ドッド＝フランク法審議の最終局面で、共和党議員を中心にファニーメイ、フレディマックこそがトゥー・ビッグ・トゥー・フェイルであり納

¹ 小立敬「米国における金融制度改革法の成立ードッド＝フランク法の概要ー」『野村資本市場クォーターリー』2010年夏号参照。

図表 1 ドッド=フランク法が各規制機関に要求している規則策定の項目数

規制機関	案件数	案件の内容	期限(法制定後)*
金融安定監督カウンスル (FSOC)	21	システミックリスク、デリバティブ、破たん処理権限に関する規則策定と報告	・180日から2年を期限とする8件の調査報告と4つの新規定期報告 ・新規に4種類の定期報告
連邦準備制度 (FRB)	75	システミックリスクに関する規則策定と報告 報酬、ボルカールール、住宅鑑定規制に関する規則策定(共管)	・18カ月を期限とする合同規則策定 ・1年を期限とする2件の調査と1074(A)[GSE関連]の規則策定前の調査
証券取引委員会 (SEC)	124	デリバティブ、告発者(Whistleblowers)、破たん処理権限、システミックリスク、投資アドバイザー、証券化、受託者責任などに関する多数の規則策定と報告書	・90日から3年を期限とする17件の調査報告と5つの新規定期報告
商品先物取引委員会 (CFTC)	55	デリバティブ、CDO、告発者、規制免除等に関する規則策定とデリバティブに関するSECとの合同調査報告	・90日から360日を期限とするデリバティブ関連規則 ・6か月から30カ月を期限とする6件の調査報告
消費者金融保護庁 (CFPB)	27	消費者の金融リテラシーの改善、消費者へのリスクの監視、非合法な取引の特定と防止、住宅ローン規制等に関する規則策定と報告 住宅鑑定の合同規制	・1年から2年を期限とする4件の調査報告と5つの新規定期報告 ・18カ月以内の合同規則策定
連邦預金保険公社 (FDIC)	49	破たん処理権限とシステミックリスクに関する規則策定と報告 銀行規制、デリバティブ、住宅鑑定規制、システミックリスク、受託者責任に関する規則策定と報告	・60日から1年を期限とする3件の調査報告 ・制定後直ちの規則策定、180日から18カ月を期限とする合同規制
通貨監督官庁 (OCC/OTS)	28	ボルカールール、システミックリスク、住宅鑑定規制、証券化に関する規則策定(共管)	・1年を期限とする2件の調査報告と2つの新規定期報告 ・270日から2年を期限とする合同規則策定
会計検査院 (GAO)	36	SECの管理、破たん処理権限、CFPB、地方債、証券、ボルカールールなど幅広い分野に関する調査	・90日から3年を期限とする23件の調査報告と2つの新規定期報告
財務省	24	銀行規制、デリバティブ	・360日から2013年1月1日を期限とする5件の調査報告と4つの新規定期報告
全米信用組合管理庁理事会 (NCUAB)	5	住宅鑑定に関する規制(共管)	・18カ月以内に住宅鑑定に関する合同規則を策定
連邦住宅金融庁 (FHFA)	5	住宅鑑定に関する規制(共管)	・18カ月以内に住宅鑑定に関する合同規則を策定
地方債規則制定委員会 (MSRB)	4	地方債市場の改革	・無期限
連邦エネルギー規制委員会 (FERC)	2	デリバティブを巡る詐欺・不正行為の取り締まりとCFTCとの情報共有	・180日以内にCFTCと管轄の重複と情報共有に関するMOUを締結
教育省	1	民間学生ローン市場	・2年以内に民間学生ローン市場に関する調査

*ドッド=フランク法の長大さと複雑さのため、調査や規則策定の期限が確認できないものもある

(出所) SIFMA セミナー資料より野村資本市場研究所作成

図表 2 現在進行中の主な規制改革イニシアティブ

・システミック規制	・デリバティブ
・資本・流動性・レバレッジ規制 (コリンズ)	・集中清算・取引所取引
・プルデンシャル基準の引き上げ	・スワップ・プッシュアウト
・業務の制限・分離・成長制限	・受託者責任
・ボルカー・ルール	・パーゼルIII
・リビング・ウィル	・信用格付け機関
・秩序だった清算	・会計基準
・私募ファンドの規制	・証券化
・消費者保護	・TARP 手数料
・銀行税 (金融取引課税)	

(出所) SIFMA 規制改革サミットパネル・ディスカッション資料より野村資本市場研究所作成

税者負担が発生する懸念があると喧伝したことなどもあり、金融市場も世論も関心を強めている。セミナーでは、ニール・ウォーリン財務副長官が、講演の中でボルカー・ルールやリンカーン条項（スワップ業務の分離）について言及しなかった一方で、住宅金融についてはホワイトハウス・財務省は GSE 問題を認識しており、2011 年 1 月までに今後のあり方を提言する報告書を示す予定であることを強調した。また、オバマ政権は、8 月 17 日にワシントンで、ファニーメイとフレディマックを含む住宅金融制度の今後のあり方について、幅広く意見を求めることを目的にコンファレンスを開催した。

バーゼルⅢや銀行税など国際的な規制論議については、セミナー席上の議論からも、米国の金融業界が国際競争上不利な立場に置かれるのではないかと懸念が業界側に強いことがうかがえた。特にバーゼル資本規制については、米銀全体として、あるいは米銀監督当局として導入あるいは同調してきた歴史があまりないだけに、困惑に近い反応も見られる。一方で当局側のスピーカーは、米国内の改革を進め、透明で安定した金融市場を形成することこそが国際競争力につながるとの立場を崩さず、少なくとも、セミナー席上では国内金融機関に配慮する姿勢はあまり見られなかったといえよう。

以下では、SIFMA のニュースレター等から、サミットにおける当局代表者の講演及びパネル・ディスカッションに参加した業界代表者の発言の他、SIFMA の公共政策エグゼクティブ・バイス・プレジデントであるケン・ベンツェン氏の新法に関する分析、規則導入を巡る今後の方向性についてティム・ライアン CEO のコメント等について紹介する²。

II. サミットにおける規制当局代表の講演骨子

1. ウォーリン財務副長官

ウォーリン副長官は、意見の対立はあるが、ドッド＝フランク法は 1930 年代に制定された証券法と同様に、より強靱で安全性が高い金融システムの基盤を構築する法制であることを強調した。ドッド＝フランク法の主な条項として、①システムミック・リスクを特定・監視する「金融安定監督カウンスル」の創設、②ストレス・テストとリビング・ウィル（清算計画）策定の義務化など厳格なプルーデンシャル・スタンダード、③標準化されたデリバティブ取引の集中清算などデリバティブ市場の規制の枠組みの設定、④システム上重要な金融機関の清算手続きを導入することによるトゥー・ビッグ・トゥー・フェイルの終焉、⑤FRB 内に消費者金融保護局（Bureau of Consumer Financial Protection）を設置することを挙げた。

ボルカー・ルール、リンカーン条項については講演では触れなかったが、関連した質問に対しては、2 つの規制アイデアは、連銀貸出（Discount Window）などのセーフティネットにアクセスできる銀行はリスクでボラティリティの高い業務に従事することを認められ

² <http://events.sifma.org/2010/647/RegReform-highlights.html> 参照。

るべきではないという考え方を基盤としており、銀行のリスク低減（Derisking）を目的とした条項はこの2つだけではなく、今後、総合的な規則策定や実施によりリスクテイキングの適正化を図ると答えた。

また、ファニーメイとフレディマックについては、抜本的な改革の必要性を認めたが、来年初めに議会に提案を提出するとの予定を述べるにとどめ、具体的なアイデアについては一切コメントしなかった。一方で、住宅金融制度の改革には、相当の時間と資源が要されるため、住宅金融問題の着手より前にまず、金融規制改革の迅速な導入が望まれるとした。

2. ゲンスラー-CFTC 委員長

同委員長は、店頭デリバティブ市場がドッド=フランク法によって米国で初めて規制されることになり、また銀行及びノンバンクのディーラーには資本賦課、マージン規制、業務慣行規準、報告義務などが適用されると指摘した。スワップ取引については、執行ファシリティ（Execution Facilities）による集中清算を通じた効果的なリスク管理の促進と、市場の流動性と競争を強化するための透明性の向上の重要性を強調した。

また、CFTC は既に、新法で規則策定を義務付けられる 30 項目についてそれぞれ担当チームを結成し、法律で定められる期限を踏まえて規則策定の手順を検討していることを明らかにした。具体的には、法制定後 6 ヶ月以内に「主要スワップ取引参加者（Major Swap Participant）」等の定義を決定し、6 ヶ月から 9 ヶ月以内にコモディティのポジション制限に関する規則を策定することが義務付けられている。CFTC は、何よりも法の精神を重んじ、他の規制当局や一般との活発な意見交換を通じて、規則策定に取り組んで行く姿勢であるとした。

3. クック SEC トレーディング市場局長

同局長は、ドッド=フランク法の導入にあたって SEC が主な役割を果たす分野として、①店頭デリバティブ、②ファイナンシャル・アドバイザーの慣行規準、③私募ファンドのアドバイザー、④信用格付け機関等を挙げた。中でも初めて規制が適用される店頭デリバティブ市場については「統一された規制構造」の導入を究極の目標とし、リスク・ストラテジー・金融革新局とタスクフォースを組んで導入計画を立てている。

SEC は、金融機関およびディーラーの資本・マージン規制にあたっては各プルーデンシャル規制当局と協力し、スワップ取引については CFTC と管轄を分担（証券派生スワップを SEC、エネルギー、インデックスその他のスワップ一般を CFTC が担当）する。規制アービトラージを防止するため、法律の文言を定義する際、CFTC との緊密な協調が必要となる。

市場全体のシステミック・リスクの管理は、投資顧問会社の登録が中核となる。法律は「15 クライアント・ルール」として知られる登録免除規則を廃止し、新規登録のアドバイ

ザーに、カウンターパーティ・リスクやトレーディングの記録および報告書の保管を義務付ける。内部情報は機密と見なされる。新規規則への移行期間として一年間を設ける。

信用格付け機関に対する SEC の監督権限は大幅に拡大される。SEC は、格付け機関への過度な依存が、証券化市場の急激な成長、そして縮小の原因となったとの認識に基づき格付け機関の①内部統制および手続き、②格付けの透明性と一貫性、③利益相反、にフォーカスした規則を来年策定する予定である。SEC はまた、格付け機関を指名する政府もしくは民間の機関の設立の可能性について調査を行う。

同局長は、自分の管轄ではないとしながらも、地方証券会社、独立系を含む米国証券業界が最も注目している受託者責任の扱いに関する調査についても言及した。SEC は、リテール顧客に対応するブローカー・ディーラーに適用される慣行規準について 6 ヶ月間調査を行い、議会に報告書を提出する。SEC は報告書提出後に規則を策定する権限を与えられているが、規則は 1940 年投資会社法によって投資顧問業者に適用されるものと同様もしくはそれ以上に厳格な規準を適用するものでなければならない。SEC はまた、ブローカー・ディーラーと投資顧問業者の関係について、利益相反の可能性を含めた情報の投資家に対する簡素かつ明瞭な開示を促すための規則の導入を義務付けられている。クック局長は、まずブローカーと投資アドバイザーに対する規制の重複とギャップを特定するため、資格試験の頻度や内容、また規準変更に伴うコストや顧客サービスへの影響などについて業界関係者と投資家から幅広く意見を求めるとコメントした。

Ⅲ. パネル・ディスカッションに参加した業界代表者の主なコメント

- ・ ジョン・タフト氏 (RBC ウェルス・マネジメント、プレジデント兼 CEO) :
350 件を超える規則策定や調査を義務付ける法律の下、実際の改革は今、規制当局によって着手されたばかりである。
- ・ ブライス・マスターズ氏 (JP モルガン・チェース、グローバル・コモディティ担当ヘッド) :
デリバティブ市場規制は金融危機によって欠陥が浮き彫りにされており、改革に伴う利益は多い。
- ・ ジェームズ・ワリン氏 (アライアンス・バーンスタイン、シニアバイスプレジデント) :
店頭デリバティブ商品の集中清算へのシフトは利用者に利益をもたらすと同時に、当社のような投資家による取引が大幅に増大する。
- ・ ランディ・グウィン氏 (デービス・ポーク・ワーデル法律事務所、パートナー) :
改革を受けて業務の一部はオフショアもしくはシャドウ・システムに移管されるであろう。多数の規則策定や調査の中には期限を超過するものが出てくるであろう。

- ・ エド・ゲイナー氏（ビンガム・マカッチェン法律事務所、パートナー）：
資産の証券化は再生されても 2006 年の水準には戻らない。規制改革によって証券化市場は透明性の向上をはじめとして、あらゆる面で変化を強いられることになる。
- ・ トゥース・ダルバラ氏（マッキンゼー、金融サービス部門リーダー）：
銀行はビジネスモデルの再検討を強いられることになる。規制の多くは重大な影響をもたらす、商業銀行が一般消費者にサービスを提供することを困難にする。

IV. SIFMA のポジション

1. ベンツェン氏の分析

ドッド=フランク法の最も重要な要素は、トゥー・ビッグ・トゥー・フェイルもしくはトゥー・インターコネクティッド・トゥー・フェイルの終焉と、公的資金を用いた救済の終焉である点については、幅広い合意がある。議会は具体策として、金融安定監督カウンスル（FSOC）を設立することとし、FSOC がシステミック・リスクを及ぼす可能性がある金融機関及び市場からデータを集め監視にあたるものとした。また議会は、連邦規制当局に、破綻に瀕したシステム上重要なノンバンクの秩序だった清算を行う権限を与えた。

改革の導入にあたり、規制当局は 300 を超える規則の策定と調査を義務付けられる。規制当局にとって、規則策定にあたって、経済や市場の変化に対応するためにはどの程度柔軟性を持たせるべきかが課題となるであろう。一方、業界にとっては、ボルカー・ルール及びデリバティブ市場の監督及び運営が大きな関心となる。店頭デリバティブ市場では、ディーラー及び市場参加者全体にとって、適切なスワップ執行ファシリティの規則と主要スワップ参加者の定義が不可欠となる。SIFMA は、規則がバランスのとれたものであることを確認すべく、思慮深く建設的なかたちで当局の規則策定に関与して行く意向である。

ドッド=フランク法によって対応されなかったが、議会と政府が対応を迫られている課題として、GSE をはじめとする住宅金融制度がある。SIFMA は既に、財務省に対して住宅金融の将来に関する白書を提出している。オバマ政権は 8 月 17 日に、このトピックに関するコンファレンスを開催した。

SIFMA は、住宅金融改革に関して、議会は「カバード・ボンド」の活用を取り上げるべきだと考える³。SIFMA はかねてから、カバード・ボンドは、住宅・消費者・公共セクタ

³ この後、下院金融サービス委員会は、共和党のスコット・ギャレット議員（ニュージャージー州）が提出した US Covered Bond Act（H.R.5823）を採択している（7 月 28 日）。同法案は、クレジット市場の活性化を狙うものとされ、上院銀行委員会でも 9 月の会期再開後、公聴会や審議を行うものと見られている。なお、カバード・ボンドについては林宏美「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」『資本市場クォーターリー』2008 年春号、同「新たな資金調達方法として米国で注目されるカバード・ボンド」『資本市場クォーターリー』2008 年秋号を参照。

一・設備・中小企業ローン市場に長期的に民間資本を注入する安定した資金源となるとの見方を示してきた。証券化商品とは異なる投資家にアピールするカバード・ボンドは、依然として縮小が続くクレジット市場に流動性をもたらすツールとして有用である。

2. ライアン氏のコメント

ドッド=フランク法が定める 300 を超える規則の導入は、市場の混乱を招いたり、システミック・リスクを増大させたりすることがないように、慎重を期して行われなければならない。このためには、策定にあたって規制当局には、経済及び市場の環境変化に対応できるような裁量と柔軟性が必要とされる。

ブローカーと投資アドバイザーの受託者責任に関する調査と規則策定にあたり、SIFMA は SEC に対して積極的に、かつ思慮深く助言していく構えである。新規則は、個人投資家にとって明解で、相手がブローカーか投資アドバイザーかに関わらず一貫した保護を提供するものでなければならない。SIFMA の主な目標は、イノベーションを支援するための資金提供を通じて経済を強化し雇用を創造することだが、これらの法律及び規則は、我々のクライアントである企業、投資家、ファミリーに、また資本、クレジット、投資にどのような影響を与えるのかを正確に伝える義務がある。SIFMA はこうした義務を果たすため、今後も引き続き、ドッド=フランク法の金融制度への影響について報告する意向である。

3. 規則策定をフォローするための SIFMA のデータベース

SIFMA はウェブサイトにて、ドッド=フランク法によって対応が求められる 358 に及ぶ項目に関して、担当する当局、対応のタイプ（規則策定、調査、レポート）、対応の具体的な内容、法律の当該条項、対応の期限、規制のカテゴリー、をリストアップしたデータベース（Regulatory Action Database）を設け、会員をはじめとする関係者による積極的な関与を促している⁴。

V. 規制当局の対応

1. SEC によるパブリックコメントの募集

SEC はウェブサイトにて、ドッド=フランク法によって規則策定もしくは調査報告を求められる一連の項目（店頭デリバティブ、受託者責任、ヘッジファンド、企業情報開示、信用格付け機関をはじめとするトピックに関するおよそ 30 項目）について、個別に電子メール・ボックスを開設し、ウェブ・フォームもしくは電子メールを通じてコメントを募集すると同時に、寄せられたコメントをウェブサイトにて一般公開することとした（7月27日発

⁴ <http://www.sifma.org/regreform/default.aspx>

表)⁵。SECは通常、規則案を作成した上でコメントを募集するが、今回の場合、膨大な規模の規則策定が求められる中、コメントの機会を最大限に活かすと同時に、規則策定手続きの透明性を高めることを目的としている。

2. 一般からの意見を求める CFTC

前述のゲンスラー委員長のコメントにもあるように CFTC は、規則策定を求められる、①スワップディーラー及び主要スワップ参加者、②クリアリング、③トレーディング、④データ、⑤特定の商品、⑥執行、⑦ポジション制限、など関連条項のトピックを約 30 項目特定し、一般の意見を求めている⁶。

⁵ <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-135.htm> 及び <http://www.sec.gov/spotlight/regreformcomments.shtml> を参照。

⁶ 7月21日のプレスリリース <http://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/pr5856-10.html> を参照。