

## 米国上院の金融制度改革の法制化に向けた進展

### －修正された米国金融安定回復法－

小立 敬

#### ■ 要 約 ■

1. 米国上院銀行委員会のドッド委員長（民主党）は、2010年3月15日、上院の金融制度改革法案として「米国金融安定回復法」（ドッド法案）を公表した。3月22日には銀行委員会において13対10の賛成多数で可決された。
2. 上院の法案審議は本会議にその場を移したが、共和党からフィリバスター（議事妨害）が行われれば、金融制度改革法を成立させることが難しくなる。もっとも、11月の中間選挙を控えて共和党も全面的に反対しにくい状況となっており、民主党と共和党の間の妥協を経て、法案が可決される可能性も高い。
3. ドッド法案は、2009年11月に公表された当初の草案からその後の共和党との折衝を踏まえて修正・追加が行われている。オバマ大統領が表明した「ボルカー・ルール」についてドッド委員長は、共和党との交渉を行う中で当初は消極的な姿勢を示していたが、ドッド法案では財務省が策定したボルカー・ルールに係る法案がほぼそのまま反映されている。
4. 当初草案ではFRBは監督権限が取り上げられ金融政策に特化することとなっていた。一方、ドッド法案では、総資産500億ドル以上の銀行・貯蓄金融機関、大規模なノンバンクは新たにFRBの監督下に入ることになっており、FRBの監督権限は従来に比べて強化されている。また、オバマ政権の金融制度改革の目玉である消費者金融保護庁の設置に関しては、共和党の主張に配慮してFRBの内局として設置されることになっており、オバマ政権の方針や下院法案に比べるとやや後退している印象である。

## I. 上院銀行委員会におけるドッド法案の可決

米国上院銀行委員会のクリストファー・ドッド委員長（民主党）は、2010年3月15日、上院の金融制度改革法案として「米国金融安定回復法」（Restoring American Financial Stability Improvement Act of 2010）の法案（以下、「ドッド法案」）を公表した<sup>1</sup>。3月22日

<sup>1</sup> [http://banking.senate.gov/public/\\_files/ChairmansMark31510AYO10306\\_xmlFinancialReformLegislationBill.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/ChairmansMark31510AYO10306_xmlFinancialReformLegislationBill.pdf) を参照。

には銀行委員会において可決され、上院の金融制度改革の議論は本会議の場に移った。

上院では昨年来、ドッド委員長が共和党のリチャード・シェルビー筆頭理事との間で超党派による金融制度改革法案の策定に向けた議論を進めてきた。しかし、銀行監督当局の一元化を図る新たな規制当局の設立や消費者保護の強化を図る消費者金融保護庁（Consumer Financial Protection Agency）の設立の点で折り合いがつかなかったため、2010年2月にはシェルビー議員との交渉を中止した。その後、ドッド委員長は共和党のボブ・コーカー議員との間で再び交渉を始めたものの、ドッド委員長はコーカー議員との交渉も打ち切り、共和党の支持を得ないまま3月15日にドッド法案の公表に踏み切った。ドッド委員長が共和党との交渉を中止して法案を公表した背景には、11月に予定される中間選挙に向けた法案審議の日程確保の問題、共和党への譲歩に対する民主党内からの反発があるとされている。

シェルビー議員はドッド法案の公表に際して85%から90%の合意があると述べていたが、共和党はドッド法案に対して銀行委員会で200以上の修正案を提出したことから、銀行委員会におけるドッド法案の審議には相応の時間を要することが予想されていた。しかし、共和党は法案修正ではなく法案そのものに反対する戦略に転換した。その結果迎えた銀行委員会での法案採決では共和党議員10名すべてが反対したが、民主党議員の賛成によって13対10の賛成多数で法案が可決された。

ドッド法案は、2009年11月に公表された当初の草案からその後の共和党との折衝を踏まえて大きく修正・追加が行われている<sup>2</sup>。例えば、オバマ大統領が2010年1月に表明した「ボルカー・ルール」についてドッド委員長は、共和党との交渉を行う中で当初は消極的な姿勢を示していた。しかし、ドッド法案では財務省が策定したボルカー・ルールに係る法案がほぼそのまま反映されている<sup>3</sup>。

ドッド法案のポイントは以下のとおりである。

- ❖ システムミック・リスクへの対処・・・システムミック・リスクを特定、監視、対処するための「金融安定監督カウンスル」の創設。
- ❖ トゥー・ビック・トゥ・フェイル問題の解決・・・①大規模金融会社に対する自己資本、レバレッジ、流動性、リスク管理等について規模や複雑性に応じた連邦準備制度理事会（FRB）による厳格な規制の導入、②ボルカー・ルールの適用（(a)銀行等のヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、自己トレーディングの保有・投資・スポンサーの禁止、(b)大規模金融機関の負債シェアの過剰な成長に対する制限の設定）、③大規模ノンバンクに対するFRBの監督規制の適用、④「葬儀計画」の策定、⑤秩序だった破綻処理方法の導入、⑥大規模金融会社（総資産500億ドル以上の銀行持株会社、FRBの監督下のノン

<sup>2</sup> 米国金融安定回復法の当初の草案については、小立敬「米国上院議会による金融制度改革案—米国金融安定回復法の公表—」『資本市場クォーターリー』2010年冬号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>3</sup> 小立敬「ボルカー・ルールの法制化に向けた動き」『資本市場クォーターリー』2010年春号（ウェブサイト版）を参照。

バンク)からの清算費用の事前徴収(清算ファンドの設置)。

- ❖ 銀行規制システムの改善・・・総資産 500 億ドル以上の銀行・貯蓄金融機関に対する FRB による監督規制の適用(連邦・州の二重銀行システムは維持)。
- ❖ デリバティブの透明性およびアカウンタビリティの向上・・・①証券取引委員会(SEC)および商品先物取引委員会(CFTC)による店頭デリバティブの規制化、②デリバティブに対する集中清算および取引所取引の要求、③集中清算を利用しないデリバティブに対する資本賦課・マージンの適用。
- ❖ ヘッジファンド規制・・・①運用資産 1 億ドル以上のヘッジファンドは投資顧問として SEC に登録(運用資産 1 億ドル未満は州の規制下)、②システミック・リスクの評価のため、ヘッジファンドに取引およびポートフォリオに関する情報提供を要求。
- ❖ 保険規制・・・保険業界を監視する役割を担う「全米保険庁」を財務省内に設置。
- ❖ 格付機関規制・・・①格付機関に係る開示の改善、②利益相反の防止の強化、③格付機関の法的責任の強化等。
- ❖ 証券化に関する規制・・・①証券化商品の売り手に対して最低 5%の保持を要求、②証券化商品の裏付け資産に関する情報開示の改善、③証券化商品に係る表明・保証制度の適用。
- ❖ 役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善・・・①役員報酬に係る拘束力のない株主投票の導入、②報酬委員会の独立性向上等。
- ❖ 消費者保護の強化・・・FRB 内に独立した「消費者金融保護局」を設置。

ドッド委員長が 2009 年 11 月に公表した草案からの主な変更点としては、当初草案では FRB を含む複数の連邦銀行規制当局を単一の規制当局に統合する方針が示されており、FRB は銀行持株会社(金融持株会社を含む)に対してもっている監督権限が取り上げられ、金融政策に特化することとなっていた。一方、ドッド法案では、銀行持株会社に対する FRB の監督権限に加えて、総資産 500 億ドル以上の銀行・貯蓄金融機関、大規模なノンバンクは FRB の監督規制下に入ることになっており、FRB の大手金融機関に対する監督権限はむしろ強化されている<sup>4</sup>。

一方、オバマ政権の金融制度改革の目玉である消費者金融保護庁の設置に関しては、共和党の主張に配慮して FRB の内局として設置されることとなっており、金融分野において消費者保護を担う新たな規制当局を設立するというオバマ政権の方針、下院法案に比べるとやや後退している印象である。

<sup>4</sup> 一方、FRB は 500 億ドル未満の銀行持株会社の監督権限を失うことから、地区連銀の存在意義が問われ、金融政策上、必要な情報を入手できなくなることに対する懸念も大きい。

## Ⅱ. ドッド法案が提案する金融制度改革

### 1. 金融安定監督カOUNシルの設置

ドッド法案は、金融安定化法（Financial Stability Act of 2010）としてシステムミック・リスクへの対処、トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル問題の解決を図っている。まず、システムミック・リスクを特定し、それを監視し対処する役割を担うシステムミック・リスク・レギュレーターとして「金融安定監督カOUNシル」（Financial Stability Oversight Council）の設置を定めている<sup>5</sup>（111条）。カOUNシルは財務長官を議長として、FRB 議長、SEC 委員長、CFTC 委員長、通貨監督局（OCC）長官、連邦預金保険公社（FDIC）総裁、連邦住宅金融庁（FHFA）長官がメンバーに含まれる<sup>6</sup>。カOUNシルは、大規模金融機関によってもたらされる米国の金融システムの安定性に対するリスクを識別し、米国の金融市場の安定性への脅威に対処することを責務としている。ドッド法案のカOUNシルは、下院法案に規定される「金融サービス監督カOUNシル」（Financial Service Oversight Council）と同様の役割を担っている。

### 2. トゥー・ビッグ・トゥ・フェイルの解決

巨大な金融機関が経営危機に陥った場合、政府に救済されるという期待がある限り、金融機関にはその規模をより大きくし、より大きなリスクをとるインセンティブが生じる。いわゆるトゥー・ビッグ・トゥ・フェイル（大きくてつぶせない）の問題である。ドッド法案はトゥー・ビッグ・トゥ・フェイルの解決を図るため、大規模金融機関に対して通常の金融機関に比べてより厳格な規制を課すことを定めている。

まず、大規模なノンバンクは FRB の監督下に置かれる。現在、FRB は銀行持株会社に対する監督権限を有するものの、証券会社や保険会社を含むノンバンクに対する監督権限はもっていない。ドッド法案では、米国の金融システムに影響を及ぼし得るノンバンク金融会社（nonbank financial company）を FRB の監督規制の下に置き、より厳格な規制を課すことを決定する権限をカOUNシルに与えている<sup>7</sup>（113条）。ノンバンク金融会社には、米国金融ノンバンク金融会社（U.S. nonbank financial company）に加えて、米国内にかなりの資産を保有し重大なオペレーションを行っている外国ノンバンク金融会社（foreign nonbank financial company）も含まれる。そして、FRB の監督下に入るノンバンク金融会社は、FRB への登録が求められる（114条）。

<sup>5</sup> 当初草案では、金融安定庁（Agency for Financial Stability）という新たな規制当局の設置を定めていたが、ドッド法案では下院法案と同様、カOUNシル（協議会）となっている。

<sup>6</sup> カOUNシルをサポートするために、エコノミスト、会計士、法律家、監督官等の専門家からなる金融調査局（Office of Financial Research）を財務省内に設置することが規定されている。

<sup>7</sup> その判断基準として、①レバレッジの程度、②金融資産の量および質、③負債の量および種類（短期調達への依存度を含む）、④オフバランスのエクスポーチャーの程度および種類、⑤その他の大規模金融会社との間の取引・関係の程度および種類、⑥家計・企業・州政府への信用供与源、金融市場への流動性供給源としての重要性、⑦清算・決済・支払業務のオペレーション、所有による利益、⑧預り資産の程度、その所有者の分散の程度等が考慮されることが規定されている。

FRB に監督されるノンバンク金融会社、および総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に対しては、その他の金融機関に比べてより厳格な規制を FRB が課すことを定めており (165 条)、カウンスルには FRB による厳格な規制について勧告を行う権限が与えられている (115 条)。FRB が厳格な規制を課すにあたっては、①米国ノンバンク金融会社か外国ノンバンク金融会社か、②預金取扱機関を所有しているか否か、③会社の非金融業務および子会社の内容等を考慮し、ノンバンク金融会社と銀行持株会社の違いを考慮しながら規制の厳格さが増す仕組みとすることが規定されている (115 条、165 条)。これについてドッド法案のサマリーでは、金融会社の規模と複雑性が増すにつれて自己資本、レバレッジ、流動性、リスク管理に係る規制が厳しくなると説明されている<sup>8</sup>。トゥー・ビッグ・トゥ・フェイルを終結させるべく、金融機関の規模や複雑性を増すインセンティブを減らそうという狙いである。なお、外国ノンバンク金融会社の場合は、内国待遇の原則および競争上の衡平の原則を考慮しつつ、FRB によって厳格な規制が適用されることが規定されている。他方、下院法案でもシステミック・リスクをもたらす大規模で複雑な金融会社 (ノンバンクを含む) にはより厳格なプルーデンス規制を課すこととしている。ただし、下院法案ではドッド法案のように金融会社の規模や複雑性に応じて規制が厳しくなるような仕組みは明示的には手当てされていない。

なお、規制の潜脱を防ぐために、2010 年 1 月 1 日時点で総資産が 500 億ドル以上かつ公的資金 (TARP) による資本増強を受けた金融会社は、銀行持株会社のステータスを返上したとしても FRB の監督下に置かれるノンバンク金融会社として扱われることが規定されている (117 条)。

ドッド法案における厳格なプルーデンス規制として、①リスクベースの資本規制、②レバレッジ規制、③流動性規制、④整理計画 (resolution plan) およびクレジット・エクスポージャー報告書、⑤与信集中の制限、⑥コンティンジェント・キャピタル規制、⑦ディスクロージャーの改善、⑧統合リスク管理規制が挙げられている (115 条、165 条)。これらの規制項目は概ね下院法案と共通である。例えば、迅速で秩序立った金融機関の整理を行うための整理計画 (いわゆるリビング・ウィル、ドッド法案のサマリーでは「葬儀計画」(funeral plan) との表現) の策定、金融機関の危機時に強制的に株式に転換される負債証券としてのコンティンジェント・キャピタルの最低発行規制は、下院法案にも含まれている<sup>9</sup>。ただし、下院法案では厳格なプルーデンス規制下に置かれる金融会社のレバレッジ (負債株式比率) が 15 倍に制限されるのに対して、ドッド法案ではレバレッジ規制の具体的な規制水準は示されていない。

また、ドッド法案では総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社、FRB の監督下に置かれるノンバンク金融会社が米国の金融の安定性に脅威を与える場合、FRB はカウンスルの議決

<sup>8</sup> [http://banking.senate.gov/public/\\_files/FinancialReformSummary231510FINAL.pdf](http://banking.senate.gov/public/_files/FinancialReformSummary231510FINAL.pdf) を参照。

<sup>9</sup> ただし、コンティンジェント・キャピタルは投資家ベースが不明で、新規の発行が可能かどうか不確かな面もあることから、下院法案と同様、カウンスルが規制のあり方に関して議会報告を行うこととなっている。

を得て、①一部業務の停止、②業務に対する要件の賦課、③（金融の安定性に対する脅威の緩和が不十分な場合）資産やオフバランス項目の売却等を勧告できる規定が設けられている（121条）。当該規定は下院法案にも概ね同様のものが手当てされている。

### 3. ボルカー・ルールを採用

ドッド法案では財務省が策定したボルカー・ルールに係る法案がほぼそのまま反映されている。財務省の法案との大きな違いは、ボルカー・ルールを適用する前にボルカー・ルールに対する評価とそれを踏まえた勧告を行うことをカウンシルに対して求めている点である（619条(g)項、620条(e)項）。

ドッド法案では、①預金保険対象機関（insured depository institution）、②預金保険対象機関を支配（control）する会社、③銀行持株会社法の目的に照らして銀行持株会社の取扱いを受ける会社、および④それらの子会社（以下、「預金保険対象機関等」）が、自己トレーディング（proprietary trading）を行うことを禁止する規則を規制当局が策定することを規定している（619条(b)項）。ただし、顧客のために行うもの、マーケット・メイク業務の一部として行うもの、もしくはヘッジ取引を含む顧客とのリレーションシップに関連するまたはそれを支援するものは自己トレーディングの禁止対象から除かれている。米国の国債、政府機関債、地方債等に係る自己トレーディングも禁止されていない。

また、ドッド法案は、預金保険対象機関等がヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドのスポンサーとなること、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドに投資することも禁じている（同条(c)項）。

他方、預金保険の適用対象外であるノンバンクは、自己トレーディングの禁止やヘッジファンドの投資・スポンサーの禁止に係る規制の対象外であるものの、FRBの監督下にあるノンバンク金融会社には、追加的な自己資本賦課および特定の追加的な量的制限を課すことが規定されている（同条(f)項）。

ドッド法案では、ボルカー・ルールのもう1つのルールとして、大規模金融機関の統合に係る負債シェアの制限が規定されている。具体的には、金融会社は合併、統合、すべての資産または主要な資産の取得、もしくは経営権の取得を行う際、取得される金融会社の負債と合計した負債総額がすべての金融会社の負債総額の10%を超える場合は、他の金融会社との合併等を行ってはならないと規定している<sup>10</sup>（620条(b)項）。つまり、金融機関が他の金融機関の買収等を行う際に、10%の負債シェアによる制限がかかることになる。

なお、ボルカー・ルールが公表される前に下院を通過した下院法案では、ボルカー・ルールは法案にはないが、その代わりに、下院法案にはFRBの判断によって自己トレーディングを禁止する規定がある。すなわち、厳格なプルーデンス規制下に置かれる金融持株会社の自己トレーディングが、その会社自身または米国の金融システムに脅威を与えるとFRBが判断した場合、FRBはその会社の自己トレーディングを禁止することができる。

<sup>10</sup> この場合の負債額は、実際には自己資本規制におけるリスクアセットで算定されることになっている。

#### 4. 秩序立った清算手続きの導入

ドッド法案は、大規模金融機関の破綻に備えた新たな破綻処理方法として、秩序立った清算手続き（orderly liquidation）の導入を図っている。ドッド法案はその目的について、米国の金融の安定性に重大なリスクをもたらす破綻金融会社に関し、システミック・リスクを緩和しモラルハザードを最小化させながら、その清算を行う権限を導入することであると述べている（204条）。秩序立った清算手続きにおいては、FDICが対象金融会社のレシーバー（破産管財人）の役割を担うことになる<sup>11</sup>。FDICはコンサーベーター（保全人）となることは規定されておらず、破綻金融会社を救済する選択肢（オープン・バンク・アシスタンス）はない。こうした清算手続きの枠組みは、下院法案にも共通する考え方である。

新たな清算手続きの決定権限は財務長官に置かれている。財務長官は、FDICおよびFRB（対象金融会社がブローカー・ディーラーの場合はSECとFRB）の勧告に基づき、大統領と協議の上、①金融会社が破綻または破綻の危機にあること、②金融会社の破綻および法律に基づく清算が米国の金融の安定性に深刻な悪影響を与えること、③金融会社の破綻を防ぐ方法が民間セクターにはないことなどを決定する（203条）。財務長官はそのようなシステミック・リスクに関する決定を行って、FDICを対象金融会社のレシーバーに任命し、対象金融会社の秩序立った清算を行うことになる。ただし、ドッド法案では、財務長官がFDICをレシーバーとして任命することに対して、米国破産裁判所（United States Bankruptcy Court for the District of Delaware）に設置されるパネル（Orderly Liquidation Authority Panel）の審査を経てその命令を受けることが規定されており、下院法案に比べると司法を絡めたより厳格な手続きが規定されている（202条）。

破綻金融会社の秩序立った清算手続きにおいて、FDICには、①対象金融会社の維持ではなく米国の金融の安定性を目的とする措置を講じること、②対象金融会社の株主は、その他の権利者および清算ファンド（後述）に完全に支払いが行われた後でのみ支払いを受けられるようにすること、③権利の優先順位に従って無担保債権者が損失を負担することを確かなものとする<sup>12</sup>、④破綻状況に陥ったことに対して責任がある経営陣を更迭することが求められる（206条）。また、レシーバーとしてのFDICは、株主、執行役、取締役等として対象金融会社およびその資産に係るあらゆる権利と権限等を有し、対象金融会社を運営することが規定されている（210条(a)項）。FDICは対象金融会社の合併や資産・負債の譲渡を行う権限を有するほか、承継会社として「ブリッジ金融会社」を設立することも可能である（同条(h)項）。なお、下院法案では、担保（米国債、政府機関債等を除く）で保全されている債権者であっても10%のヘアカットが行われることを可能とする規定が含まれているが、ドッド法案では担保付債権に対する権利の変更は生じない。

<sup>11</sup> 対象金融会社がブローカー・ディーラーの場合は、FDICは証券投資者保護公社（SIPC）を清算手続きにおけるトラスティに任命できる（205条）。

<sup>12</sup> 弁済順位としては、①レシーバーとしての管理上の支出、②米国政府に対する義務、③対象金融会社に対する一般債権・優先債権、④劣後債権、⑤株主またはジェネラル・パートナー、リミテッド・パートナー等への義務の順となることが規定されている（210条(b)項）。

ドッド法案では、対象金融会社の秩序立った清算に必要な費用を賄うため、FDIC が管理する「清算ファンド」(Orderly Liquidation Fund) が財務省に設けられる (210 条(n)項)。ファンドの規模は 500 億ドルをターゲットとしており、5 年から 10 年でその規模に達することが求められている。ファンドに拠出する資金の負担は、総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社および FRB の監督下のノンバンク金融会社を対象にしており、リスクベースで評価して資金を徴収することが規定されている (同条(o)項)。一方、下院法案では、秩序立った清算のため「システムック清算基金」(Systemic Dissolution Fund) の設置が規定されており、総資産 500 億ドル以上の金融会社 (ヘッジファンドの運用会社は総資産 100 億ドル以上) に負担を求めることが規定されている。下院法案は事前徴収または事後徴収といったファンドに対する資金拠出の方法を定めていないが、ドッド法案は明らかに事前徴収の仕組みを採用している。

## 5. その他システムック・リスクに対応する措置

決済システムや金融機関の決済業務に対する監督規制も強化される。具体的には、カウンシルはシステム上重要な金融市場ユーティリティ (支払・清算・決済システム) および支払・清算・決済業務を指定し (804 条)、それらに対して FRB がリスク管理に関する規制を課すことが規定されている (805 条)。また、システム上重要な金融市場ユーティリティは、FRB に決済口座を保有することが定められている (806 条)。

連邦準備法 13 条(3)項に規定する FRB の特別融資は、FRB の判断によって緊急時に個人、法人、パートナーシップ (組合) に対して FRB が直接融資をすることができる枠組みである。今回の金融危機ではこの特別融資が幅広く活用され、ベア・スターンズや AIG の破綻処理にも利用された。しかしながら、ドッド法案は、FRB の特別融資が個別金融機関の救済に利用されないよう、システム上重要な金融市場ユーティリティ等に対して特別融資が実行されるように連邦準備法の規定の改正を提案している (1151 条)。

## 6. 銀行規制の明確な区分

ドッド委員長は当初の草案において、金融機関のチャーター (免許) のアービトラージを防止する目的から連邦チャーターを整理し、複数の連邦銀行規制当局を「金融機関監督機構」(Financial Institutions Regulatory Administration) に一元化することを提案していた。しかし、ドッド法案では、銀行規制当局の一元化は見送られている。総資産 500 億ドル以上の銀行・貯蓄金融機関は FRB による監督を受ける一方、総資産 500 億ドル未満の銀行・貯蓄金融機関に関しては、連邦免許と州免許による二重銀行システムが維持され、連邦チャーターの場合は OCC の監督、州チャーターの場合は FDIC の監督を受けることになる。同時に連邦レベルの貯蓄金融機関のチャーターは廃止され、その監督当局である貯蓄機関監督局 (OTS) も廃止されることとなる。



## 7. ヘッジファンド規制

ドッド法案は、私募ファンド投資顧問登録法 (Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2010) としてヘッジファンドに対する登録制の導入を図っている。具体的には、1940年投資顧問法に「私募ファンド」(private fund) という定義を導入し<sup>13</sup> (402条)、同法203条(b)項に規定する投資顧問の登録免除の対象から私募ファンドに投資助言を与える投資顧問を除外することで、ヘッジファンドの投資顧問に SEC への登録を義務づけている<sup>14</sup> (403条)。ただし、①米国に拠点を置かず、②米国に居住する顧客数が15人未満かつ米国居住者の顧客の運用資産が2500万ドル未満(またはSECが定める金額未満)で、③国内では一般に公衆に対して投資顧問として活動しないか、登録投資会社等の投資顧問として活動を行わない投資顧問を「外国私募投資顧問業 (foreign private advisor) と定義して、投資顧問としての登録を免除する手当てを図っている<sup>15</sup>。いずれも下院法案と同様の規制方針である。

現行の投資顧問法203A条は、ファンドの投資顧問に関する連邦規制と州規制の分担に関して、運用資産が2500万ドル未満の場合は、投資顧問を州の監督下に置くことと規定している。ドッド法案ではその基準を1億ドル未満に引き上げることを提案している(410条)。これにより、多くの投資顧問を州の監督下に置き、SECに登録されるヘッジファンドの監督に対してSECの経営資源を集中させることを狙いとするものである。なお、下院法案では、1.5億ドル未満の運用資産の投資顧問の登録を免除できることになっている。

SECに登録したヘッジファンドの投資顧問は、システムミック・リスクの評価に必要なヘッジファンドに関する情報をSECに報告することが求められる(404条)。報告が求められる情報として、①運用資産残高およびレバレッジの利用、②カウンターパーティ・クレジット・リスク・エクスポージャー、③トレーディングおよび投資ポジション、④ファンドのバリュエーションの方針および方法、⑤保有資産の種類、⑥特定顧客に有利となるアレンジメント等、⑦トレーディング・プラクティスが挙げられている。その情報はシステムミック・リスクを評価するためSECからカウンスルに提供される。SECにはそのようなデータを投資家の保護と市場のインテグリティのためにどのように利用したかに関して議会報告が求められている。

また、マドフ事件の経験を踏まえて、ヘッジファンドの顧客資産の保護の観点から、投資顧問が所有するカストディに対して独立した公認会計士による資産の検査を含む措置を図ることが規定されている(411条)。当初草案では投資顧問に対して独立したカストディアンに顧客資産の管理を求めていたことからすると、規制の内容は緩和された。

<sup>13</sup> 私募ファンドとは、1940年投資会社法に規定する投資会社 (investment company) で、3条(c)項(1)および(7)の規定により投資会社としての登録免除を受ける会社として定義されている。通常、ヘッジファンドは3条(c)項(1)および(7)に基づいて投資会社の登録の免除を受けている。

<sup>14</sup> ただし、ベンチャー・キャピタル・ファンドの投資顧問は登録が免除される(407条)。また、プライベート・エクイティ・ファンドに関しても登録を免除する手当てが図られる(408条)。

<sup>15</sup> 現行の投資顧問法203条(b)項は、過去12ヶ月間の顧客数が15人未満で、一般に公衆に対して投資顧問として活動しないか、登録投資会社等の投資顧問として活動を行わない投資顧問は登録が免除されている。

## 8. 保険会社、証券会社に対する監督規制の強化

保険会社に係る米国の規制システムは、連邦規制ではなく州規制である。そこでドッド法案は、保険業界を監視し、国際的な保険の問題について連邦レベルで調和を図るため、財務省内に「全米保険局」(Office of National Insurance)を設置することを提案している(313条)。そして、全米保険局は、米国の保険規制システムの現代化に関して議会報告が求められている<sup>16</sup>(同条(m)項)。従来、米国を代表する保険規制当局がなかったため、国際会議等の場では米国はオブザーバーとしての参加しか認められていなかった。そこでドッド法案では、保険分野におけるプルーデンス規制に関して国際的な交渉および合意に関して、財務長官に権限が付与されることが規定されている(314条)。

また、ドッド法案は外国規制当局から包括的な連結ベースの監督を受ける「証券持株会社」(securities holding company)の監督規制の強化を図っている<sup>17</sup>。すなわち、外国規制当局または外国法によって包括的な連結ベースの監督を受けることが求められる証券持株会社は、FRBへの登録が求められ、FRBの監督規制を受けることが規定されている(618条(b)項)。下院法案にも当該規定と同様の規定がみられる。

## 9. 店頭デリバティブ市場の改革

ドッド法案では、店頭デリバティブ市場法(Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2010)によって、店頭デリバティブを規制の対象とすることを図っている。具体的には、商品取引所法に規定する「スワップ」(swap)と1934年証券取引所法に規定する「証券派生スワップ」(securities-based swap)を定義し、前者にはCFTCの規制、後者にはSECの規制を適用する(711条、751条)。以下では、CFTCが所管するスワップに関する規制について確認する。

スワップの取引参加者は、デリバティブ清算機関(derivatives clearing organization)による清算を利用しなければならない(713条)。また、スワップの取引参加者は、取引所(board of trade)または電子取引システムである代替スワップ取引執行ファシリティ(alternative swap trade facility)における取引執行が求められる<sup>18</sup>。ただし、スワップの種類によっては利用可能な取引所や取引執行ファシリティがない場合もあり、その場合はこの限りではないとされている。デリバティブ清算機関や代替スワップ取引執行ファシリティは、CFTC

<sup>16</sup> 報告書の中では、①保険に係るシステムック・リスク・レギュレーション、②資本規制および資本配賦と負債の関係(流動性およびデュレーションに関する規制を含む)、③保険商品に関する消費者保護(州規制間のギャップを含む)、④州保険規制の統一化の程度、⑤連結ベースの保険会社規制、⑥保険規制の国際的調和が考慮されると規定している。

<sup>17</sup> 証券持株会社とは、SECに登録する1以上のブローカー・ディーラーを所有または支配する法人またはその関係者であり、①FRBの監督下のノンバンク金融会社、②預金保険対象銀行の関係会社、③国際銀行法(International Banking Act)上の外国銀行、外国会社、会社、④直接的・間接的に連邦準備法25A条のチャーターを得た会社を支配する外国銀行、または⑤海外当局によって包括的な監督を受ける者を含まない。

<sup>18</sup> 代替スワップ取引執行ファシリティとは、取引前および取引後の透明性を確保し、参加者からのビッド、オファーによって多数の参加者がスワップの取引執行が行える電子取引システムであると定義されている(720条)。

に登録することが求められる<sup>19</sup>。また、集中清算を行うスワップに関してはスワップの種類ごとに CFTC の事前承認を得る必要がある。

デリバティブ清算機関で集中清算されないスワップのカウンターパーティは、双方ともスワップ取引情報機関 (swap repository) に取引を報告し、スワップ取引情報機関が受け付けていないスワップの場合は、CFTC に対して取引を報告することが求められる<sup>20</sup>。また、透明性の向上の観点から、デリバティブ清算機関、スワップ取引情報機関または CFTC に報告されるスワップの取引データに基づいて、CFTC または CFTC が指定した者が取引量およびポジションを集計して公表することが規定されている (714 条)。

市場参加者に対する新たな規制も規定されている。スワップ・ディーラーおよび主要市場参加者 (major swap participant) は登録が求められ、最低自己資本とマージン規制が課せられる<sup>21</sup> (717 条)。自己資本規制に関しては、スワップ・ディーラーおよび主要市場参加者が銀行である場合、集中清算されないスワップに対しては清算対象のスワップに比べてより高い資本賦課が求められる。さらに、スワップ・ディーラーおよび主要市場参加者がノンバンクである場合は、銀行に比べて資本規制がより厳しくなることが規定されている。一方、マージン規制に関しては、スワップ・ディーラーおよび主要市場参加者が銀行である場合、集中清算されないスワップに対して当初および変動マージンが賦課される。ただし、いずれかのカウンターパーティが、①スワップ・ディーラーまたは主要市場参加者ではない場合、②GAAP (一般に認められた会計原則) における有効ヘッジとしてスワップが利用されている場合、③主として本質的に金融である業務以外で行う場合には、マージン規制の適用除外とすることが可能である。なお、この③の規定によって商業上のニーズから行われるスワップはマージン規制の対象外となる。また、スワップ・ディーラーおよび主要市場参加者がノンバンクである場合には、銀行である場合と比べてマージン規制が厳格になることが定められている。

また、スワップに対する過度な投機を防ぐ目的から、スワップの建玉制限を課すことができる権限を CFTC に与えている (724 条)。外国の取引所であっても米国内に所在する会員や参加者に電子取引やその他の照合システムに直接アクセスできるようにしている取引所は、CFTC に対する登録が求められる (726 条)。

## 10. 格付機関規制

ドッド法案は、米国の公認格付機関である NRSRO に対する規制、アカウントビリティ、透明性の向上を図っている (932 条)。まず、NRSRO は格付決定の手続きに関する内部統制を構築することが求められ、内部統制報告書を毎年 SEC に提出しなければならない。NRSRO に十分な財務基盤、経営資源がないと SEC が判断した場合には、SEC は特定の格

<sup>19</sup> デリバティブ清算機関が、証券派生スワップの清算を行う場合は清算代理人 (clearing agency) として SEC に登録が求められる。

<sup>20</sup> スワップ取引情報機関は登録が求められる (715 条)。

<sup>21</sup> その他、取引記録の保存や業務行為規制、ドキュメンテーションやバックオフィスに係る規制が課せられる。

付けの一時的停止や恒久的禁止の措置を講じることができる。SEC 内には信用格付局 (Office of Credit Ratings) が設置され、NRSRO に対しては最低年一回の検査が実施される。

ドッド法案では、格付利用者が格付けの正確性を評価し、NRSRO 間の格付パフォーマンスの比較が行えるようにするため、当初格付けとその後の格付変更の開示を NRSRO に求めている。また、格付手法の透明性の向上を図り、投資家の格付けに対する理解を深めるため、①格付手続き・手法の前提条件、②格付決定に用いられるデータ、③ (必要に応じて) NRSRO によるサービサーの活用状況、格付けのモニタリングの頻度に関して開示が求められる。さらに、資産担保証券の格付けについては、NRSRO が第三者のデュー・デリジェンスを利用している場合には、証券発行者、引受人またはデュー・デリジェンスのサービス提供者は NRSRO に対して書面による確認書を提出しなければならない。

格付機関は従来、格付けに法的責任はないとの主張を行ってきた。これに対してドッド法案では、格付機関が故意または過失により、信用リスクの評価手法に基づいて格付けされた証券を合理的に検証しなかった、または、格付機関が証券発行者や引受人以外の情報ソースを利用して合理的な検証を行わなかったという強い推論 (strong inference) があれば、格付機関に対する民事訴訟が可能となるように手当てを図っている (933 条)。

さらに、ドッド法案では、NRSRO は証券発行者以外の情報ソースから得た発行者に関する情報を考慮することが求められる (935 条)。また、NRSRO の従業員がトレーニング、経験、能力に関する基準を満たすことを確保し、従業員に格付プロセスに関する知識のテストを実施するため、SEC が規則を策定することとしている (936 条)。

## 1.1. 証券化に関する規制

ドッド法案は、証券化に関する規制強化として、信用リスクの定量保有を定めている (941 条)。具体的には証券化事業者 (securitizer) に、資産担保証券の発行を通じて第三者に譲渡、売却、移管した資産に係る信用リスクの最低 5% の保有を求めている<sup>22</sup>。なお、オリジネーターが、信用リスクの低さを示すため、アセットクラスの中のローンの条件や性質を特定した引受け基準を満たしている場合には、証券化事業者の定量保有は 5% 以下に引き下げられる。

また、ドッド法案は、資産担保証券の情報開示の強化として、証券の個々のトランシェまたはクラスごとに裏付け資産に関する情報の開示を証券発行者に求めている (942 条)。投資家が自ら資産担保証券のデュー・デリジェンスを実施することができるようにするため、最低限、資産レベルまたはローン・レベルのデータを開示することが求められる。開示される情報には、①ローンのブローカーやオリジネーターが単独で保有するデータ、②資産担保証券のブローカーやオリジネーターの報酬の種類や額、③オリジネーターおよび証券化事業者のリスク保有の量が含まれる。

<sup>22</sup> 証券化事業者がオリジネーターから資産を購入している場合における証券化事業者とオリジネーターのリスク保有の分担に関しては、銀行規制当局および SEC が決定することとしている。

さらに、資産担保証券に関して表明保証制度 (representation and warranty) の適用を支援する規定を設けている (943 条)。表明保証制度は譲渡した資産担保証券の資産プール等に瑕疵があった場合に、オリジネーターが買い戻しを行う仕組みである。ドッド法案では、NRSRO に対して、表明・保証およびそれらのエンフォースメントの仕組みの詳細を格付レポートに記載することを求めている。また、オリジネーターの引受けに関する明確な欠陥を投資家が認識できるようにするために、証券化事業者に対して買戻し請求の履行・非履行の状況 (集計ベース) の開示を要請している。

## 1.2. 役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善

ドッド法案は、役員報酬に関する規制強化として、決議に拘束力のない役員報酬に係る株主投票 (Say on Pay) を定時または臨時の株主総会のプロクシー等に含めるように求めている (951 条)。

役員報酬の開示に関しては、証券発行者の財務パフォーマンスと実際に支払われた役員報酬の関係を示す情報の開示が定められている (953 条)。また、取引所の上場基準として、①財務情報に基づくインセンティブ報酬の方針の開示、②重大なコンプライアンス違反に起因する会計処理の訂正が生じた場合、インセンティブ報酬を受けていた役員からの回収に係る方針の策定が求められている (954 条)。さらに、銀行持株会社に関しては、役員、従業員、取締役、主要株主に対して過剰な報酬、手数料、利益を提供し、または自らに重大な損失をもたらす危険で不健全な報酬プランが禁止される (956 条)。

また、コーポレート・ガバナンスの改善を図るものとして、報酬委員会の独立性の向上の観点から、取引所の上場基準において報酬委員会は独立取締役のみによって構成されることを求め、報酬決定の独立性を向上させる観点から、報酬委員会が独立した報酬コンサルタント、弁護士その他のアドバイザーを雇う権限を与えている (952 条)。また、取締役の指名に際しては過半数株主の賛成を要件とする仕組み (majority vote) を導入している (971 条)。

## 1.3. 消費者保護の強化

金融分野における消費者保護は、従来は FRB、FDIC、OCC、OTS、全米信用組合管理機構 (NCUA)、連邦取引委員会 (TTC) という複数の当局が担っていた。結果として、サブプライム・モーゲージを始めとして消費者金融の分野で十分な消費者保護が確保されていなかったことが明らかになった。このため、オバマ政権は独立した規制当局として消費者金融保護庁の設立を目指しており、下院法案でも同庁の設立が規定されている。一方、ドッド法案では、消費者金融保護庁に対する共和党の反対姿勢に配慮して、FRB 内に消費者金融保護局 (Bureau of Consumer Financial Protection) を設置することを提案している (1002 条)。消費者金融保護局は、消費者金融商品・サービスを提供するすべての会社を規制対象としている。

### Ⅲ. 法案成立に向けた今後の展望

ドッド法案の審議は上院銀行委員会での可決を受けて、上院の本会議にその場を移した。上院では民主党が安定多数を確保しておらず、ドッド法案に対する共和党の支持も得られていないため、共和党が一致団結してフィリバスター（議事妨害）を行えば審議の難航も考えられる。もっとも、2010年11月の中間選挙を控えて共和党も金融制度改革に全面的に反対しにくい状況となっている。オバマ大統領を筆頭に上院でのドッド法案の成立を後押しする発言が繰り返し行われる中で、共和党からドッド法案に賛成する造反議員が出てくる可能性もある。そうした状況の中で、4月26、27日には民主党が提案したドッド法案の審議入りの採決が共和党の反対により否決されたが、28日には共和党は一転賛成に回り、ドッド法案の本会議での審議入りが決定した。今後、民主党と共和党の間の協議・妥協、あるいは本議会での審議を経て、ドッド法案が5月あるいは6月までに上院で可決される可能性が次第に高まってきている。

なお、民主党が安定多数を握る下院では、2009年12月に米国の金融制度改革を図る「ウォールストリート改革および消費者保護法」が可決されている。そのため、上院本会議でドッド法案が可決されると、上下両院で協議が行われるかまたは両院協議会が開催され、上下院の法案の内容を統一するための折衝が行われる。上下院の法案の相違点に関して折り合いがつけば、上下両院での再度の議決を経て、大統領の署名によって金融制度改革法が成立することとなる。米国における金融制度改革の行方は、上院本会議におけるドッド法案の審議にかかっている。