

米国における金融制度改革法の成立 —ドッド＝フランク法の概要—

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 米国のオバマ大統領は 2010 年 7 月 21 日、1930 年代以来の米国の包括的な金融制度改革を図る「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」に署名し、同法は成立した。オバマ政権が誕生してから本格的な検討が始まった米国の金融制度改革法は、1 年以上をかけて実現に至ったことになる。
2. 多岐にわたる課題の中で、ドッド＝フランク法が大きな重点を置いているのが、今回の金融危機を踏まえて如何にシステムック・リスクに対処するかという課題である。システムック・リスクを把握するための新たなレギュレーターを設け、システムック・リスクを予防するためにシステム上重要な金融会社にはより厳格なプルーデンス規制を課し、システムック・リスクが生じた場合の対応として秩序だった破綻処理の枠組みを導入するというのが、ドッド＝フランク法によって導入される危機再発防止のための米国の政策対応である。
3. 具体的には、①システムック・リスク・レギュレーターとして「金融安定監督カウンスル」を設置、②FRB はシステム上重要なノンバンク金融会社、総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に対して厳格なプルーデンス規制を賦課、③FDIC による大規模金融会社に対する秩序だった破綻処理の導入、④ボルカー・ルールの適用が手当てされている。
4. ドッド＝フランク法のその他の課題としては、①店頭デリバティブ市場の改革、②ヘッジファンド規制の導入、③銀行・保険規制システムの改善、④格付機関規制の強化、⑤証券化市場規制の導入、⑥役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善、⑦消費者保護の強化が図られている。

I ドッド＝フランク法の成立

米国のバラク・オバマ大統領は 2010 年 7 月 21 日、1930 年代以来の米国の包括的な金融制度改革を図る「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)に署名し、同法は成立した¹。オバマ大統領は、ドッド=フランク法の署名式典で「何年にもわたって我々の金融セクターは時代遅れで実行力の乏しいルールによって支配されてきたため、一部の者が金融システムを操り、経済全体を危険に陥れるようなリスクテイクが容認された」と述べ、さらに、消費者金融の規制強化の必要性和税金を使った金融機関のペイルアウト(救済)を否定することを強調した。その後、ティモシー・ガイトナー財務長官や上院銀行委員会のクリストファー・ドッド委員長(民主党)、下院金融サービス委員会のバニー・フランク委員長(民主党)などが壇上に並ぶ中で、大統領署名が行われた。オバマ政権が誕生してから本格的な検討が始まった米国の金融制度改革は、1年以上の時間をかけて実現に至ったことになる。

ドッド=フランク法の成立に至る経緯を簡単に振り返ると、米国の金融制度改革の検討はオバマ政権の構想として当初、米国財務省が主導した。財務省は2009年3月から8月までに順次、法案を作成し、連邦議会に提出した。その後、財務省の法案を基にして、下院では金融サービス委員会のフランク委員長、上院では銀行委員会のドッド委員長がイニシアティブをとり、上下院において金融制度改革法の草案作りの議論が積み重ねられた。民主党の勢力が圧倒的に優勢な下院では、民主党が主導権を握って法制化の議論が進められたことから、その年の12月には下院法案(ウォールストリート改革及び消費者保護法)が下院で可決された。一方、上院では共和党のフィルバスター(議事妨害)を抑止できるだけの安定多数を民主党が得ていなかったことから、共和党の主張に配慮し、交渉を重ねながら超党派の法案を目指して検討が行われた。このため、上院で法案の審議が始

図表 ドッド=フランク法成立までの経緯

| | | |
|-------|--------|--|
| 2009年 | 3月25日 | 財務省が、破綻処理法案を公表 |
| | 3月26日 | 財務省が、オバマ政権の金融制度改革のフレームワークを公表 |
| | 6月17日 | 財務省が、オバマ政権のホワイト・ペーパー「金融規制改革—新たな基盤：金融監督規制の再構築」を公表 |
| | 8月11日 | 財務省が、店頭デリバティブ市場に関する法案を議会に提出。これにより計13編のオバマ政権の金融制度改革法案が順次、議会に提出 |
| | 10月27日 | 下院金融サービス委員会のバニー・フランク委員長(民主党)が、「金融安定改善法」(Financial Stability Improvement Act of 2009)の草案を公表 |
| | 11月10日 | 上院銀行委員会のクリストファー・ドッド委員長(民主党)が、「米国金融安定回復法」(Restoring American Financial Stability Improvement Act of 2009)の草案を公表 |
| | 12月2日 | 下院金融サービス委員会で、「金融安定改善法」が可決 |
| | 12月11日 | 下院で、「ウォールストリート改革及び消費者保護法」(Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009)が可決 |
| | 2010年 | 3月15日 |
| 3月22日 | | 上院銀行委員会で、「米国金融安定回復法」が可決 |
| 5月20日 | | 上院で、「米国金融安定回復法」が可決 |
| 6月9日 | | 両院協議会の設置 |
| 6月25日 | | 両院協議会で、「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 of 2010)に一歩化 |
| 6月30日 | | 下院で、「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」が可決 |
| 7月15日 | | 上院で、「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」が可決 |
| 7月21日 | | オバマ大統領は、「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」に署名、成立 |

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

¹ http://frwebgate.access.gpo.gov/cgi-bin/getdoc.cgi?dbname=111_cong_bills&docid=f:h4173enr.txt.pdfを参照。

まったのは 2010 年 3 月になってからである。5 月になって上院法案（米国金融安定回復法）が上院で可決された。その後、下院法案と上院法案の調整を図る両院協議会を経て、ドッド=フランク法案に一本化が図られ、同法は 6 月 30 日に下院、7 月 15 日に上院を通過し、大統領署名に至ったものである。

ドッド=フランク法は、米国において包括的な金融制度改革を目指す法律である²。それは、①システムミック・リスク・レギュレーターの設定、②トゥー・ビッグ・トゥ・フェイルの終焉、③店頭デリバティブ市場の改革、④ヘッジファンド規制の導入、⑤銀行・保険規制システムの改善、⑥格付機関規制の強化、⑦証券化市場規制の導入、⑧役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善、⑨消費者保護、投資家保護の強化といった非常に多くの課題に対処するものである。

こうした多岐にわたる課題の中で、オバマ政権、そしてドッド=フランク法が大きな重点を置いているのが、金融分野における消費者の保護とともに、今回の金融危機を踏まえて如何にシステムミック・リスクに対処するかという課題である。システムミック・リスクを把握するための新たなレギュレーターを設け、システムミック・リスクを予防するために大規模で複雑なシステム上重要な金融会社にはより厳格なプルーデンス規制（健全性規制）を課し、システムミック・リスクが生じた場合の対応として秩序だった破綻処理の枠組みを導入するというのが、ドッド=フランク法によって導入される金融危機の再発防止のための米国の政策対応である。

ドッド=フランク法の要点は以下のとおり。

- ❖ システムミック・リスク・レギュレーターの設定・・・システムミック・リスクを特定・監視し、システムミック・リスクに対処するため、財務長官を議長として各規制当局の長で構成される「金融安定監督カOUNシル」を設置。また、カOUNシルは連邦準備制度理事会（FRB）の監督下におかれるシステム上重要な「ノンバンク金融会社」を特定
- ❖ トゥー・ビッグ・トゥ・フェイルの終焉・・・①FRB はシステム上重要なノンバンク金融会社、総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社に対して厳格なプルーデンス規制を賦課、②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厳格な規制を適用、③レゾリューション・プランの策定、④連邦預金保険公社（FDIC）による秩序だった清算手続きの導入、⑤銀行等の規模と範囲を制限するボルカー・ルールを採用（(a)銀行、銀行持株会社に対してヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの投資・スポンサー、自己トレーディングの禁止、(b)負債シェアで 10%を超える大規模金融機関の統合等の禁止）

² 今般の金融制度改革は 1930 年代以来の大改革と評されることもあるが、銀行・証券・保険・商品先物という業態別に分かれ、州・連邦で規制システムが分かれる現行のシステムは基本的に維持されている。

- ❖ 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、④連邦の支援を受ける銀行はスワップ・エンティティを分離
- ❖ ヘッジファンド規制・・・①ヘッジファンドの投資顧問を SEC に登録、②カウンスルによるシステミック・リスクの評価のため、ヘッジファンドに対して取引およびポートフォリオに関する情報提供を要求
- ❖ 銀行・保険の規制システムの改善・・・①連邦レベルの貯蓄金融機関（S&L、スリフト）を監督する貯蓄金融機関監督庁（OTS）の廃止、②保険業界を監視する役割を担う「連邦保険庁」を財務省内に設置
- ❖ 格付機関規制・・・①格付機関に係るガバナンスの改善、②格付機関の様々な開示の強化、③格付機関の法的責任の強化
- ❖ 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%の信用リスクの保持を要求、②証券化商品の裏付け資産に関する開示の改善、③証券化商品に係る表明・保証制度の支援
- ❖ 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金融機関のインセンティブ報酬規制、③報酬委員会の独立性向上
- ❖ 消費者保護、投資家保護の強化・・・FRB 内に「消費者金融保護局」を設置

以下では、米国の包括的な金融制度改革を実現するドッド＝フランク法について、主要な課題に焦点をあてながらその概要を解説する。

II システミック・リスク・レギュレーターの設定

米国の規制システムは業態別に分かれており、これまではシステミック・リスクを一元的に把握する当局がなかったといえる。そこで、ドッド＝フランク法は、米国におけるシステミック・リスクの把握とシステミック・リスクへの対処を担うシステミック・リスク・レギュレーターとして、「金融安定監督カウンスル（Financial Stability Oversight Council）」を設置する。カウンスルは、財務長官を議長として、連邦準備制度理事会（FRB）、通貨監督庁（OCC）、新設の消費者金融保護局、証券取引委員会（SEC）、連邦預金保険公社（FDIC）、商品先物取引委員会（CFTC）、連邦住宅金融庁（FHFA）、全米信用組合管理庁（NCUA）の各組織の長および保険の専門性を有する独立メンバーの計 10 名で構成される³。また、ドッド＝フランク法は、カウンスルをサポートする組織と

³ その他、議決権をもたないカウンスルのメンバーとして、後述の金融調査庁長官と連邦保険庁長官、州の保険規制、銀行規制、証券規制の代表者各 1 名もカウンスルに参加する。

して、システミック・リスクを評価するための情報を収集し分析する「金融調査庁 (Office of Financial Research)」を財務省内に設けることを規定している⁴。金融調査庁は金融の安定性を評価する目的で、後述のシステム上重要な銀行持株会社やノンバンク金融会社から情報の収集を行う。金融調査庁にはデータ・センターと調査分析センターが設けられることになっており、金融の安定を目的とするあらゆるデータがそこに集約され、分析が行われることになる。

カウンシルの目的・義務として、①大規模かつ複雑な金融会社の重大な金融ストレスや破綻、金融業務から生じるまたは金融サービス界 (financial services marketplace) 以外で発生する米国の金融の安定に対するリスクの把握、②大規模かつ複雑な金融会社の破綻時の政府による損失の遮断に対する株主、債権者、カウンターパーティの期待を否定することによる市場規律の維持、③米国の金融システムの安定性に対して生じる脅威への対応が挙げられており、カウンシルは米国のシステミック・リスク・レギュレーターとして、言い換えればマクロ・プルーデンスを担う組織として位置づけられる⁵。

また、カウンシルは、FRB の監督下に置かれる銀行以外の「ノンバンク金融会社 (nonbank financial company)」を指定する役割も担っている⁶。ノンバンク金融会社は米国ノンバンク金融会社と外国ノンバンク金融会社に分かれており、前者については、①レバレッジの程度、②オフバランス・エクスポージャーの程度・性質、③他の重要なノンバンク金融会社や銀行持株会社との取引・関係性の程度・種類、④家計、企業、地方政府に対する信用供与源および米国金融システムの流動性供給源としての重要性、⑤低所得者、マイノリティ、恵まれないコミュニティに対する信用供与源としての重要性、会社の破綻がそのようなコミュニティに与える影響、⑥ (保有ではなく) 管理している資産の程度、管理資産の所有者の分散の程度、⑦会社の性質、業務範囲、規模、スケール、集中度、相互関連性、業務の組み合わせ、⑧1 または複数の主たる規制当局による規制の程度、⑨金融資産の量・性質、⑩負債の量・種類 (短期調達への依存度を含む)、⑪その他カウンシルが適当と認めるリスクに関連した要素を考慮することが規定されている。ノンバンク金融会社の指定は、最終的にはカウンシルのメンバーの3分の2以上の賛成をもって決定さ

⁴ 金融調査庁の役割としては、①カウンシルのためのデータ収集、カウンシルおよびそのメンバーへのデータ提供、②報告・収集されるデータの種類・フォーマットの標準化、③調査の実施、④リスクの計測およびモニタリングのためのツールの開発、④規制当局による金融調査庁の業務の結果の利用、⑤カウンシルのメンバーが徴求するデータの種類・フォーマットを決定する際のサポートが挙げられている。

⁵ カウンシルの具体的な責務として以下のものが挙げられている。①カウンシルのメンバーその他の規制当局からの情報収集、②金融調査庁に対する指示、データや分析の要求、③金融の安定に対する潜在的な脅威を識別するための金融サービス界の監視、④国内・国際的な規制提案の監視と議会への助言、⑤カウンシルのメンバーその他の規制当局の間の情報共有の促進、⑥メンバー間の議論を踏まえた監督上の優先課題、原則の勧告、⑦金融の安定に脅威となる規制上のギャップの識別、⑧ノンバンク金融会社に対する FRB による監督の要請、⑨FRB による厳格な規制に対する勧告、⑩システム上重要な金融市場ユーティリティ、支払・清算・決済業務の特定、⑪新規制を導入する際の主たる規制当局に対する勧告、⑫既存または新たな会計原則・基準に関する SEC またはあらゆる基準設定者のレビュー、⑬金融の発展と規制上の課題の議論、メンバー間の規制管轄の解決のためのフォーラムの開催、⑭議会に対する年次報告書の作成。

⁶ 連結ベースの年間の総収入または総資産の85%以上を「本質的な金融業務」が占める場合にノンバンク金融会社の対象となり得る。本質的な金融業務には、証券の引受けおよびディーリング、マーケットメイク、保険業務、マーチャントバンク業務が含まれる。

れる⁷。また、システム上重要な金融会社として総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社およびノンバンク金融会社には、後述のとおり、FRB によってより厳格な規制が課されることとなっており、カウンシルはその規制内容に関して FRB に勧告を行う権限をもっている。

カウンシルは、少なくとも四半期に 1 回の頻度で開催される。カウンシルは法律成立日に有効になると規定されており、法文上は法律成立後いつでもカウンシルを開催することができる。なお、カウンシルおよび金融調査庁の運営のために財務省内にファンドが設けられ、そのファンディングは政府資金ではなく、総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社およびノンバンク金融会社に課されるフィーによることが定められている。

III トウー・ビッグ・トゥ・フェイルの終焉

システムック・リスク・レギュレーターの設定とともに、ドッド=フランク法の重要な特徴として、金融機関の規模が大きくてつぶせないというトウー・ビッグ・トゥ・フェイル (too big to fail) を終焉させようとしている点が挙げられる。つまり、システムック・リスクをもたらす得るシステム上重要な金融会社に対しては、通常の金融機関に比べてより厳格なプルーデンス規制を課してその破綻の確率を引き下げ、大規模な金融会社が破綻に至った場合には、システムック・リスクを回避するとともに納税者負担を回避しながら当該金融会社を清算するという政策方針である。

1. システム上重要な金融会社に対する厳格な規制

システム上重要な金融会社として、総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社および FRB の監督下に置かれるノンバンク金融会社に対しては、FRB によって通常の金融機関よりも厳格なプルーデンス規制が課される。ノンバンク金融会社は前述のとおり、いくつかの判断要素に基づいて指定されるが、銀行持株会社の場合は、総資産の規模が 500 億ドルを超えるか否かによって自動的に決まる。システム上重要な金融会社に課される厳格なプルーデンス規制としては、①リスクベースの自己資本規制およびレバレッジの制限⁸、②流動性規制、③統合的リスク管理、④レゾリューション・プラン⁹ (破綻処理計画、いわゆるリビング・ウィル) および信用エクスポージャー報告書、⑤与信集中制限が挙げられ

⁷ カウンシルはノンバンク金融会社を指定する際に対象会社に対して通知を行う。対象会社は通知を受けて 30 日以内にヒアリングを要請することができ、カウンシルはヒアリングから 60 日以内にノンバンク金融会社の指定に関する最終決定を行わなければならない (最終決定から 30 日の間に対象会社は最終決定に関する司法のレビューを要請可能)。なお、ノンバンク金融会社の指定に関してはカウンシルからは何も公表されない。

⁸ 投資会社や資産管理会社の場合などには、リスクベースの自己資本規制やレバレッジの制限が適用されないという判断があり得ることが明示されている。

⁹ レゾリューション・プランには、①ノンバンク子会社の業務のリスクから預金保険対象子会社を保護する方法・程度に関する情報、②会社の所有構造、資産、負債、契約上の義務に関する説明、③クロス・ギャランティの特定、主要なカウンターパーティと担保決定プロセスの特定、④その他 FRB と FDIC が規則等で求める事項を記載しなければならない。各社のレゾリューション・プランは FRB および FDIC によってレビューされる。

ている¹⁰。さらに、⑥コンティンジェント・キャピタル規制¹¹、⑦ディスクロージャーの強化、⑧短期債務の制限¹²といった追加的な規制については、カウンシルによる勧告を踏まえながら FRB が今後、具体的に検討することとなっている。

下院法案では、すべてのシステム上重要な金融会社を対象にレバレッジ規制として負債株式比率 (debt to equity ratio) を 15:1 に制限することが規定されていたが、ドッド＝フランク法では、対象会社について米国の金融の安定に重大な脅威を与えるとカウンシルが判断した場合に、負債株式比率が 15:1 に制限されることになる。与信集中制限については、関係会社以外の会社に対して自己資本 (株主資本+剰余金) の 25%以内という制限が加わる。また、システム上重要な金融会社はベースシナリオ、悪化シナリオ、最悪化シナリオの 3 つのシナリオによるストレステストの実施が求められ、その結果を踏まえてレゾリューション・プランを修正することが求められる。

そして、システム上重要な金融会社に課される厳格なプルーデンス規制は、①レバレッジの程度、②金融資産の量・質、③負債の量・質 (短期調達への依存度を含む)、④オフバランス・エクスポージャー等に応じて規制が厳しくなる仕組みとなっている。システム上重要な金融会社がその規模を大きくし、トゥー・ビッグ・トゥ・フェイルな金融会社になるインセンティブを減じることがその狙いであろう。また、FRB は、システム上重要な金融会社の資本構成、リスクの度合い、複雑性、金融業務、規模等を考慮し、個々の会社やカテゴリーごとに厳格なプルーデンス規制の内容に差を設けることができることになっている。

さらに、ドッド＝フランク法は、システム上重要な金融会社がシステミック・リスクをもたらす場合に、金融の安定に対するリスクを緩和することを目的として、当該金融会社に対して合併等の制限、資産の売却やブレイク・アップを命じる権限を規定している。カウンシルの 3 分の 2 以上の賛成によって FRB は、①他の会社との統合・合併の制限、②金融商品等の提供の禁止、③一部業務の禁止、④一部業務を行う際の制限の賦課、そしてこれらの措置では十分ではないと判断される場合には、⑤資産やオフバランス項目の売却・譲渡を求めることができる。

なお、ドッド＝フランク法では金融危機の中で銀行持株会社化した投資銀行を対象にした規定として、いわゆるホテル・カリフォルニア条項が手当てされている¹³。具体的には、2010 年 1 月 1 日の総資産が 500 億ドル以上で、かつ不良資産買取プログラム (TARP) による資本注入を受けた銀行持株会社はそのステータスを返上した場合には、ノンバンク金融会社として引き続き FRB の厳格なプルーデンス規制の適用を受けることになり、後述のボルカー・ルールによって自己トレーディングやヘッジファンド等の投資・スポンサー

¹⁰ 法律成立後 18 ヶ月以内に具体的な規則が定められることが法律に規定されている。

¹¹ コンティンジェント・キャピタルに関しては、法律成立日から 2 年以内にカウンシルが議会に提出する報告書を踏まえて、FRB が規則化を検討することとなっている。

¹² 短期債務の制限については、自己資本 (株主資本+剰余金) 対比で何%までという制限が加わる。

¹³ Wikipedia (日本版) によるとホテル・カリフォルニア条項とは、「一度入ったら、好きな時にチェックアウトはできても、根本的に逃れることは決してできない」というイーグルスのホテル・カリフォルニアの歌詞に準えたものとのこと。

に関して追加的な自己資本、量的な制限が課されることになる。

また、ノンバンク金融会社に関しては規制の僭脱を防ぐための規定が設けられており、カウンシルは FRB の要請により、ノンバンク金融会社に指定されていない会社について、その金融業務（外国会社の場合は米国における金融業務）が米国の安定に脅威となり、その会社がシステム上重要な金融会社の枠組みの適用を免れるように組織されている場合には、その金融業務を指定し、FRB はその金融業務を厳格な規制の下に置くことになる。さらに、そうした金融業務を行うための中間持株会社の設置を命じることが可能であり、その場合、中間持株会社はノンバンク金融会社として扱われ、FRB の厳格な監督の下に置かれることになる。

他方、ドッド＝フランク法では、外国の金融会社の取り扱いについては不明な点がある。米国に支店や代理店、商業用ローン子会社を有する外国銀行は、銀行持株会社として取り扱われることとなるが、総資産 500 億ドル以上という判断基準が米国内の資産に限定されるものなのかどうか、法律では明らかではない¹⁴。一方、FRB の監督を受ける外国ノンバンク金融会社については、米国ノンバンク金融会社に準じるかたちで、具体的な判断要素が挙げられている¹⁵。レバレッジの程度、他の重要なノンバンク金融会社や銀行持株会社との取引・関係性の程度・種類、会社の性質、業務範囲、規模、スケール、集中度、相互関連性、業務の組み合わせといった判断要素については、法文上は米国内のオペレーションに限定されておらず、親会社グループ・ベースでその状況が検討されるとみられる。その際には、母国当局のプルーデンス規制の程度も考慮される。

さらに、外国ノンバンク金融会社および外国銀行持株会社に対するプルーデンス規制については、FRB が内国待遇および競争上の衡平の原則を考慮し、米国で適用される規制と母国当局の規制の程度の比較を考慮するとしている。もっとも、それが米国のオペレーションに限定して課されるのかどうか、外国の親会社についても域外適用の可能性のあるのかといったことについてはドッド＝フランク法では分からない¹⁶。

2. 秩序だった清算手続きの導入

ドッド＝フランク法は、トゥー・ビック・トゥ・フェイルを終焉させるため、システム上重要な金融会社を含む金融会社を対象に、チャプター11 等の倒産法制に代替する新たな破綻処理の手続きとして「秩序だった清算手続き（orderly liquidation）」を導入する。

¹⁴ 米国の法律事務所デービス・ポーク&ウオードウェルの見解。

¹⁵ 具体的には、①レバレッジの程度、②米国関連のオフバランス・エクスポージャーの程度・性質、③他の重要なノンバンク金融会社や銀行持株会社との取引・関係性の程度・種類、④米国の家計、企業、地方政府に対する信用供与源および米国金融システムの流動性供給源としての重要性、⑤米国の低所得者、マイノリティ、恵まれないコミュニティに対する信用供与源としての重要性、破綻がそのようなコミュニティに与える影響、⑥保有ではなく管理している資産の程度、管理資産の所有者の分散の程度、⑦会社の性質、業務範囲、規模、スケール、集中度、相互関連性、業務の組み合わせ、⑧母国における連結ベースのプルーデンス規制の程度、⑨米国の金融資産の量・性質、⑩米国の業務やオペレーションをファンディングするための負債の量・種類（短期調達への依存度を含む）、⑪その他カウンシルが適当と認めるリスクに関連した要素が挙げられている。

¹⁶ 前掲注 14 参照。

その新たな清算手続きの多くは、預金取扱機関の破綻処理の枠組みを規定する連邦預金保険法の手法が用いられている。新たな清算手続きの特徴は、FDIC がレシーバー（清算管財人）となる清算型のレシーバーシップであり、株主や無担保債権者、経営者のモラルハザードを防ぐために、金融機関のバйлアウトの選択肢が完全に排除されている点である。

新たな清算手続きの適用対象は、主にシステム上重要な銀行持株会社やノンバンク金融会社が想定されているとみられるが、その対象会社はそれらに固定されておらず、連邦法または州法に基づき設立・組織された米国の金融会社であれば適用の可能性がある。ただし、銀行や銀行持株会社傘下の銀行子会社については連邦預金保険法の枠組みが適用されるため、対象から外れている。新たな清算手続きの利用は限定的に捉えられており、金融危機の中でシステミック・リスクが生じるような極端な状況に限られる。つまり、システミック・リスクが生じるような状況ではない場合には、チャプター11 等の通常の倒産法制が適用されることになる。

新たな清算手続きを適用する場合、FDIC は、自らのイニシアティブまたは財務長官の要請に基づき、対象金融会社のレシーバーに自らが任命されることについて FDIC および FRB の勧告を得ることを検討し、財務長官は FRB および FDIC の勧告を受けて、大統領と協議の上、対象会社のレシーバーとして FDIC を任命することの決定を行う¹⁷。その際、財務長官が、①金融会社が破綻または破綻の懸念があること、②倒産法制を利用して対象金融会社を破綻させると米国の金融の安定に深刻な影響をもたらすこと、③民間セクターでは破綻を回避する手段がないこと、④新たな清算手続きを利用することがそうした深刻な影響を緩和することなどを含む認定を行わなければならない。こうした手続きを経て、財務長官は FDIC をレシーバーに任命する¹⁸。ただし、対象金融会社が証券会社（ブローカー・ディーラー）または対象金融会社の米国における最大の子会社（資産ベース）が証券子会社の場合は、SEC および FRB が、FDIC と協議を諮りつつ検討を行い、対象金融会社が保険会社または対象金融会社の米国の最大の子会社が保険子会社の場合は、後述の連邦保険局の局長と FRB が、FDIC と協議を諮りつつ検討を行うこととなる。

レシーバーとしての FDIC は、対象金融会社およびその株主、執行役、取締役等としてあらゆる権利と権限を有し、対象金融会社を管理・運営することとなる。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、民間で承継者が現れなかった場合には一時的な承継会社として「ブリッジ金融会社」を設立することもできる。また、対象金融会社の清算手続きに必要な金融支援として、融資、債務買取り、資産購入、債務保証などを行うことが可能である。ただし、その場合は、①無担保債権者が損失を負担すること¹⁹、②破綻に至ったことに責任を有する上級経営者や取締役は退任することが条件

¹⁷ FDIC および FRB の勧告はそれぞれの理事会の3分の2以上の賛成で成立する。

¹⁸ 財務長官は FDIC をレシーバーとして任命することについて、裁判所の命令をもらわなければならない（対象金融会社の取締役会の同意があれば手続きは不要）。

¹⁹ 弁済の優先順位は、①レシーバーによる管理のための支出、②米国政府に対する債務の額、③従業員の賃金・給与の支払い（最大1万1725ドル）、④従業員の年金制度への拠出金（1人当たり最大1万1725ドル）、⑤対象金融会社に対する一般債権・優先債権、⑥劣後債権、⑦上級管理者、取締役の賃金・給与の支払い、⑧株主またはジェネラル・パートナー、リミテッド・パートナー等への支払いの順となる。

となっている。なお、FDIC によるレシーバーシップは、原則 3 年のうちに終了しなければならない（ただし、1 年間の期間延長が最大 2 回可能）。また、対象金融会社が証券会社の場合は FDIC がレシーバーに任命される一方で、FDIC は、証券会社の顧客資産を保護する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（管財人）に任命し、ブリッジ金融会社に移管した資産・負債の管理を FDIC が、それ以外の対象証券会社の顧客資産を含む資産・負債の清算手続きを SIPC が進めることになる²⁰。

FDIC が行う清算手続きに要する資金のファンディングに対応するため、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。上下院の法案の審議段階では、金融セクターからの事前徴収によるレゾリューション・ファンドを設けることが検討されていたが、事前徴収の枠組みはモラルハザードを招くとの共和党の主張に配慮して、ファンドに対する事前徴収の採用は見送られている。したがって、清算手続きで発生する費用については、当初は FDIC が財務省に債務証券を発行することによる借入で賄うことになる²¹。FDIC は返済計画を策定し財務省の承認を得ることが求められる。FDIC は原則 60 ヶ月以内に返済しなければならないが、米国の金融システムの安定に対する悪影響を避けるために期限の延長が必要だと判断する場合には、財務省の承認によって期限延長を行うことは可能である。財務省からの借入れの返済は、FDIC から追加的な支払いを受けた権利者が権利を上回る支払いを受けている場合には、過剰に支払われた金額を考慮することを規定している。さらに、それでも金額が足りない場合には、総資産 500 億ドル以上の金融会社（総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社、ノンバンク金融会社を含む）を対象に資産規模、リスク、その他の要因を考慮して評価が行われ、それに基づいて清算ファンドに係る負担金の支払いが事後的に求められることになる²²。

その他、納税者負担の回避を明確にするために、上院法案に規定された修正提案が反映されている。つまり、レシーバーシップを適用されたすべての金融会社を清算することを確認し、清算の際に使われた費用は、破綻した金融会社の資産の処分により賄うか、金融セクターの責任として支出させることを求め、納税者の資金を充当することを明確に禁止する規定である。また、下院法案では担保で保全された債権者であっても、担保が財務省証券等以外の場合には、最大 10% のヘアカットが行われ、担保があっても損失負担を求める規定が手当てされていた。しかし、ドッド＝フランク法では、この問題に関しては法律成立日から 1 年以内にカウンシルが調査を行うことになっている。さらに、破綻原因に関して重大な責任を有する破綻金融会社の役員（退職者を含む）から FDIC がレシーバーとなった日から遡ること 2 年間（不正行為があった場合は無期限）の報酬を回収することを規定している。

²⁰ 原則 50 万ドルまでの顧客資産を保証する SIPC は、SEC に登録し、SIPC に加盟する証券会社が破綻した場合、その顧客資産の保護のために、1970 年証券投資者保護法に基づき清算手続きを開始する権限を有している。その場合、裁判所に清算を手掛ける管財人を申請することとなる（SIPC 自身が管財人となることも可能）。

²¹ 財務省からの借入額の上限は、①レシーバーに任命された後の 30 日間は対象金融会社の総資産（簿価）の 10%、②その後は、返済可能な総資産の時価の 90% に設定されている。

²² 評価の要素としては、①経済環境、②預金取扱機関か SIPC のメンバーかといった評価、③金融システムに対するリスク、④FDIC がレシーバーになる以前の 10 年の間に対象金融会社の破綻につながったリスク等を考慮すると規定している。

他方、ドッド=フランク法では、FRB の危機時の対応についても制度の変更を行っている。まず、連邦準備法 13 条(3)項に規定する FRB の緊急時の特別融資について、その利用目的が明確にされ、手続きが厳格化されている²³。今回の金融危機では、FRB の危機対応として 13 条(3)項に基づく特別融資が各種の流動性供与ファシリティやベア・スターンズおよび AIG の救済にも利用された²⁴。現行規定では、FRB の特別融資は FRB の理事会の単独の判断で実行可能である。そのために、個別金融機関の救済を含む柔軟な危機対応が可能であった。しかし、新たな規定では、特別融資は個別、特定の会社を救済するためではなく、FRB の流動性ファシリティやプログラムの利用を通じて金融システムに流動性を供給するために実行することが求められる。また、FRB は特別融資に関する方針・手続きを策定することとなっており、その中で流動性ファシリティ等を利用する借り手はインソルベント（支払不能）であってはならないことが求められる。なお、当該方針・手続きにおいては、特別融資の借り手が FDIC によるレゾリューションの対象となった場合、FRB は当該融資の純損失に相当する債権を有することが規定されており、損失発生を少しでも抑えようとする手当ても講じられている。そして、FRB が特別融資を実行するには、財務長官の事前承認が必要となる。今後、13 条(3)項に基づく特別融資を実行するには FRB に厳格な手続きが求められる。

一方、ドッド=フランク法は、連邦預金保険法の枠組みで従来行われてきた FDIC による銀行の救済も否定している。FDIC はシステムミック・リスクの発生時であっても、預金取扱機関を救済するオープンバンク・アシスタンスの方法を利用することが制限され、清算型のレシーバーシップの選択しかできなくなる。さらに、FDIC にはシステムミック・リスクが発生した場合、預金取扱機関に対して債務保証等を行う権限が与えられているが、その対象はあくまでもソルベントな（支払能力のある）機関であり、インソルベントな機関を対象にそれを利用することが禁じられる²⁵。

なお、ドッド=フランク法では預金保険制度の改定も行われている。まず、預金保険の保証対象が 10 万ドルから 25 万ドルに変わっており、これは恒久的な措置として保証の上限額が引き上げられるものである。そして、預金保険の保証範囲を拡大したことから預金保険対象預金に対する基金の割合（reserve ratio）が 1.15% から 1.35% に引き上げられる。さらに、保険料の算定ベースが預金量ベースから資産ベース（総資産－タンジブル・エクイティ）に変更される。その狙いは、バランスシートのより多くの部分を預金以外の債務で調達している大手銀行の基金に対する貢献を増やすことにある。

²³ また、会計検査院（GAO）による FRB の 1 回限りの監査が義務づけられる。GAO は、2007 年 12 月以降に FRB が導入したすべての融資その他の金融支援プログラムを対象として監査を実施する。一方、FRB はウェブサイトにおいてその利用者の名称、種類、利用金額などの開示が求められる。

²⁴ 現行の連邦準備法 13 条(3)項は、異常かつ緊急の状況においては、個人、パートナーシップ、企業に対して連邦準備銀行が担保の範囲で信用供与を行うことができる。

²⁵ ただし、出資等のエクイティの提供は禁止される。

3. ボルカー・ルール

ドッド=フランク法は、オバマ大統領が自ら提示した「ボルカー・ルール」を採用した。ポール・ボルカー元 FRB 議長の起案によるこの新たなルールは、銀行の業務範囲を制限し、大規模金融会社の規模を抑制することを目的としている。預金保険制度というセーフティネットで保護された銀行がリスクの高い業務を行い、また、大規模金融会社がトゥー・ビック・トゥ・フェイルにならないよう規模拡大に制限を加えることがその狙いであると考えられる。

ボルカー・ルールではまず、銀行、銀行持株会社およびその子会社が自己トレーディングを行うことが禁止される。ただし、米国の財務省証券、エージェンシー債、地方債等の取得・処分は禁止対象から外れている。また、引受けやマーケットメイクに関連する証券等の取得・処分、リスクを緩和するヘッジ業務、顧客のために行う証券等の取得・処分なども適用除外となっており、当初の提案に比べると適用除外の範囲が明確になった。

また、ボルカー・ルールでは、銀行等がヘッジファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドに投資し（エクイティ、パートナーシップその他所有権の取得）、スポンサーとなることが禁止される²⁶。ただし、ヘッジファンド等に対する投資・スポンサーの禁止といっても一定のものは許容される。例えば、①銀行等が真のトラスト、フィデューシャリー、投資顧問サービスを提供し、②ファンドはそれらのサービスを提供するために組成・募集され、またはそれらのサービスの提供を受ける顧客に対してのみファンドの組成・募集が行われ、③わずかな額の（de minimis）投資を除いて、銀行等がファンドのエクイティ、パートナーシップその他の所有権を持っていない場合で、④後述の連邦準備法 23A 条および 23B 条を遵守している等の条件を満たす場合には、ヘッジファンド等の組成・募集（スポンサーを含む）が認められる。そして、③のわずかな額の投資という条件については、(a)銀行等がエクイティ等を保有していたとしてもそれがシードマネーである場合、(b)ファンドを設立して1年以内に償還・売却・希薄化によってその所有権が3%以下となった場合、(c)銀行等にとって重大ではないものとして、投資金額を合計して銀行等の Tier 1 資本対比 3%以内の場合が該当する。

このようにボルカー・ルールは当初の提案よりも適用除外の範囲を拡げる一方で、マーケットリー=レビン修正を反映した規定によって当初に比べて厳しくなる面もある。つまり、①顧客等との間に重大な利益相反が生じる場合、②リスクの高い資産等に対する重大なエクスポージャーが直接・間接にもたらされる場合、③金融会社の安定性と健全性に脅威をもたらす場合、④米国の金融の安定性に脅威をもたらす場合には、自己トレーディングやヘッジファンドに係る禁止の適用外であっても制限が加えられる。今後、規則が策定されそれぞれの定義が明確にされることになっている。なお、銀行等がヘッジファンド等の投資顧問となる場合には、連邦準備法 23A 条のファイヤーウォール規制、および 23B 条の

²⁶ ヘッジファンドおよびプライベート・エクイティ・ファンドの定義は、1940 年投資会社法 3 条(c)項(1)および(7)に基づいて投資会社の登録が免除される会社その他の法人、および適切な連邦銀行当局が決定するそれと類似のファンド（similar fund）として規定されている。

アームズ・レンジス・ルールが適用される。

一方、FRB の監督下に置かれるノンバンク金融会社に対しては、自己トレーディングやヘッジファンド等に関する禁止規定が適用されないことを明確にしておき、ボルカー・ルールが銀行システムの安全性の維持を主な目的として業務制限を加えようとしていることが分かる。もっとも、ノンバンク金融会社の自己トレーディングやヘッジファンド等の投資・スポンサーに対しては追加的な自己資本、量的な制限が課されることになり、それなりの制約が課せられる。なお、ノンバンク金融会社については連邦準備法 23A 条および 23B 条の規定は適用されない。

なお、ボルカー・ルールは米国外の適用を免除する規定を設けている。自己トレーディングに関しては、取引が米国外で行われ、米国で設立された銀行等によって間接・直接に支配された銀行等でなければ適用除外になる。ヘッジファンド等の投資やスポンサーも同様に、米国の外で行われ、所有権が米国居住者に向けて募集・売却されておらず、米国で設立された銀行等によって直接・間接に支配された銀行等でなければ適用除外になる。これらの規定からすると、米国の銀行等の海外拠点は自己トレーディングやヘッジファンドに係る禁止が適用される可能性がある。

こうした銀行等の業務範囲に制限を設けるボルカー・ルールは、法律の成立後に直ちに適用されるわけではない。法律成立日から 6 ヶ月以内にボルカー・ルールの効果的な適用のための調査をカウンシルが行うこととなっており、それを踏まえて FRB を含む銀行規制当局が調査完了後 9 ヶ月以内に具体的な規則を策定することになっている。そして、実際にボルカー・ルールが有効になるのは、①ボルカー・ルールに係る最終規則の公表から 12 ヶ月後、②法律成立日から 2 年後のいずれか早い時期からと定められている。さらに、ボルカー・ルールの移行期間として 2 年間の適用猶予が設けられている。そこには、FRB の判断によって 1 年間の適用延長が行えるオプションが設けられており、最大で 3 年間の延長が可能である²⁷。したがって、ボルカー・ルールの適用は早くても 4 年後（最大では約 7 年後）となる²⁸。

また、もう 1 つのボルカー・ルールとして、銀行やノンバンクを含む大手金融会社に対して負債シェアが 10% を超える場合の合併、統合、資産の取得等が禁止される²⁹。すなわち、取得する金融会社の負債と合計した負債総額が前年末のすべての金融会社の負債総額（連結ベース）の 10% を超える場合は、当該会社は他の金融会社との合併、統合、全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ってはならない³⁰。ただし、負債

²⁷ ノンバンク金融会社の場合は、それになった日から 2 年間の適用猶予が認められる。

²⁸ さらに、流動性のないファンドに関しては、FRB の判断により最大 5 年間の適用の延長が可能であり、その場合の適用時期は最長で 12 年後になる。

²⁹ その対象として、①預金取扱機関、②銀行持株会社、③貯蓄金融機関持株会社、④預金保険対象機関を支配する会社、⑤ノンバンク金融会社、⑥外国銀行、銀行持株会社としての取り扱いを受ける外国会社が挙げられている。

³⁰ ただし、①金融会社が破綻または破綻の危機にある場合、②連邦預金保険法に定める預金取扱機関の破綻処理の場合、③承継時の負債の増加がわずかなものである場合には、FRB の事前の同意を得て、負債シェアの制限の適用を免除する規定が設けられている。

といっても、実際には自己資本比率の分母であるリスク・アセットから規制資本を控除した数字によってシェアが算定されることになっている。外国の金融会社の場合は、米国のオペレーションに関連するリスク・アセット、規制資本の数字が用いられる。

IV システム上重要な支払・清算・決済の監督

ドッド=フランク法では、システムミック・リスク・レギュレーターの設定、システム上重要な金融会社に対する FRB の厳格な規制の適用、FDIC による秩序だった清算手続きの導入のほかにも、システムミック・リスクの抑止を目的とした制度変更や新たな監督の導入が行われている。ドッド=フランク法では、金融システムの安定性や健全性を維持するために決済インフラとしての清算・決済機関に対する監督と、金融機関が行う清算・決済業務に対する監督の強化が図られている。マルチラテラルな決済システムは、決済参加者の間および金融システム全体のリスクを削減する一方で、それらに大きなリスクを集中させるからであり、金融機関の支払・清算・決済業務もまた参加者や金融システムにとって重大なリスクになり得ることがその理由である。

カウンシルは、支払・清算・決済機関としての「金融市場ユーティリティ (financial market utility)」および金融機関の支払・清算・決済業務について、①金融市場ユーティリティ、支払・清算・決済業務を介した取引価額の総額、②金融市場ユーティリティ、支払・清算・決済業務を行う金融機関のカウンターパーティ・エクスポージャーの総額、③他の金融市場ユーティリティ、他の支払・清算・決済業務との関係性や独立性、④金融市場ユーティリティ、支払・清算・決済業務の破綻に伴う資本市場、金融機関、金融システム全体への影響、⑤その他カウンシルが適当と認める要素を考慮して、システム上重要な金融市場ユーティリティを指定するとともに、金融機関のシステム上重要な支払・清算・決済業務を指定する。当該指定は、カウンシルのメンバーの3分の2以上の賛成をもって決定される。

カウンシルによって指定された金融市場ユーティリティまたは支払・清算・決済業務に対しては、FRB のリスク管理に関する規則が適用される。具体的には、①リスク管理方針・手続き、②マージン・担保に関する規制、③参加者・カウンターパーティが破綻した場合の方針・手続き、④清算・決算を適時完了するための能力、⑤指定された金融市場ユーティリティの資本・財務に関する規制などが導入される。なお、カウンシルに指定された金融市場ユーティリティは、FRB に決済のための口座を保有することが求められており、支払・清算・決済機関の流動性のバックストップが強化されることとなる。

V 銀行・保険の規制システムの改善等

米国の現行の規制システムの改革として、上院では当初、OCC と貯蓄金融機関監督庁 (OTS)、州法銀行に対する FRB と FDIC の監督機能、FRB の銀行持株会社に対する監

督機能を単一の銀行規制当局に統合するという提案も示されていたが、ドッド＝フランク法は、最終的には OTS を廃止して OCC に統合するという最小限の改革に留めた。

1. 銀行・保険の規制システムの改善

米国の金融危機を未然に防ぐことができなかつたとして、上院では FRB の監督権限を縮小する議論が行われていたが、ドッド＝フランク法では FRB はシステム上重要な銀行持株会社やノンバンクに対する厳格な監督規制を課す権限を新たに手にしており、むしろ FRB の監督規制の権限は強化されている。その他の監督体制の変更としてドッド＝フランク法は、連邦レベルの貯蓄金融機関のチャーター（免許）を存続させる一方で、その当局である OTS を国法銀行の当局である OCC に統合することを規定している。

一方、州規制の枠組みとなっている保険分野の監督に関しては、ドッド＝フランク法は保険業界を監視し、国際的な保険の問題に関して連邦レベルでの調和を図るため、財務省内に「連邦保険局（FIO）」を設置することを規定している。

2. 自己資本、レバレッジ規制

ドッド＝フランク法は、シーラ・ベアーFDIC 総裁の意向を受けて FDIC のスタッフによって起草された自己資本規制やレバレッジ規制に関するコリンズ修正を規定している。現在、銀行を含む預金保険対象機関には FDIC によるリスクベースの自己資本規制とレバレッジ規制が適用されているが、これを銀行持株会社やノンバンク金融会社にも適用することがその狙いである。具体的には、銀行持株会社およびノンバンク金融会社のレバレッジ規制、リスクベースの自己資本規制の最低条件として、法律成立日時時点で預金保険対象機関に課されている一般的なレバレッジ規制、自己資本規制をフロアとして下回らないこと、量的にそれ未満にならないことを求めている³¹。また、コリンズ修正は、米国の銀行の Tier 1 資本に占める割合の高いトラスト優先証券を含むハイブリッド証券を Tier 1 資本から控除することを求めている³²。これは、現在バーゼル委員会が検討しているバーゼルⅢと同様の方向性である。ただし、総資産 150 億ドル未満の銀行持株会社についてはハイブリッド証券の Tier 1 控除の適用を免除すると定めており、中小規模の銀行持株会社への配慮がみられる。さらに、ドッド＝フランク法ではカウンシルの権限として規制当局に対してより厳しい規制を適用することを勧告することが可能となっている。コリンズ修正はさらにその点を明確にし、システムック・リスクに対応するための資本規制として、カ

³¹ 現在の銀行検査における評価の枠組み（CAMELS）では、「自己資本が適切」な銀行の場合、リスクベースの自己資本比率の最低水準としては、Tier 1 比率が 4%、全体の自己資本比率は 8%、レバレッジ比率は 4% が求められる。一方、「自己資本が良好」な銀行の場合は、Tier 1 比率が 6%、全体の自己資本比率は 10%、レバレッジ比率は 5% の水準が求められる。

³² 2010 年 5 月 19 日以降に発行される証券が対象。なお、それ以前に発行された証券は、2013 年 1 月 1 日から 2016 年 1 月 1 日の間に段階的に Tier 1 控除が適用されることになる。

ウンシルがシステミック・リスクをもたらすような業務を認識した場合、銀行規制当局がより厳格な資本規制を課すようカウンシルが勧告を行うことが規定されている³³。

また、ドッド＝フランク法には、カウンターシクリカルな自己資本規制に関する規定が含まれている。現在、バーゼルⅢにおいてもカウンターシクリカルな資本バッファーの導入の議論が行われているが、ドッド＝フランク法では、経済が拡大しているときには自己資本の量を増大し、経済が収縮している局面では自己資本を減少するカウンターシクリカルな自己資本規制の策定について FRB を始めとする銀行規制当局に求めている。

VI 店頭デリバティブ市場の改革

米国ではこれまでクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）が規制の対象外であったが、金融危機によって市場の脆弱性が明らかになり、規制の必要性が認識された。このため、ドッド＝フランク法では、店頭デリバティブは商品先物取引を所管する CFTC と証券取引を担当する SEC の管轄下に入ることになる。そのポイントは、店頭デリバティブの取引の標準化として、集中清算機関（CCP）における集中清算と、取引所または規制下に置かれる電子取引システムにおける取引の執行が求められることである。また、デリバティブ市場の参加者については、ディーラーおよび主要な市場参加者は登録が求められる。さらに、銀行からデリバティブ部門の分離を求めるスワップ・プッシュアウト条項が設けられていることも大きな特徴である。

1. 店頭デリバティブの標準化、参加者規制

ドッド＝フランク法は、CDS や金利スワップを含むデリバティブを「スワップ」として定義し、CFTC および SEC による規制を適用する³⁴。スワップ市場の参加者として、マーケットメイク等の業務を行う「スワップ・ディーラー」、スワップの相当のポジションを保有している「主要スワップ参加者（major swap participant）」は、CFTC または SEC への登録が求められ、CFTC または SEC が定めるポジション制限を含む業務行為規則が課せられる。

そして、スワップは原則、「デリバティブ清算機関（derivatives clearing organization）」における集中清算を利用することが求められる。清算機関で清算が求められるスワップは、CFTC または SEC によって決定される。また、スワップの取引執行については、取引所または電子取引システムである「スワップ執行ファシリティ（swap execution facility）」において行うことが求められる。清算機関も取引所も執行ファシリ

³³ その場合、①デリバティブ、証券化商品、金融保証、証券貸借、レポ取引における取引量、②モデルに基づいて評価される資産の集中度合い、③予期せぬ事態により業務を停止した場合に市場を崩壊させるような市場シェアの集中度を考慮して、規制当局は資本規制を策定するとしている。

³⁴ 商品取引所法に規定する「スワップ」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）を新たに定義し、前者には CFTC の規制、後者には SEC の規制を適用する。

ティもいずれも CFTC または SEC への登録が求められる。

ただし、スワップのカウンターパーティが、①スワップ・ディーラー、主要スワップ参加者等の金融法人ではなく³⁵、②コマーシャル・リスクをヘッジまたは緩和するためにスワップが利用され、③清算機関を利用しないスワップに関してどのように金融契約を満たしているかを CFTC または SEC に通知する場合には、清算機関での集中清算が求められない。なお、集中清算の利用の適用を免除される者のコマーシャル・リスクをヘッジまたは緩和する場合は、当該会社の関係会社についても集中清算が求められない。清算機関における集中清算の利用が求められない場合でも、取引所または執行ファシリティでの取引執行が認められる。

一方、清算機関で集中清算されないスワップについては、スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者に最低資本規制とマージン規制が課せられる。具体的な規則については、銀行規制当局や CFTC、SEC が策定することになる。なお、集中清算の適用除外となるカウンターパーティに対する資本規制やマージン規制の取り扱いについては、ドッド=フランク法の中では明示的には触れられていないが、法案の審議の中で、資本規制やマージン規制の適用除外とする方針であることが述べられていた³⁶。

ドッド=フランク法は、新たなディスクロージャーとして、スワップ取引の価格と取引量に関してリアルタイムで集計するための規則を策定することを CFTC、SEC に要請している。集中清算されるスワップも集中清算されないスワップも登録された「スワップ取引情報機関 (swap data repository)」に取引を報告することが求められており、報告の責任は主にスワップ・ディーラーに生じることとなる。その他、ドッド=フランク法は、スワップのポジションに制限を設けることを CFTC、SEC に求めている。また、利益相反の防止の観点から、総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社、FRB 監督下のノンバンク金融会社の清算機関や取引所に対する出資比率を制限する規則を CFTC と SEC が策定することを求めている。

ドッド=フランク法では、スワップに関して CFTC または SEC が策定する規則は、原則、法律成立日から 360 日以内に策定することが求められている。

2. スワップ・プッシュアウト条項

上院法案の議論の中で、CFTC を所管する上院農業委員会のブランシェ・リンカーン委員長から、デリバティブ・ビジネスに関わるスワップ・エンティティを銀行から分離するスワップ・プッシュアウト条項が提案された。この提案に対しては政権関係者や規制当局者から異議も唱えられたが、上院法案に盛り込まれ、最終的にドッド=フランク法でも規

³⁵ スワップ・ディーラー、主要スワップ参加者のほか、商品ファンド (commodity pool)、ヘッジファンド等の私募ファンド (private fund)、従業員年金、主にバンキング業務または本質的な金融業務を行っている者が含まれる。

³⁶ 2010年6月30日付けでドッド上院議員、リンカーン上院議員からフランク下院議員、パターソン下院議員に充てられた書簡で述べられている。

定されている。

スワップ・プッシュアウト条項は、銀行が連邦による支援（federal assistance）を受けるには、スワップ・エンティティを分離することを求める規定である。連邦の支援としては、FRB のディスカウント・ウィンドウやクレジット・ファシリティ（連邦準備法 13 条 (3)項に基づくものを除く）、FDIC が提供する預金保険や債務保証等が規定されている。また、スワップ・エンティティの定義には、スワップ・ディーラーや主要スワップ参加者が含まれる。つまり、FRB のディスカウント・ウィンドウを利用し、FDIC の預金保険の対象となる銀行は、そのエンティティからスワップ・エンティティを切り離さなければならない可能性があるのである。

もっとも、スワップ・エンティティの定義として、主要スワップ参加者である銀行が除かれている。つまり、銀行がスワップ・ディーラーでない限り、スワップ・エンティティの分離は求められないことになる。また、①銀行のスワップ業務が直接的に自らのリスクをヘッジしたり、同種のリスクを緩和するものである場合、または②CDS（資産担保証券の信用リスクを参照するものを含む）を除き、国法銀行に取引が認められる金利や資産を参照するスワップについては適用対象外となることが規定されている。国法銀行法ではエクイティ証券のディーリングを禁止しているが、それ以外のアセットへの投資は幅広く認められており、結果的に多くのデリバティブがスワップ・プッシュアウト条項の対象外となるとみられる。

このスワップ・プッシュアウト条項については、ドッド＝フランク法は法律の成立日から 2 年後に有効になることを規定している。

VII ヘッジファンド規制

ドッド＝フランク法は、ヘッジファンド規制の導入、すなわちヘッジファンドのマネージャーに SEC への登録を求め、システミック・リスクを評価するために必要な情報を当局に提供することを求めている。具体的には、「私募ファンド（private fund）」という定義を導入し、1940 年投資顧問法において、私募ファンドの運用資産が 1 億ドル以上の場合には原則、その投資顧問に SEC への登録を求める³⁷。一方、1 億ドル未満の場合は州当局への登録となる。多くの投資顧問を州の監督下に置き、SEC に登録されるより大規模なヘッジファンドに対する監督に SEC の経営資源を集中させることがその狙いである。

ただし、単独のヘッジファンド（私募ファンド）の投資顧問としてのみ業務を行う場合、運用資産が 1.5 億ドル未満であれば、投資顧問としての登録が免除される（後述の記録・報告義務が課せられる）。また、ドッド＝フランク法は SEC に対して、中規模（mid-sized）のヘッジファンドの投資顧問について、その規模やガバナンス、投資戦略を考慮し、システミック・リスクをもたらすものかを判断して、相応の規制の緩和を行うように

³⁷ 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外すことで、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

求めている。さらに、ベンチャー・キャピタルに対してのみ投資顧問の業務を提供する投資顧問については登録が免除される。なお、上院法案ではプライベート・エクイティ・ファンドの投資顧問についても例外規定が設けられていたが、ドッド=フランク法では見送られている。また、外国籍のヘッジファンドの投資顧問に関しても、一定の登録免除が手当てされている。つまり、①米国に拠点がなく、②米国居住の顧客数が15人未満かつ米国居住の顧客の運用資産が2500万ドル未満、かつ③米国内では公衆に投資顧問として活動せずまたは登録投資会社等の投資顧問として活動しない場合は、「外国私募投資顧問 (foreign private adviser)」と定義され、投資顧問としての登録が免除される。

ヘッジファンドの投資顧問として登録した投資顧問には、カウンシルがシステミック・リスクを評価するために必要になるヘッジファンドに関する情報を記録し、SECに対して報告する義務が生じる。その情報はSECからカウンシルに提供される。SECに報告される情報として、①運用資産残高、レバレッジの利用（オフバランスでのレバレッジを含む）、②カウンターパーティ・エクスポージャー、③トレーディングおよび投資のポジション、④ファンドのバリュエーションの方針・手法、⑤保有資産の種類、⑥特定の投資家に有利な取り決め、⑦トレーディング・プラクティス、⑧その他SECが必要かつ適当とする情報が挙げられている。

ドッド=フランク法におけるヘッジファンドに係る規定は、原則として法律成立日から1年後に有効となる。

VIII 格付機関規制

格付機関規制については、SECがすでに規則を改定してNRSRO（公認格付機関）の規制強化を図っているところであるが、さらなる規制強化が行われる³⁸。ドッド=フランク法では、NRSROのガバナンスの向上や利益相反の管理の強化、格付手法・手続きのアカウントビリティの向上、ディスクロージャーの改善、SECのエンフォースメントの強化、投資家に対する民事訴訟の機会の付与などが手当てされており、SECの改革と比べてもより幅広い措置が講じられている。

まず、ドッド=フランク法はNRSROのガバナンスの強化を図るべく、最低でも半数（2名以上）の独立取締役で構成される取締役会の設置を求めている。独立取締役には格付けのユーザーを含むことが求められ、独立取締役の報酬は独立した立場からの判断ができるようNRSROの業績と連動させてはならない。取締役会の役割としては、①格付決定に関する方針・手続きの策定・維持、②利益相反の管理に関する方針・手続きの策定・維持、③格付決定に関する方針・手続きに対する内部統制の有効性、④報酬や方針・手続きの推進を監視する役割が与えられる。また、NRSROは、格付決定に関する内部統制のストラクチャーの構築を求められるほか、コンプライアンス・オフィサーの設置が求められる。

³⁸ 現在、ムーディーズ、S&P、フィッチのほか、R&IおよびJCRを含む全10社がNRSROとしてSECに登録している。

利益相反の管理についてもいくつかの重要な措置が講じられている。まず、SEC は販売やマーケティングにおける配慮が格付けの発行に影響を与えないようにするための規則を策定することが定められている（ファイヤーウォール規制）³⁹。さらに、NRSRO は、アナリスト等の利益相反を防ぐため、かつて NRSRO に雇用されていた格付対象先の従業員が、以前に当該格付対象先の格付けの決定に関与していた場合、レーティング・アクションの1年前を対象とした遡及調査（look back）を行うことが求められる。なお、コンサルティングやアドバイザー等の格付けに関連しないサービスを証券発行者に提供することによって生じる不適切な利益相反を避けるために SEC が規則を策定するよう、議会見解（sense of Congress）として議会としての考え方を述べている。

一方、格付手続きや手法に関してはアカウントビリティの向上の観点からいくつかの要件が規定されている。すなわち、SEC 規則として、①取締役会によって承認された格付手続き・手法に則って格付けが付与されていること（定量的・定性的モデルを含む）、②格付手続き・手法に重要な変更が加えられた場合には、すべての格付けにその変更を適用すること（定量的・定性的なデータおよびモデルの変更を含む）、③格付手続き・手法のバージョン、重大な変更、重大なエラー等を格付ユーザーに通知するための規則を策定することが定められている。また、格付決定の際に、証券発行者や引受人以外で、信頼に足る第三者の情報ソースを考慮することが求められる。さらに、アナリストの質に関する基準として、格付けに関わる従業員が格付プロセスに関する知識をテストされ、トレーニング、経験、能力に関する基準を満たすための規則を SEC が策定することを求めている。

そして、ディスクロージャーに関しては、ユーザーが格付けの正確性を評価し、NRSRO 間のパフォーマンスの比較が行えるようにするため、SEC に対して当初格付けとその後の格付変更に関する格付けパフォーマンスの開示を求める規則の策定を SEC に求めている⁴⁰。また、SEC は、格付手法の透明性の向上を図るため、①格付手続き・手法の前提条件、②格付けの決定に用いられるデータ、③（必要に応じて）NRSRO によるサービスの活用状況を含む開示を求める規則を策定することとなっている⁴¹。特に、資産担保証券（asset-backed securities）の格付けに関しては、証券発行者または引受人は、入手した第三者によるデュー・デリジェンスの報告書を公表することが求められ、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、当該サービスの提供者には、

³⁹ 小規模な NRSRO に関する適用除外が規定されている。

⁴⁰ 格付パフォーマンスの開示については、①NRSRO 間で格付けのユーザーが格付パフォーマンスを比較できること、②多様な知識の度合いをもつ投資家に対して明確で有益であること、③パフォーマンスの情報は何年にもわたって様々な種類の格付けに関するものであること、④ウェブサイトにおいて容易にアクセスでき自由に利用できるようにすること、⑤ビジネスモデルに適ったものであること、⑥格付けは NRSRO の格付け以外の業務の影響を受けていないことについて宣誓することが求められる。

⁴¹ 開示は定量面に関するものと質に関わるものに分けて規定されている。定量的なものとしては、①格付け、②手続き・手法の主な前提条件や原則、③格付けの潜在的な制約、格付けに反映されていないリスク、④格付けの不確実性に関する情報、⑤第三者のデュー・デリジェンスの利用の有無とその程度、⑥格付け決定の際に利用するデータの説明、⑦格付け決定に利用する情報の質の全体的な評価、⑧利益相反に関する情報等が挙げられている。一方、質に関連するものとしては、①潜在的な格付けのボラティリティの説明または計測、②時系列パフォーマンスおよび期待デフォルト確率を含む情報、③格付けの前提条件のセンシティブティ等が挙げられている。

NRSRO に対してデュー・デリジェンスに関する書面による証明書を提出することが求められる⁴²。

米国では SEC 規則であるレギュレーション FD によって、証券発行者が公開していない重要情報を一般に公表する前に、一部の者に選択的に開示することが禁止されている（いわゆるフェア・ディスクロージャー）⁴³。NRSRO は従来、フェア・ディスクロージャーの適用対象外であったが、ドッド=フランク法は NRSRO のレギュレーション FD の対象化を求めている。

ドッド=フランク法では、NRSRO の監督や罰則の強化、責任の強化も行われている。SEC の中に「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。NRSRO が適切な財務基盤、経営資源がないと SEC が判断した場合には、SEC は特定の格付けの一時的な停止や恒久的な禁止の措置を講じることができる。

また、格付機関はこれまで格付けは表現の自由で保護されており、格付機関には法的責任はないという姿勢を貫いてきた。しかし、ドッド=フランク法は、格付機関が故意または過失により、格付けされた証券に関して信用リスクを評価するための手法から得られた事実要素（factual element）に基づいて合理的な検証を行わなかった、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事実要素について合理的な検証を行わなかったという強い推論（inference）がある場合、格付機関は損害賠償請求の対象となることを明確にしている。

さらに、SEC の証券法規則 436(g)条では、専門家としての弁護士や会計士は目論見書等の登録書類に意見等を記載する場合は書面による同意が必要であるが、NRSRO は専門家ではないとして例外規定が設けられていた⁴⁴。ドッド=フランク法によって、目論見書等の登録書類において NRSRO の格付けを記載する場合は、専門家の意見として NRSRO の書面による同意（consent）が必要になる⁴⁵。

ドッド=フランク法では、NRSRO に対する規制強化については、法律の成立から 1 年以内に具体的な規則を策定することが求められている。

上院法案の可決に際してレミュー修正とフランケン修正という 2 つの注目される修正提案が可決された。まず、レミュー修正は、様々な金融関連法規から格付けの使用を求める規定を削除するものであり、投資家や規制当局による格付けへの依存を和らげることがその狙いである。ドッド=フランク法では、上院法案のレミュー修正を受けて、連邦預金保

⁴² SEC がデュー・デリジェンスに関する証明書を開示するための規則を策定することが規定されている。

⁴³ レギュレーション FD は、証券発行者が、機関投資家や証券アナリスト等に限って重要な非公開情報を提供することを禁止している。重要な非公開情報が意図せず一部の者に渡った場合は、証券発行者は速やかにその情報を開示しなければならない。

⁴⁴ 規則 436 条(a)は、専門家または法律顧問の報告書または意見書のいずれかの部分が当該登録届出書または目論見書にそのようなものとして引用または要約されるときは、専門家等の書面による同意は、当該登録届出書の付属書類として届け出られ、かつ当該専門家等が当該引用または要約に同意したことを明示的に表示すると定めている。

⁴⁵ これにより格付機関のコンプライアンス・コストが高まり、格付け発行の姿勢がより慎重になる可能性があることが指摘されている。

険法や投資会社法、証券取引所法等から格付けに言及した文言を削除する規定が設けられており、法律の成立から2年後に効力を及ぼすことになる⁴⁶。

一方、フランケン修正は、証券化商品の格付けにおける発行者支払いモデル（issuer-pay modal）に起因する利益相反に対処するため、自主規制機関としての「格付機関委員会」（Credit Rating Agency Board）が、適格 NRSRO の中から証券化商品の格付けを発行する格付機関を選定するというルールを導入するものであり、これが採用されると NRSRO の中でも市場シェアの高い格付機関の証券化格付けのビジネスに影響が生じることが予想される⁴⁷。ドッド=フランク法ではフランケン修正の採用は見送られたが、その代わりに SEC は、①証券化商品の格付けを決定するための独立機関または自主規制機関を設立することの実現可能性に関する調査を実施し、②証券化商品に関して、格付プロセス、発行者支払いモデルの利益相反、正確な格付けに対するインセンティブを与えるような NRSRO の代替的な支払いモデル等に関して調査を行うことが求められている。これらの調査報告について SEC は、法律成立後 24 ヶ月以内に議会に提出しなければならないこととなっている。

そのほか、ドッド=フランク法は、発行者支払いモデルに代替する格付機関の新たなビジネスモデルについて会計検査院（GAO）が調査を行うこと、NRSRO の格付アナリストの独立性基準や倫理コードを策定するための独立した専門機関を設置することに関して、GAO が検討を行うことを規定している。また、SEC は格付機関にまたがる格付けの専門用語の標準化、格付けを評価する際の市場のストレス条件の標準化、標準化されたストレス下における格付けとデフォルト確率、期待損失との定量的な関係の報告を求めることのフィージビリティを調査することなどが規定されており、法律が成立した後もさらなる格付機関の規制改革が行われる可能性を残している。

IX 証券化市場の改革

ドッド=フランク法は、証券化のオリジネート・トゥ・ディストリビュート（OTD）におけるオリジネーター、スポンサー等と投資家のインセンティブの調和を図るために、資産担保証券に関して定量保有義務を導入している⁴⁸。具体的には、資産担保証券を発行しまたは資産担保証券の取引を起こす証券化事業者（securitizer）に対して、資産担保証券の発行を通じて譲渡、売却、移管した資産の信用リスクの最低 5%を保有することを求める規則について、銀行規制当局および SEC が共同で策定することが規定されている⁴⁹。

⁴⁶ また、法律成立日から 1 年以内にすべての連邦規制当局は各種規制のうち格付けを参照しているものなどを見直し、修正することが求められている。

⁴⁷ 格付機関委員会は、①証券発行者の代表者、②投資家の代表者、③格付機関の代表者、④独立メンバーで構成され、SEC によって設立される自主規制機関として位置づけられている。

⁴⁸ 資産担保証券（asset-backed securities）には、ABS や MBS のみならず、CMO、CDO、CBO、ABS-CDO、CDO2 が含まれることが規定されている。

⁴⁹ 規制当局は、異なるアセットクラスに対して異なる定量保有の規則の策定が求められており、住宅モーゲージ、商業用モーゲージ、商業用貸出、オートローン等のアセットクラスごとに異なる資産担保証券の規則が設けられることになる。また、それとは別に CDO のための規則を策定することが求められている。

ただし、オリジネーターも一定量を保有している場合には、証券化事業者の定量保有の水準が引き下げられることになる。また、規制当局が定める引受け、デュー・デリジェンスの基準に適合する場合は、5%以下に定量保有の水準が引き下げられることが規定されている。さらに、裏付け資産のすべてがリスクの低い適格住宅モーゲージの場合は、定量保有を緩和する規定が設けられている⁵⁰。

また、ドッド=フランク法は、資産担保証券（シンセティックなものを含む）に係る引受人、私募仲介者、スポンサー等がその売却時点から1年間は、重大な利益相反を含む、または重大な利益相反をもたらす取引に参加することを禁止する。ただし、リスクを緩和するヘッジ業務や引受人、私募仲介者、スポンサー等として流動性を高める目的であったり、マーケットメイクを目的とする資産担保証券の購入・売却は適用除外となる。その他、資産担保証券について投資家が独自にデュー・デリジェンスを行うために必要がある場合には、原資産レベル、ローン・レベルのデータ開示を求めているほか、表明・保証制度（representation and warranty）を支援するために、証券化事業者は、表明・保証に基づく買戻請求の履行・非履行の状況を開示することが要求され、NRSROには格付レポートの中で表明・保証、そしてそのエンフォースメントに関して説明することを求めている。

なお、米国ではオフバランス・エンティティに関する会計基準が変更になり、2010年第1四半期から新たに FAS166、FAS167 が適用されている。その結果、多くの証券化ビークルについてオンバランス化が求められることになった⁵¹。そこで、ドッド=フランク法は、定量保有義務と会計基準の変更の複合的な影響に関して法律の成立日から90日以内に議会に報告するよう FRB に対して求めている。また、カウンシルの議長である財務長官は、定量保有義務が不動産バブルと市場の安定に与える効果に焦点をあてて、マクロ経済に与える定量保有義務の影響に関して法律成立日から120日以内に議会に報告しなければならないと定められている。

X 役員報酬、コーポレート・ガバナンス

ドッド=フランク法は、金融機関と上場会社の役員報酬、コーポレート・ガバナンスの向上に取り組んでいる。まず、役員報酬に関する手当てとして、定時株主総会等において役員報酬に関して議決に拘束力のない株主投票（say on pay）を導入するための規則の策定を SEC に求めている⁵²。そして役員報酬の開示に関しては、証券発行者の財務上のパ

⁵⁰ 適格住宅モーゲージとは、①借り手の金融リソースに関する文書・証書、②一定の基準（(a)月次の債務支払後の債務者の残余収入、(b)債務者の月次収入に対する住宅関連の支払い額の比率、(c)債務者の収入に対するすべての月次の分割払いの比率）、③変動金利のモーゲージにおける潜在的な支払いショックの緩和、④モーゲージ保証保険、⑤借り手のデフォルト・リスクを高める措置の禁止（バルーン・ペイメント、ネガティブ・アモチゼーション、事前償還手数料、インタレスト・オンリーその他）といった一定の条件を満たすモーゲージであり、今後、規制当局が具体的な規則を策定することとなっている。

⁵¹ オフバランス・ビークルの会計基準を規定していた FAS140 が改訂され、オフバランス化を可能とする適格特別目的事業体（QSPE）の概念が廃止された。その結果、住宅系政府機関のファニーメイ、フレディマックの2010年第1四半期の総資産は2009年末比でそれぞれ3.8倍、2.8倍に著増している。

⁵² ゴールデンパラシュートについても議決に拘束力のない株主投票の実施が求められる。

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に加えて、①全従業員（CEO 等を除く）の年間の報酬総額の中央値、②CEO 等の年間の報酬総額等の開示に関して、SEC が具体的な規則を策定することになっている。また、SEC は、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。さらに、適切な規制当局は金融機関について、①すべてのインセンティブ報酬のストラクチャーの開示を求め、②役員や従業員、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不適切な報酬プランを禁止するための規則の策定が求められている⁵³。

一方、コーポレート・ガバナンスの改善としては、報酬委員会の独立性の向上の観点から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に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。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。

XI 消費者保護、投資家保護

システミック・リスクに並ぶドッド＝フランク法の特徴が、金融分野における消費者保護の強化である。米国における金融分野の消費者保護への関心は、規制外のモーゲージ・ブローカー等が金融知識の乏しい消費者に対してサブプライム・ローン等の略奪的な貸付を行っていたと認識されていることが背景にある。また、公正な貸出と借り手保護を目的とする貸付真実法のエンフォースメントの権限が複数の当局に分かれていたため、十分に機能しないことが明らかになった。そこで、ドッド＝フランク法は金融分野の消費者保護の一元化を図るために、FRB の中に独立した「消費者金融保護局（Bureau of Consumer Financial Protection）」を設置している。

消費者金融保護局の目的としては、①消費者が金融取引に関して責任ある決定を行うためにタイムリーで理解しやすい情報を提供されること、②消費者が不公正で詐欺的で不正な行動・慣行および差別から保護されること、③不当な規制の負担を取り除くため、時代遅れで不必要で過剰な規制を定期的に識別・対処すること、④公正な競争を促すため、預金取扱機関かどうかにかかわらず、消費者金融に係る連邦法が一貫性をもって適用されること、⑤消費者金融の商品・サービスへのアクセスとイノベーションを促すためにそれらの市場が透明性をもって効果的に運営されることが挙げられている。その目的のために消費者金融保護局の機能として、①金融教育プログラムを運営し、②消費者の苦情を収集・調査し、それに対応し、③消費者および消費者金融の商品・サービス市場の適切な機能に対するリスクを認識するために情報を収集・調査・監視・公表し、④消費者金融に関する

⁵³ 対象金融機関には、①預金取扱機関、その持株会社、②証券会社、③信用組合、④投資顧問等が含まれるが、総資産 10 億ドル以下の小規模金融機関には適用されない。

連邦法の対象者を監督し、法令違反に対して適切な制裁を加えるといった役割が規定されている。

消費者金融の分野に関して上院法案の審議の中で注目を集めたのが、クレジット・カード等の仲介手数料を合理的で均整のとれた水準に規制するというダーバン修正の取り扱いであったが、ドッド=フランク法においてもこの規定は導入されている。FRB は法律の成立日から9ヵ月以内に、「合理的で均整の取れた」という定義を含め、詳細な規制を準備することが求められている。

一方、投資家保護に関しては現時点では結論が出ていないものも多い。例えば、証券会社のフィデューシャリー・デューティーとして、下院法案ではリテール顧客に対して証券の投資助言を提供する証券会社の行為規制としてフィデューシャリー・デューティーを含む投資顧問の行為規制と同等の規則の策定を SEC に求めていたが、ドッド=フランク法では SEC が法律成立後6ヵ月以内に、フィデューシャリー・デューティーを含む調査を実施することとされている。もっとも、ドッド=フランク法は、投資家保護の分野に関して SEC や GAO に様々な調査を求めており、調査の結果を受けた今後の議論の進展に留意する必要があるだろう。

XII その他の課題

ドッド=フランク法では、コンサーバターシップを適用されているものの再建がままならない住宅系政府機関のファニーメイ、フレディマックへの対応も規定されている。2社のコンサーバターシップを終了させるために、①段階的な解体・清算、②民営化、③1つの政府機関に機能集約、④より規模の小さい会社に縮小、⑤その他財務長官が適切と判断する方法という選択肢について、財務長官が2011年1月末までに調査・勧告を行うことが規定されている。

さらに、欧州の財政危機の問題に対する米国の対応として、債務の支払い能力のない外国政府に対する IMF の融資に歯止めをかけるべく、上院法案の可決の前にコーニン修正が可決され、ドッド=フランク法においてもその規定は採用された。IMF の融資対象となる国の公的債務が GDP を上回る場合、財務長官は、IMF の米国代表理事に IMF の融資案を検証することを指示することができ、IMF の融資が返済されないとの評価になった場合は、財務長官は IMF の融資案に反対するよう米国代表理事に指示することを可能にしている。

XIII 今後の展望

オバマ政権の重要な政策課題の1つであった金融制度改革は、2010年11月の中間選挙を前にドッド=フランク法の成立によって実現することとなった。ドッド=フランク法は、システミック・リスクの再発防止を目的として、米国の金融システムにおける多岐にわたる課題に対処し、新たな金融秩序をつくらうとするものであり、これからの米国の金融セ

クターに幅広い影響を与えることが予想される。例えば、システム上重要な金融会社については、通常の金融機関に比べて規制コストがより多く賦課されるため、その分だけ収益性においては負の影響が生じることが考えられる。そして、ボルカー・ルールは、金融危機の中で銀行持株会社化した投資銀行も含めて、米国の銀行持株会社のビジネスモデル、あるいはその組織のあり方の変更を迫っている。1999年のグラム・リーチ・ブライリー法が銀行、証券、保険にまたがる幅広いビジネスを銀行持株会社形態の下で許容するようになったのとは、まったく逆の動きである。それだけに、ドッド＝フランク法後は、しばらく次の時代の金融モデルを模索するような動きが生じるかもしれない。

もっとも、ドッド＝フランク法が成立したとはいえ、その法律の内容を具現化するための規則は、これから1、2年の間にある程度の時間をかけて策定されることになる。さらに、ボルカー・ルールが代表例であるが、規則の適用が早くても4年後になるなど、適用時期が数年先に設定されているものもある。したがって、現段階ではドッド＝フランク法が米国の金融セクターに与える具体的な影響ははっきりとはみえてこない。まずは、今後、カウンスルやFRBを始めとする規制当局によるドッド＝フランク法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報告に注目する必要があるだろう。