

修正された米国の金融制度改革

－金融安定改善法の公表－

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 2009年10月27日、米国の下院金融サービス委員会および財務省は、「金融安定改善法」の草案を公表した。ガイトナー財務長官は、本草案について、「大規模な民間金融機関の損失を納税者の負担とすることはできない」、「経済に壊滅的なダメージを与えるリスクをもたらさずに、個々の金融機関を大きさや重要性によらず、破綻させる制度を構築しなければならない」との発言を行っている。
2. 金融安定改善法は、第一に、システムック・リスクを監視する新たな規制当局として、金融サービス監督カウンスル（FSOC）を設置。FSOCが金融の安定性に脅威を与える金融会社および金融業務を特定し、それらを厳格なプルーデンス監督規制の下に置く。
3. 第二に、大規模かつ複雑な金融会社（ノンバンクを含む）については、納税者の負担をかけることなく、株主および無担保債権者の損失負担によって破綻処理を実施。破綻処理に要した費用については、まずは破綻金融会社の資産等から支払われるものの、その不足の度合いに応じて、100億ドル以上の資産を有する金融会社の中から負担を求める。
4. 第三に、システム上重要な金融市場ユーティリティ（支払・清算・決済機関）および金融機関の支払・清算・決済業務に対する厳格なプルーデンス監督規制を導入。
5. 第四に、証券化を目的として譲渡または売却されたローン等に係る信用リスクに対して、原則10%の定量保有を義務づけ。

I. 金融安定改善法草案の公表

2009年10月27日、米国の下院金融サービス委員会および財務省は、「金融安定改善法」（Financial Stability Improvement Act of 2009）の草案（discussion draft）を公表した¹。10月29日に開催された下院金融サービス委員会の公聴会においてガイトナー財務長官は、本草

案について、「大規模な民間金融機関の損失を納税者の負担とすることはできない」、「経済に壊滅的なダメージを与えるリスクをもたらさずに、個々の金融機関を大きさや重要性によらず、破綻させる制度を構築しなければならない」との発言を行っている²。

オバマ政権の提案として財務省は、13 の法律からなる金融規制改革法の草案を起草し、8月までに順次議会に提出した³。一方、今般の金融安定改善法は、金融規制改革法を含む金融制度改革に関する議会の審議・検討を踏まえて策定されたものである。その主な内容は以下のとおり。

- ❖ システミック・リスクを監視する新たな規制当局として、金融サービス監督カウンスル（FSOC）を設置。FSOC が金融の安定性に脅威を与える金融会社および金融業務を特定し、それらを厳格なプルーデンス監督規制の下に置く。
- ❖ 大規模かつ複雑な金融会社（ノンバンクを含む）については、納税者の負担をかけることなく、株主および無担保債権者の損失負担によって、金融システムの安定性が護られるよう連邦預金保険公社（FDIC）が秩序だった方法に則って破綻処理を実施。破綻処理に要した費用については、まずは破綻金融会社の資産等から支払われるものの、その不足の度合いに応じて、100億ドル以上の資産を有する金融会社の中から負担を求める。
- ❖ システム上重要な金融市場ユーティリティ（支払・清算・決済機関）および金融機関の支払・清算・決済業務に対する厳格なプルーデンス監督規制を導入。
- ❖ 証券化を目的として譲渡または売却されたローン等に係る信用リスクに対して、原則10%の定量保有を義務づけ。

金融安定改善法では、当初のオバマ政権の提案と比べるとシステム上重要な金融機関に対する監督規制のあり方が変更されている。オバマ政権の金融規制改革法に含まれる「銀行持株会社現代化法」（Bank Holding Company Modernization Act of 2009）では、一定要件を満たす、大規模でレバレッジが高く複雑な金融会社を連邦準備制度理事会（FRB）が「ティア1金融持株会社」（ティア1 FHC）として指定（designate）し、FRBのプルーデンス監督規制の下に一元化を図る方針であった。しかし、本草案では、各規制当局の長で構成されるFSOCが、そのような金融持株会社を特定（identify）することとなっており、それとともにティア1 FHCの概念がなくなっている。

この背景には、FRBの監督権限の強化に対する議会を中心とした反対があるとみられる。FRBが金融危機を予防できなかったとしてFRBの監督能力を問題視する声があり、そのため、システミック・リスク・レギュレーターとしてFRBにシステム上重要な金融機関の監督を一元化することに対する批判があった。また、中央銀行の独立性の観点から、FRB

¹ http://www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/title_i_discussion_draft_final.pdf を参照。

² http://www.house.gov/apps/list/hearing/financialsvcs_dem/geithner_-_treasury.pdf を参照。

³ 小立敬「米国オバマ政権が示した金融規制改革法案」『資本市場クォーターリー』2009年秋号（ウェブサイト版）を参照。

がシステミック・リスク・レギュレーターとして担う責務が重くなれば、金融政策の独立性に影響が生じ得るといった批判が行われていた。

こうした議論を踏まえて、下院金融サービス委員会のバーニー・フランク委員長（民主党）の主導で策定された金融安定改善法では、システム上重要な金融機関を選定する権限をFRBからFSOCに替えたとみられる。ただし、本草案においてもシステム上重要な金融機関に対する個別の監督はFRBが担うこととなっている。システム上重要な金融機関の指定をFRBが行わないという点を除くと、個別金融機関の監督におけるFRBの役割は、従来の案に比べて実質的には変わっておらず、他の規制当局をバックアップする権限がFRBに与えられており、逆に強化された面もある。FRBがすでに米国のすべての大手商業銀行・投資銀行を連結ベースで監督しているという現状を考えれば、FRBがもつ現在の権限や役割に手を加えることは難しいのかもしれない。

また、預金保険制度の枠外に置かれるシステム上重要なノンバンクに対する秩序立った破綻処理のあり方については、本草案では「大規模かつ相互関係性を有する金融会社に係る破綻処理権限法」(Resolution Authority for Large, Interconnected Financial Companies Act of 2009、以下、「破綻処理権限法」として提案されている。破綻処理権限法は、破綻した金融会社を救済・支援する選択肢を排除しており、破綻処理に要する費用の負担の方法について100億ドル以上の資産をもつ金融会社の中から負担を求めることが特徴である。

さらに、証券化商品に関する定量保有義務に関しては、財務省が起草した当初の「投資家保護法」(Investor Protection Act of 2009)では5%の定量保有が求められていたのに対して、本草案では、原則として10%の定量保有義務に引き上げられている。

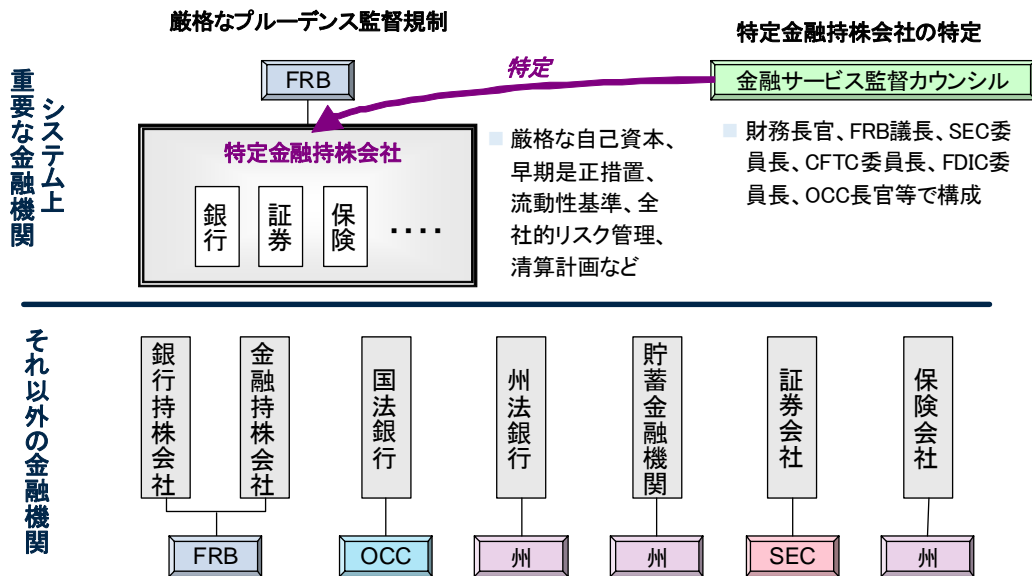
以上のように、オバマ政権の提案として財務省が策定した金融規制改革法と比べると、金融安定改善法ではいくつか重要な方針の変更が行われている。今後は、本草案を基にして下院を中心に議論が行われるとみられる。そこで、本草案について以下で概説する。

II. システム上重要な金融機関および業務に関する監督規制

新たな規制当局として設置されるFSOCは、金融規制改革法で規定されていたものとはほとんど変わらない。すなわち、FSOCは財務長官を議長として、FRB議長、通貨監督庁(OCC)長官、証券取引委員会(SEC)委員長、商品先物取引委員会(CFTC)委員長、FDIC総裁、連邦住宅金融庁(FHFA)長官などで構成される。FSOCの役割の一つとして、金融サービス市場を監視し、米国の金融システムの安定性にとって潜在的な脅威を識別することが規定されている。また、FSOCは、FSOCを構成する各規制当局から情報を受領する権限を有するとともに、個々の金融機関からも直接的に報告を受領することができる権限を有している。さらに、連邦規制当局が定めるプルーデンス規制に対して勧告を行う権限をもっている。FSOCはいわゆるシステミック・リスク・レギュレーターとしての位置づけとなる。

そして、本草案はシステム上重要な金融機関を「特定」する権限をFSOCに与えている。FSOCは金融の安定化を促進し、システミック・リスクを緩和することを目的として、厳

図表 金融安定改善法における監督体制



(出所) 野村資本市場研究所

格な (heightened) プルーデンス規制を課すべき金融会社 (ノンバンクを含む)⁴を特定する。すなわち、金融会社の重大な財務の悪化が金融の安定性または経済にとって脅威となる場合、または、金融会社の業務の性質、範囲、業務の複雑さ (mix) が金融の安定性または経済にとっての脅威となる場合、当該金融会社は FSOC によって特定された金融持株会社 (Identified Financial Holding Company、以下、「特定金融持株会社」) となる⁵ (図表参照)。

特定金融持株会社を特定する具体的な基準として、①金融資産の規模および質、②負債の規模および質 (短期資金調達への依存度を含む)、③オフバランスのエクスポージャーの範囲および質、④他の金融会社との取引および関係性の範囲および質、⑤家計・事業・地方政府に対する信用供与源、金融システムへの流動性供与源としての重要性、⑥業務の質、範囲、業務の複雑さ、⑦その他 FSOC が適切とする要素が挙げられている。ティア 1 FHC の基準と比べるとその条件はほとんど変わっていない。ただし、以前は外国金融会社をティア 1 FHC に指定する基準が明確になっていたが、本草案では外国金融会社を特定する基準は国内金融会社と無差別になっている。

FSOC が特定金融持株会社として金融会社を特定すると、FRB を通じて当該金融会社に直接伝えられる。しかし、特定金融持株会社のリストは公表されない。ティア 1 FHC に関

⁴ 外国銀行の支店・代理店、外国会社の子会社等を含む。

⁵ 銀行持株会社ではない金融会社については、FSOC が特定する時点で本質的に金融または付随業務のみを行っている場合には、金融持株会社となる銀行持株会社としての取扱いを受ける。一方、FSOC の特定の時点で、本質的に金融または付随業務以外の業務を行っている場合は、本質的に金融である業務または付随業務を行うための中間持株会社の設立が求められる。

するこれまでの議会等での議論では、システム上重要な金融機関として個別銘柄を公表すれば、結果として、**too big to fail**（大きすぎて破綻させられない）あるいは**too interconnected to fail**（複雑すぎて破綻させられない）であると一般に認識され、かえってモラル・ハザードを生じるという点が批判された。特定金融持株会社のリストを公表しないという方針は、そのような議論を踏まえた対応であろう。

金融会社が特定金融持株会社として特定されると、（FSOCではなく）FRBによって通常の金融持株会社よりも厳格なプルーデンス基準が適用される。つまり、金融持株会社に対する監督権限をもっているFRBが、特定金融持株会社に対する個別の監督権限をもつことになる。特定金融持株会社の具体的なプルーデンス基準として、①リスク・ベースの自己資本規制、②レバレッジ規制、③流動性規制、④集中リスク規制⁶、⑤早期是正措置⁷、⑥整理計画（resolution plan）の策定⁸、⑦全体的なリスク管理が挙げられている。

また、特定金融持株会社は、常に資本が充実し（well-capitalized）、経営管理が十分である（well-managed）ことが求められる。また、システムリスクを軽減することを目的として、FRBが特定金融持株会社に対して、資産やオフバランス項目の売却または譲渡、金融業務の手仕舞いを求める権限をもっている。つまり、規制当局が必要に応じて特定金融持株会社の規模や業務の範囲に制限を加えることができる仕組みとなっている。

さらに、特定金融持株会社に限らず、金融機関が行う業務に新たな制限が加わる。具体的には、特定の金融業務・慣行によって、金融機関や市場に拡大し金融システムの安定性に脅威となるような重大な流動性リスク、信用リスク、その他のリスクが発生し、または増大したとFSOC（またはFRB）が認識した場合、FRBはそのような業務・慣行に対して厳格なプルーデンス規制およびセーフガードを課すことについて、適切な規制当局に対して勧告を行う。具体的には、金融システムの安定性に脅威となる金融業務は、金融の安定性の最大化や長期的な金融・経済の成長に係るコストを考慮して特定される（以下、「特定金融業務」）。そして特定金融業務に対しては、その業務の範囲の制限、特定の資本賦課またはリスク管理規制の適用、業務の禁止等が行われる。なお、特定金融業務の対象については特定金融持株会社とは異なり、FRBのウェブサイト上で公表され、官報（Federal Register）に登録される。

⁶ 特定金融持株会社は、他の会社に対する信用エクスポージャーの制限として自己資本および内部留保の25%以下にすることが求められる。

⁷ 早期是正措置（PCA）は、レバレッジおよび自己資本比率（FRBが指標を追加することが可能）によって4区分に分け、必要に応じて、資産拡大や業務の制限、自己資本回復計画の策定、資本増強の要請、破産の申請等の処置を行う仕組み。

⁸ 整理計画は、重大な金融のストレス時における早急かつ秩序立った整理を行うための計画である。特定金融持株会社が他の特定金融持株会社に有する信用エクスポージャーの質および程度、特定金融持株会社が他の特定金融持株会社から受ける信用エクスポージャーの質および程度を踏まえて計画の策定が求められる（小立敬「検討が進むシステム上重要な金融機関の破綻処理計画—英国におけるリビング・ウィルの検討を中心に—」『資本市場クォーターリー』2010年冬号を参照）。

Ⅲ. システム上重要な金融機関に対する破綻処理

リーマン・ブラザーズによるチャプター11の適用の影響によって大きな混乱が生じたため、システム上重要な金融機関の中でも、預金保険の対象外であるノンバンクや銀行持株会社（銀行子会社を除く）を対象とする秩序立った破綻処理の枠組みを整備することの重要性が認識された。その背景には、チャプター11等の破産法は債権者利益の最大化を図る一方、金融システムや経済に与える波及効果に配慮していないという問題がある。財務省が起草した金融規制改革法には、そのような観点を考慮した、破綻処理権限法が策定されていた。

今般の金融安定改善法においても同名の法律が策定されている。その適用対象は、特定金融持株会社およびその子会社（子会社の対象として預金取扱機関、ブローカー・ディーラー、保険会社を除く）となっており、財務省の提案と比べると、銀行持株会社が対象から外れ、対象が特定金融持株会社に限定されている。ただし、特定金融持株会社には大規模な銀行持株会社も含まれるため、システム上重要なノンバンクおよび銀行持株会社が対象となるという点では、議論の方向性に大きな変更はない。

新たな破綻処理権限法は、財務省の提案と同様、破綻処理の決定権限を財務長官に与えている。FRBおよび適切な規制当局の勧告に基づき、①特定金融持株会社が破綻または破綻の危機にあること、②当該会社の破綻、その他の法律に基づく清算によって米国の金融の安定性または経済に深刻な負の影響が生じること、③破綻処理権限法に規定する措置が不可欠であるかまたはその影響を緩和することについて、財務長官が大統領との協議の上で認定する。そして財務長官は、FDICをレシーバーまたはそれよりも権限が強い適格レシーバー (qualified receiver)⁹に選定し、FDICに破綻処理を担わせる。FDICは原則としてレシーバーとなり、適格レシーバーとして選定されるのは、金融システムに対する深刻な影響を回避または緩和するために必要であると財務長官、FRB、FDICが認める場合に限られている。

一方、レシーバーとして選定されたFDICは、破綻もしくは破綻の危機にある対象金融会社の資産を承継し、株主、取締役、執行役の権限のすべてを得て業務を運営する。FDICは対象金融会社および子会社に対して、融資や債務の買取り、資産買取り、債務保証の提供、株式持分または証券の取得、抵当権の設定、取得した資産・負債・義務・株式持分・証券の売却・譲渡等を行うことができる。また、FDICは破綻金融会社の承継会社としてブリッジ金融会社 (bridge financial company)を設置することができる。こうした権限は、基本的には預金取扱機関の破綻に際して、FDICが有する連邦預金保険法 (FDIA)上の権限をノンバンクの破綻処理にも適用するものとして理解される。

こうした全体的な破綻処理の枠組みに関する方針については、財務省の当初の提案と概

⁹ 適格レシーバーは、対象金融会社を健全でソルベントな状況にするために必要な場合、かつ対象金融会社の業務を継続しその資産等を保存するために適切な場合、対象金融会社の資産に関して法的強制力があり完全な先取特権に係るあらゆる措置をとることができる。

ね共通している。しかし、以前の方針と比べると大きな違いがある。まず、当初案では財務長官が FDIC 等をレシーバーの他に対象金融会社のコンサベーターに選定することが可能であった¹⁰。これに対して、新たな破綻処理権限法では、FDIC をレシーバー（または適格レシーバー）に選定することとなっており、FDIC がコンサベーターとなることはない。レシーバー・シップは破綻会社を清算または売却することを目的としている一方、コンサベーター・シップは、危機に陥った会社のソルベンシーを回復し、業務を継続するために必要かつ適切な措置を講じるためのいわば再生型の処理である。つまり、新たな破綻処理権限法は、レシーバー・シップによって対象金融会社をアンワインドし、売却または清算を図るものであって、コンサベーター・シップを利用して救済・支援することを想定していない。

破綻金融会社は FDIC によるレシーバー・シップの下で管理されることとなっており、資本増強等の金融支援だけを受けるといった選択肢も排除されている。これに関連してガイトナー長官は、「提案された破綻処理権限は、破綻会社に対して政府にオープンバンク・アシスタンス¹¹の権限を与えるものではない」とし、「破綻処理権限は、破綻会社を存続させるものではなく、秩序立った解体（demise）を促進するものであって、市場規律を強化し、モラル・ハザードのリスクを引き下げる」と述べている¹²。

また、破綻処理に要する費用の負担について、納税者の負担を回避しようとする姿勢が明確である。具体的には、①株主以外のすべての権利者に対する支払いが終わるまで破綻金融会社の株主には清算配当が支払われないこと、②無担保債権者（unsecured creditor）に損失を負担させることが規定されている。さらに、FDIC による破綻金融会社の破綻処理のための基金として、システムック・リゾリューション・ファンドが財務省に置かれる。そして、破綻処理の結果として生じる費用負担の方法として、①破綻金融会社の資産の売却または収入、証券の譲渡等を通じて得た資金から充当し、それでも不足する場合には、総資産が 100 億ドルを超える金融機関の中から金額や方法についてリスク・ベースの評価を行って損失負担を求めることが規定されている。つまり、システムック・リゾリューション・ファンドは大手金融会社による事後負担の枠組みとなる。

なお、破綻処理権限法の外で規定されているものとして、本草案では緊急時における FDIC の権限の拡大が手当てされている。今般の金融危機では、FRB が連邦準備法 13 条(3)項に規定する特別融資を利用して破綻したノンバンクであるベアースターンズや AIG に対して異例の信用供与を行った¹³。しかし、FRB による流動性供給はソルベントな金融機関に限るべきであるという考え方から、FRB による法 13 条(3)項の特別融資の際に、財務

¹⁰ また、当初の提案では、ブローカー・ディーラーを主体とする金融持株会社の破綻処理を担う当局として SEC が選定される場合が想定されていた。

¹¹ 破綻の危機にある金融機関に対して出資、融資、保証等により支援を行う破綻処理の枠組みのことを指す。

¹² 前掲注 2 参照。

¹³ 連邦準備法 13 条(3)項は、緊急かつ非常時において、FRB の単独の判断（5 名以上の理事による承認）により、連邦準備銀行が個人、法人、パートナーシップ（組合）に対して証券を担保に与信を提供することができる特別融資を規定している。

長官の事前承認を必要とする仕組みに変更し、同時に、ソルベントな（本質的に金融である業務が主たる業務となっている）ノンバンクに対して、FDIC が流動性および保証の提供を行える枠組みを整えている¹⁴。

IV. システム上重要な支払・清算・決済機関および業務に関する監督規制

マルチラテラルなシステムの金融市場ユーティリティ（支払・清算・決済機関）は、参加者および金融システムのリスクを削減する一方で、それらは大きなリスクを集中させる。また、金融機関が行う支払・清算・決済業務も参加者や金融システムにとって重大なリスクになっている。こうした点を踏まえてオバマ政権の金融規制改革法では、「支払・清算・決済監督法」（Payment, Clearing, and Settlement Supervision Act of 2009、以下、「決済監督法」）が規定されていた。金融安定改善法でも同名の法律が含まれている。

新たな決済監督法は、①金融市場ユーティリティまたは金融機関の支払・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に対するカウンターパーティ・エクスポージャーの総額、③金融市場ユーティリティまたは支払・清算・決済業務における他の金融市場ユーティリティまたは支払・清算・決済業務との関係性や独立性、相互関連性、④金融市場ユーティリティまたは支払・清算・決済業務の破綻に伴う市場、金融機関、金融システムへの影響などを基準として、FSOC がそれらの基準に該当する金融市場ユーティリティ（以下、「特定金融市場ユーティリティ」）や支払・清算・決済業務（以下、「特定支払・清算・決済業務」）を特定する。

そして、特定金融市場ユーティリティおよび特定支払・清算・決済業務に関しては、FRB による規制が課せられる。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・決済を適時完了するための能力、⑤特定金融市場ユーティリティのための資本・財務に関する規制などが挙げられている。特定金融市場ユーティリティや特定支払・清算・決済業務を行う金融機関は、FRB によって課せられるこれらの要求に応じていかなければならない。

V. 証券化商品に係る定量保有義務

当初の金融規制改革法（投資家保護法）では、証券化商品の定量保有義務として 5% が規定されていた。これは、投資家にリスクを完全に移転してしまうオリジネート・トゥ・ディストリビュート（OTD）の証券化モデルにおいては、オリジネーターやアレンジャーと投資家との利益が一致しないという認識から、オリジネーター等に証券化商品の一定割合を保有させ、投資家とのインセンティブの調和を図ることを狙いとするものである。

本草案では、「信用リスク保有法」（Credit Risk Retention Act of 2009）として、ローンの

¹⁴ ただし、出資等の持分の提供は禁止される。

貸し手に対して、譲渡や売却等を行ったローン（資産担保証券（ABS）の発行を裏付けるローン・プールにおけるローンを含む）の信用リスクに対して重要な割合の経済利益の保有を求め、ローンの譲渡や移管等を行う証券化業者（securitizer）に対して、ABSの発行に用いられた裏付け資産に係る重要な割合の経済利益を保有することを求めている。これにより、証券化商品のオリジネーターやスポンサー、アレンジャーには、定量保有義務が課せられることになる。

そして、定量保有義務の水準として信用リスク保有法は、ローンの貸し手や証券化業者に、原則、譲渡・売却等を行ったローンの信用リスクに係る10%の保有を求めており、その水準は、当初提案の5%よりも引き上げられている。ただし、貸し手による信用引受基準、証券化業者によるデューデリジェンスが当局が求める基準に適合している場合には、規制当局はその水準を5%以上10%未満の範囲で引き下げることができる。一方、それらが不十分であると判断されれば、逆に10%以上の定量保有が求められる。つまり、貸し手や証券化業者に対して、引受基準やデューデリジェンスの改善を図るインセンティブが与えられている。

また、当初の投資家保護法にも含まれていた提案として、信用リスク保有法では、ABS市場における表明・保証制度（representations and warranties）が規定されている。この制度は、米国証券化フォーラム（ASF）が目下取り組んでいる市場慣行の改革プログラムに含まれているものであり、制度の導入によってABSの品質に瑕疵があればオリジネーターは投資家から買戻し等を行わなければならない。信用リスク保有法では、表明・保証制度に関する規定として、投資家が引受けにおけるオリジネーターの明確な欠陥を認識できるようオリジネーターごとに買戻しの要求に応じているかどうかに関する開示を求め、格付機関には、格付レポートの中で表明・保証の仕組み、投資家にとってのエンフォースメント等に関する説明の記述を求めている。