

## ドッド・フランク法のインパクト分析 —2011年 SIFMA 規制改革サミットの報告—

神山 哲也

### ■ 要 約 ■

1. 2011年7月13日、米国証券金融市場協会（SIFMA）主催で、ドッド・フランク法のインパクトに関するセミナーが開催された。ドッド・フランク法成立から1年が経とうとする中で開催された本セミナーでは、法の意図せざる悪影響への懸念、当局間・国家間の協調の重要性規則策定プロセスに対する不満が数多く聞かれた。
2. 資本規制については、銀行の健全性と経済への影響とのバランスが重要との見解が多勢であった。一方で、現実には資本規制の強化は銀行のリスク低下に繋がらない、資本規制の強化はクレジット・コストの上昇をもたらす、といった批判も多かった。
3. 個人投資家への影響については、ブローカー・ディーラーに対する受託者責任の適用が焦点となった。リテール投資家の選択肢を狭める、小規模投資家に対するサービス水準が低下する、顧客第一主義は既にベスト・プラクティスとして実践されている、などの批判があげられた。
4. 消費者への影響については、証券化規制の強化により借り手にとってのコスト増が生じる、消費者金融保護局（CFPB）により政府の過干渉が生じる、などの批判があげられた。それに対し当局サイドからは、証券化規制のリスク・リテンションは証券化市場の回復に不可欠、CFPB が融資基準の引き下げに寄与することはない、との反論がなされた。
5. OTC デリバティブについては、米国に競争上不利にならないよう国際的な規制の調和を求める声が多数あげられた。また、CCP がシステムック・リスクを引き起こす可能性や、機関投資家の個別ニーズに応じたヘッジ取引が困難になるといった懸念も聞かれた。

## I. 総論：意図せざる悪影響への懸念と当局間・国家間の協調の重要性

米国証券業金融市場協会（SIFMA）は2011年7月13日、ドッド・フランク法のインパクトに関するセミナーをニューヨークで開催した。本セミナーは、昨年のドッド・フランク法成立の6日前に開催されたセミナーの第二段という位置づけであり<sup>1</sup>、アカデミックな観点よりも、当局関係者や金融業界関係者による実務的な観点を重視したものと言える。

ドッド・フランク法の成立から1年が経とうとし、規制当局による規則策定が2011年下期に佳境に入る中で開催された本セミナーにおいて（図表）、多くのスピーカーから聞かれたのは、第一に、法が意図しない悪影響が生じる恐れがある、というものである。例えば、資本規制の強化については、銀行の健全性強化、TBTF（大きすぎてつぶせない）やモラルハザードの問題解消のためにはやむを得ないとする声もあった一方で、銀行による自己資本積み増しの負担により、借り手にとってのクレジット・コストが増加する、との見方が複数挙げられた。また、個人投資家や消費者保護については、その目的自体は否定しようがないものの、業者の負担を高めることにより、かえって個人投資家や消費者が望む商品・サービスを提供できなくなる、といった主張も多数挙げられた。

第二に、協調（Coordination）の重要性である。ここで言う協調は、一つには国内当局間の協調であり、例えばOTCデリバティブの規則策定における証券取引委員会（SEC）と商品先物取引委員会（CFTC）との協調である。もう一つは、米国の規制当局と諸外国の規制当局との協調であり、これが実現されないと、場合によっては米国の金融機関が競争上不利な立場に置かれかねないとの意見が多数挙げられた。例えば、連邦準備制度理事会（FRB）など銀行規制当局の規則案では、米銀の海外支店に対してOTCデリバティブ取引のマージン規制に係ることとされているため、注文が海外の金融機関に流れてしまうとの懸念が示された。

第三に、規則策定のプロセスに対するフラストレーションとも取れるコメントも多く聞かれた。ドッド・フランク法により延べ400本、当局間の重複分を排除すると243本ほどの規則策定が必要とされているが（図表）、2011年7月を期限としていたSECとCFTCによるOTCデリバティブ関連規則の多くが延期とされており、また、ボルカー・ルールにおける自己勘定取引の定義も定まらないなど、不透明な部分が依然として多いため対応のしようがない、との不満が多数あった。もっとも、だからといって拙速な対応が望まれているわけではなく、SIFMAのティモシー・ライアンCEOやメアリー・ミラー財務次官補が講演で述べたように、規制当局が時間をかけているのは正しい規則策定をしようという意思の表れであり、それ自体批判するべきではないとの見方もなされているようである。

また、従来のドッド・フランク法を巡る議論では、金融機関の運営や金融・資本市場への影響に焦点を当てるものが多かったが、本セミナーでは個人投資家や消費者への影響について各々セッションを設けられていたのが特徴的である。以下では、セミナーの内容を、

<sup>1</sup> 昨年のセミナーの概要については、関雄太・ロザノ容子「ドッド＝フランク法に対する米国証券業界の反応ーSIFMA 規制改革サミットの内容報告ー」『野村資本市場クォーターリー』2010年秋号ウェブサイト掲載版参照。

図表 ドッド・フランク法に基づく規則策定予定

	10年	11年1Q	11年2Q	11年3Q	11年4Q	12年1Q	12年3Q	13年	期限なし	年間	合計
消費者金融保護局 (CFPB)				1			2	5	25	1	34
商品先物取引委員会 (CFTC)	1	2	2	42	7	1	1		8		64
農務省 (DAG)								1			1
退役軍人省 (DVA)								1			1
農業信用庁 (FCA)				4							4
連邦準備制度理事会 (FRB)	1	1	5	7	9	13	3	10	17		66
連邦預金保険機構 (FDIC)			3	5	7	5	2	3	21		46
連邦金融機関検査協議会 (FFIEC)								1			1
連邦住宅金融庁 (FHFA)			2	3		1	1	3	2		12
金融安定監督評議会 (FSOC)						1	1		1		3
連邦取引委員会 (FTC)				1					2		3
住宅都市開発省 (HUD)			1					10			11
地方債規則制定委員会 (MRSB)									1		1
全国信用組合協会 (NCUA)			1	4				3	5		13
通貨監督局 (OCC)			3	5	7	3	2	3	6		29
金融調査局 (OFR)									1		1
貯蓄金融機関監督局 (OTS)			1								1
公開会社会計監視委員会 (PCAOB)									1		1
地方住宅局 (RHS)								1			1
証券取引委員会 (SEC)	2	5	9	50	7	1	3		20	1	98
財務省	1						1	2	4		8
コロンビア特別区裁判所		1									1
合計	5	9	27	122	37	25	16	43	114	2	400

(注) 複数当局に跨る規則策定の重複は考慮せず (重複を考慮すれば合計は 243)。

(出所) Davis Polk & Wardells より野村資本市場研究所作成

①資本規制、②個人投資家への影響、③消費者への影響、④OTC デリバティブ、⑤その他、に分け、各々における議論の内容や注目発言を紹介することとする。

## II. 資本規制

規制強化全体に対する批判的なコメントが目立つ中で、資本規制の強化についてはやむを得ないが、銀行の健全性と実体経済への影響とのバランスを保つことが重要であり、悪影響の出ない水準でバランスをとるべきとの見解が多勢であった。また、資本規制についてはバーゼルⅢが並行して進む中で、米国の資本規制もそれと平仄を合わせたものになると見られるため、グローバルな金融規制強化への言及も多かった。

### ▶ ティモシー・ライアン氏 (SIFMA、CEO)

- ・ いわゆる G-SIBs (グローバルなシステム上重要な銀行) については不明確な点が多い。誰が指定されるか、そもそも誰が判断するか、G-SIBs のない国の発言権はどうか、どのようにして G-SIBs になりそうだとわかるか、G-SIBs になることの影響、どうすれば回避できるか、指定された場合に反論の権利 (Right of Appeal) は認められるか、など。

### ▶ トーマス・ギボンズ (BNY メロン、副会長)

- ・ アカデミズムでは、資本を増やすとリスクは減るとするのが正解なのだろうが、現実に

はそのようなことはない。資本規制の強化で株価が下落する、ということは生じるが。

- ▶ スティーブン・ストロンギン氏（ゴールドマン・サックス、リサーチ・グローバル・ヘッド）
  - ・ 資本規制強化により、銀行クレジットのコストと市場調達のコストとの関係が変わる。銀行クレジットのコストは 150bp 上昇し、市場調達と比べて不利になる。既に経済成長や雇用にも影響が出ている。
  - ・ リスクウェイトの透明性確保が重要であり、これがないと結局銀行資産に何が含まれているのか把握できない。これはまだほとんど議論されていない。
  
- ▶ ドナ・ミルロッド氏（ドイツ銀行、デピュティ CEO）
  - ・ G-SIFI（グローバルなシステム上重要な金融機関）の規制は不自然な影響をもたらす。成長するインセンティブを阻害し、特定のビジネス・ラインが影響を受ける。その顧客がどうなるかという観点が抜けている。
  - ・ クレジット・コストも上昇する。我々の試算では、資本賦課が 1% 上昇するごとにクレジット・コストは 30~40bp 上昇する。
  
- ▶ ウィルソン・アービン氏（クレディ・スイス、CEO シニア・アドバイザー）
  - ・ クレジット・コストも上昇する。我々の試算では、資本賦課が 1% 上昇するごとにクレジット・コストは 30~40bp 上昇する。

### III. 個人投資家への影響

ドッド・フランク法第 913 条で SEC は、個人投資家に証券に関する個人的な投資助言（personalized investment advice）を提供するブローカー・ディーラーに対して、1940 年投資顧問法と同水準の行為基準を求める規則を策定することができるとされている（但し、投資顧問業者と異なり、助言提供時に適用されるものであり、継続的に適用されるものではない）。これは、SEC がブローカー・ディーラーに対して受託者責任を課すことを認める規定と認識されている。

本セミナーでは、ドッド・フランク法の個人投資家への影響を巡る議論において、この規定が焦点となった。スピーカーの誰もが、ブローカー・ディーラーが顧客たる個人投資家の利益を第一に考えるべきという趣旨については賛同の意を表したものの、SIFMA の司会者の言にもあったように、個人投資家を保護することと、個人投資家に対して提供される商品・サービスの選択肢を維持することとのバランスを考慮すべきであり、ブローカー・ディーラーに受託者責任を課してしまうと個人投資家の選択肢が狭められてしまうとする意見が多勢であった。

- ▶ ジョン・タフト氏 (RBC ウェルス・マネジメント US、CEO)
  - ・ 1940 年投資顧問法の受託者責任は顧客資産の一任運用を前提としたものであり、顧客に個人的な投資助言を提供する場合を前提としていない。ドッド・フランク法で継続的な責務とされていないことから、議会もブローカー・ディーラーは投資顧問とは別物だと理解していた。
  - ・ ブローカー・ディーラーに受託者責任を課すことの影響が不明確であるため、ブローカー・ディーラーとしては 1940 年投資顧問業法に基づく受託者責任に依拠することがセーフ・ハーバーとなる。結果、顧客資産をフィー・ベースの口座に移すことになり、そのための十分な資産を保有しない小規模の個人投資家が不利になる。
  - ・ 個人投資家に「今日から私はあなたに対して受託者責任を負います」と言ったところで「今までは違ったのか？」という反応しか返ってこないだろう。業界は既に顧客第一主義をベスト・プラクティスとして実践しており、拘束力のある変更を行うのは望ましくない。
  - ・ ドッド・フランク法では、SEC は規則を策定することが「できる」とされているが、SEC が規則を策定しない可能性は 1%に過ぎない。2011 年の第 4 四半期に最終規則を発表すると見られる。
  
- ▶ チャールズ・ジョンストン氏 (モルガン・スタンレー・スミス・バーニー、副会長)
  - ・ 例えば、自社が運用する商品の提供などが難しくなる。顧客に対して「利益相反があるかもしれませんが…」などと言うのは現場の感覚からすると非現実的。
  - ・ 我々のビジネスには元々利益相反がある。利益相反は、なくそうとすると顧客の選択肢を制限せざるを得ないため、むしろ管理 (manage) するべきものと言える。むしろ問題は、開示書類が増えれば増えるほど個人投資家はそれを読まないという現実はどう対処するかだ。
  - ・ オペレーション変更に伴う業者のコストも考慮すべき。どのような新たな顧客同意が必要となるか、どのような新たな開示が必要となるか。少なくとも、投資顧問とブローカー・ディーラーの業務は明らかに違う。
  
- ▶ キャスリーン・マーフィー氏 (フィデリティ、個人投資部門プレジデント)
  - ・ 受託者責任の必要性は、投資家のソフィスティケーションの度合いによる。アドバイザーのサポートなど要らないという個人投資家も多い。規制がどのような投資家をターゲットにしているのか、慎重に考えるべき。
  - ・ 98%の個人投資家が 2.5 万ドル以下しか証券口座で資産を保有しない中で、受託者責任の導入でフィー・ベース口座への移行が促されたら、彼らの面倒を誰が見るのか。

## IV. 消費者への影響

ドッド・フランク法は、証券化規制の強化に伴う住宅ローン市場の変容、消費者金融保護庁（CFPB）の創設など、消費者へも様々な影響を及ぼす可能性が指摘されている。本セミナーでは、証券化規制については、証券化を行うセキュリタイザーが証券化商品の 5% を保有するリスク・リテンション・ルールおよび、その適用が免除される適格住宅モーゲージ（QRM）の基準設定が焦点となった<sup>2</sup>。GSE については、財務省・住宅都市開発省の報告書にあるように<sup>3</sup>、証券化市場における GSE の縮小と民間資本からなる証券化市場の重要性はスピーカーの共通認識であったが、具体的な道筋が示されるには至らなかった。また、CFPB については、7月21日の業務開始を控え、消費者保護と政府の過干渉とのバランスが焦点となった。

- ▶ マーク・ザンディ氏（ムーディーズ、チーフ・エコノミスト）
  - ・ リスク・リテンションは証券化市場の健全化・回復という目的を達成することはできない。むしろ、住宅ローンの借り手のコスト増を招き、非 QRM ローンでは 75~100bp の上昇が生じる。より効率的な方法としては、業界団体主導で進められている表明・保証（Representation and Warranty）を強化することが考えられる。
  
- ▶ エドワード・ピント氏（AEI、レジデント・フェロー）
  - ・ CFPB の目的に、消費者によるクレジットへのアクセスを容易にすることがあるが、これは政府補助と同義だ。また、消費者が誤りを犯しても責任を回避できるようになってしまう。
  - ・ CFPB のようなものは過去にも設立されているが、うまくいかないことは歴史が証明している。ごみ箱行きの商品説明書が大量に発行されるようになるにすぎない。
  
- ▶ マイケル・バー氏（ミシガン大学教授、財務次官補としてドッド・フランク法策定に関与）
  - ・ 表明・保証だけでは十分ではなく、GSE 改革、リスク・リテンション、更には透明性の向上や格付規制の強化、デュー・デリジェンスの強化が揃えば、証券化市場は回復するだろう。
  - ・ GSE 改革法案は 2012 年の大統領選挙後まで出てこないだろう。その間、規則レベルで徐々に GSE の役割を低下させていくものと思われる。
  - ・ CFPB が融資基準の引き下げに寄与するというのは誤解。法律上は業者側の柔軟性も担

<sup>2</sup> FRB や SEC など 6 当局が発表した規則案について、QRM の基準として頭金 20% を求めるなどの規定が厳格すぎるとして反対意見が多数寄せられ、コメント期限が 2011 年 6 月 10 日から 8 月 1 日に延期された経緯がある。

<sup>3</sup> 2011 年 2 月 11 日に議会に対して提出された報告書。詳細については、関雄太「ファニーメイ・フレディマックの段階的縮小を表明したオバマ政権の住宅金融改革報告書」『野村資本市場クォーターリー』2011 年春号参照。

保されており、実務に根差すこと、業者のセーフ・ハーバーを確保することなどが規定されている。

## V. OTC デリバティブ

ドッド・フランク法では、OTC デリバティブの標準化、市場・CCP を通した取引を促進している。足元では、SEC と CFTC による規則策定に遅れが出ており<sup>4</sup>、また、デリバティブ取引が一国内に留まらなくなっている中で国際的な規制の調和が最も求められる分野の一つとなっていることから、スピーカーからは規制の不透明性に対する不安と国際的な規制の調和を求める声が共通して聞かれた。また、IT 投資の負担も各社に共通する課題のようである。

- ▶ ドン・トンプソン氏 (JP モルガン・チェース、マネージング・ディレクター)
  - ・ SEC と CFTC が異なるスケジュールで規則策定を進めていく中で、両者の規則の調和が求められる。また、欧州でもデリバティブの規則策定がスケジュール通り進んでおらず、米国にとって競争上不利な事態になりかねない。実際、マージン規制は米国にとって不利なものになっている。欧州は競争上有利になるために、敢えて遅らせているようにも思える。
  - ・ CCP がシステミック・リスクを引き起こす可能性もある。
  
- ▶ トーマス・レビー氏 (モルガン・スタンレー、OTC 清算マーケティング・ヘッド)
  - ・ CCP が担保資産として何を受け入れるかは重大な課題であり、ルールの明確化が求められる。
  - ・ セルサイドのキャパシティ、特にレポ・デスクのキャパシティが足りるかも課題。顧客の選別も必要になる可能性がある。
  - ・ 現在の主要清算機関 3 社に加え、10~15 社が準備段階にある。最終的には米国・欧州で各々 10 社ずつ、という形態になると思われる。セルサイドとしては、選択肢が広がる。
  - ・ 当社では、デリバティブ規制対応のプロジェクト参加者が実務担当者の人数よりも多い。
  
- ▶ ドナ・ミルロッド氏 (ドイツ銀行、デピュティ CEO)
  - ・ デリバティブは、何が清算対象で何が清算対象でないかを判断する世界に入ってきている。当社も、この区分に時間を費やしている。
  - ・ OTC デリバティブの規制強化で、カスタマイズされたヘッジ取引が困難になり、特に機関投資家のヘッジ取引は深刻な問題に直面するものと思われる。

<sup>4</sup> OTC デリバティブの規則策定の延期については、磯部昌吾「適用期限が延期された米国の OTC デリバティブ規制」米・欧資本市場規制改革アップデート (No. 11-20) 参照。

- ▶ ウィリアム・サム氏（バンガード、法務部プリンシパル）
  - ・ 最終規則策定から6か月～2年をかけて徐々に適用されるルールと適用対象業者を拡大していくべき。
  - ・ バイサイドは早く準備できるので、セルサイドにも早期の準備を求めたい。しかし、規則で義務付けられるのが早すぎると彼らも対応できないだろう。
  
- ▶ リー・オレスキー氏（トレードウェブ、CEO）
  - ・ 規制のロードマップが不明な中で、IT や人材など、どのように資本を配分するべきかが見えてこない。これは、全ての業者が直面している課題であろう。
  - ・ グローバルな規制の調和は当社にとっても重要な問題。現在はユーザーの便宜を考え、世界中で同じシステムを使って取引できるようにしているが、各国でルールが異なると、それも変えなければならなくなる。

\*トレードウェブは1996年創業のオンラインOTC市場であり、トムソン・ロイターとディーラー10社が保有。ドッド・フランク法のスワップ執行機関（SEF）に名乗りを挙げている。
  
- ▶ ルーク・ズブロッド氏（チャタム・フィナンシャル、政府・規制アドバイザー）
  - ・ エンド・ユーザーが考えるべきトレード・オフは、より低コストで標準化されたデリバティブを用いるか、高コストでも自身のニーズにカスタマイズされたデリバティブを用いるか、ということだ。相対取引とCCP清算が併存する市場になっていくが、資本・マージン規制が過度なものになれば、相対取引はなくなっていくだろう。

\*チャタム・フィナンシャルは、金融機関に対して金利・通貨リスク管理や規制関連のアドバイザー、会計、ITソリューションを提供する業者。
  
- ▶ メアリー・ミラー氏（財務省、次官補）
  - ・ CCP 清算がイノベーションを阻害するとの批判があるが、そうした議論は、透明性を以て善しとする米国金融市場の歴史を無視している。金融機関の収益は低下するかもしれないが、効率的な市場を形成するにはプラスだ。

## VI. その他

### 1. ボルカー・ルール

- ▶ ジェリー・デル・ミシエール氏（パークレイズ・キャピタル、共同チーフ・エグゼクティブ）
  - ・ 自己勘定取引の定義が明確化されていない。規則次第では、銀行は一つ一つの取引が規制に抵触しないことを証明しなければならず、膨大なコストが生じる。結果、資本コストや市場流動性にも影響が出てくる。

- ▶ ドナ・ミルロッド氏（ドイツ銀行、デピュティ CEO）
- ・ 当社はマーケット・メイクを見分けるシステムを既に持っている。プリンシプル・ベースであれば、正しい規則ができるものと思われる。
- ・ ボルカー・ルールがあるからといって、世界最大の市場である米国からの撤退などは考えない。但し、やり方は変える必要がある。

## 2. 政治動向とドッド・フランク法

- ▶ ジャレット・シーバーグ氏（MF グローバル、金融サービス・ポリシー・アナリスト）
- ・ 2012 年の選挙ではオバマ大統領が再選する一方、上下院は共和党が過半の議席を獲得するだろう。そのうえで、共和党から規制免除法案（Regulatory Relief Bill）が提出され、可決されるだろう。しかし、それはドッド・フランク法の廃止まではいかない。
- ・ 最も大きく変わるのはリスク・リテンションであろう。QRM の意味がなくなる中で、免除法案に盛り込まれるものと思われる。また、法が施行される過程で、筋の通らない部分も明らかになっていく。例えば、銀行規制における格付の撤廃などは全く筋が通らず、免除法案で手当てされるだろう
- ・ 共和党の CFPB に対する反対姿勢を批判する向きもあるが、彼らは CFPB のコンセプトそのものに反対しているわけで、金融業界にとってはむしろプラスだと言える。

\*MF グローバルはデリバティブのブローカーであり、旧マン・フィナンシャル。