

## 米財務省による資本市場の包括的な規制・制度改革提言

岡田 功太、吉川 浩史

## ■ 要 約 ■

1. スティーブン・ムニューシン米財務長官は2017年10月6日、「経済的機会を創出する金融システム：資本市場編」と題する報告書を公表した。トランプ米大統領が金融規制の大幅な見直しを掲げて発出した大統領令を受けたもので、四部構成の第二弾の位置づけである。100を超える提言が盛り込まれ、金融システムの安定性に配慮しつつ、規制面の負担軽減を図る包括的な規制・制度改革の提言書となっている。
2. 本報告書では、まず、資本市場へのアクセスの改善が掲げられた。過去20年間に米国の上場企業数が半減し、株式市場の機能が低下している可能性への懸念から、上場に伴う負担軽減や、未公開市場の活性化を図ろうとしている。
3. また、市場構造の変化を受けた規制の見直しも柱の一つとなっており、13の国法証券取引所と、52の代替取引システム（ATS）が乱立する株式市場に関しては、同市場の複雑性を抑制するための提言が示されている。米国債市場に関しては、近年の高頻度取引（HFT）業者の台頭を踏まえ、取引データの収集等による市場の透明性向上を提言している。
4. 証券化市場に関しては、信用リスク・リテンション規制が証券化実施者（Securitizer）に不必要なコストをもたらし、証券化を阻害していると指摘している。同規制により、証券化実施者には、資産担保証券（ABS）を裏付ける担保資産の信用リスクの5%以上を保持すること求められるが、本報告書は適用免除の対象範囲の拡大を提言している。
5. さらに、当局の規制策定における透明性と説明責任の強化にも着目しており、規制導入時の費用・便益分析の徹底や国際協調の働きかけを当局に要請し、米国の国際競争力の低下を回避すべきと提言している。
6. 本報告書は、従来の共和党やトランプ政権の規制改革の路線に沿った内容となっており、法改正を要さず規制当局の規則改正で対応できる項目が大半である。ただし、制度枠組みを大きく変える提言や国際合意した規制を緩和する提言も盛り込まれており、これらに関してはさらなる議論が必要となろう。今後は、多岐にわたる規制改革の優先順位や実現への過程にも注目が集まることとなろう。

## I. 大統領令を受けた金融規制改革に関する報告書第二弾

スティーブン・ムニューシン米財務長官は2017年10月6日、「経済的機会を創出する金融システム：資本市場編」と題する報告書（以下、本報告書）を公表した<sup>1</sup>。トランプ米大統領が金融規制の大幅な見直しを重点政策の一つに掲げ、2017年2月に発出した大統領令において、現行の規制のレビューと大統領に対する提言を米財務省に要請していたことが背景にある。米財務省の規制改革提言に係る報告書は4部構成を予定している。第一弾の報告書は、2017年6月12日に公表された「経済的機会を創出する金融システム：預金システム編」であり、本報告書は、それに続く第二弾の位置づけである<sup>2</sup>（図表1）。

図表1 米大統領令（2017年2月発出）に基づく報告書

	公表時期	レビューする規制の対象
第一弾	2017年6月	預金システム（銀行、クレジット・ユニオン等）
第二弾	2017年10月	資本市場（本報告書）
第三弾	2017年10月	資産運用会社、保険会社、投資商品・ピークル
第四弾	未定	ノンバンク金融機関、金融テクノロジー、金融イノベーション

（注） 2017年4月発出の大統領令覚書に関する米財務省報告書も別途予定されている。

（出所） 米財務省公表資料より野村資本市場研究所作成

ムニューシン米財務長官は、本報告書の公表にあたって、経済成長と資本形成を阻害している規制を整理し、米国資本市場を、特に中小企業の成長を促す経済成長の源にする必要があると述べた<sup>3</sup>。本報告書は、以下の7つの方向性に沿って、より強固な資本市場の形成を目指している。

- ① 規制遵守の負担軽減と投資機会へのアクセスの改善を通じた、小規模企業や成長企業を含む、あらゆるタイプの企業に対する資本へのアクセスの促進
- ② 強固な株式及び債券の流通市場の育成
- ③ 貸出とリスク移転を促すための証券化商品に関する規制の適切な整備
- ④ 市場の効率性と実効的なリスク軽減を促すためのデリバティブ規制の調整
- ⑤ 金融システム上の重要な役割を踏まえた、清算機関（CCP: Central Counterparty）を含む金融市場インフラ（FMUs: Financial Market Utilities）の適切なリスク管理の確保
- ⑥ 米国資本市場の規制構造及びプロセスの合理化・近代化
- ⑦ 国際的に公平な競争環境の整備を通じた米国の利益追求

本報告書は9分野から構成され、100を超える提言が盛り込まれており、単純な規制緩和というよりも、米国の経済成長を支える資本市場の包括的な規制・制度改革の提言書と

<sup>1</sup> U.S. Department of the Treasury, “A Financial System That Creates Economic Opportunities Capital Markets,” October, 2017.

<sup>2</sup> 「経済的機会を創出する金融システム：預金システム編」の詳細は、岡田功太「米財務省による金融規制改革提言に関する考察」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号を参照。

<sup>3</sup> 米財務省プレスリリース（2017年10月6日）参照。

言える内容となっている（図表 2）。また、各提言には、実現に向けて連邦議会において法改正等が必要となる項目であるか、または行政当局の規則変更等で対応できる項目であるか、明記されている。本稿では、本報告書の概要について、米国資本市場に関する現状の課題とこれまでの取り組みを踏まえ、今後の資本市場改革の方向性を考える上で特に重要になると思われる点について整理を図る。

図表 2 本報告書の構成

	目次	概要
	要旨	背景・趣旨説明（本報告書の対象範囲、提言の概要等）
	資本市場の概観	現状分析（各市場の規模、流動性、主要な規制当局等）
1	資本へのアクセス	規制の負担軽減と企業の資本調達を促進を図る提言
2	株式市場構造	頑健な流通市場育成、構造変化に応じた規制の見直し
3	米国債市場	同上
4	社債流動性	資本規制等の市場流動性への影響の検証と提言
5	証券化	貸出とリスク移転を促す証券化に関する規制の調整
6	デリバティブ	当局間の連携、国際協調、資本・証拠金規制の見直し
7	金融市場ユーティリティ	規制監督の強化、再建・破綻処理の枠組みの最終化
8	規制構造とプロセス	複数の当局の規制の重複解消、協調、役割の再確認等
9	資本市場規制の国際的な側面	国際的な規制策定時の透明性と説明責任の強化の要請
	添付資料	本報告書の作成協力者一覧、提言の一覧

（出所）米財務省公表資料より野村資本市場研究所作成

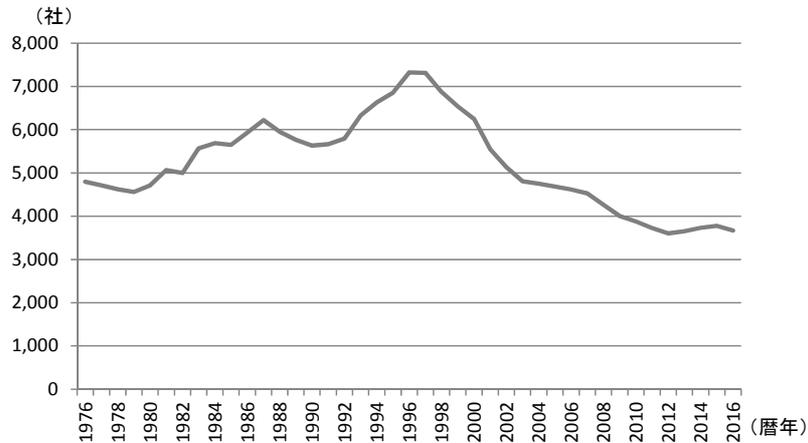
## II. 資本へのアクセスの改善と投資機会の創出

### 1. 新規上場と上場企業の減少

本報告書は、まず、1つ目の規制改革として、資本へのアクセス（Access to Capital）の改善を挙げている。現在、米国株式市場において当局等が懸念しているのは、新規株式公開（IPO）の件数が減少基調にあり、上場企業数が1997年の約7,300社から約4,000社へと減少している点である（図表 3）。背景には、新興成長企業が資金調達を行うにあたり、株式市場への上場よりも、大企業や投資ファンドからの出資を選好するようになっていること等がある<sup>4</sup>。株式市場が持つ成長資金の供給機能の低下は、企業の成長を抑制する上、個人投資家等の新興成長企業への投資機会を制約し、その資産形成にも悪影響を与え得る。そこで、本報告書では、すべての企業による資本へのアクセスの促進と投資機会の創出を目的に、以下の施策を提言している。

<sup>4</sup> 全米ベンチャー・キャピタル協会によると、2016年は39社のベンチャー企業が上場する一方、買収・合併は726社に上った。

図表3 米国の上場企業数の推移



(出所) 米財務省より野村資本市場研究所作成

## 2. 上場企業の負担軽減に関する提言

本報告書は、IPO の減少要因が規制・経済・市場の環境変化にあると分析し（図表 4）、対策の一つとして上場企業の負担軽減を提言しており、主に「開示規制の緩和」と「株主による経営陣に対する責任追及の権利の制約」を図る施策を挙げている。前者は図表 4 の項目 1 及び 2 への対応策である。具体的には、非財務情報の開示を規定する証券取引委員会（SEC）規則（レギュレーション S-K）の見直しや、小規模企業や新興成長企業に対する投資判断の際に、投資家にとって必ずしも重要でない情報（紛争地で採掘した鉱物の利用情報等）の開示義務の適用免除を提言している。また、SEC が 2015 年に公表した上場企業の開示義務の緩和について、上場投資会社の一形態である事業開発会社（BDC：Business Development Companies）にも適用することも提言している。これらは、金融選択法案（Financial CHOICE Act）に盛り込まれている内容であり、本報告書は、共和党政権の意向に沿って、改めて包括的な提言を示している<sup>5</sup>。

後者は、主に図表 4 の項目 4 及び 5 への対応である。株主提案の要件が過去 30 年以上にわたって見直されていないために、株主提案が容易に行われうる状況となっており、企業の経営陣に過度な負担になる可能性を憂慮し、現在の要件の厳格化の検討を提言している<sup>6</sup>。また、米国では株主による証券訴訟の件数が非常に多く、それが IPO を躊躇させる一因となっている可能性が指摘されていることに関連し、SEC に対して上場企業の経営陣の負担軽減策の検討を提言している。

<sup>5</sup> 金融選択法案とは、下院金融サービス委員会のジェブ・ヘンサーリング委員長（共和、テキサス）が主導し、2017年6月には下院を通過した法案。ドッド＝フランク法の緩和を主眼とする。

<sup>6</sup> 連邦規則集（Code of Federal Regulations）の規定（17 C.F.R SS 240.14a-8）により、新規の株主提案の場合、提案時点で1年間以上、時価2,000ドル以上、または議決権ベースで1%以上の保有が要件となる。過去5年間に同様の株主提案がある場合（再提案）、その回数（1回、2回、3回以上）に応じ、議決権ベースの保有比率（3%、6%、10%）が要件として設定されている。

図表 4 IPO が減退した規制・経済・市場の環境変化

	項目
1	サーベンス・オクスリー法やドッド=フランク法等の規制の遵守コストの上昇
2	非財務情報の開示
3	市場の分断やリサーチのカバレッジの面で中小規模企業に不利な環境
4	株主から訴訟を提起されるリスク
5	一部の近視眼的な株主からの圧力
6	議決権行使助言会社による不十分な監視と説明責任
7	デットの調達コストの低下
8	合併・買収 (M&A) の増加
9	ベンチャー・キャピタルやプライベート・エクイティからの投資拡大
10	株式市場の構造変化 (投資信託等を通じた間接的な保有の増加)

(注) 項目 10 については、流動性規制等により、投資信託等は流動性の低い銘柄を多く保有することが困難になりつつあるとしている。

(出所) 米財務省公表資料より野村資本市場研究所作成

### 3. IPO の活発化に関する提言

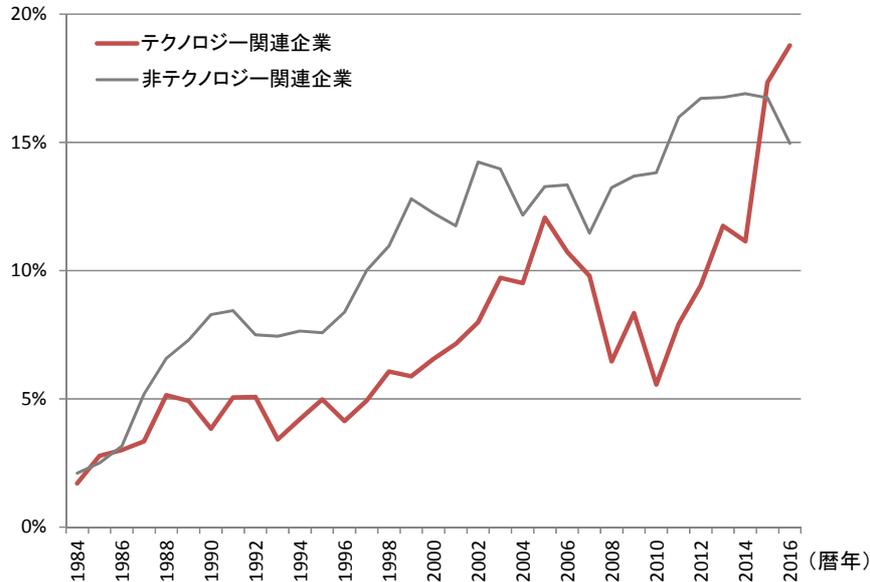
IPO には、上場株式市場へのアクセスという資金調達手段の多様化に加え、発行体企業の従業員等が受領する株式型報酬（譲渡制限付き株式等）や従業員持株会で保有する自社株式の換金が容易となり、同時に個人投資家の投資先の拡大といった経済・金融市場の観点からも意義がある。そのため、バラク・オバマ前大統領は、米国経済と米国株式市場の活性化を目的とした新規産業活性化法（Jumpstart Our Business Startups Act、通称 JOBS 法）に署名し、新興成長企業に対する開示等の要件の緩和等を図った<sup>7</sup>。

しかし、その後も、主に内部統制への対応が負担となり、小規模な企業の IPO が増加していないことから、本報告書では IPO の活発化を目的に JOBS 法のさらなる拡充を提言している。例えば、内部統制に関する開示の簡素化が認められる企業の範囲拡大（新興成長企業の定義の拡大を含む）や、IPO 予定企業の投資家との接触に関する要件の緩和である。後者については、SEC に発行登録書類等を提出する前に、条件付きで投資家との接触を発行体企業に認める内容で、IPO を予定する企業が投資家の需要を探ることができる仕組みである。当該規定は新興成長企業を対象としているが、その制限の撤廃を提言している。

加えて、本報告書は、上場企業の調達手段の多様化を図る試みとして、議決権種類株式にも言及している。米国では、コーポレート・ガバナンス及び株主の権利は主に州法で規定されており、議決権種類株式は原則として州法の規定の下で発行が判断される。それに対して本報告書は、SEC も議決権種類株式の登録書類のレビューに関与し、当該株式に関する情報開示と議決権への影響の検証の十分性についてコメントすることを求めている。近年、米国企業による議決権種類株式の利用が増加し、米財務省として SEC も関わるべき重要なテーマと考えていることがうかがえる（図表 5）。

<sup>7</sup> 詳細は、岩井浩一「JOBS 法の成立と米国 IPO 市場の今後の動向」『野村資本市場クォーターリー』2012 年秋号を参照。

図表 5 各年の IPO に占める議決権種類株の IPO の比率  
(件数ベース、5 年移動平均)



(出所) 米財務省より野村資本市場研究所作成

#### 4. 未公開株式市場の発展

本報告書では、IPO の活性化と共に、未公開株式市場における投資機会を増やすための施策も提言している。第一に、発行登録に関する少額免除規定（レギュレーション A+）の要件緩和を図っている。JOBS 法では、レギュレーション A+の下で調達できる年間総額の上限を 500 万ドルから同 5,000 万ドルに引き上げたが、本報告書ではレギュレーション A+の利用を広く公開企業にも認めた上で、同上限を 7,500 万ドルへ引き上げることを提言し、「ミニ IPO」と称している。

第二に、株式型クラウドファンディングの制度の拡充である。本報告書は、株式型クラウドファンディングによる調達金額の上限を年間総額 100 万ドルから 500 万ドルへ引き上げる等、より大規模な資金調達を可能にすることを提言している。

第三に、私募に関するレギュレーション D で規定する自衛力認定投資家の範囲の拡大である。投資家保護に配慮しつつ、より多くの投資家に未公開株式への投資を認めるという方向性を示している。この点は、既に 2016 年 12 月に下院を通過した法案パッケージに盛り込まれており、改めて本報告書で提言している<sup>8</sup>。

<sup>8</sup> Creating Financial Prosperity for Businesses and Investors Act (H.R. 6427).

## Ⅲ. 米国株式市場に関する構造改革

### 1. 電子化・高速化・分断する流通市場

近年、資金調達等が行われる発行市場だけではなく、米国株式の流通市場も大きく変貌を遂げている。SEC は 1990 年代後半以降の電子証券取引ネットワーク (ECN: Electronic Communications Network) の台頭を受け、2005 年 6 月にレギュレーション NMS を採択した。同規則において規定されたオーダー・プロテクション・ルールは、トレード・スルー (最良気配を提示する市場以外での売買) を防ぐための合理的な措置を取ることを全ての取引執行場所 (Trading Venue) の運営者に義務付けた。たとえ小規模な取引執行場所であったとしても、有利な気配を提示できれば流動性を奪取できることになり、従前以上に市場間競争が激化し、13 の国法証券取引所と、52 の代替取引システム (ATS: Alternative Trading System) が乱立するという市場の分断を引き起こした<sup>9</sup>。

米国株式市場は、取引執行場所が多数ある一方で、米国全体を一つの大きな市場と見立てており、取引執行場所は市場参加者に対してリベートを支払うことで自市場への注文回送を促している。米国株式市場全体の取引量の約 55% を占めている高頻度取引業者 (HFT: High Frequency Trading) は、自身のトレーディング・アルゴリズムに取引執行場所が設定する売買手数料の詳細を組み込み、取引執行場所から得られるリベート (詳細は後述) の最大化を目指している。その結果、米国株式の取引スピードの高速化が進展した<sup>10</sup>。米国株式市場は、無数にある取引執行場所、流動性喚起のためのリベート、レギュレーション NMS 等の市場制度が相互かつ複層的に関連しながら、一つの生態系とも呼べる複雑なメカニズムを形成している。

### 2. 米国株式市場に関する改革提言

そこで、本報告書は以下の提言を示している。まず、メイカー・テイカー・モデル (MTM: Maker Taker Model) の改正である。MTM とは、自市場で約定した取引について、新たに流動性をもたらした指値提示者にその対価 (メイカー・リベート) を支払い、その相手方となって指値に応じる注文の出し手から手数料 (テイカー・フィー) を徴収することで、取引執行場所が自市場に優れた気配値の注文を誘引することを目的としている。多くの取引執行場所が採用する売買手数料体系だが、近年、MTM に対する批判が高まっている。2013 年以降、リテール・ブローカー (個人投資家向け証券会社) が、敢えてメイカー・リベートが高額な取引執行場所に取引を回送する事例が散見され、MTM が最良執行義務に抵触するような利益相反を誘引している可能性が指摘された。本報告書は、利益相反の軽減を目的に、SEC に対してメイカー・リベート等に関する情報開示を強化することに加え

<sup>9</sup> SEC 及び FINRA のウェブサイト (2017 年 8 月 11 日時点) より取得。ただし、稼働が終了しているものも含む。

<sup>10</sup> SEC, "High-Frequency Trading Synchronizes Prices in Financial Markets," January 21, 2015.

て、SEC が 2016 年 7 月に提案した試験的運営プログラムの実施を支持した<sup>11</sup>。同プログラムは、MTM を改正した場合に、米国株式市場の流動性・注文回送・価格発見機能にどのような影響を与えるのか測定することを目的としており、メイカー・リベートの削減及び利益相反軽減の第一歩と位置付けている。

また、本報告書は、①米国株式の発注タイプが 2,000 種類以上に達していることから、国法証券取引所と ATS 間で発注タイプの差異を「協調 (Harmonize)」すること、②オーダー・プロテクション・ルールを改正し、一定の流動性に満たない取引執行場所を対象外とすること、③非上場取引特権 (UTP: Unlisted Trading Privileges) を改正し、流動性の低い上場銘柄については、取引執行場所を指定すること等を提言している。UTP とは、どの取引所に上場していたとしても、その銘柄は全米の取引執行場所で行うことができるという制度である。

### 3. 米国株式市場の改革提言に関する留意点

本報告書の提言は、米国株式市場が過去 20 年間にわたって培ってきた生態系を根幹から覆すものであり、市場構造を大きく変貌させる可能性がある点には留意が必要である。第一に、仮に、MTM が改正されてメイカー・リベートが撤廃または制約された場合、同リベートを収益源としている HFT 業者やリテール・ブローカーの収益の悪化は避けられず、結果的に株式市場の流動性が低下する可能性は看過し得ない。第二に、国法証券取引所と ATS において発注タイプを削減する場合、株式市場の複雑性は低下するが、小規模な ATS の競争力は低下し、市場間競争は減退する可能性がある。第三に、オーダー・プロテクション・ルールを提言通りに改正した場合、一定の流動性以上の取引執行場所に売買注文の回送が集中し、市場の分断が軽減される可能性がある一方で、米国株式市場全体の流動性が增大するとは限らない。第四に、UTP を提言通りに改正した場合、流動性の低い上場銘柄の売買が活性化する可能性がある一方で、UTP に準拠した上場銘柄と、取引所を指定する上場銘柄が二重に存在することになり、市場構造は、より一層、複雑化する可能性がある。

## IV. 米国債市場に関する構造改革

### 1. 高頻度取引業者が台頭する米国債市場

取引の電子化及び HFT 業者の台頭は、米国株式市場だけではなく、米国債市場においても見られる特徴である。米国債の現物市場は、「インターディーラー市場」と「ディーラー顧客間市場」とに大別され、元来、両市場では電話による相対取引が行われていた。しか

<sup>11</sup> MTM のリベートだけではなく、ペイメント・フォー・オーダー・フローにおけるリベートも開示強化案の対象である。その詳細は、岡田功太、齋藤芳充「米国株式市場のメイカー・テイカー・モデルを巡る議論—流動性向上策としてのリベートの功罪—」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号を参照。

し、特にインターディーラー市場において、2000年以降、ブローカーテック（BrokerTec）等、複数の電子取引プラットフォームが普及した。電子取引プラットフォームとは、セントラル・リミット・オーダー・ブック形式（ビッド・オファー等のデータが参加者全員に開示される仕組み）を採用するECNであり、伝統的なマーケット・メイカー（大手金融機関）との差別化を図るために、オーダータイプの多様化等のサービスを市場参加者に提供した。また、インターディーラー市場は2014年末時点で95%以上が電子化され、HFT業者は2010年から2014年にかけて、オン・ザ・ラン（直前に発行された国債）の取引シェアに占める割合が約40～50%に達した<sup>12</sup>。

## 2. フラッシュラリーの発生

米国債の現物市場において、HFT業者の存在感が顕著になった事例として、2014年10月15日に米国債市場で発生したフラッシュラリーが挙げられる<sup>13</sup>。同日の午前9時33分から9時45分の12分間に、突如、米国10年債利回りは急変動し、過去25年間において最大級の日中変動幅を記録した。フラッシュラリー発生時には、特別重要な政策・イベントの発表はなかったため、米財務省、連邦準備制度理事会（FRB）、SEC、米商品先物取引委員会（CFTC）、ニューヨーク連邦準備銀行が調査した結果、フラッシュラリーが発生した同日の合計取引ボリュームのうち、現物市場において、ディーラーが占める割合は約30%であった一方で、HFT業者が占める割合は約50%であったことなどが判明した。また、FRBをはじめとする米当局が、フラッシュラリー発生時の取引環境を報告するのに約9か月の時間を要したにも関わらず、2018年1月末時点においても、フラッシュラリーの発生要因は依然として解明されていない。

## 3. 米財務省による既存の改革を後押しする提言

そこで、本報告書は、米国債の現物市場におけるHFT業者の取引データや、取引清算に関するプロセスの詳細について情報を収集し、透明性を向上することで、より頑強な市場形成の促進を提言している。加えて、米国債市場に関して、FRBによる現物市場のより詳細な調査や、CFTCと米財務省が先物市場の日次取引データを共有することなども提言している。

これらの本報告書が示した提言は、既に米財務省が進めている改革に含まれている。米財務省は2016年1月に情報提供依頼書を公表し、①米国債市場の構造変化の要因及びそれが流動性に与える影響、②取引プラットフォーム等におけるリスク管理慣行、③規制当局にアクセスすべき米国現物市場のデータ、④追加的なデータ開示に伴う利点の有無とデー

<sup>12</sup> IMF Working Paper, “Fragilities in the U.S. Treasury Market: lessons from the “Flash Rally” of October 15, 2014,” October, 2015.

<sup>13</sup> 詳細は、岡田功太「米国債市場における高頻度取引（HFT）の台頭と流動性の蜃気楼」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号、同「フラッシュラリーを契機とした米国債市場の構造改革」『野村資本市場クォーターリー』2016年秋号、岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号を参照。

タの適切な開示レベルについて意見を募集し、米国債市場の構造改革を行うことを公表した。つまり、本報告書の米国債市場に関する提言は、現在、米財務省が進めている改革の延長線上に位置付けられている<sup>14</sup>。

## V. 証券化市場に関する規制改革

### 1. 米国の証券化市場の概要

本報告書は、巨大な規模を誇る証券化市場についても規制改革の提言を示している。2016年の発行額は、エージェンシー不動産担保証券(MBS)は約7.5兆ドル、資産担保証券(ABS)は約1.3兆ドル、ノン・エージェンシーMBSは約8,500億ドル、商業不動産担保証券(CMBS)は約5,300億ドルと巨大な規模を誇っている。ただし、債務担保証券(CDO)やローン担保証券(CLO)も含めた米国の証券化商品の市場規模は、2007年の約5.5兆ドルから、2016年には約3兆ドルまで減少している。そこで、米財務省は、米国の証券化市場に関する規制の枠組みを検証した結果、以下の5点を課題として提示した。

- ① 現行の規制枠組みは証券化を減退させ、代わりに、貸し手に対して伝統的な手法を通じて資金を提供することを促している。
- ② 銀行に対する資本規制は、ノン・エージェンシーの証券化商品への投資について、その裏付け資産への投資と比べて、不当に扱っている。
- ③ 銀行に対する流動性規制は、高品質の証券化商品について、同様のリスク・プロファイルを有する他の資産クラスと比べて、不公平に区別して扱っている。
- ④ 証券化の残余持分を保有するスポンサーに対する規制は、資金調達源としての証券化に不必要なコストをもたらしており、結果的に証券化商品を通じた信用の拡大を阻害している。
- ⑤ 証券化に関する開示要件は、2008年の金融危機以降の重要な改革である一方で、不必要な負担を課しており、同要件を適切に調整する必要がある。

### 2. 流動性カバレッジ比率の改正

本報告書は、米国の証券化市場の活性化を目的に、銀行に対する資本規制及び流動性規制の緩和を提言している。具体的には、流動性カバレッジ比率(LCR: Liquidity Coverage Ratio)の改正である。LCRとは、ストレス状況下において金融機関が流動性枯渇に直面することを回避するため、十分に高品質な流動資産を一定水準保有することを義務付ける規制である。すなわち、対象行は保有する適格流動資産(HQLA: High-Quality Liquid Asset)

<sup>14</sup> 本報告書は、レポ市場の活性化が米国債市場の頑強性を促すと考えており、レポ市場に影響する規制緩和の必要性を唱えている。詳細は前掲脚注2論文を参照。また、本報告書は、米国社債についても、流動性向上を目的とした規制緩和を提言している。詳細は、岡田功太「ボルカー・ルールの簡素化と見直しを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

の金額が、ストレス時の 30 日間に生じる資金流出の推計額を上回るように維持する必要がある。HQLA は、その流動性の度合いに応じて、「レベル 1 資産」、「レベル 2 資産」、「レベル 2B 資産」に区分されている。金融危機下において、投資適格社債は AAA 格の証券化商品よりも多大な損失を被ったにもかかわらず、LCR において、証券化商品は現物社債より不利な扱いを受けている。そこで、本報告書は、LCR を改正し、HQLA の分類手法に関して、十分なトラック・レポートを持つ高品質の証券化商品を投資適格社債（除く金融機関）と同様に、「レベル 2B 資産」に組み入れることで、証券化市場の活性化を目指している。

### 3. 信用リスク・リテンション規制の緩和

本報告書は、「信用リスク・リテンション規制」についても緩和を提言している。信用リスク・リテンション規制とは、SEC、FRB、通貨監督庁（OCC）、連邦預金保険公社（FDIC）、連邦住宅金融庁（FHFA）、住宅都市開発省（HUD）の 6 つの米当局が、2010 年成立のドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法（ドッド＝フランク法）941 条に基づき、2014 年 12 月に最終化したものである。同規制は、証券化実施者（Securitizer）に対して、ABS の発行によって第三者に移転、または売却した資産の信用リスクの 5% 以上の部分を保持することを要請しており、証券化実施者に証券化に係る資産の質を監視するインセンティブを付与し、証券化実施者の利益を投資家の利益と一致させることを目的としている<sup>15</sup>。

証券化実施者による信用リスクの保持の方法としては、主に垂直方式（Vertical Interest）と水平方式（Horizontal Interest）がある。前者は、証券化実施者が証券化取引によって発行された ABS 持分のどのクラスについても、その 5% 以上を保持する手法を指し、後者は、証券化実施者が証券化取引において発行された ABS 持分の額面合計の、少なくとも 5% 相当額のうち一定の要件を満たす「適格水平残余持分（Eligible Horizontal Residual Interest）」を保持する手法を指す。

本報告書は、信用リスク・リテンション規制が、証券化実施者に不必要なコストをもたらしており、その結果として、証券化取引を阻害しているという問題意識の下、第一に、信用リスク・リテンション規制の免除対象の資産クラスを拡大することを目的とした規則を策定することを提言している。これは、信用リスク・リテンション規制を管轄する 6 つの当局が、同規制を策定する際に十分な費用便益分析を行っていなかったという考えに基づいている。第二に、一定基準を満たす CLO マネージャーについては、信用リスク・リテンション規制の適用を免除することを提言している。CLO マネージャーとは、CLO の裏付け資産であるローンの管理・運用を行っている主体であり、当該ローンの組成を行っているわけではないことから、証券化実施者から除外されるべきであるとする。第三に、将来的な規制改定時に、信用リスク・リテンション規制を所管する 6 つの米当局の中から、主導的な当局を指定することを連邦議会に対して求めている。

<sup>15</sup> 適格住宅モーゲージは信用リスク・リテンション規制の適用除外となる。

## VI. デリバティブ市場、清算機関及び金融市場ユーティリティ

### 1. 店頭（OTC）デリバティブ市場の規制強化と見直しの動き

LCR や信用リスク・リテンション規制等の金融規制に加えて、リーマンショック以降、重点的に規制改革が行われた分野の一つが OTC デリバティブ市場である。グローバルには G20 サミットにおいて規制強化の合意が形成され、米国ではドッド＝フランク法第 7 編において、OTC デリバティブ規制の概要が定められた<sup>16</sup>。米当局は当初、同規制について抜け穴が生じないように包括的な規則策定に重点を置いたが、次第に市場参加者等から過度な負担を伴うという声が上がリ、事業法人等によるヘッジ取引のコスト上昇等が問題視されるようになった。また、OTC デリバティブ規制においては、海外取引も幅広く規制対象となる内容であったことから、日本や欧州の規制との齟齬が生じる事態も懸念され、OTC デリバティブ規制の策定者である米当局も、同規制の見直しの必要性を認識していた。その様な状況を受けて、本報告書は、OTC デリバティブ規制について、金融システムの安定性に配慮しつつも、経済成長を支える市場の機能を阻害しないことを目的とした見直しを以下の通り提言している。

### 2. クロスボーダー取引を考慮した国際協調に関する提言

OTC デリバティブ市場はクロスボーダー取引が多いことから、両国の規制に相違があると、両者を遵守することが困難になったり、一方的に厳格な規制が他国の市場参加者に適用されてしまう。実際に、CFTC は OTC デリバティブ規制の適用範囲を広く設定し、米国に所在する人間がアレンジ、交渉、または執行に関与した取引のすべてを米国で行われた取引と見なし、日本や欧州の規制は、米国の規制内容に適合しないと一方的に判断した。その結果、OTC デリバティブ市場におけるクロスボーダー取引に係る規制の在り方は、国際的な問題に発展した。

そこで、本報告書は、CFTC と SEC に対して、①規制の適用範囲を明確にすると共に、他国の市場参加者にも遵守可能な内容に改正し、②他国の規制体系についてアウトカム・ベースで同等性を認め、③他国の市場参加者に対して母国規制の遵守を認めることを提言している。アウトカム・ベースとは、逐条ではなく、規則全体で同等の効果をもたらすかという観点で規制の枠組みを見直すということを意味している。つまり、本報告書は、OTC デリバティブ規制の国際協調を意図しており、規制内容を国際的な基準に収斂させることを目指している。これは、一見すると、米国による他国への譲歩であると考えられるが、国際的に協調することで、OTC デリバティブ市場が米・欧・日の間で分断することを回避

<sup>16</sup> 2009 年のピッツバーグ・サミットにおいて OTC デリバティブ市場に対する包括的な規制強化について合意され、2011 年のカンヌ・サミットで証拠金規制の導入について合意された。OTC デリバティブ規制とその影響について詳しくは、吉川浩史「金融規制の複合的な影響によるデリバティブ市場の構造変化」『野村資本市場クォーターリー』2015 年秋号を参照。

し、米国の市場参加者が規制内容の齟齬によって不利になる事態を避けることを目的としており、結果として米国の利益につながっていると言える。

### 3. 金融システム上の重要性が増す CCP への対応の提言

OTC デリバティブ規制は、主要な金利スワップと CDS インデックスの取引について CCP での清算を義務付け、CCP 清算しない取引に対しては証拠金の授受を義務付けている。特に金利スワップはデリバティブ市場の大半を占めることから、CCP を介したデリバティブ取引が増加し、同市場の透明性やリスク管理が改善した。その一方で、万が一、CCP がデフォルトした場合、市場参加者に清算サービスを提供できなかつたり、利用者から預かった資産を返済できなくなる等のリスクへの対応の重要性が増した。そこで、本報告書は、FMUs に関する提言として、特に大手 CCP の危機対応に関する規制監督体制の整備を求めている。具体的には、① CCP の監督強化を目的に CFTC に対する追加的リソース（予算等）の配分、②米国の大手 CCP に対する中央銀行の口座へのアクセスを容認することの検討、③大手 CCP に対するストレステストの実施と金融システム上重要な CCP の再建・破綻処理制度の整備を提言している<sup>17</sup>。

### 4. 米国内の OTC デリバティブ規制の体系に関する提言

本報告書は、OTC デリバティブ規制の策定プロセスの改善についても提言している。第一に、CFTC と SEC の「協調」である。米国の OTC デリバティブ規制はドッド＝フランク法第 721 条に規定されており、CFTC がスワップ取引を管轄し、SEC が証券派生スワップ（security-based swaps）を管轄すると定められている。そのため、OTC デリバティブ規制は、CFTC と SEC という二つの規制当局が担っている。ドッド＝フランク法では、両当局に対して連携して規制策定に取り組むよう規定されているにもかかわらず、CFTC は SEC よりも先行して規制改革を進めている。そこで、本報告書は、CFTC と SEC に「協調」を求めている。

第二に、CFTC と銀行監督当局の「協調」である。例えば、非清算 OTC デリバティブ取引に対する証拠金規制において、CFTC 規則ではグループ会社間取引を免除する取扱いとなっている一方で、銀行監督当局の規則において、それは適用免除の対象とされていない。「規制対象範囲のズレ」が存在することから、本報告書は、CFTC と銀行監督当局の間でも「協調」を図ることを求めている。

加えて、本報告書は CFTC の規制策定手法についても改善を提言している。CFTC は、OTC デリバティブ規制に係る規則策定を迅速に進めるため、スタッフ作成のガイダンスやレター等を多数発出した。これは、連邦議会の審議を経る法改正や、CFTC 委員の決議を

<sup>17</sup> 既に米国で実施された第 1 回目の CCP ストレステストについて詳細は、吉川浩史、岡田功太「金融規制改革により重要性が増すデリバティブ清算機関（CCP）ーシステムミック・リスクの集中とストレステストの導入ー」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号を参照。CCP の再建・破綻処理について詳しくは、吉川浩史「デリバティブ清算機関（CCP）の再建・破綻処理に関する議論」『野村資本市場クォーターリー』2017 年秋号を参照。

経る規則の策定よりも、短期間で規制を策定できるためである。しかし、スタッフ作成のガイダンスやレター等による規制策定は不透明性が高いとして、連邦議会や金融業界から問題視されている。そこで、本報告書は、既存のすべてのガイダンスやレター等について、改めて正式な手続きを求めており、拡大解釈されている点について修正することを要請している。

## VII. 国際的な競争力向上を目的とした規制策定手続きの見直し

本報告書は、活発なクロスボーダー取引を背景に金融規制改革が進展する中、その結果として米国金融市場及び市場参加者が国際的に競争上不利な状況に置かれることや、各国の規制が異なることによる市場の分断を懸念している。そのため、本報告書は、グローバルな金融規制改革との関わりにおいて、「アメリカ・ファースト」の意識と海外当局との連携を強調している。例えば、本報告書は、海外当局と二国間（バイラテラル）での規制の協調を図るとともに、多国間における国際的な規制策定では「米国内の金融規制の目的」に合致した内容とすることを米国当局（FRB、SEC等）に求めている。この点は、金融選択法案においても指摘されたが、米国内の金融規制がグローバルに導入される規制よりも厳格な内容になることで、米国金融市場と市場参加者に不利益をもたらす状況や、米国議会や共和党の意思に反してグローバルな金融規制遵守の負担が重くなる状況を避ける意図があると考えられる。

そのため、本報告書は、規制策定の手続きに関し、その過程でコストと便益について十分に検証することを求めている。特に、先述のように迅速な規則策定を図ったCFTCに対しては、コストと便益を適切に検討しなかったと批判している。また、米当局に対し、他国においても米国と同様の規制策定プロセスを行うよう働きかけることも提言している。ゲイリー・コーン国家経済会議委員長も2017年2月、現政権による金融規制の見直しは、米国金融市場がグローバルの金融市場において、圧倒的な立場を保持するためであると述べており、本報告書の提言は、現政権の意向に沿ったものであると言える<sup>18</sup>。

## VIII. 本報告書の提言の実現可能性と課題

本報告書は、単なる金融規制の緩和に留まらず、米国資本市場に対する包括的な提言を提示していることに加えて、トランプ政権や共和党の方向性におおむね沿った内容となっている。また、本報告書の改革内容は、ドッド＝フランク法等の法改正を必要とせず、SEC等の当局による規則改定で対応できる項目が大半であり、米国議会での可決、特に民主党議員による議事妨害（フィリバスター）が予想される上院での可決を必要としないことから、法改正に比べれば、提言の実現可能性は高いと言える。

<sup>18</sup> 詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成ードッド＝フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号を参照。

しかし、大統領令に基づいて、ムニューシン米財務長官が、当局の責任者で構成される金融安定監督カウンスル (FSOC) のメンバーと議論しつつ策定したものとはいえ、本報告書の提言には市場の制度的な枠組みを大きく変える内容が含まれており、必ずしも市場関係者も含めた幅広い合意が得られていない項目もある。例えば、米国株式市場の根幹を成すオーダー・プロテクション・ルールや UTP の改正は、同市場の構造を根底から変化させるものであり、本来、十分な議論が必要である。他にも、バーゼル規制から大きく乖離する内容となっている提言として、証券化市場の活性化を目的とした LCR の改正等が挙げられるが、国際協調路線からの逸脱については、米当局内からも反対が出る可能性があり、円滑に早期の改革実現を期待することは難しい。

さらに、実現のスピードという観点では、米財務省から 2017 年 10 月に大統領令を受けた報告書として「経済的機会を創出する金融システム：資産運用及び保険編」も公表されており、今後はノンバンク金融機関や金融テクノロジー等に関する規制改革の報告書も公表される予定である<sup>19</sup>。加えて、ドッド=フランク法第 2 編に規定されている整然清算権限 (OLA) のレビュー結果も報告される予定である。そのため、規制改革の各項目の間で優先順位をどのように設定するかも重要となる。

米国の経済成長や雇用創出を支える金融市場の役割を強く認識し、市場の機能を一層強化することを掲げた包括的な報告書が策定されたことは意義深く、注目すべきことである。本報告書の提言が最終的にどのような形で実現するか、それまでに何年を要するか、不透明な状況が当面の間は継続する可能性が高い。今後の議論と政策実施の過程を注視していく必要がある。

<sup>19</sup> U.S. Department of the Treasury, “A Financial System That Creates Economic Opportunities Asset Management and Insurance,” October, 2017.