

## 書評

若園智明著

## 『米国の金融規制変革』

(日本経済評論社)

川口恭弘

## I. はじめに

2010年7月21日、アメリカにおいて、「ドッド・フランク ウォール・ストリート改革および消費者保護法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)」が、オバマ大統領の署名により成立した(以下では、同法を、「ドッド・フランク法」という)。

本書は、ドッド・フランク法を中心に、近年のアメリカの金融規制の動向を検討するものである。同法の条文数は1600を超え、そこでは16の編 (title) に分かれた多様な内容が規定されている。さらに、同法では、規制の詳細を各連邦規制当局の規則に委ね、その数は400近くに及ぶ。このようなことから、同法は、その詳細はもとより、全体像さえ正確に把握することが困難な法律となっている。

ドッド・フランク法は、いわゆるリーマンショック後の金融危機後に制定された包括的な金融制度改革を図る法律である。金融取引がグローバル化し、金融危機は、瞬時に世界中に伝染することが明らかとなった。金融危機に対する処方箋は、世界共通の課題である。特に、アメリカの金融規制の動向は、世界中の関係者が

注目するもので、その検討は、わが国の規制のあり方を探る上でも不可欠なものとなっている。これまで、ドッド・フランク法については、各論的に、その内容をわが国に紹介する文献は存在していた。もっとも、同法に関するアメリカでの議論を詳細に分析し、その本質を明らかにしようとするものはなかった。本書は、これらの点で、実務的および学術的な意義を有するものである。

## II. 本書の構成

本書は、序章のほか、第1章「金融危機の発生と規制改革議論の変化」、第2章「ドッド・フランク法の成立過程と構成」、第3章「ドッド・フランク法が刷新する規制システムの全体像」、第4章「マクロ・プルーデンス監督体制の構築」、第5章「ボルカー・ルールの本質と評価」、第6章「ヘッジファンド関連規制の導入」、第7章「店頭デリバティブ規制の変遷」、第8章「政府支援企業 (GSEs) を通じて考える規制の問題点」および第9章「メイドフ事件とSECの改革」で構成される。これらは、これまで筆者が公表してきた論文を集約・体系化したものである。本書公刊に際して必要な加筆

がなされている。

本書の序章によれば、筆者は上記の9章を、「DF法の成立と全体像および同法が導入した新たな規制体系を扱う章（第1章から第3章）」と、「特に証券市場に関連する個別の規制を分析対象とする章（第4章から第9章）」に分類している。前者は、ドッド・フランク法が制定された前後の事情とその概要を紹介するものである。本章の総論的役割は果たすものといえる。さらに、後者は、2つの内容に分けることができると思われる。すなわち、第4章から第7章は、ドッド・フランク法が定める規制のうち、金融危機に関連する重要な4つのテーマを取り上げ、その意義を検討するものである（これらの内容については後述する）。そして、第8章および第9章は、政府支援企業（GSEs）に対する規制の動向および大規模な証券詐欺事件であるメイドフ事件をめぐる動向を考察する。GSEs問題は、金融危機の震源地であったにもかかわらず、ドッド・フランク法において具体的な改革案は示されなかった。本書は、その原因を探ることで、ドッド・フランク法の問題点を探ろうとしている。また、メイドフ事件では、SECの対応の不備が問題となり、その信用が失墜した。ドッド・フランク法は、SECの組織改革に関する規定を定めている。本書では、金融工学の発展やクロス・ボーダーでの金融取引が活発になるなか、このような改革では根本的な解決策になり得ないとしている。SECに限らず、規制当局に過度に依存する規制枠組みに対する警告は、本書全体をつらぬく「柱」である。

なお、本書では、各章の記載に重複が見られる。これらは、本書が、公表論文をまとめたものであることに由来するものと思われる。各章

の記述は、密接に関連することを考えれば、記載が重複することは必ずしも不自然ではない。また、量的にも全体のバランスを崩すというほどのものではない。

### Ⅲ. 近年の金融規制の動向

本書では、ドッド・フランク法が制定されるまでのアメリカにおける金融規制の動向が紹介されている。そこでは、金融危機以前に公表された各種報告書では、アメリカ資本市場の国際競争力の維持および強化に改革の主眼が置かれていたことが明らかにされている。特に、アメリカの規制当局の組織は複雑であり、また、権限に重複が見られる。これらの点が、非効率な監督の温床になっていた。

しかし、その後、深刻な金融危機を経験するなか、システムック・リスクの防止や金融機関の秩序ある破綻処理といった金融危機への対応に改革の力点に移り、アメリカ資本市場の国際競争力の維持および強化といった視点はほとんど見られなくなった。さらに、アメリカでは、従来、金融規制における規制緩和が進展し、市場規律に重点を置く政策が実施されてきた。金融危機以降は、このような市場機能への偏重を是正する動きが強まり、政府による規制強化の傾向が顕著となっている。本書では、これらの事実を紹介しつつ、市場の失敗とともに政府の失敗も常に考慮すべきとしている。

金融の分野は、規制産業のなかでも、最も政府の関与が大きいものの一つである。金融機関（特に、銀行）の破綻は、国民経済に回復しがたい打撃となる。この点で、事前規制としての政府の関与は肯定されなければならない。他方で、金融機関の多くは株式会社で経営されてい

る。そこでは、民間企業としての創意工夫の発揮が求められ、さらに、市場機能の発揮によるガバナンスが期待されている。もっとも、金融機関の私企業性は、上記の公益性によって一定の制約を免れない。私企業性と公益性の調整は、金融規制における最も重要な課題であり、このことは、アメリカに限らず、わが国においても妥当するものである。

つづいて、本書では、ドッド・フランク法の成立過程の検討がなされている。ドッド・フランク法は、膨大な内容と多岐にわたる問題に対処するものでありながら、金融危機後、比較的短期間で成立している。これは、金融危機への対応がアメリカ経済の最重要課題であると広く認識されたことによると思われる。他方で、本書では、立法過程の調査機関の報告書の内容などから、同法制定に際して、金融危機の要因の分析が十分に行われていない可能性を明らかにしている。ドッド・フランク法は、金融危機の再発防止を最大の目的とするものである。本書の指摘のとおり金融危機の要因の分析が不十分であるとすれば、同法で定められた規制の内容が、過剰規制もしくは過少規制といった的外なものになっている危険性を否定できない。特に、金融機関の業務範囲の制限（たとえば、後述するボルカー・ルールなど）が過剰規制である可能性もある。

アメリカの資本市場の国際競争力の強化と国内の規制体系の効率化といったドッド・フランク法制定前の金融規制改革の課題は、資本市場やマクロ経済が安定した後に、アメリカ内で再燃する可能性が高い。それゆえに、本書では、同法による新たな規制体系が、これらの課題と整合的になり得るのかという問題提起を行っている。ドッド・フランク法は、多様な規制を導

入したものであるため、筆者の懸念も、同法が定める個別の規定に照らして検討されなければならない。同法が定める「金融機関の秩序ある破綻処理」などといったものは、資本市場の国際競争力の強化や規制体系の効率化といった課題と矛盾するものとは思われない。他方で、金融機関の業務の制限は、資本市場の国際競争力の強化と相反するものになる可能性がある。過去に不祥事が社会問題となった場合には、その犯人探しとともに、スケープゴート探しも行われてきたことを忘れてはならない。

#### IV. マクロ・プルーデンスの監督体制

ドッド・フランク法では、システミック・リスクの防止・軽減を主たる目的とする政策（マクロ・プルーデンス政策）が重要視されている。システミック・リスクという場合、従来は、一部の銀行が経営危機に陥ったことで、他の銀行に信用不安が波及し、連鎖倒産の危険性が拡大するということが問題であった（不良債権型のシステミック・リスク）。しかし、リーマンショック以降の金融危機は、これとは異なる性質を有するものであった。すなわち、市場の急変により、市場参加者の間で、取引相手方の信認が低下し、その結果、市場取引の連鎖的な停止により、金融市場が機能不全に陥ることが問題となった（市場型のシステミック・リスク）。アメリカでは、銀行規制は、通貨監督官（OCC）、連邦準備制度理事会（FRB）、連邦預金保険公社（FDIC）などが担い、証券規制は、連邦証券取引委員会（SEC）、商品先物取引は、連邦商品先物取引委員会（CFTC）が規制を行っている。このような業

態による縦割りの監督体制のゆえに、市場型のシステミック・リスクを十分に把握することができず、対応が遅れたことが問題視された。

ドッド・フランク法は、この点を反省材料として、市場型のシステミック・リスクを一元的に把握し、その対処を担う連邦機関として金融安定監督協議会（FSOC）を新設した。FSOCは会議体で、財務長官が議長となり、FRB議長、OCC、SEC委員長、FDIC総裁などがメンバーとして名を連ねている。ドッド・フランク法は、「システム上重要な金融会社」（SIFIs）について、特に厳格な規制を適用する。これには、自己資本規制・レバレッジ規制、流動性規制、破綻処理計画（いわゆる、リビング・ウィル）の策定、ディスクロージャーの強化などに及ぶ。さらに、金融機関の破綻処理に巨額の税金が使用されたことを受けて、新たな破綻処理の手続き（秩序だった清算手続き）も規定されている。FSOCには、金融機関についてSIFIsの指定の行うという重要な任務がある。

上記のように、FSOCは、縦割りの金融行政の弊害を治癒するため、主な規制当局の合議体として組織された。しかし、本書では、これらの規制当局の立場の違いなどから、利害調整が難航し、FSOCが機能不全に陥ることが懸念されている。さらに、本書では、金融システムに関する情報および分析は、財務省内に設置された金融調査局（OFR）に委ねられるところ、そのリソースは、現段階で、ドッド・フランク法が想定する水準には達していないことを問題としている。

規制当局による縄張り争いは、アメリカに限らず、わが国をはじめ他の国でも生じ得る問題である。アメリカにおいて、連邦レベルで統一の規制を行うためにこのような会議体が組織さ

れたこと自体は画期的なものと言える。しかし、FSOCに関する筆者の懸念は的を射た（得た）ものであり、いましばらくの時間的猶予をもって検証される必要がある。

近年の金融危機は、リーマン・ブラザーズやAIGといった投資銀行や保険会社の経営危機が発端となったものである。そのため、アメリカでは、業態を横断する形での規制機関が必要とされた。他方で、わが国の場合、銀行、証券会社および保険会社の監督は金融庁が一元的に行っている。この点で、アメリカでの問題意識がすぐさまわが国でも必要ということにはならない。もっとも、商品先物取引は、経済産業省等が所管であり、この点で、省庁間の調整が問題となる余地は残されている（金融商品取引所（証券取引所）と商品先物取引所を統合する総合取引所構想は、いまだに実現が難航している）。

## V. ボルカー・ルール

1933年に制定されたグラス＝ステイガール法（Glass-Steagall Act）（1933年銀行法）は、銀行業務と証券業務の分離を規定したものである。その後、1999年のグラム＝リーチ＝ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）（金融サービス現代化法）は、この業際規制を大幅に緩和した。すなわち、同法の制定により、金融持株会社による証券・保険業務（引受および代理業務）、ミューチュアル・ファンド業務、マーチャント・バンキング業務を含む金融業務（本源的金融業務）またはこれらに付随する業務が可能となった。また、金融持株会社を通じて自己勘定取引が容易となり、金融危機が発生する以前には、金融グループの重要

な収入源になっていた。もっとも、このような規制緩和の流れは、ドッド・フランク法の制定によって転換を余儀なくされた。すなわち、同法では、預金保険の対象となる金融機関、同金融機関を支配する会社およびそれらの子会社等が、株式等の自己勘定取引、ヘッジファンド、プライベート・エクイティファンドへの投資を行うことを禁止した。この規制は、ボルカー元FRB議長の名前を冠して「ボルカー・ルール」と呼ばれている。ボルカー・ルールは、銀行などが自己のポジションで過度にリスクの高い取引を行い、また規制当局が把握しにくいヘッジファンドへの投資を行うことで、経営危機を招くことを防止するために制定された。本ルールは、「大きすぎて潰せない (Too Big to Fail) 問題」に対する処方箋であり、金融機関の救済に際して納税者の負担を回避することを目的とする。

ボルカー・ルールは、ドッド・フランク法の多岐にわたる規制のなかでも、国内外で最も注目されたものの一つである。そのため、本ルールについては、わが国でも、その内容を紹介する多くの文献がある。本書の特色は、本ルールにおけるアメリカでの議論 (先行研究) をもとに、その問題点を検討している点にある。

本書によれば、まず、ボルカー・ルールに関しては、事前に十分な影響分析がなされていない。たとえば、ドッド・フランク法は金融危機の再発を予防するためのものであるところ、銀行の自己勘定取引と金融危機の関係を明確に証明した先行研究は見当たらない。また、同ルールには、例外として許容される業務が規定されている。しかし、マーケット・メイク業務など、禁止業務との区分けが困難なものもある。そのため、規制色が強くなりすぎた場合、マー

ケット・メイク業務に支障を来し、市場の流動性が失われる危険性がある。さらに、ルールの効果自体を疑問視する研究も多い。たとえば、明確な禁止業務については、ボルカー・ルールの施行以前に、銀行本体から分離 (スピノフ) されており、この点で、同ルールの効果は限定的である。さらに、同ルールの意図とは反対に、その施行により、銀行の倒産確率を増加させる可能性も紹介されている。

本書におけるボルカー・ルールの評価は、基本的にネガティブである。その理由として、①大規模金融機関が引き起こした外部不経済への対処として最善の選択であったか疑わしいこと、②禁止業務とシステミック・リスクの関係が証明されたとは言えないこと、③ファイナル・ルール (2013年12月) が要求する内部コンプライアンス・プログラムに問題があること、そして、④禁止業務と許容業務の区別が不明で、この点についての、規制当局の直接的な監視手法が明確でないことが挙げられている。その上で、明確な禁止業務は本体からスピノフされていることから、その効果は限定的であり、同ルールは、コンプライアンス・プログラムの構築に関する社会的コストを増加させるだけとなる恐れがあると結論づけている。

本書が指摘するように、ボルカー・ルールの施行以前に、すでに銀行は、同ルールで禁止されている自己勘定取引を本体から切り離す動きを加速させていた。この点で、同ルール施行の影響は小さいと言える。しかし、このような動きは、ボルカー・ルールの施行を見越して行われたものであることから、同ルールの制定の影響という点では、効果は限定的とは言えないであろう。ただし、ドッド・フランク法が、システミック・リスクの予防に主眼を置く以上、本

書が述べるように、自己勘定取引とシステムミック・リスクの相関関係の立証は不可欠で、この点に関する十分な実証研究が求められる。

## VI. ヘッジファンドと店頭デリバティブの規制強化

ヘッジファンドと呼ばれる私募ファンドは、アメリカの規制当局（SEC）への登録が免除され、その規制は、主として、市場を通じた間接的なものにとどまっていた。ノーベル賞受賞者によるファンドとして話題となったLTCMの破綻の後、SECはヘッジファンドの規制強化に乗り出したものの、新規則が裁判所により無効とされるなど、その実現は困難を極めていた。ドッド・フランク法は、私募ファンドの運用を指図する投資助言者について、一定規模以上のものについてSECへの登録を義務づけた（ヘッジファンド・アドバイザーとしての登録）。登録を義務づけられる投資助言者は、記録の保存義務があり、定期的に規制当局に報告する義務を負う。

金融危機以前に、ヘッジファンドがいわゆるサブプライムローンに多額の投資をしていたことは良く知られている。もっとも、アメリカでは、ヘッジファンド自体が金融危機の直接の要因となったとは考えられていない。本書によれば、①大規模銀行等と傘下のヘッジファンドとの関係が不透明で、規制当局によるシステムミック・リスクの監視にとって障害となっていること、②金融危機時にヘッジファンドによる投げ売りが大幅な資産価値下落の一因になったとの指摘があること、③ファンドによる詐欺事件（本書9章で紹介されているメイドフ事件など）が増加していること、④個人投資家が間接的に

投資をする機会（ファンド・オブ・ファンド）が普及し、投資者保護の必要性が高まったことなどを背景に、その規制が実現した。もっとも、上記のように、規制の必要性は金融危機以前から認識されており、金融危機を契機に、SECがその宿願を果たしたものと言える。

比較的小規模のヘッジファンドの監督は、州の規制当局に委ねられる。ドッド・フランク法により洲が管轄するヘッジファンドの数が数千規模で増加するという予想もあり、本書では、監督体制の不備から、詐欺事件の多発など投資者保護に欠ける事態を招来することが懸念されている。

つぎに、店頭デリバティブ取引は、金融危機を拡散させた要因の一つとされ、2009年に開催されたG20でも、国際的な協調のもとで規制を整備する必要性が確認された。このようなことを背景として、ドッド・フランク法では、集中清算機関による清算制度の導入、電子取引システムでの取引の執行を義務づけ、従来の市場規律型の規制から、規制当局による直接的な監督規制に舵を切った。本書では、規制の複雑性から、実際の規制の運用に支障が生じる可能性や規制当局の管理能力が不備であった場合に、規制の実効性が大きく損なわれることが危惧されている。なお、既述のように、店頭デリバティブ取引の規制は国際的な約束事であった。そのため、わが国でも、金融商品取引法の改正などで、一定の店頭デリバティブ取引の中央清算機関を通じた清算業務の導入、取引情報の報告義務や電子取引システムの仕様の義務付けが規定された。もっとも、アメリカと比べて、わが国の店頭デリバティブ取引の市場規模は小さく、規制の影響はドッド・フランク法によるものの比ではない。

ところで、ドッド・フランク法では、銀行からデリバティブ部門の分離を求める、いわゆる「スワップ・プッシュアウト条項」が盛り込まれたことも重要である。この条項は、当時の農業委員会の委員長であったリンカーン上院議員の名を冠して、「リンカーン修正条項」とも呼ばれた。これは、スワップ・エンティティに対する連邦政府の財政支援を禁止するもので、財政支援には、預金保険制度の利用が含まれる。この条項により、預金保険制度の対象となる銀行はクレジット・デフォルト・スワップなどのスワップ・エンティティの分離を求められるはずであったが、法案の審議の過程で、例外とされる業務が拡大されている。本書では、リンカーン修正条項は、それゆえに、非常に複雑な内容となっており、その複雑さは、実際の市場管理において多くの抜け穴を生みだし、規制当局の現実的な対応を困難にさせかねないと指摘している。

リンカーン修正条項は、審議の過程において、議会の議員のみならず、規制当局者からも異論が唱えられるなど、その動向は波乱含みであった。2014年12月に、この条項の大部分を廃止する内容の修正法案が、大規模な歳出法案の一部として可決された。アメリカでは、この法案可決を契機に、ドッド・フランク法の他の規制を同様に弱体化させるべきとの政治的雰囲気が生まれる可能性も指摘されている (Despite Swaps Push-Out Rollback, Omnibus Spending Bill Becomes Law, Securities Regulation & Law Report vol.46, p.2401)。

## VII. むすびに代えて

本書の序章では、本書の背景となる問題意識

として、第一に、ドッド・フランク法がもたらす新たな規制体系は、アメリカ市場の国際競争力の強化や市場の効率性と整合的となり得るのか、第二に、連邦議会での審議が十分に行われたのか、第三に、制定された法律や諸規則は、資本市場の機能や市場参加者の行動にどのような影響を与えるのか、といった点が挙げられている。これらの問題意識について、本書がすべての解答を提示しているわけではない。特に、第一と第三の問題に関する結論を得るには、いましばらくの時間的猶予が必要かもしれない。他方で、第二の問題については、現時点でも、過去の事実の検証は可能である。金融危機の再発を予防するといった観点から、立法が急がれた事情は理解できる。もっとも、本書が指摘するように、金融危機の経済的分析が不十分であれば、規制の妥当性にも疑問が生じることは否定できない。

「歴史は繰り返す。」これまでの金融規制でも、[[不祥事の発生] → [規制強化] (レギュレーション) → [過剰規制 (との批判)] → [規制緩和] (デレギュレーション)] が繰り返されていた。特に、ドッド・フランク法は、金融危機の後、体力を失い、また、世間の非難の矢面に立たされた金融界が抵抗することのできない状況での立法であった。今後、アメリカ経済の回復とともに、金融界の影響力が復活すれば、その揺り戻しも予想されるところである。その際には、本書の問題意識をあらためて検証する機会が訪れることとなる。

(同志社大学法学部教授)