

米国の金融規制動向

2018年 10月

野村総合研究所未来創発センター フェロー
東京大学 客員教授

大崎 貞和

s-oosaki@nri.co.jp

〒100-0004
東京都千代田区大手町1-9-2 大手町フィナンシャルシティグランキューブ

Share the Next Values!

米国における金融規制改革の歴史

- 1920年代の市場の過熱や不正行為の横行の再発を防止するために1930年代に大きな制度改革を実施。
 - 1933年証券法、1934年証券取引所法ほか連邦証券諸法の整備。情報開示に基づく投資者保護の仕組みが確立。
 - 1933年銀行法における銀証分離制度の導入(グラス＝スティーガル法、GS法)。
- 1980年代後半以降、銀行の業務範囲拡大が進み、1999年のグラム＝リーチ＝ブライリー法(GLB法)で銀証分離規制を大幅に緩和。
- 2002年のサーベンス＝オックスリー法(SOX法、企業改革法)では上場企業に対する開示規制を大幅に強化。
- 2010年のドッド＝フランク法(DF法)では世界金融危機の教訓を踏まえた規制強化が実現。
- 2012年にはJOBS法(Jumpstart Our Business Startups Act)が成立。ベンチャー企業による資本市場からの資金調達拡大が狙い。

規制改革の流れを規定したもの

- 市場が過熱する中で、不正行為やモラル・ハザードが横行する。その熱狂が醒めた後、「再発防止」のための規制強化が実施される。
 - 問題となった不祥事の要因に必ずしも対応しないような規制も導入されがち。
- 規制強化が行き過ぎると、「競争促進」や「ベンチャー育成」を旗印に掲げた規制緩和が行われる。
- 保守的志向の強い共和党が規制緩和、リベラル色の強い民主党が規制強化といった色分けもなされがちだが、それほど単純ではない。
 - 共和党内にも反ウォール街的傾向は強い。他方、投資銀行業界にも根強い民主党支持がある。
 - 中小企業を支えるという発想は両党に共通。JOBS法は党派を超えて支持を集めた。
- 情報開示に基づく自己責任での投資という基本的な考え方は1930年代から一貫。

(参考)DF法の主要内容

■ システミック・リスクへの対応

経営破綻が金融システム全体の安定性を損なうシステミック・リスクを伴う金融機関を連邦準備制度理事会(FRB)の監督下に置くとともに、システミック・リスクに対処する金融安定監視評議会(議長は財務長官、各規制当局の長がメンバー)とリスク評価のための情報収集にあたる金融調査庁を設置。

■ トウー・ビッグ・トゥ・フェイルの排除

金融機関の破綻手続を整備するとともに、銀行のヘッジファンド等への投資を中核自己資本の3%に制限するなど、高リスク業務を制限する規制(いわゆるボルカー・ルール)を導入。

■ 店頭デリバティブ取引に対する規制強化

標準化されたデリバティブ取引に対する清算機関利用の義務づけるとともに、集中清算を利用しない取引に対する自己資本規制、マージン規制を導入。

■ 投資ファンドに対する規制強化

ヘッジファンドを運用する投資顧問業者に対して証券取引委員会(SEC)への登録を義務づける。

■ 金融機関監督制度の整備

貯蓄金融機関監督庁(OTS)を廃止する一方、保険会社を監督する連邦保険庁を財務省に設置。

■ 格付機関の規制強化

格付機関のガバナンス強化など。

■ 証券化に対する規制強化

オリジネーターに対する信用リスクの保有義務付けや開示規制の強化など。

■ コーポレート・ガバナンスの向上

上場会社の報酬委員会の独立性強化、SOX法の内部統制監査制度の適用範囲限定など。

■ 消費者保護の強化

FRB内に金融消費者保護局を設置するとともに、住宅ローン市場の規制・監督を強化する。

トランプ政権発足後の動き

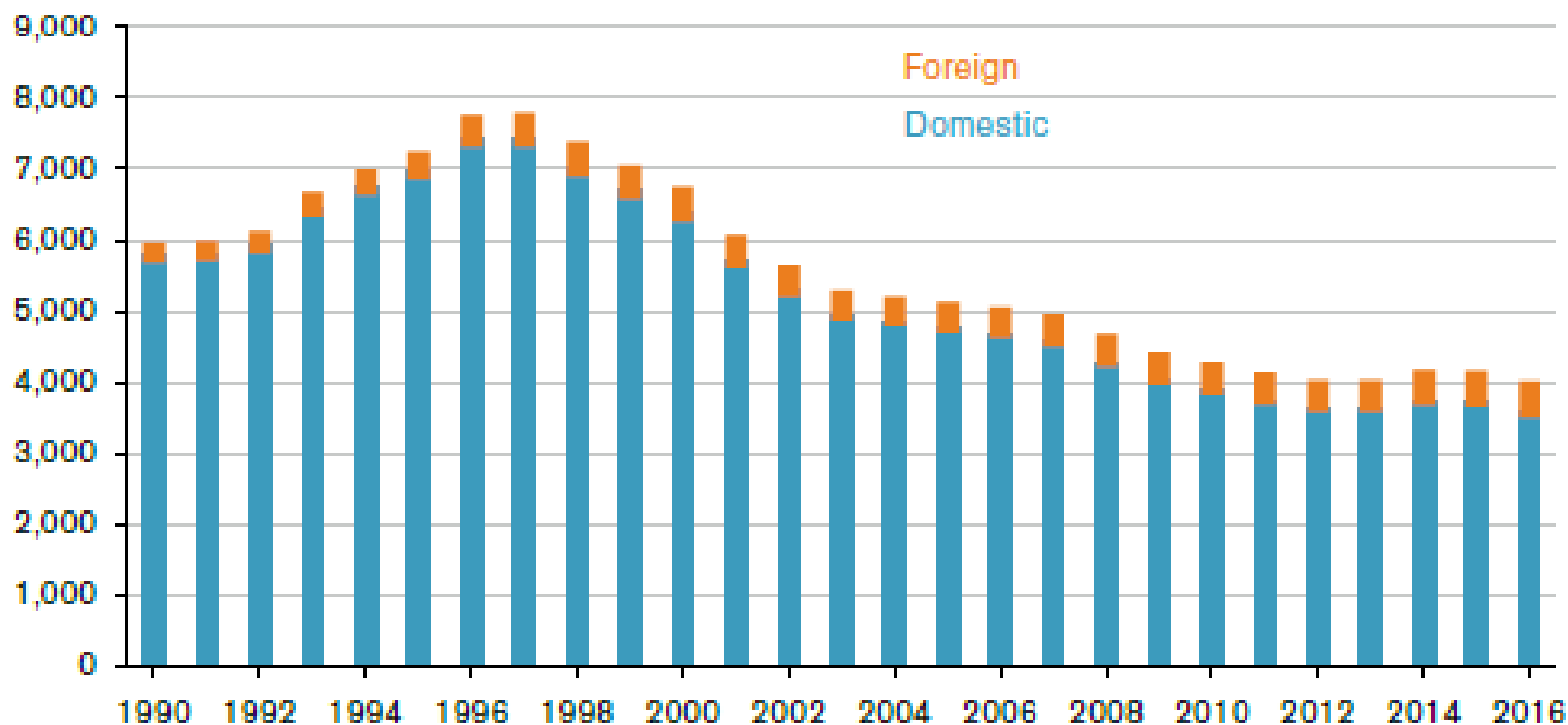
- 2017年2月3日の大統領令で「中核的原則」を策定。
 - 財務長官に対して既存の金融規制が同原則に合致しているかどうかの検証と必要な改革の検討を命じる。
 - 同日付の大統領覚書ではフィデューシャリー・デューティー・ルールについての再検討を指示。
- 2017年4月21日の大統領覚書では、金融安定監視評議会(FSOC)の決定プロセスや整然清算権限(OLA)による清算手続の見直しを財務長官に指示。
- 2017年6月から1年をかけて、①銀行規制、②資本市場規制、③保険業及び投資運用会社に対する規制、④フィンテックに関する財務省の報告書公表。
- 議会では2017年6月、下院が「チョイス法案(Financial CHOICE Act)」を可決。いわゆるボルカー・ルールを廃止するなど、DF法の諸規定を大胆に見直す内容。

(参考)金融規制改革の「中核的原則」

- (a) アメリカ国民が独立して金融上の決定を行い、市場で十分な情報に基づいた選択をし、退職後に備えた貯蓄を行い、個人資産を形成することを可能にすること。
- (b) 納税者の負担による(経営破綻金融機関の)救済(bailouts)を避けること。
- (c) システミック・リスクやモラル・ハザードや情報の非対称性といった市場の失敗を解決するための規制の影響分析をより厳格に(more rigorous)行い、経済成長と活発な金融市場を促進すること。
- (d) アメリカ企業が国内及び海外市場において外国企業に対して競争力を有するようにすること。
- (e) 国際的な金融規制に関する交渉や会合において、アメリカの利益を追求すること。
- (f) 規制を効率的で効果的で、かつ実態に即した(appropriately tailored)ものとする。
- (g) 連邦金融規制機関の公的なアカウントビリティを回復し、連邦金融規制の枠組みを合理化すること。

(参考)米国では上場企業数が半減

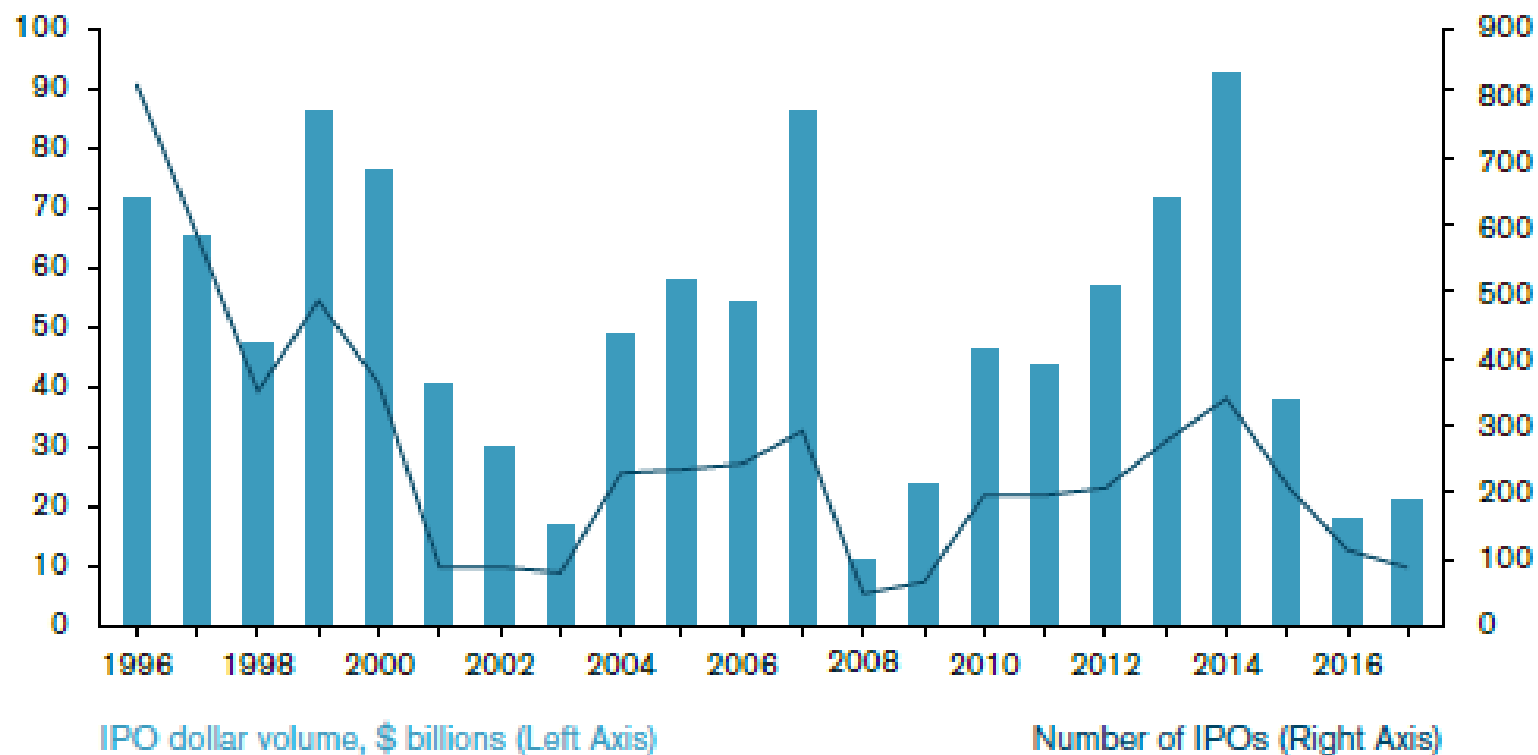
- 但し、上場企業の平均時価総額は1996年の18億ドルから73億ドルに増加。



(出所)米国財務省報告書(2017年10月)

(参考)米国のIPO件数は減少

- 金融危機後のIPO件数は年平均188社。危機前の325社から減少。2017年(8月まで)の平均調達額は約2億ドル。



(出所)米国財務省報告書(2017年10月)

DF法改正法案の成立

- 2018年5月24日「経済成長・規制緩和及び消費者保護法」が成立。
 - 2018年3月上院本会議で可決。下院のチョイス法案とは内容の乖離が大きい。
 - ホワイトハウスの支持を受けて下院でも可決。大統領が署名して成立。
- ボルカー・ルール適用除外対象が総資産100億ドル未満の金融機関に限定されるなど、規制緩和を徹底するものとは言えない。
 - システム上重要な金融機関とされ得る金融機関の総資産基準を500億ドルから2,500億ドルに引き上げ。
- トランプ大統領は、中小金融機関に対する規制を緩和することで中小企業向け金融を拡大できると主張。
- 共和党の一部には改めてDF法の他の規定を改正すべきといった主張もあるが、民主党の協力は得られないだろう。

トランプ金融規制改革の特色

- 「DF法の撤廃」を主張してきたが、金融規制に関する一定の哲学に基づくというよりも、オバマ前政権の否定という色合いが濃い。
 - トランプ氏は、「グラス＝スティーガル法の21世紀版」の必要性を唱えたことすらある。
- 「ディール志向の大統領」の面目躍如。
 - 就任前は大手金融機関に対する批判的姿勢もみられたが、DF法改正という目標のためにJPモルガンのCEOとも協調した。
 - ムニューシン財務長官も大手GS出身。但し、ゲーリー・コーンNEC議長は貿易問題への対応等で退任。
 - 2018年11月に中間選挙を控え、政策実行力をアピールするために規制緩和策としては十分とは言えない上院法案を丸呑み。
- 一貫した方向性がないだけに今後の動向は不透明。ウォール街批判を展開するといった可能性も排除できない。

仮想通貨、トークンへのHowey基準の適用

- 2016年6月にThe DAOという投資組織を立ち上げたドイツの企業が、「クラウドファンディング」と称してイーサリアムとの交換でトークンを発行。
 - DAO(Decentralized Autonomous Organization)自体は一般名詞。
- トークンを購入した投資家は The DAOが行う投資プロジェクトを通じて利益を得られるという期待があり、プロジェクトの成否はドイツ企業の経営者や投資対象を選定するキュレーターなどの努力に依存していた。米国証券取引委員会(SEC)はこうした場合は有価証券である「投資契約」に該当すると判断(2017年7月公表の報告書による)。
 - 1946年のHowey事件連邦最高裁判決で確立されたHowey基準を援用。①資金の拠出、②共同の事業、③収益獲得の期待、④収益獲得がもっぱら資金拠出以外の他人の努力によること、の四つの要件が満たされる場合、連邦証券法の規制を受ける「投資契約」となるというもの。
- トークン保有者には一定の議決権などの権利が付与されることになっていたが、SECはそれらの権利は事業をコントロールできるほどのものではなく、投資家が直接事業に関与しているとは言えないと判断。
- 他方、ビットコインに関しては、CFTC所管の「商品」にあたると判断。

詐欺的ICO等に対する積極的な摘発

- SECは、2017年9月、新たにサイバー・ユニットを設置して証券市場におけるサイバー犯罪等の不正行為を積極的に摘発へ。
- 詐欺的なICO (Initial Coin Offerings) に対しては、The DAOに関する報告書が明らかにしたように Howey基準を適用して無登録の証券募集として規制へ。
 - 無登録の証券募集であれば、SECによる差し止め請求や制裁金賦課の対象となる。2017年9月にはRecoinに係る初の提訴が行われた。
 - Recoinについてはその後司法省による刑事訴追が行われ、被告人は無罪を主張。現在審理中。
- SECは2017年12月にPlexCoinと呼ばれる詐欺的なトークン発行を差し止める一方、レストラン評価アプリを提供するMunchee社のICO計画に対しても警告を発した。
- 有価証券に該当する仮想通貨を取り扱う仮想通貨交換業者は、国法証券取引所または代替取引システム (ATS) としてのSEC登録を求められる (2018年3月、注意喚起文書公表)。
 - 今のところ実際にATSとしての登録を完了した仮想通貨交換業者はないようである。

PlexCoin 事件

- SECサイバー・ユニットによる初の不正摘発事案。
- P社の経営チームの選定する投資によるリターンから1月で1,354%の利益が得られると称するPlex Coinというトークン
を無登録で募集した。
- 実際には投資対象を選定する経営チームは存在せず、主導者でありカナダで違法行為の常習者として知られていた人物の名前を秘して勧誘を行っていた。
- SECは違法行為の恒久的差止命令と投資家から集めた資金の没収、利息分の追徴、民事制裁金の賦課などを求めた。

投資家に警告するSEC

SECが制作・公開した詐欺ICOの模擬サイト

The image shows a screenshot of a website for 'HOWEYCOINS'. The website has a navigation menu with links for 'ABOUT', 'INVESTMENT LADDER', 'MEET THE TEAM', 'TESTIMONIALS', and 'CONTACT'. The main content area features a large banner with a tropical background of a swimming pool and palm trees. The banner text reads 'PRE-ICO SALE IS LIVE'. Below this, there is a countdown timer showing '15% BONUS ENDS IN 14 : 22 : 26 : 19', with sub-labels 'Day(s)', 'Hours(s)', 'Minute(s)', and 'Second(s)'. To the right of the timer is a red button that says 'TOKEN SALE!' and a blue button that says 'Learn More'.

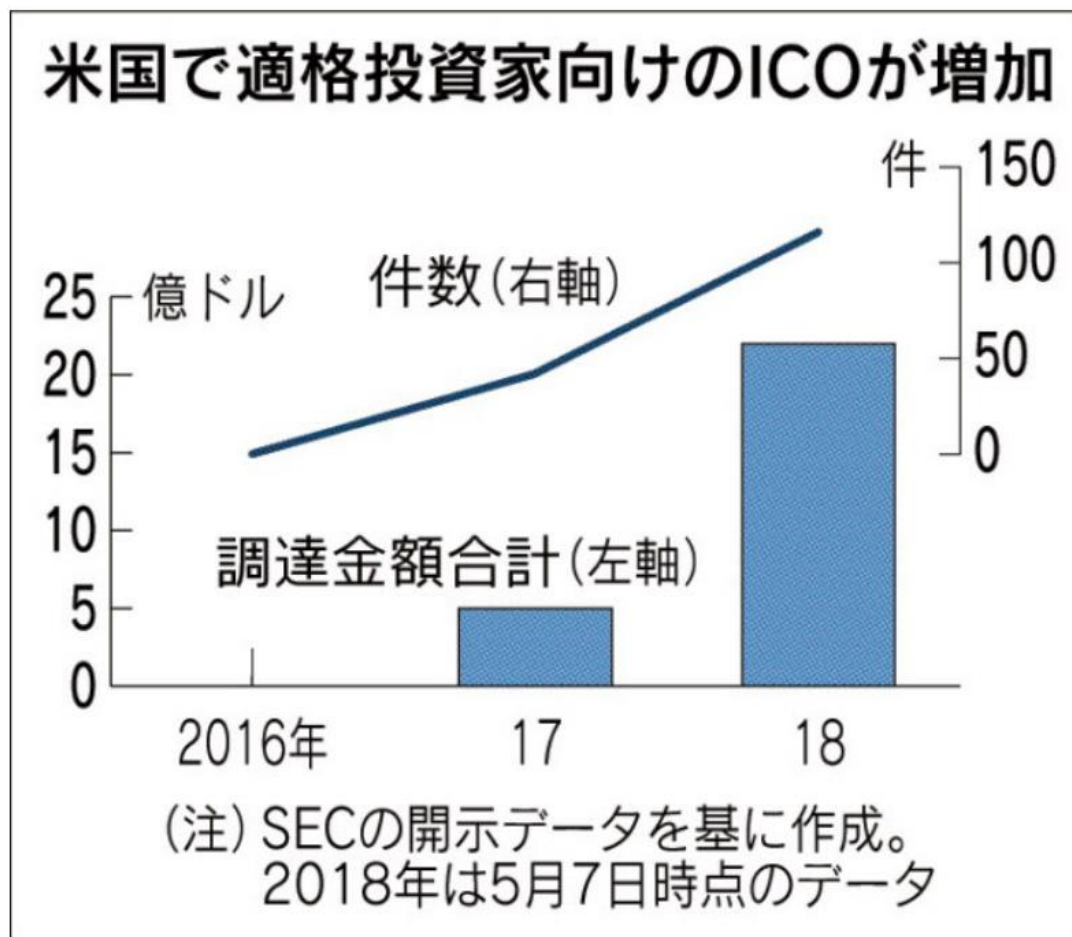
Munchee事件

- スマホ向けのレストラン評価アプリを提供するM社がアプリの機能改善や利用者拡大のための宣伝などの費用を賄う目的でMUNと称するトークンを組成。
- 組成されるトークンの約半数をICOで売却し、残りを口コミを投稿したアプリ利用者や自社従業員、アドバイザー等への報酬支払いに充てる。
- Howey基準に照らした分析の結果、有価証券に該当しないと判断したという。発行者の提供するサービス利用の対価として使用できるトークンは有価証券ではないとの判断に基づいたものと思われる。
- SECは、MUNをめぐる「エコシステム」が確立されればアプリ内での様々な機能の購入に利用でき、情報を掲載するレストランでの食事代金を支払うといった可能性もあるとか広告収入が増加すれば販売済みのMUNの流通を減らす(消却する)などと述べていた点を捉え、もっぱら他人の努力によって価値が増加する有価証券に該当すると判断した。
- M社は、SECからの指摘を受けて募集活動を停止し、既に払い込まれていた資金を投資家に返還した。SECは民事制裁金の賦課などの厳しい制裁を求めることは差し控えた。

私募によるトークン販売の可能性

- SECによる規制を回避するために私募に関するセーフハーバー・ルールであるレギュレーションDに依拠して、同規則にいう適格投資家 (accredited investors) に販売対象を限定する手法でトークンを販売するケースが増加している。
 - レギュレーションDの規則506は、適格投資家及び35名以内のその他の投資家に対する無登録証券の売付を認める。但し、発行者はSECに対して発行者の名称、住所や役員の名等を記載したフォームDを提出しなければならない。
 - 適格投資家には銀行や機関投資家などのほか、発行者の役員、世帯の純資産が100万ドル超または直近2年間の年収が20万ドル(夫婦で30万ドル)超の個人なども含まれる(規則501)。米国の人口の8.5~10%が該当するとの見方も。
 - 勧誘の対象となる投資家が適格投資家であることを確認する合理的な手段を講じていれば、幅広い勧誘、広告なども許容される。
- レギュレーションDに依拠する資金調達は、最初はトークンを発行せず、将来のトークン発行を予約するSAFT (Simple Agreement for Future Tokens) と呼ばれる投資契約の形をとる場合も多い。
 - 将来のある時点で、SAFTに応募した投資家に対してトークンが交付され、同時にICOも実施される。

増加する私募によるトークン販売等



(出所)『日本経済新聞』2018年5月9日付朝刊7面。

(参考)Block.one によるICO

- 2017年6月に開始され、約1年間で過去最大規模の40億ドル相当を調達。
 - 規制上の位置づけが不明確だとして米国居住者には販売せず。
- イーサリアム上のトークン(EOS)を発行し、調達資金は自社の新たなオープンソース・ブロックチェーン(EOS.IO)の開発やベンチャーキャピタル投資に充当。
- EOS.IO上では当初発行されたEOSTトークンは使えない。2018年6月のEOS.IOローンチに伴い、EOSTトークン保有者には新たなトークンがAirdrop(無償配布)された。
 - 無償配布であれば有価証券募集にはあたらないという見方。
 - EOS.IO上の開発に必要なRAMを入手するためにはEOSTトークンが必要。EOS.IOの特徴は取引処理のスピード(ミリ秒単位での処理が可能)。
- 今後はRAMの取引市場の形成も視野に入れている。

有価証券性を動的に捉えるSEC

- SECのウィリアム・ヒンマン企業金融局長が、2018年6月に行った講演で、現在のビットコインやイーサリアムは有価証券に該当しないとの見解を示す。
- 同時に、これまで行われてきたほとんどのICOはHowey基準に照らして有価証券の募集に該当すると指摘。
 - 現在行われているSAFTに対しては、個別に判断すべきとの考えを示す。
- 当初の募集が有価証券として行われたものも十分に分権的なネットワークが形成され、特定の者に投資判断に必要な情報の開示を求めることが合理的でないような状態に達した場合には、有価証券規制を受けずに流通させ得るとの考え方を示す。
 - イーサリアムの最初の販売が有価証券の募集であった可能性を排除せず。
 - ビットコインETFに対する否定的姿勢は、ビットコインの有価証券性とは関係なし。