

IMES DISCUSSION PAPER SERIES

金融規制の効率性と透明性： 米国における金融規制の見直しを題材に

たいら こうさく
平良 耕作

Discussion Paper No. 2019-J-8

IMES

INSTITUTE FOR MONETARY AND ECONOMIC STUDIES

BANK OF JAPAN

日本銀行金融研究所

〒103-8660 東京都中央区日本橋本石町 2-1-1

日本銀行金融研究所が刊行している論文等はホームページからダウンロードできます。

<https://www.imes.boj.or.jp>

無断での転載・複製はご遠慮下さい。

備考：日本銀行金融研究所ディスカッション・ペーパー・シリーズは、金融研究所スタッフおよび外部研究者による研究成果をとりまとめたもので、学界、研究機関等、関連する方々から幅広くコメントを頂戴することを意図している。ただし、ディスカッション・ペーパーの内容や意見は、執筆者個人に属し、日本銀行あるいは金融研究所の公式見解を示すものではない。

金融規制の効率性と透明性： 米国における金融規制の見直しを題材に

たいら こうさく*
平良 耕作*

要 旨

リーマン・ショックを発端とする金融危機以降、米国においては、いわゆるドッド＝フランク法の施行等により、金融システムの安定を確保するため、規制・監督面での強化が図られてきた。もっとも、最近では、これまでの規制強化の動きに対する見直しが提言されているほか、その一部については法改正等が行われている。こうした提言では、規制の効率性や透明性確保の観点から、費用便益分析（cost benefit analysis）の実施や規制枠組みの公表のあり方の見直しが論じられている。本稿では、米国の行政法規や金融危機以降に導入された米国独自の金融規制を概観したうえで、同規制の見直しに向けた提言等を整理することを通じ、わが国の金融規制のあり方を考える際の示唆を得る。

キーワード：金融規制、効率性、透明性、費用便益分析、パブリックコメント、規制枠組みの公表

JEL classification: K23

* 日本銀行金融研究所企画役補佐（E-mail:kousaku.taira@boj.or.jp）

本稿の作成に当たっては、河村賢治立教大学教授、小出篤学習院大学教授、山本隆司東京大学教授ならびに金融研究所スタッフから有益なコメントを頂いた。ここに記して感謝したい。ただし、本稿に示されている意見は、筆者個人に属し、日本銀行の公式見解を示すものではない。また、ありうべき誤りはすべて筆者個人に属する。

目次

1. はじめに.....	1
2. 米国における金融規制と行政手続.....	3
(1) 規則制定手続.....	3
(2) 費用便益分析 (cost benefit analysis) 関連法規.....	4
3. 金融規制改革に関する米国での議論.....	6
(1) 金融規制における費用便益分析の実施に関する議論.....	8
イ. ボルカー・ルールの見直しを巡る議論.....	8
ロ. 費用便益分析に関する米国財務省による提言内容.....	10
ハ. 費用便益分析の実施にかかる留意点.....	11
(2) 規制枠組みの公表のあり方に関する議論.....	14
イ. ストレステストを用いた米国の自己資本規制.....	15
ロ. 破綻処理計画 (Living Will) の提出制度.....	21
4. わが国への示唆.....	24
(1) 費用便益分析について.....	25
イ. 費用便益分析における情報技術の活用と留意点.....	25
ロ. 費用便益分析におけるパブリックコメントの活用と留意点.....	26
(2) 規制枠組みの公表のあり方について.....	29
イ. 審査基準および処分基準の公表のあり方.....	29
ロ. ガイドラインの活用について.....	31
5. おわりに.....	32
参考文献.....	35

1. はじめに

米国では、リーマン・ショックを発端とする金融危機以降、ドッド=フランク法の施行等により、金融規制や金融監督面で強化が図られてきた¹。具体的には、金融システムの安定にかかるリスクの特定等を目的として、金融安定監督評議会 (Financial Stability Oversight Council: FSOC) が設立されたほか²、FSOCによって金融システム上重要と認定されたノンバンク金融会社および大規模な銀行持株会社は、連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System: FRB) の監督に服し、厳格な健全性規制 (Enhanced Prudential Standards) の適用を受けることとなった³。

現在、米国では、金融危機以降に強化されてきた金融規制について、規制の見直しの必要性が議論されており、一部規制については、緩和する方向で法改正等が行われている。規制の見直しには、規制強化に対する揺り戻しの側面もあるが、関連する主張の中には、過剰な金融規制や不透明な規制上の取扱いが米国の経済成長や金融市場に負に寄与したのではないかといった問題意識のもと、規制の効率性や透明性といった観点から、規則制定にかかる金融規制当局の裁量や権限に対し、統制の強化を試みる提言がみられる。

ここで、規制の効率性とは、法規制を導入して得られる社会的便益がそれによって生じる社会的費用を上回る場合に、当該規制が正当化されることとされており⁴、そのような費用と便益の大小を比較する手法としては、費用便益分析 (cost benefit analysis) がある。また、規制の透明性とは、規制を受ける側にとって、行政対応についての予測可能性が確保されていることを意味する⁵。規制枠組みの詳細な公表により、規制を受ける側としては、規制対応の予測可能性が

¹ The Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (Pub.L. 111–203, H.R. 4173) . ドッド=フランク法の制定に至る経緯や概要については、岩原 [2017] 23~48 頁参照。

² 12 U.S.C. §5321. 金融安定監督評議会 (Financial Stability Oversight Council: FSOC) は、財務長官を議長として、連邦準備制度理事会 (Board of Governors of the Federal Reserve System: FRB) 議長、通貨監督庁 (Office of the Comptroller of the Currency: OCC) 長官、消費者金融保護局 (Consumer Financial Protection Bureau: CFPB) 局長、証券取引委員会 (Securities and Exchange Commission: SEC) 委員長、連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation: FDIC) 総裁、商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission: CFTC) 委員長、連邦住宅金融庁 (Federal Housing Finance Agency: FHFA) 長官、信用組合監督庁 (National Credit Union Administration: NCUA) 理事会議長、大統領が指名する独立した保険の専門家の計 10 名の議決権を有する構成員と、金融調査局 (Office of Financial Research: OFR) 局長、連邦保険局 (Federal Insurance Office: FIO) 局長、州保険監督機関の代表者、州銀行監督機関の代表者、州証券監督機関の代表者の計 5 名の議決権を有さない構成員によって構成される。

³ 12 U.S.C. §5365.

⁴ 平岡 [2018] 244 頁。

⁵ 佐藤 [2010] 79 頁。

高まる結果、規制対応コストの低下を通じて、規制の効率性が高まると考えられている⁶。さらに、規制枠組みが詳細に公表されることで、規制当局の行政対応の恣意性が抑制され、規制に対する信頼性を高めることも期待されている⁷。

金融規制当局に対する統制の必要性はこれまでも議論がみられ、今般の金融危機以降において初めて指摘されるものではない⁸。しかし、ドッド＝フランク法は、金融規制当局の権限や裁量を大幅に強化・拡大させるものであったことから、その統制の必要性が改めて注目されている⁹。こうした議論では統制手法という観点から、金融規制に対する費用便益分析の実施や規制枠組みの詳細な公表について、さまざまな有用性が再認識されるとともに、その限界や留意点も指摘されている。

わが国においては、金融危機以降、米国ほど金融規制が強化されておらず、米国における議論がそのまま当てはまるわけではない。また、そもそも金融規制の主体である国家と金融システムとの関係は、法域ごとに多様であることは論をまたない。しかし、金融危機以降に導入された米国独自の金融規制の一部は、わが国の金融機関にも適用されるほか¹⁰、金融システム間の相互連関性にかんがみると、海外における金融規制を巡る動向は、わが国の金融機関や金融市場にとっても無視しえない。また、わが国では、近年、情報技術の進展といった金融を取り巻く環境変化を背景に、これまでの金融規制を見直す方向での議論もみられる¹¹。このため、金融規制の効率性や透明性に関する米国の議論を行政法的視座から整理し考察することは、わが国の今後の金融規制のあり方を検討するうえでも、有益であると思われる。

このような問題意識から、本稿では、2017年6月に米国財務省が公表した報告書（A Financial System That Creates Economic Opportunities: Banks and Credit Unions. 以下、Department of the Treasury [2017a] という。）や2018年5月に成立した、ドッド＝フランク法の一部改正を内容とする「経済成長・規制緩和および消費者保護法」（Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act）等を題材に、金融規制の効率性や透明性にかかる議論を整理する。そのう

⁶ 佐藤 [2010] 132～133 頁。

⁷ 佐藤 [2010] 79 頁。

⁸ 米国において発生した大規模な会計不祥事に対応して 2002 年に制定されたサーベインズ＝オクスリー法に関連し、米国資本市場の競争力の確保・強化の観点から、規制の目的と市場参加者にかかるコストとのバランスが重要であるとの指摘がみられた。大川 [2007] 76 頁参照。

⁹ Skeel [2015] pp.3-4, Coates [2015] p.885.

¹⁰ 例えば、米国に営業拠点を有する邦銀は、後述するボルカー・ルールの対象となる。米国の金融規制がわが国の金融機関に及ぼす影響の概要については、神田・神作・みずほフィナンシャルグループ [2017] 215 頁〔嘉幡丈裕〕参照。

¹¹ 金融審議会金融制度スタディ・グループ [2018] 。

えで規制の効率性や透明性を高めるための手法として、費用便益分析の活用や規制枠組みの詳細な公表について、その限界や留意点を整理し、わが国への示唆を述べる。

以下では、まず、米国における規則制定に関連する法規、とくに費用便益分析や規制枠組みの公表にかかるルールについて確認する（2節）。次に、金融危機以降に米国で導入された規制の見直しに関する議論およびそれを踏まえた法改正や金融規制当局の対応等を概観する（3節）。そのうえで規制の費用便益分析および規制枠組みの公表のあり方に関する留意点や、わが国への示唆を指摘し（4節）、本稿を総括する（5節）。

2. 米国における金融規制と行政手続

（1）規則制定手続

米国における金融規制は、根拠法を基礎に金融規制当局による施行規則というかたちの行政立法に基づいて実施される。このため、米国金融規制を俯瞰する前提として、まずは連邦行政機関の規則制定手続にかかる行政関係法規を確認する。

金融規制当局である FRB や証券取引委員会（Securities and Exchange Commission: SEC）を含む連邦行政機関による規則制定（rulemaking）は、米国行政手続法（Administrative Procedure Act）の規律を受ける。その対象となる規則は、「法もしくは政策を実施、解釈、規定することを目的とし」または行政機関の運用基準を定めることを目的とした「将来に向かって効果を持つ、一般的にもしくは特定の事項について適用される行政機関の意思表示の全部または一部」とされており¹²、わが国でいう法規命令に相当する立法的規則（legislative rule）と説明される¹³。

連邦行政機関がこのような意思表示を規則として制定する際には、一部の適用除外規則制定（exempted rulemaking）に該当しない限り¹⁴、一般には、米国行政手続法における略式規則制定手続（informal rulemaking）が適用される¹⁵。

¹² S.551(4) of the Administrative Procedure Act. 訳出は、Gellhorn and Levin [1990] を翻訳した大浜・常岡 [1996] 232～233 頁によった。

¹³ 宇賀 [2006] 55 頁。

¹⁴ 適用除外規則制定に該当する場合には、米国行政手続法に定める手続を経る必要がない。適用除外規則制定に該当する事項としては、①合衆国の軍事・外交機能、②行政機関の内部管理や人事、給付行政等が挙げられる。また、適用除外規則制定に該当しない規則制定であっても、正当な理由があることを行政機関が明示したときには、米国行政手続法の適用は免除される。

¹⁵ 制定法が聴聞の機会を経た後に記録に基づいて規則を制定することを定めている場合に

略式規則制定手続においては、連邦行政機関は、まず連邦公報 (Federal Register) への掲載による事前告知義務を負う。当該告知には、規則案の全文もしくは大要または主題および関係する争点についての説明を含むことが求められる¹⁶。そのうえで連邦行政機関は、コメントを募集し、寄せられたコメントを踏まえ、規則を最終化する。なお、規則の最終化に際しては、その根拠・目的についての簡潔かつ一般的な説明を付すことが求められる¹⁷。略式規則制定手続は、行政機関のもとに多様な情報源から意見や情報を提出させ、その意思決定の実体的適正性を担保するうえで一定の実効性を有する制度であると説明されている¹⁸。

(2) 費用便益分析 (cost benefit analysis) 関連法規

略式規則の比重が増大するにつれて、これらの規制に対する統制を実体的、手続的に強化しようとする動きが広くみられるようになったとされる¹⁹。こうした動きの1つとして、1970年以降、歴代の大統領が、規制の経済的影響への配慮を担保するための統制を試みたことが指摘される²⁰。このうち、1981年に発出された大統領命令 12291号は、規制一般の目的を「社会にとっての純便益の最大化」と初めて明示し、費用便益分析をその中核的な手段として位置付けた²¹。

また、1993年に発出された大統領命令 12866号は、規則制定プロセスの効率化と規制負担の削減の観点から、連邦行政機関が規則制定にあたり遵守すべき諸原則を定めるとともに、連邦行政機関による費用便益分析に関する現行の枠組みを整備したものとして位置付けられる。同大統領命令は、「規制の可否および方法を決定する際には、連邦行政機関は、規制しないという選択肢も含め、実施可能な規制上の選択肢にかかるすべての費用および便益を評価すべき」とする。そのうえで定量化が困難なケースの存在を認めながらも、連邦行政機関は、規制の費用と便益の両方を評価し、意図する規制の便益がその費用を正当化する (the benefits of the intended regulation justify its costs) 場合にのみ、規制を提案または採用しなければならない、との規律を示す。

は、米国行政手続法 556 条および同法 557 条の規定が適用される。こうした手続は正式規則制定 (formal rulemaking) 手続とも呼称される。

¹⁶ S.553(b) of the Administrative Procedure Act.

¹⁷ S.553(c) of the Administrative Procedure Act.

¹⁸ 宇賀 [2000] 117 頁。

¹⁹ 宇賀 [2000] 72 頁。

²⁰ 宇賀 [2000] 183 頁はその背景として、十分な経済影響分析を行わないで規制が行われることが、当時の米国企業の国際的競争力の低下やインフレ、不況の一因であるとする批判が力を得てきたと説明する。

²¹ 岸本 [1997] 64~65 頁が詳しい。なお、大統領命令 12291号は、連邦行政機関に対し、主要な規則案にかかる費用と便益の比較分析および分析結果の行政管理予算局 (Office of Management and Budget: OMB) への提出を求めるとともに、同局による当該分析結果に対する審査手続を規定している。

もつとも、金融規制当局をはじめとする独立規制当局（independent regulatory agency）に対しては、大統領府からの干渉を防ぐ目的で、大統領命令 12291 号および同 12866 号のいずれも、その適用が除外されてきた²²。Department of the Treasury [2017a]は、金融規制当局が、これまで十分に費用便益分析を実施してこなかった要因として、こうした費用便益分析の実施にかかる大統領命令の適用が除外されてきたことを指摘している²³。

なお、金融規制の便益が費用を上回る場合のみの採択等を義務付けたものではないとされるが、特定の金融規制当局に対し、施行規則の制定にあたり一種の経済分析（certain analysis）の実施を求める個別法が存在する²⁴。例えば、米国商品取引所法（Commodity Exchange Act）は、商品先物取引委員会（Commodity Futures Trading Commission: CFTC）に対し、施行規則の公布前に、費用および便益の分析を行うことを求めている²⁵。また、1933 年証券法（Securities Act）、1934 年証券取引所法（Securities Exchange Act）、1940 年投資会社法（Investment Company Act）、1940 年投資顧問業者法（Investment Advisers Act）は、SEC に対し、規則の制定等に際し、投資家保護に加え、効率性、競争面への影響、資本形成の促進等も検討することを求めている²⁶。

このような個別法における経済分析にかかる規定を根拠に、これまで施行規則の制定過程において金融規制当局が実施した経済分析の十分性を巡り、訴訟が提起されてきた²⁷。これらの訴訟において、金融規制当局による経済分析が不

²² Perkins and Carey [2017] p.4.このほか、2011 年 1 月に発出された大統領命令 13563 号は、大統領命令 12866 号を補足するかたちで、既存の規制に対する事後分析（retrospective analysis）の実施を、連邦行政機関が遵守すべき原則の 1 つに追加したが、同大統領命令においても、独立規制当局は対象外とされている。なお、2011 年 7 月に発出された大統領命令 13579 号は、独立規制当局も、法に反しない限りで、これらの大統領命令に従うことを促している（encourage）が、同大統領命令も、独立規制当局に対し、規制の費用便益分析を実施することなどを義務付けたものではないとされる（河村 [2017] 134 頁）。

²³ Department of the Treasury [2017a] p.63.

²⁴ 施行規則の制定にあたり、特定の金融規制当局に対して効率性・競争・資本形成促進検討規定に基づく経済分析の実施を求める個別法について紹介した邦語文献として、河村 [2017] 136～137 頁参照。

²⁵ 7 U.S.C.§19(a)は、規則制定にかかる便益として、①市場参加者および公衆の保護（protection of market participants and the public）、②先物市場の効率性、競争力および金融の高潔性（the efficiency, competitiveness, and financial integrity of futures markets）に関する検討、③価格発見（price discovery）、④健全なリスク管理行為（sound risk management practices）、⑤その他の公益（other public interest）を挙げる。

²⁶ 15 U.S.C.§77b(b), 78c(f), 80a-2(c), and 80b-2(c).

²⁷ SEC による規則制定過程における経済分析が不十分であると判断された著名な裁判例として、「コロンビア特別区連邦控訴裁判所三部作」（D.C. Circuit Trilogy on SEC Cost-Benefit Analysis）と呼称されるものがある（Rose and Walker [2013] pp.28-33）。事案の詳細は、Chamber of Commerce v. SEC, 412 F.3d 133 (D.C. Cir. 2005)、American Equity Investment Life Insurance Company v. SEC, 613 F.3d 166 (D.C. Cir. 2010) および Business Roundtable v. SEC, 647

十分であると判断されたケースでは、規則制定としての行政決定は、米国行政手続法 706 条に基づき²⁸、専断的・恣意的 (arbitrary and capricious) であるとして、取り消されている。

このほか、費用便益分析ではないものの、独立規制当局も含めたすべての連邦行政機関に対し、事前に規制の影響分析を求める法律として、ペーパーワーク削減法 (Paperwork Reduction Act) や規制柔軟性法 (Regulatory Flexibility Act) が挙げられる²⁹。

3. 金融規制改革に関する米国での議論

今般の金融危機以降、米国では金融規制が強化されてきたが、最近では、規制強化に対する揺り戻しの面もあるものの、経済成長や金融市場の活性化等の観点から、金融規制の効率化や透明性強化の必要性が指摘されている。そのため的手段として、費用便益分析の実施や規制枠組みの公表のあり方の見直しに関するさまざまな提案がなされている。

その代表的なものが、2017 年 6 月に米国財務省から公表された Department of the Treasury [2017a] である。同報告書は、2017 年 2 月に発令された大統領命令

F.3d,1144 (D.C. Cir. 2011) 参照。なお、規則制定過程における検討が争点となった事案ではないものの、経済分析の十分性が争われた訴訟として、MetLife, Inc. v. Financial Stability Oversight Council, 177 F. Supp. 3d 219, 242 (D.D.C. 2016) がある。これは、1 節で触れた FSOC による金融システム上重要なノンバンク金融会社にかかる認定が、経済分析の不十分性を理由に、裁判所によって取り消された事案である。本件では、保険会社であるメットライフ社に対する認定に際し、同社が被る不利益として規制コストを勘案すべきかが争点の 1 つとなった。この点について、FSOC は、根拠法であるドッド＝フランク法が認定にかかる費用便益分析の実施を明示的に求めていないと主張したのに対し、ワシントン DC 連邦地裁は、ドッド＝フランク法上、FSOC が認定に際し考慮すべきとされる「リスク関連要素」(12 U.S.C. §5323(a)(2)(k)) には、認定の対象となるノンバンク金融会社の破綻が経済に及ぼす影響のみならず、当該金融会社にとっての規制コストも含まれるとの解釈を示した。そのうえで同地裁は、FSOC による認定においては、取扱商品の価格上昇といった規制コストが勘案されておらず、専断的・恣意的 (arbitrary and capricious) であるとして、当該認定を取り消した。同事件を解説した主要な邦語文献として、吉井 [2017] 35～39 頁がある。

²⁸ S.706 of the Administrative Procedure Act.

²⁹ ペーパーワーク削減法は、規制等に基づく連邦行政機関の情報収集活動に関し、個人や事業者等に生じる書類作成上の負担を軽減することを目的とする。連邦行政機関は、規制の規則化にあたり情報収集の必要性やそれによって生じる個人や事業者等への負担 (時間) などを示し、OMB の附属機関である情報・規制問題室 (Office of Information and Regulatory Affairs) の事前承認を受ける必要がある。

また、規制柔軟性法は、連邦行政機関に対し、規制の規則化にあたり、規制が小規模事業者等に与える影響を分析 (規制柔軟性分析 (regulatory flexibility analysis)) することを求め、規制が対象主体の規模に見合ったものとなることを確保することを目的とする。当該分析には、規制の必要性や対象主体となる小規模事業者等の重大な経済的影響を最小化するために連邦行政機関が講じた措置を織り込むことが求められる。

13772 号に基づいて作成・公表されたものである。すなわち、同 13772 号は、金融規制にかかる基本原則を掲げ³⁰、現行の米国金融規制体系と同基本原則との整合性や齟齬について、米国財務長官の報告を求めるものであった。これを受けて、米国財務省より公表された報告書のうち³¹、Department of the Treasury [2017a] は、銀行規制に関する提言を対象としている³²。

Department of the Treasury [2017a] が見直しを提言する項目は多岐に亘るが、大別すると、銀行規制の効率性の改善 (Improving the Efficiency of Bank Regulation) に向けた提言と、経済成長の促進に向けた消費者・商業ニーズへの信用供与 (Providing Credit to Fund Consumer and Commercial Needs to Drive Economic Growth) に関する提言に分けられる。同報告書は、前者に関連し、規制エンゲージメント・モデルの改善策の 1 つとして、金融規制当局に対し、規則制定プロセスにおける費用便益分析の実施を提言している³³。また、同報告書は、金融危機後に導入された米国独自の金融規制について具体的な見直し案も主張しており、その内容を仔細にみると、規制の透明性強化の観点から、規制枠組みの公表のあり方の見直しを提言している³⁴。

³⁰ 大統領命令 13772 号で示された金融規制にかかる基本原則の具体的な内容は以下のとおりである。訳出は、松尾 [2017] によった。①米国人が市場で独立した金融決定および情報を得ての選択を行い、退職に備えて貯蓄し、個人の富を蓄積できるようにする、②納税者の資金を用いた救済を防止する、③システムミック・リスクおよびモラルハザードや情報非対称性のような市場の失敗に対処する一層強固な規制影響分析を通じて、経済成長および活気ある金融市場を促進する、④米国企業が国内・外国の市場において外国企業と競争できるようにする、⑤国際金融規制の交渉・会合において米国の利益を進める、⑥規制を効率的、効果的、適切に調整する、⑦連邦金融規制当局の説明責任を復活させ、連邦金融規制の枠組みを合理化する。

³¹ 2017 年 6 月 12 日には銀行や貯蓄組合、信用組合といった預金取扱金融機関に関する報告書 (Department of the Treasury [2017a]) が、同年 10 月 6 日には資本市場 (債券・エクイティ・コモディティ・デリバティブ市場、中央清算および他のオペレーション機能) に関する報告書 (A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets. 以下、Department of the Treasury [2017b] という。) が、同年 10 月 26 日にはアセットマネジメントや保険業界、リテールや投資商品・ビークルに関する報告書 (A Financial System That Creates Economic Opportunities: Asset Management and Insurance (Department of the Treasury [2017c])) が、2018 年 7 月 31 日にはノンバンク金融会社や FinTech、金融イノベーションに関する報告書 (A Financial System That Creates Economic Opportunities: Nonbank Financials, Fintech, and Innovation. 以下、Department of the Treasury [2018] という。) が公表された。

³² Department of the Treasury [2017a] が見直しを提言する金融規制は、銀行や貯蓄組合、信用組合といった全ての預金取扱金融機関を対象とするが、ここでは「銀行規制」と表記する。また、Department of the Treasury [2017a] で示された提言の中には、法改正を伴うものと、法改正を伴わず、金融規制当局による施行規則の修正等に対応可能なものが混在している (松尾 [2017] 206~213 頁参照)。本稿は、金融規制の効率性や透明性にかかる議論に焦点を置いており、法改正の要否については必要な限りで触れることとする。

³³ Department of the Treasury [2017a] p.63.

³⁴ Department of the Treasury [2017a] p.53.

こうした提言の一部は、2018年5月に成立した「経済成長・規制緩和および消費者保護法」に反映されており、金融規制当局においても施行規則の改正といった対応が図られている。

以下では、Department of the Treasury [2017a] における提言や「経済成長・規制緩和および消費者保護法」の内容を中心に、米国における費用便益分析に関する議論および規制枠組みの公表のあり方に関する論点を整理する。

(1) 金融規制における費用便益分析の実施に関する議論

費用便益分析は、行政法の一般原則である効率性原則の具体的な発現形態と説明される³⁵。本節では、まず、具体的な事例として、ボルカー・ルールの見直しを巡る議論を取り上げたうえで、金融規制における費用便益分析一般に関する検討を扱う。

イ. ボルカー・ルールの見直しを巡る議論

Department of the Treasury [2017a] は、ボルカー・ルールに関し、政府支援を受けうる金融機関は自己勘定を用いて投機的な取引に従事すべきでないとして、規制の目的を肯定する一方、制度の内容が目的を達成するうえで過剰である (Volcker Rule has far overshoot the mark) との認識を示す³⁶。そのうえで規制の過剰性が、健全な水準の市場流動性を確保するために必要なマーケット・メイキング機能やリスク抑制のために必要なヘッジ活動を阻害しているほか、対象金融機関に重い規制遵守負担を生ぜしめていると指摘する³⁷。

このような認識のもと、Department of the Treasury [2017a] の提言内容は、市場流動性の確保等とともに、規制の適用対象の合理化や取引活動に対する萎縮効果の払拭に焦点を置いたものとなっている。また、提言内容の一部は、「経済成長・規制緩和および消費者保護法」の成立により、1956年銀行持株会社法 (Bank Holding Company Act of 1956) 13条を改正するかたちで反映されている。

(イ) ボルカー・ルールの概要

ボルカー・ルールとは、ドッド＝フランク法 619条に基づき、1956年銀行持株会社法に追加された13条の総称であり³⁸、その施行規則（以下、2013年規則という。）に沿って実施されている³⁹。同ルールは一般的に、銀行組織 (banking

³⁵ 櫻井・橋本 [2016] 27頁。

³⁶ Department of the Treasury [2017a] p.71.

³⁷ Department of the Treasury [2017a] pp.71-72.

³⁸ 12 U.S.C. §1851.

³⁹ Federal Register/Vol. 79, No. 21, Friday, January 31, 2014/Rules and Regulations. ボルカー・

entity) に対し⁴⁰、①いわゆる自己勘定取引 (proprietary trading) への従事、および②ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドといった対象ファンド (covered funds) の持分保有等を制限するルールであると説明される⁴¹。

もともと、すべての自己勘定取引や対象ファンドへの投資が禁止されているわけではなく、一定の取引は例外的に許容されている。すなわち、自己勘定取引については、米国債や州発行債券、連邦政府系金融機関等が発行する証券にかかる取引が認められているほか、一定の条件のもとで、引受業務やマーケット・メイキング、銀行組織が保有するポジションなどにかかるリスクヘッジ取引も許容される⁴²。また、対象ファンドへの投資についても、厳格なコンプライアンス規制の遵守等を条件として、一部取引が例外的に認められている⁴³。

(ロ) 経済成長・規制緩和および消費者保護法による制度変更

改正前の 1956 年銀行持株会社法 13 条および 2013 年規則は、ボルカー・ルールの対象金融機関について、資産規模に応じた一律の適用免除を設けていなかったが⁴⁴、経済成長・規制緩和および消費者保護法の成立に伴い改正された 1956 年銀行持株会社法 13 条においては、連結総資産 100 億ドル以下かつ、総トレーディング資産・負債が連結総資産の 5%以下の銀行組織が、ボルカー・ルールの適用除外とされた⁴⁵。これを受け、金融規制当局は、2018 年 12 月に同法改正への対応として、上記適用除外を含む 2013 年規則の改正案を公表し、パブリックコメントに付している⁴⁶。

ルールの実施にかかる金融規制当局である FRB、FDIC、OCC、SEC、CFTC によって共同採択された。本稿では便宜上、FRB の所管規則を用いる。

⁴⁰ ボルカー・ルールの対象金融機関である銀行組織は、①被保険預金受入機関、②被保険預金受入機関を支配する会社、③1978 年国際銀行法により銀行持株会社とみなされる会社、④①～③の機関や会社の系列会社・子会社である (12 U.S.C. §1851(h)(1))。なお、③については、1978 年国際銀行法 (International Banking Act) 8 条に基づき、i) 米国に支店・代理店を有する外国銀行、ii) 米国州法に基づく商業貸出会社を支配する外国銀行、または同外国銀行を支配する外国の会社、iii) 以上に述べた外国銀行・外国会社の親会社は、1956 年銀行持株会社法の適用を受ける。

⁴¹ 12 U.S.C. §1851(a)(1). 小出 [2016] 27 頁参照。

⁴² 12 U.S.C. §1851(d).

⁴³ 12 U.S.C. §1851(d)(4).

⁴⁴ 改正前の 1956 年銀行持株会社法 13 条のもとでも、その施行規則は、対象金融機関であるすべての銀行組織に対し、業務規制の遵守を確保・モニタリングするためのコンプライアンス・プログラムの導入を義務付けており、同プログラムは、銀行組織の活動特性・規模・範囲・複雑性や業務構造を勘案した内容とすることが定められている (12 C.F.R. §248.20(a))。

⁴⁵ S.203 of the Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act.

⁴⁶ Proposed Revisions to Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships with, Hedge Funds and Private Equity Funds. なお、当該規則改正案にかかるパブリックコメントにおいて、ボルカー・ルールにかかる金融規制当局のひとつである

こうした小規模な銀行組織に対するボルカー・ルール⁴⁷の適用免除は、Department of the Treasury [2017a] の提言と、概ね方向性を同じくする。すなわち、Department of the Treasury [2017a] は、「その破綻 (failure) が金融システムの安定に脅威を及ぼさない金融機関や、自己勘定取引や対象ファンドへの投資活動に殆ど従事しない金融機関に対するボルカー・ルール⁴⁷の適用は、重大な規制上の負担 (substantial regulatory burdens) を課すものである一方、便益は殆ど存在しない」との認識に基づき、小規模な銀行組織に対するボルカー・ルール⁴⁷の適用免除を提言している。ここでは、①銀行組織から生じうるリスクにかんがみて、規制負担は正当化できるか、②規制の適用を免除した場合に、規制目的を達成しうる代替手段が存在するか、という判断枠組みが示されている。例えば、同報告書は、小規模な銀行組織においては、自己の業務が許容業務に該当するかの確認自体が大きな負担となりうるが、こうした銀行組織が金融システムに及ぼすリスクは軽微であり、重い規制負担は正当化しえないとの見解を示している⁴⁸。さらに、ボルカー・ルール⁴⁷の適用を免除しても、小規模な銀行組織による限定的な量の取引によって生じるリスクは、既存のその他の金融規制や金融監督で代替可能であると指摘している。

ロ. 費用便益分析に関する米国財務省による提言内容

2 節 (2) で述べたとおり、連邦金融規制当局は、費用便益分析の実施に関する大統領命令の対象外となっている。Department of the Treasury [2017a] は、その帰結として、ボルカー・ルール⁴⁷を含め、これまで金融規制については、統一的で一貫性のある費用便益分析が実施されてきておらず、実施されたケースにおいても、分析上の厳格性を欠くものがみられた旨を指摘している⁴⁹。

こうした現状を踏まえ、Department of the Treasury [2017a] は、金融規制当局に対し、規則制定にあたっては、厳格な費用便益分析を実施し、その分析結果等をパブリックコメントに付すことで、アカウントビリティを強化すること等を提言している⁵⁰。

SEC は、1956 年銀行持株会社法 13 条の改正を受けて適用除外となる所管金融機関における人件費の削減額を試算している。

⁴⁷ 具体的には、ボルカー・ルール⁴⁷の銀行組織への適用そのものにかかる閾値を連結総資産 100 億ドルに設定するほか、当該閾値に照らし、ボルカー・ルール⁴⁷が適用される銀行組織であっても、トレーディング資産・負債の規模が小さい銀行組織については、自己勘定取引制限の適用免除を提言する (Department of the Treasury [2017a] pp.72-73)。

⁴⁸ Department of the Treasury [2017a] p.72.

⁴⁹ Department of the Treasury [2017a] pp.17,63.

⁵⁰ Department of the Treasury [2017a] は、とくに「経済的に重要な」規則案はすべて費用便益分析を実施し、パブリックコメントの対象とすべきこと等を提言する。なお、同報告書において、「経済的に重要な」規則とは、大統領命令 12866 号と同様に、経済に毎年 1 億

なお、2節（2）で紹介したとおり、個別法によっては、SEC や CFTC に対し、規則制定に際しての経済分析の実施を義務付けている。この点、大統領命令 13772 号を受けて米国財務省から公表された資本市場規制の見直しに関する報告書（A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets. 以下、Department of the Treasury [2017b] という。）は、これまで SEC および CFTC は、いずれも分析の不十分さを理由に提訴されたが、その後の対応として、経済分析で考慮すべき要素等を示したガイダンスを SEC は公表したのに対し、CFTC は未公表であることを指摘する。そのうえで CFTC に対し、SEC と同様に、経済分析における考慮要素を説明するガイダンスの公表を求めている⁵¹。

こうした提言は、金融規制の導入に伴う影響予測の公表を通じ、金融規制当局が規律付けられることで、金融規制の効率性が高まるほか、金融規制当局のアカウントビリティ向上にも資するとの考えに基づく⁵²。また、Department of the Treasury [2017a] は、費用便益分析の結果等が規則案段階で公表され、パブリックコメントの対象となる場合には、金融規制当局は幅広いステークホルダーから意見を収集できるため、潜在的で意図しない影響を熟慮する契機になりうるほか、大統領や議会にとっては、規則案やその根拠法が、公益の促進に資するかを評価する際の手がかりになりうることも指摘している⁵³。

ハ. 費用便益分析の実施にかかる留意点

ボルカー・ルールに対する Department of the Treasury [2017a] の認識でみたとおり⁵⁴、規制目的が肯定されたとしても、当該目的を実現するための政策手段として合理性を有するかが問題となりうる。そこでの合理性は、目的にとって適格的で効果的な手段が選択されているかといった観点から検証される⁵⁵。また、一般的に、規制は、国民に対し、権利の制限や義務の賦課を行うものである以上、不必要に権利制限等が行われていないか、目的との均衡（狭義の比例原則）の観点からも、金融規制の効率性は論点となる⁵⁶。この点、費用便益分析を活用

ドル以上の影響を与える規則とされている（Department of the Treasury [2017a] pp.17,62）。

⁵¹ Department of the Treasury [2017b] p.181. SEC が 2012 年 3 月に公表したガイダンス（Current Guidance on Economic Analysis in SEC Rulemakings）では、同ガイダンスの作成・公表に至った背景に、委任状勧誘に対する株主のアクセス・ルールについて、SEC が策定した施行規則が無効とされた訴訟である *Business Roundtable v. SEC*, 647 F.3d 1144 (D.C. Cir. 2011) を挙げている（前掲注 27 参照）。同事件を解説した主要な邦語文献として、黒沼 [2012] 55～59 頁、河村 [2017] 159～164 頁、若園 [2016] 163 頁などがある。

⁵² Department of the Treasury [2017a] p.62.

⁵³ Department of the Treasury [2017a] pp.62-63.

⁵⁴ 本節（1）イ。（前掲注 36 に対応する本文）参照。

⁵⁵ 原田 [2014] 339 頁。

⁵⁶ 原田 [2014] 339 頁、政策評価審議会政策評価制度部会 [2017 年] 5 頁参照。

することで、金融規制当局による合理的な意思決定や効率的な規制措置が促進されうると考えられる。

もともと、金融規制に対する費用便益分析の実施については、金融規制の特殊性等を巡る意見の対立から、金融規制当局の規則制定プロセスにおいて、どこまで厳格な費用便益分析の実施を求めるべきか、また、その実施を法的に義務付けるべきかについて見解が分かれている⁵⁷。

(イ) 金融規制の特殊性等を巡る議論

行政機関による費用便益分析については、規制から生じる便益ないし費用の予測やその定量化が容易でないと指摘されている⁵⁸。金融規制に対する費用便益分析の義務付け等を巡る見解の対立は、金融分野は、他の分野に比べ、規制に対する費用便益分析が一層困難であるとの特殊性が認められるか否かの議論に収斂するように思われる。

金融規制当局による厳格な費用便益分析の実施やその義務付けを肯定する立場は、影響予測の困難性については、あらゆる規制に存在するとして金融規制の特殊性を認めないほか、定量化についても、生命や環境といった分野に対する規制は金融分野に対する規制以上に困難であると指摘する⁵⁹。こうした立場からは、金融規制に対する費用便益分析が困難であるとすれば、それは、金融規制当局がこれまで費用便益分析の実施を義務付けられていなかったことによる分析力の欠如に起因すると指摘されている⁶⁰。

一方で、金融規制の特殊性を肯定し、金融規制当局による厳格な費用便益分析の義務付けに消極的な立場は、金融規制は他の分野に対する規制に比して影響予測の不確実性が高いないし定量化が困難であるため、金融規制当局に費用便益分析を義務付けたとしても、その効果は限定的であると主張する⁶¹。すなわち、金融分野における法や規制枠組みの変化は、経済主体自身の行動、さらには金融システムそのものを変容させるため、影響予測が困難であると指摘する⁶²。また、金融産業は経済の中心的役割を果たし、規制の導入等を受けた金融産業

⁵⁷ こうした見解の対立については、河村 [2017] 176～183 頁や Rose and Walker [2013] p.16 が詳しい。また、Perkins and Carey [2017] p.17 参照。

⁵⁸ 宇賀 [2000] 216 頁。

⁵⁹ Perkins and Carey [2017] p.15.

⁶⁰ Perkins and Carey [2017] p.15.

⁶¹ Perkins and Carey [2017] p.13.

⁶² Perkins and Carey [2017] p.13 は、例えば、銀行に対して高流動性資産の保有を義務付ける規制を実施した場合、経済主体である銀行の行動として、どのような資産を選択するか、バランスシートを削減するのか、さらにはこうした行動が当該資産の市場価格にいかなる影響を与えるかによって、銀行の規制遵守コストは左右されるため、当該コストの推計は難しいと指摘する。また、金融システムにおける流動性をいかに定量的に評価するか等についても不確実性を伴うと説明する。

の変化は経済活動全体に影響を及ぼすものであり、その波及経路の複雑さも影響予測の困難性に寄与する点として挙げる。さらに、消費者・投資家保護や金融システムの頑健性強化といった金融規制の便益の定量化や、規制と便益との間の因果関係の証明の困難性も、その特殊性として主張する⁶³。

金融規制当局による費用便益分析の義務付けに消極的な立場は、以上のように金融規制に対する費用便益分析の不確実性を主張するほか、これまでの分析事例を踏まえ、金融規制当局に義務付けた場合の懸念を示す。これは、正確かつ信頼可能な定量化された費用便益分析は、「定量型費用便益分析」(quantified CBA)として理想的であるが、現時点においては金融規制では依然として実現不可能であるとの認識を前提に、これを金融規制当局に義務付けた場合には弊害が生じると主張するものである⁶⁴。

分析事例として、3節(1)イ. でとりあげたボルカー・ルール⁶⁵の施行にかかる2013年規則の制定プロセスでは、金融規制当局のうちの1つである通貨監督庁(Office of the Comptroller of the Currency: OCC)が、コンプライアンス・コストや規制対象となる投資資産の売却といった、対象金融機関の規制遵守費用を試算し公表している⁶⁶。一方で、OCCは、金融機関の取引制約やコンプライアンス上の負担が、マーケット・メイキング活動に影響を及ぼしうるとの認識を示すものの⁶⁶、その影響を定量的な費用としては示していない⁶⁷。また、規制の便益についても、「経済の安定性の強化も含めて、定量化は困難である」として、定性的な評価にとどまる。

Coates [2015]は、このような現状のもとで、金融規制当局に対し費用便益分析の実施を義務付けたとしても、脆弱な理論や根拠に依拠した分析(guesstimation)にとどまることを指摘する⁶⁸。そのうえで、こうした分析の不完全性が示されないまま、コンセンサスのある理論や信頼可能な調査枠組みに裏付けられた理想的な「定量型費用便益分析」として国民に示されれば、国民への望ましい情報提供や金融規制当局への規律付けとして機能するよりも、むしろ、規制の影響を誤解させるような弊害をもたらしうると主張する⁶⁹。

⁶³ Perkins and Carey [2017] p.11. このほか、Perkins and Carey [2017] p.14 は、金融規制における費用と便益の峻別の難しさも指摘しており、その具体例として、高金利での融資を制限するような金融規制は、借り手にとって消費者保護的な便益を有しうるが、その程度によっては、資金調達源の減少ももたらしうる点を挙げる。

⁶⁴ Coates [2015] p.1011 参照。

⁶⁵ 同試算の詳細や試算にかかる前提の設定等については、http://www.databoiler.com/index_htm_files/OCC%20Analysis%20of%2012%20CFR%20Part%204.pdf 参照。

⁶⁶ Federal Register/Vol. 79, No. 21, Friday, January 31, 2014/Rules and Regulations 参照。

⁶⁷ Coates [2015] p.976.

⁶⁸ Coates [2015] pp.891-892, 998.

⁶⁹ Coates [2015] pp.902, 997. なお、宇賀 [2000] 216 頁は、費用や便益の定量化の難しさを

(ロ) パブリックコメントの活用

金融規制当局に対する費用便益分析の義務付けに消極的な見解は、これまでみてきたように、金融規制分野における正確な費用便益分析の実施が困難とされるもとの、その実施を義務付けた場合に生じうる弊害を懸念する。

実務上の困難の具体例として、ドッド＝フランク法の施行規則の制定に際し、金融規制当局等から、データの不足や費用や便益にかかるモデル化・定量化が未成熟であること等が指摘されたことが挙げられている⁷⁰。

この点、Department of the Treasury [2017a] が提言するパブリックコメントの活用は、一定の有効な解決をもたらさうと考えられる。例えば、パブリックコメントを通じた「多様な情報源」の活用が、金融規制当局の実施する分析に対する幅広い観点からの検証として機能する場合には、金融規制当局の分析手法の向上に寄与する可能性がある。

また、パブリックコメントにおいて、費用便益分析の手法そのものや分析に必要なデータ等を募集することも考えられる。例えば、ボルカー・ルールの施行にかかる 2013 年規則の制定プロセスでは、金融規制当局は、その経済的影響について明示的な意見募集を実施したほか、費用や便益の推計に必要な定量的情報についても提供を求めた⁷¹。

このようなかたちでのパブリックコメントの活用は、金融規制当局自身において入手が困難なデータの収集に寄与する可能性があると評価されている⁷²。もっとも、市中から提供されるデータについては、必ずしも金融規制当局の分析に資する程度に詳細でない可能性も留意点として指摘されている⁷³。また、米国会計検査院 (Government Accountability Office) は、上記のボルカー・ルールの施行にかかる 2013 年規則の制定プロセスにおいて、市中から提供された経済的影響の試算には、規制内容とは異なる前提での試算が含まれていたことを報告しており、こうした事例はパブリックコメントの活用にかかる留意点や限界を示唆するものといえる⁷⁴。

(2) 規制枠組みの公表のあり方に関する議論

本節 (1) では、具体的な金融規制としてボルカー・ルールを題材に、金融規制の効率性向上およびそのための手段としての費用便益分析に関する議論を

前提に、費用便益分析の一般的な問題点として、実際には主観的な価値判断について、科学的客観的外観のもとで正当化する機能を有しうることを指摘する。

⁷⁰ Government Accountability Office (GAO) [2014] p.19.

⁷¹ Federal Register/Vol. 76, No. 215/Monday, November 7, 2011/Proposed Rules.

⁷² GAO [2014] p.20.

⁷³ GAO [2014] p.21.

⁷⁴ GAO [2014] p.24.

Department of the Treasury [2017a] の提言内容も踏まえつつ紹介した。Department of the Treasury [2017a] は、このほかに、金融規制の透明性を高める観点から、規制枠組みの公表のあり方に関する提言も行っている。本節では、規制枠組みの公表のあり方を巡る米国での議論等について、ストレステストを用いた米国の自己資本規制および破綻処理計画の提出制度を題材に整理する。

イ. ストレステストを用いた米国の自己資本規制

一般に、規制枠組みの透明性が高まる場合には、名宛人の予測可能性の向上による対応コストの削減を通じ、規制の効率性が高まるほか、規制や規制当局に対する信頼性の向上にも資すると考えられる⁷⁵。もともと、米国においては、ストレステストを用いた自己資本規制との関係で、規制枠組みを詳細に公表することの限界や弊害も指摘されている。

(イ) 制度の概要

ストレステストを用いた米国独自の自己資本規制として、包括的資本分析・レビュー (Comprehensive Capital Analysis and Review: CCAR) およびドッド=フランク法ストレステスト (Dodd-Frank Act Stress Test: DFAST) が挙げられる⁷⁶。

CCAR および DFAST は、対象金融機関が経済または金融のストレス時においても業務を継続できるだけの十分な自己資本を有しているかを、金融規制当局がストレステストの実施を通して評価する制度である⁷⁷。CCAR と DFAST は補完的な関係にあるが、別の制度であると説明される⁷⁸。

CCAR は、連邦規則集 (Code of Federal Regulations) において定められた「資本計画ルール」の一環として、金融規制当局である FRB が実施する資本計画の承認プロセスである⁷⁹。同規制では、ストレステストの結果に基づき、資本の十分性が定量的に評価される (quantitative assessment)⁸⁰。また、資本計画の包括性のほか、業務から生じうるリスクへの把握・対応にかかる分析等の合理性、さらには資本計画プロセスの頑健性といった定性的要素も評価の対象となる

⁷⁵ 佐藤 [2010] 132～133 頁。

⁷⁶ 欧州や英国においても、今般の金融危機以降、金融規制としての側面を有するストレステストが実施されてきた。その概要については、Basel Committee on Banking Supervision (BCBS) [2017] や吉川 [2019] 参照。

⁷⁷ 包括的資本分析・レビュー (Comprehensive Capital Analysis and Review: CCAR) にかかる金融規制当局は FRB であるのに対し、ドッド=フランク法ストレステスト (Dodd-Frank Act Stress Test: DFAST) にかかる金融規制当局は、FRB、OCC、FDIC である (Department of the Treasury [2017a] p.124)。

⁷⁸ Department of the Treasury [2017a] p.141.

⁷⁹ 12 C.F.R. §225.8.

⁸⁰ 12 C.F.R. §225.8(f)(1), FRB [2019b] pp.13-14.

(qualitative assessment)⁸¹。資本計画が FRB に承認されない場合、対象金融機関は、原則として、資本計画で想定していた配当や自社株買い等の実施を制限される⁸²。

他方、DFAST は、ドッド=フランク法 165 条 (i) を根拠とする。DFAST は、直接には対象金融機関の資本政策への制約といった要素は有さず、金融規制当局および対象金融機関のリスク認識やリスク管理能力の向上を目的とした自己資本の十分性評価の枠組みである。従来、連結総資産 100 億ドル以上の金融機関は、金融規制当局が毎年作成・公表する監督シナリオ (Supervisory Scenarios) をもとに、金融機関独自のストレステスト (Company-run Stress Test) を年に 1 回 (Annual Stress Test. 以下、年次テストという。) の頻度で実施する義務を負っていた⁸³、⁸⁴。また、金融規制当局のうち、FRB も、年次テストの一環として、これまで連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社等を対象に、監督上のストレステスト (Supervisory Stress Test) を実施してきた⁸⁵。監督上のストレステストにおいて、FRB は、当局推計モデルを用いて、監督シナリオ下における対象金融機関の自己資本比率等を推計し、対象金融機関が規制上の最低基準を上回る資本水準を維持できる能力を有しているかを独自に検証する。当該推計結果は、CCAR における定量評価に用いられるため、当局推計モデルは、監督シナリオとともに、対象金融機関の資本政策に影響を与えることになる⁸⁶。

CCAR および DFAST の年次テストにおいて用いられる監督シナリオには、標準シナリオ (baseline scenario)、厳しいシナリオ (adverse scenario)、最も厳し

⁸¹ 12 C.F.R. §225.8(f)(1), FRB [2019b] pp.14-16.

⁸² 12 C.F.R. §225.8(f)(2).

⁸³ 12 U.S.C. §5365(i)(2). 2019 年実施分の CCAR および DFAST にかかる監督シナリオについては、FRB [2019a] 参照。なお、ドッド=フランク法改正前の DFAST においては、連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社等は、年次テストに加えて、中間テスト (Mid-cycle Stress Test) と呼称される金融機関独自のストレステストも実施し、その結果を公表する義務を負っていた。

⁸⁴ CCAR の対象金融機関については、金融機関独自のストレステスト (Company-run Stress Test) において、監督シナリオ (Supervisory Scenarios) に加え、対象金融機関自身もストレスシナリオ (BHC Stress Scenarios) を作成し、同シナリオに基づく推計の実施も求められる (12 C.F.R. §225.8(e)(2)(i)(A))。対象金融機関自身にストレスシナリオを作成させる目的は、固有のリスク要因を洗い出させることにあるため、当該シナリオは、監督シナリオでは捉えきれない対象金融機関独自の事業戦略や収益構造を反映したものとすることが求められる (12 C.F.R. §225.8(d)(2), FRB [2019b] p.8)。

⁸⁵ 12 U.S.C. §5365(i)(1). なお、ドッド=フランク法上は、FSOC によって金融システム上重要と認定されたノンバンク金融会社も含まれるが、本稿では便宜上、「連結総資産 500 億ドル以上の銀行持株会社等」と表記する。

⁸⁶ もっとも、CCAR と DFAST の推計上の違いとして、CCAR では、各対象金融機関の作成・提出した個別の資本政策 (配当や自社株買い等の方針) を前提に資本状況の先行きが推計される一方、DFAST では、金融規制当局が設定した資本政策 (普通株配当は現状維持、自社株買いは実施しない等) を前提に推計される (FRB [2019b] pp.8-9)。

いシナリオ (*severely adverse scenario*) の 3 種類が存在する⁸⁷。標準シナリオについてみると、テスト開始時点における国際機関や民間機関による直近のマクロ経済見通しが利用されている一方で、最も厳しいシナリオでは、大幅な景気後退とそれに伴う金融市場や住宅価格の大幅な悪化が想定されている。具体的には、同シナリオでは、景気後退期における失業率の水準が、金融規制当局による「ストレステストのためのシナリオ設定枠組みに関する政策声明」 (*Policy Statement on the Scenario Design Framework for Stress Testing*. 以下、2013 年政策声明という。) で示された条件を満たすように設定されてきた⁸⁸。また、厳しいシナリオでは、緩やかな景気後退とそれに伴う金融資本市場や住宅価格の悪化が想定されている⁸⁹。

監督シナリオの内容はこれまで毎年公表されてきたものの、パブリックコメントの対象とはされていないことから、手続の適正性の面で問題があるとの指摘もされている。例えば、*Department of the Treasury [2017a]* は、監督シナリオが、対象金融機関の自己資本比率やその資本政策に影響を及ぼし、事実上 (*de facto*) の資本への制限 (*capital constraints*) として機能することにかんがみ、パブリックコメントの対象とすべきと主張する⁹⁰。こうした考えに立つ論者は、現状の監督シナリオは合理性が疑われる内容となっており、パブリックコメントを活用することで、シナリオの適切性や規制に対する信頼性が確保されると主張する⁹¹。

FRB は、*Department of the Treasury [2017a]* 公表後の 2017 年 12 月に、シナリ

⁸⁷ 12 U.S.C. §5365(i)(1)(B)(i). 各シナリオでは、GDP や失業率可処分所得の伸び率といったマクロ経済変数と、金利や株式、ボラティリティ等の金融変数の時系列データが、先行きのシナリオとして与えられている。このほかにも、金融機関の規模や業務特性に応じた追加シナリオも存在し、大規模なトレーディング業務を行う銀行持株会社等には、グローバル市場ショックの追加シナリオ (*Global Market Shock Component*) が適用される。これは厳しいシナリオと最も厳しいシナリオに含められるもので、トレーディング勘定に一時的な損失が発生する追加シナリオである。また、大規模なトレーディング業務もしくはカスタディ業務を行う銀行持株会社等に対しては、厳しいシナリオと最も厳しいシナリオにおいて、カウンターパーティーがデフォルトする追加シナリオ (*Counterparty Default Scenario Component*) も適用される。

⁸⁸ 2013 年政策声明では、最も厳しいシナリオにおける失業率が満たすべき条件として、第二次世界大戦以降の米国の景気後退期を念頭に、①6~8 四半期にかけて足もと対比でみて 3~5%pt 上昇すること、②仮に①の条件のもとで 10%に達しない場合には 10%以上と設定することが示されている。

⁸⁹ 2013 年政策声明中の厳しいシナリオは、最も厳しいシナリオを単純に緩和したものではなく、急激な金利上昇のインパクトなど、最も厳しいシナリオとは異なる角度からリスク評価を行うためにも使用されると説明されている (*Tarullo [2014]*) 。

⁹⁰ *Department of the Treasury [2017a]* p.53. *Committee on Capital Markets Regulation (CCMR) [2016]* pp.12, 23 も同旨。

⁹¹ *CCMR [2016]* pp.6-7, 21.

オ作成の枠組みの透明性強化等を企図して、2013年政策声明の改正案（Amendments to Policy Statement on the Scenario Design Framework for Stress）を公表した⁹²。同改正案の公表にあたり、FRBは、これまでもDFAST、CCARに対する定期的な検証を実施してきており、その際には、当局内部における検討のみならず、経済やファイナンスの専門家で構成されるモデル検証委員会（Model Validation Council）の意見（feedback）も聴取し取り入れてきたと主張している。

（ロ）経済成長・規制緩和および消費者保護法による制度変更

経済成長・規制緩和および消費者保護法では、DFASTについても、ドッド＝フランク法改正による見直しが行われている。具体的には、同法において、FSOCにより金融システム上重要と認定されたノンバンク金融会社および大規模な銀行持株会社等に適用される厳格な健全性規制（Enhanced Prudential Standards）にかかる閾値が、連結総資産500億ドルから2,500億ドルに引き上げられたことに伴い、DFASTの適用にかかる閾値も原則として2,500億ドルに引き上げられ、連結総資産1,000億ドル以上2,500億ドル未満の銀行持株会社等も対象に含めるかの判断は、金融規制当局の裁量に委ねられることとなった⁹³。また、実施頻度は、これまでの年1回（中間テストの対象金融機関については年2回）から「定期的に」（periodic）という表現に改められたほか、監督シナリオは、これまでの「標準シナリオ、厳しいシナリオおよび最も厳しいシナリオを含む、少なくとも3種類」から、厳しいシナリオを削減し、「少なくとも2種類」に変更された⁹⁴。

当該ドッド＝フランク法改正を受け、金融規制当局は2018年10月に、厳格な健全性規制（Enhanced Prudential Standards）の適用にかかる一連の施行規則について改正案を公表し、パブリックコメントに付した。同改正案の内容には、DFASTにかかる施行規則の改正も含まれている⁹⁵。

⁹² 例えば、2013年政策声明では、最も厳しいシナリオにおける失業率を、当初水準から3～5%ptの範囲で上昇することを前提に典型的には4%ptの上昇率を想定し、FRBがシクリカルなシステム・リスクが高いと判断する場合には同範囲の上方に、低いと判断する場合には下方に調整する、との条件を設定していた。これに対し、2017年12月に公表された2013年政策声明の改正案では、FRBが失業率の上昇幅を4%pt未満に設定することが明確にされた。

⁹³ S.401(a)(1) of the Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act.

⁹⁴ S.401(a)(5) of the Economic Growth, Regulatory Relief and Consumer Protection Act.

⁹⁵ Federal Register/Vol. 83, No. 230, Thursday, November 29, 2018/Proposed Rules. 規則改正案では、経済成長・規制緩和および消費者保護法のもとで金融規制当局に与えられた裁量に基づき、連結総資産1,000億ドル以上2,500億ドル未満の銀行持株会社等については、引き続きDFASTの対象金融機関としている。もっとも、FRBによる監督上のストレステストの実施頻度についてみると、連結総資産2,500億ドル以上の銀行持株会社等に対しては、引き続き毎年実施するとしているのに対し、連結総資産1,000億ドル以上2,500億ドル未満の銀

(ハ) 当局推計モデルの開示を巡る議論

本節（２）イ．（イ）で述べたとおり、DFASTにおける監督上のストレステストには、FRBが設定する監督シナリオに、当局推計モデルが用いられている。もっとも、当局推計モデルにかかる開示情報については、これまで、その概要に関する定性的な情報が中心であったことから、いかなる推計が行われているかがブラックボックスであると批判されてきた⁹⁶。

FRBは、これまで当局推計モデルの全面開示には否定的な立場を表明している。その理由として、FRBは、当局推計モデルが開示された場合、金融機関は独自のリスク管理体制の構築にメリットを見出さず、当局推計モデルと同様の推計モデルを使用することとなり、対象金融機関のリスク管理能力が低下することへの懸念を示している⁹⁷。

FRBは、当局推計モデルに対する信頼性を確保する観点から、前述のとおり、これまでも外部専門家によって構成されるモデル検証委員会との意見交換を実施しているほか、毎年のDFASTの結果公表において、当局推計モデルの概要についても、定性的な情報を中心に開示してきた。もっとも、FRBのこうした取組みによっても、当局推計モデルの扱いは透明性を欠く状況にあると指摘されている。

例えば、Greenwood *et al.* [2017] は、CCARおよびDFASTは、金融危機以降の米国金融システムの頑健性強化に貢献したと評価するとともに、FRBが主張するような当局推計モデルの開示に伴うリスクにも理解を示しつつ、現状の取扱いは、金融規制当局の裁量に対する民主的統制の観点からは、看過できない状況にあると主張する⁹⁸。Department of the Treasury [2017a] も、同様の観点から、本節（２）イ．（イ）で述べたように、金融規制当局は、監督シナリオとともに、当局推計モデルの具体的な内容を開示し、これらをパブリックコメントの対象とすることで、ストレステストの透明性を高めるべきと提言している。

行持株会社等に対しては、これまでの年に１回から２年に１回へと削減することを提案している。この背景として、規則改正案は、連結総資産1,000億ドル以上2,500億ドル未満の銀行持株会社等の破綻が実体経済や金融システムの安定に及ぼす影響は、より小規模な金融機関に比べれば大きいと考えられるものの、より大規模な金融機関に比べれば、その影響は重要ではないとの認識を示している。こうした提案や認識は、金融システムの安定といった規制目的に照らし、金融機関が金融システムに及ぼしうるリスクを勘案しつつ、現行の規制上の負担が正当化できるかを検討すべきとのDepartment of the Treasury [2017a] p.72の見解に沿うものと考えられる。なお、2019年に実施するCCARについても、経済成長・規制緩和および消費者保護法およびDFASTにかかる施行規則の改正に伴い、対象金融機関にかかる閾値をこれまでの連結総資産500億ドルから1,000億ドルへ引き上げる方針が示されている（FRB [2019a] p.1 参照）。

⁹⁶ Bernanke [2013].

⁹⁷ Bernanke [2013].

⁹⁸ Greenwood *et al.* [2017] p.6.

こうした透明性の強化を求める声を背景に、FRBは2017年12月に、当局推計モデルの開示情報の拡大に関する市中協議書（Enhanced Disclosure of the Models Used in the Federal Reserve’s Supervisory Stress Test）を公表している。FRBは、当該市中協議書において、当局推計モデルの開示情報の範囲を拡大する利点とともに全面開示によるデメリットも指摘し、両者の調和を図るかたちで開示情報の範囲を決定することの必要性を強調したうえで、具体的な見直しの提案を行っている。この見直しでは、当局推計モデルの数式や推計結果に影響を及ぼす主要変数のほか、当局推計モデルのもとでの融資等に適用される損失率等を公表することが提案されている。

市中協議書において、FRBは、開示情報の範囲を拡大する利点として、当局推計モデルの頑健性等が明らかになることで、ストレステストに対する信頼性が向上することを挙げる。また、パブリックコメントを通じ、外部専門家等から、当局推計モデルに関する幅広い意見の収集が可能となる点も指摘する。さらに、当局推計モデルのもとでの特定のポジションに適用される損失率を示すことにより、対象金融機関が業務内容を変更する場合の自己資本への影響にかかる予測可能性を高める効果もあるとする。

同時にFRBは、当該市中協議書において、当局推計モデルを全面的に開示することのデメリットとして、以下の点を挙げている。まず、対象金融機関が、リスク自体を削減せずに表面的なテスト結果の改善を図る目的で業務内容の修正を行う可能性を指摘する。こうした行動により、テスト結果が、対象金融機関が実際に直面している脆弱性を正確に表さない状況になりうるほか、大手金融機関が保有する資産の連関性が高まる結果、金融システム全体の脆弱性が高まりうるとする。また、対象金融機関が自己のリスク管理手法等の構築に努めるのではなく、単純に当局推計モデルに類似したモデルを使用する行動を招く事態に懸念を示す。こうした当局推計モデルへの収斂により、すべての金融機関が似通ったリスク管理モデルを利用すること（model monoculture）で、金融機関が直面する特有のリスク（idiosyncratic risks）が見落とされる危険性に言及している。

CCARおよびDFASTは、金融システム全体の安定性確保とともに、個別金融機関のリスク特定能力の強化もその目的としているが、こうしたFRBの指摘は、審査枠組みの詳細な公表が、かえって金融規制の制度趣旨を損ねるリスクを示唆する。

こうした問題意識のもと、FRBは、当該市中協議書において、当局推計モデルにかかる開示範囲の拡大の提案内容が、開示の利点とリスクを適切に調和する内容となっているか、具体的には、i)外部専門家が、当局推計モデルの健全性や同モデルがモデリングのベスト・プラクティスに沿ったものとなっているこ

とを評価するうえで、必要十分な情報開示となっているか、ii) 追加的に開示されるべき情報があるか、といった点に関し、コメントを求めている⁹⁹、¹⁰⁰。

ロ. 破綻処理計画 (Living Will) の提出制度

ドッド=フランク法では、新たに破綻処理計画 (resolution plans) の提出制度が規定された。同制度では、金融規制当局である FRB および連邦預金保険公社 (Federal Deposit Insurance Corporation : FDIC) は、当該計画に対する信頼性を審査することとされている¹⁰¹。もっとも、その審査基準は、ドッド=フランク法や施行規則には明確に規定されておらず¹⁰²、パブリックコメントを経ずに制定された金融規制当局のガイダンスにおいて、対象金融機関が盛り込むことが「期待される事項」 (expectations) として公表されている。当該ガイダンスに照らし、破綻処理計画に対する信頼性に疑義が生じた場合には、業務制限といった行政上の措置も採りうる。こうしたことを背景に、Department of the Treasury [2017a] は、当局のガイダンスもパブリックコメントの対象とすべきことを提言している。

⁹⁹ さらに、同時期に FRB は、当局推計モデルの開発・導入・検証に関する政策声明 (Stress Testing Policy Statement) 案も公表した。同声明案では、当局推計モデルを全面的には開示しないもとの、当局推計モデルに対する信頼性をいかにして確保するかという問題意識がみてとれる。同声明案は、①監督上のストレステストの制度設計と当局推計モデルの設定に関する原則、②当局推計モデルの開発、導入、使用に関する指針・方針、③当局推計モデルの有効性検証に関する指針・方針から構成される。このうち、①における中心原則 (central principles) の1つとして、独立性の原則が挙げられている。これは、監督上のストレステストにおいては、対象金融機関の推計モデルや推計結果に依存せず、独立した当局推計モデルを用いて、対象金融機関の損失、収益、自己資本比率等を推計することを意味する。FRB は、同原則を遵守することで、対象金融機関および市中に対して信頼性のあるテスト結果を示すことが可能となるほか、銀行システムに対する信頼性が確保されると説明する。なお、FRB は、③当局推計モデルに対する有効性検証も、監督上のストレステストに対する信頼性確保のための主要な手段として位置付けており、検証の独立性や人員の技術力等に関する指針などを示している。

¹⁰⁰ 本稿で紹介した監督上のストレステストの実施にかかる政策声明等に関する市中協議書である Amendments to Policy Statement on the Scenario Design Framework for Stress, Enhanced Disclosure of the Models Used in the Federal Reserve's Supervisory Stress Test および Stress Testing Policy Statement については、いずれも 2019 年 2 月に最終化された。このうち、当局推計モデルの開示情報の拡大にかかる Enhanced Disclosure of the Models Used in the Federal Reserve's Supervisory Stress Test においては、市中協議書段階に比べ、開示対象モデルの範囲を拡大しているものの、引き続き当局推計モデルの全面開示は行っていない。

¹⁰¹ 12 U.S.C. §5365(d)。このほか、連邦預金保険法における破綻処理スキームに基づく破綻処理計画の提出制度も存在する (小出 [2012] 185 頁)。

¹⁰² 小出 [2012] 177 頁。

(イ) 制度の概要

ドッド＝フランク法は、FSOCによって金融システム上重要と認定されたノンバンク金融会社および連結総資産500億ドル以上の銀行持株会社に対し、FRB、FDICおよびFSOCへの定期的な破綻処理計画の提出を求めている¹⁰³。対象金融機関は、破綻する前の経営が健全な時期において、重大な財政的困難または破綻に際しての迅速かつ秩序だった破綻処理計画を作成し提出することが求められることから、当該制度は「遺言(Living Will)」の提出制度とも呼称されている¹⁰⁴。

当該破綻処理計画に対し、FRBおよびFDICによる共同審査の結果、信頼性に欠ける、あるいは迅速かつ秩序だった破綻処理を促進しないとの共同認定が下された場合、両者は共同でその旨を対象金融機関に通知する¹⁰⁵。通知で示された指摘事項を充足する計画を作成できない場合、当該金融機関に対しては、より厳しい資本・流動性規制や、業務制限が課されうる¹⁰⁶。さらに、こうした措置を採ったうえでもなお、2年以内に適切に修正された破綻処理計画が再提出されない場合、FRBおよびFDICは共同で資産や業務の売却(divestiture)を命じることができる¹⁰⁷。

2016年4月にFRBとFDICは、前年に提出された破綻処理計画のうち5つの対象金融機関について不備事項を共同認定するとともに¹⁰⁸、審査で特定された

¹⁰³ ドッド＝フランク法においては、破綻処理計画に記載すべき事項として、①対象金融機関の関連会社である預金保険対象預金受入機関が、対象金融機関のノンバンク子会社の活動から生ずるリスクからどのように、また、どの程度適切に保護されているかについての情報、②対象金融機関の所有構成、資本、負債、契約上の義務に関する完全な説明、③異なる証券と結び付けられた相互保証の特定、主なカウンターパーティーの特定、担保は誰に入担されているかを判断するためのプロセス、④FRBおよびFDICが規則または命令によって共同して要求するその他一切の情報の記載が求められる(12 U.S.C. §5365(d)(1))。訳出は、小出[2012] 178頁によった。また、同法の施行規則では、その具体的な内容として、i)要旨、ii)破綻処理計画の方策の分析、iii)破綻処理計画に関するコーポレートガバナンスについての説明、iv)対象金融機関の全体的な組織構成および関連情報、v)対象金融機関の経営上の情報システムについての情報、vi)対象金融機関とその重要な子会社などとの間の相互関連性および相互依存性についての情報、vii)対象金融機関に対する監督・規制についての情報と対象金融機関の窓口を含むべきことが求められている(12 C.F.R. §381.4(b)-(i))。より具体的には、小出[2012] 180～183頁参照。なお、施行規則として、FDICおよびFRBの所管規則の双方が存在するが、本稿では参照規則として、FDICの所管規則を引用する。

¹⁰⁴ 小出[2012] 177頁。

¹⁰⁵ 12 C.F.R. §381.5(b)。なお、通知を受領した対象金融機関は、90日以内に指摘事項に対応した破綻処理計画を再提出することを要する(12 C.F.R. §381.5(c))。

¹⁰⁶ 12 C.F.R. §381.6(a)。

¹⁰⁷ 12 U.S.C. §5365(d)(5)。

¹⁰⁸ このうち4つの対象金融機関の破綻処理計画は、その後の再提出において適切性が認められた。他方、残りの1つの対象金融機関の破綻処理計画は、不備事項が解消されていないと評価され、当該金融機関は国際業務およびノンバンク業務の拡大が制限された。

脆弱性 (vulnerabilities) を踏まえたガイダンス (Guidance for 2017 §165(d) Annual Resolution Plan Submissions by Domestic Covered Companies that Submitted Resolution Plans in July 2015) を公表した。同ガイダンスでは、2017年に提出される破綻処理計画 (2017 Plan) にかかる、資本、流動性、ガバナンス構造、業務機能、法人再編、デリバティブ取引・トレーディング業務、当局要請への対応能力の分野について、対象金融機関による対応が「期待される事項」が示されている。

(ロ) 米国財務省の提言内容

Department of the Treasury [2017a] は、破綻処理計画の提出制度についても、以下のとおり、規制負担の軽減および審査基準の透明性強化の観点から提言を行っている。

a. 規制負担の軽減

Department of the Treasury [2017a] は、同規制の対象金融機関のうち銀行持株会社にかかる閾値を、これまでの連結総資産 500 億ドルから引き上げることを提言しているほか、その提出頻度についても、年 1 回から 2 年に 1 回とすることを提言している¹⁰⁹。

b. 審査枠組みの公表形式

ドッド＝フランク法およびその施行規則において、金融規制当局は、対象金融機関から提出された破綻処理計画に関し、信頼性の可否、および迅速かつ秩序だった破綻処理の可否の観点から審査することが求められている。しかし、破綻処理計画の信頼性に対する具体的な審査基準は、ドッド＝フランク法や施行規則ではなく、前述のように、パブリックコメント手続を経ない金融規制当局のガイダンスによって示されてきた。

こうした現状に対する評価として、Skeel [2015] は、審査基準が不透明であるうえに、正式な法的枠組みと関連付けられるものでもないと指摘する。そして、このような金融規制当局による不透明な対応は、対象金融機関が自己の業務の不透明化を図る誘引ともなりえ、ドッド＝フランク法の趣旨を損なうことにもつながりうると主張する¹¹⁰。

¹⁰⁹ Department of the Treasury [2017a] p.67. 破綻処理計画の提出頻度について、ドッド＝フランク法に明文規定はなく、同法の施行規則において、毎年提出が義務付けられている。なお、Department of the Treasury [2017a] p.67 は、2年間の提出サイクルの間に重大な事象が生じたとしても、金融規制当局は対象金融機関に破綻処理計画の再提出を求めることが可能であると指摘している。

¹¹⁰ Skeel [2015] p.4.

また、Department of the Treasury [2017a] も、金融規制当局は、破綻処理計画の提出および審査枠組みにかかるガイダンスの明確化に責務を負うと述べたうえで、すべての審査枠組みとガイダンスをパブリックコメントの対象とすべきことを提案する¹¹¹。これは、金融規制当局によるガイダンスが、実質的には対象金融機関に対して流動性および資本の保有水準の引上げを求める機能を有するとの理解に基づいている¹¹²。Department of the Treasury [2017a] の提案は、ガイダンスで示された計画の審査基準が、金融機関に対する権利の制約や義務の賦課となりうることにかんがみ、民主的正統性（legitimacy）や行政当局の裁量統制の観点から、米国行政手続法における規則制定手続を適用することで、手続的統制を企図したものといえる¹¹³。

4. わが国への示唆

3節では、米国における金融規制の見直しに関する議論や金融規制当局による対応等を通し、規制の効率性や透明性という論点が、具体的な金融規制においてどのようなかたちで顕在化しうるのかを素描してきた。米国における金融規制や行政法の構造は、わが国における制度と異なる面もあるが、米国における金融規制の見直しにかかる議論は、わが国において金融制度のあり方を検討する際にも、重要な視座を提供しうる。現在、わが国では、情報技術の進展といった金融システムを取り巻く環境変化等を踏まえ、これまでの業態別の金融規制から機能別・横断的な金融規制への見直しなど金融規制にかかる包括的な点検・見直しにかかる検討が進められている¹¹⁴。こうした点検や見直しに際し、金融規制の効率性や透明性のあり方にかかる米国での議論は参考になると思われる。

¹¹¹ Department of the Treasury [2017a] pp.67-68.

¹¹² 2016年に公表されたガイダンスは、対象金融機関に対し、破綻処理計画上重要な拠点と指定した全拠点について、危機時および破綻処理時に必要となる流動性や資本バッファを推計し準備しておくことを求めている。このうち流動性バッファについてみると、各重要拠点が単体ベースで最低30日間のストレス状況下に必要な流動性（Resolution Liquidity Adequacy and Positioning）を、各対象金融機関が内部ストレステスト等を通じて測定し、平時から準備しておくこととされている。また、親会社の倒産手続終了までの期間への対応として、重要拠点が業務を継続するのに必要な流動性（Resolution Liquidity Execution Need）を推計することが求められている。

¹¹³ Department of the Treasury [2017a] による提言後、2019年に提出される破綻処理計画にかかるガイダンスは、パブリックコメント手続を経て（Federal Register/Vol. 83, No. 136/Monday, July 16, 2018/Notices）、最終化された（Federal Register/Vol. 84, No. 23/Monday, February 4, 2019/Notices）。

¹¹⁴ 金融審議会金融制度スタディ・グループ [2018]。

（１）費用便益分析について

わが国においては、「行政機関が行う政策の評価に関する法律」（以下、政策評価法という。）のもとで、法律または法律の委任に基づく政令の制定等により、規制の新設や廃止、内容変更を目的とする政策は、原則として、事前評価の対象となっており（行政機関が行う政策の評価に関する法律施行令 3 条 6 号）、その評価手法の 1 つに費用便益分析が含まれている。すなわち、政策評価法に基づき策定された「規制の政策評価の実施に関するガイドライン」では、費用便益分析は、「金銭価値化した費用と便益を推計して、費用と便益の関係を分析するもの」と定義され、「当該規制がもたらす費用が規制により得られる効果（便益）によって、正当化できるか」を定量的に示す手法の 1 つとして位置付けられている（規制の政策評価の実施に関するガイドライン II 4（3））。

イ．費用便益分析における情報技術の活用と留意点

政策評価法では、政策効果について「できる限り定量的に把握」することが求められている（政策評価法 3 条 2 項 1 号）。もっとも、政策評価の実施事例に対する現状の評価としては、定性的なものが多く、定量的な記載はほとんどみられないことが課題として指摘されている¹¹⁵。

こうした現状は、分析手法やデータの不足といった、米国の議論でも指摘されている実務上の課題に起因する面もあるものと思われる。この点、近年の技術の進展がこうした課題の解決に一定程度貢献しうるとの期待もみられる¹¹⁶。例えば、人工知能（artificial intelligence: AI）は、金融分野における業務の効率化に資することが期待され、金融規制当局においても経済や金融市場の分析に用いる動きがみられる¹¹⁷。こうした分析の一環として、金融規制の費用便益分析への活用も考えられる。もっとも、AI の活用には、限界もありうる¹¹⁸。例えば、AI に関わる分析技術である機械学習は、大量の過去データから統計的にパラメータを推定するが、規制の導入や改廃は、経済主体の行動や金融システム自体を大きく変化させる効果も有しうるため、過去データに依拠した分析では、現実の費用および便益を正確に把握できない可能性がある¹¹⁹。

費用便益分析の留意点として、これまでも、根拠が脆弱な分析が信頼性のあ

¹¹⁵ 政策評価審議会政策評価制度部会 [2017 年] 5 頁。

¹¹⁶ Rose and Walker [2013] p.18.

¹¹⁷ Department of the Treasury [2018] pp.54-55.

¹¹⁸ 投資判断にアルゴリズム・AI を利用する場合の法律関係や現行法上の課題等については、アルゴリズム・AI の利用を巡る法律問題研究会 [2019] 参照。

¹¹⁹ Financial Stability Board (FSB) [2017b] p.25 は、人工知能（artificial intelligence: AI）や機械学習には、過去の事象を過度に学習する（overtrain）可能性が潜在的に存在するため、新たな類型のリスクや事象を見落とすおそれがあることを指摘する。

るものとして定量的に示された場合には、規制の影響に関し、国民に誤解を生じさせる可能性が指摘されてきた¹²⁰。AIをはじめ、新たな技術を用いて実施される費用便益分析についても、例えばデータ上の制約等に起因する分析結果の不確実性が示されずにその結果のみが公表される場合には、科学的客観的外観のもとで、同様の事象の発生が想定されうる。このため、新たな技術を用いて費用便益分析を実施する場合には、分析結果のみならず、用いられたデータや技術特性までもを説明し、分析手法とその限界について、国民と認識の共有を図る必要があるように思われる。

また、AIなどの新たな技術の活用には、行政手続法的観点から、特有の制約がありうる。政策評価法では、政策効果に関し、「できる限り定量的に」「政策の特性に応じた合理的な手法」を用いて把握することが求められている（政策評価法3条2項1号）。しかし、例えばAIについては、判断過程のブラックボックス化が指摘されており、その判断プロセスを人間が正確に理解することが困難となりうる¹²¹。このため、機械学習をはじめとするAIを用いた定量化が可能となったとしても、費用便益分析の判断過程の合理性を検証または説明できないのであれば、政策評価の手法として「合理的な手法」と言いうるかが手続的観点から論点となろう¹²²。

ロ. 費用便益分析におけるパブリックコメントの活用と留意点

3節(1)ハ、(ロ)において述べたように、米国では、費用便益分析の実施にあたり、パブリックコメントを活用することの有用性が指摘されている。また、近年、わが国の規制評価においては、「パブリックコメントを活用して国民から広く意見を募集すること」が提言されている¹²³。以下では、金融規制にかかる費用便益分析の実施における、わが国でのパブリックコメントの活用可能性と留意点について検討する。

(イ) 意見公募手続と任意の意見募集の活用可能性

わが国における行政手続法上のパブリックコメント手続である意見公募手続においては、命令等を定める機関（命令等制定機関）は、規制にかかる行政立法の制定に際し、規制案としての「命令等の案」およびこれに「関連する資料」を公示して意見を求めることとされている（行政手続法39条1項）¹²⁴。ここで、

¹²⁰ 3節(1)ハ、(イ)（前掲注69に対応する本文）参照。

¹²¹ Hinge [2017] p.84, Department of the Treasury [2018] p.58.

¹²² 横田 [2018] 81 頁は、AI を行政に用いる場合には、行政手続法制や法律による行政、裁量審査の枠組みとの整合性をいかに確保するかが課題となると指摘する。

¹²³ 政策評価審議会政策評価制度部会 [2017年] 29 頁。

¹²⁴ 「命令等」とは、内閣または行政機関が定める①法律に基づく命令（処分の要件を定め

「関連する資料」とは、「命令等の案」の内容を国民が十分に理解するうえで必要または参考になる情報が記載された資料とされており、規制影響分析も含まれる¹²⁵。金融規制当局が一定の費用便益分析を実施している場合、分析の質の向上を企図して、「関連する資料」として、実施した費用便益分析の手法についても明示的に意見を求め、市中から多角的な検証を受けることが考えられる。

もっとも、このようなパブリックコメントの活用に関しては、実効性の観点から以下のような留意点が存在する。

第一に、金融規制に対する費用便益分析にかかる意見提出期間は、幅広い意見を金融規制に実効的に反映させる観点から、十分な期間が確保されている必要がある。この点、行政手続法上、意見公募手続にかかる意見提出期間は、命令等の案の公示の日から起算して30日以上とされているが¹²⁶、費用便益分析に対しても明示的に意見を求めるのであれば、当該分析の検証に必要な期間も十分に確保されるかたちで意見提出期間を設定することが求められる。他方、迅速な導入が求められる金融規制もありうるため、意見提出期間の設定に際しては、検証の必要性と規制導入の緊要性との調和に留意する必要がある。

第二に、意見提出期間内に、潜在的な規制の影響といった費用便益分析にとって有益な意見が市中から提出され、分析の質が向上したとしても、これを「命令等の案」に反映することが困難になる可能性に留意する必要がある。一般的に、「命令等の案」に対して意見公募手続が実施されるのは、行政機関内部における議論が進んだ段階となるが¹²⁷、これまでも、案が具体的になるほど修正が困難になる傾向があるとされ¹²⁸、実務上の工夫の必要性が指摘されてきた¹²⁹。このような問題への対応として、金融規制当局において事前に一定の費用便益分析が実施されている場合には、行政手続法上の意見公募手続に先立って、同分析を対象とした「任意の意見募集」を行うことが考えられる。この点、規制の原型を形成するうえで重要な役割を果たす審議会などでの検討対象に、規制

る告示を含む) または規則、②審査基準、③処分基準、④行政指導指針である(行政手続法2条8号)。

¹²⁵ 行政管理研究センター [2016] 296~297頁、常岡 [2006] 206頁。

¹²⁶ 行政手続法39条3項。

¹²⁷ 行政手続法上、意見公募手続で公示される「命令等の案」は、具体的かつ明確な内容のものでなければならないとされている(行政手続法39条2項)。

¹²⁸ 森田 [2005] 266頁は、会社法改正において、法務省によるパブリックコメント手続を通じて提出された意見が、手続の対象となった案に及ぼした影響を、実証的に検証した結果を踏まえ、「パブリック・コメント手続で集められた意見が、その後の法案制定に与える影響はさほど大きいものではない。むしろ、パブリック・コメント手続が行われる以前に決着はほぼ付いてしまっていることが多い」との見解を示す。

¹²⁹ 宇賀 [2017] 452頁。

の事前評価の内容を含めるべきとの提案がみられる¹³⁰。このような提案を踏まえると、審議会での議論を踏まえて取りまとめられた中間報告書に、当該審議会の議論で用いられた費用便益分析を含め、それをパブリックコメントの対象とすることが考えられる。

(ロ) データや分析手法に関する任意の意見募集

本節(1)ロ、(イ)では、金融規制当局自身による費用便益分析の実施が一定程度可能であることを前提に、意見公募手続と任意の意見募集の活用可能性を検討した。もっとも、金融規制当局におけるデータの制約や分析手法の未成熟といった理由から、そもそも費用便益分析の実施自体が困難である場合も想定される。この点、3節(1)ハ、(ロ)において述べたように、米国では、金融規制当局が、費用便益分析の実施に資する情報の提供を明示的に求めることが有益であるとされている。例えば、ボルカー・ルール¹³¹の施行規則の制定プロセスでは、金融規制当局は、定量的な費用便益分析を実施していないものの、その経済的影響や負担を最小化または便益を増加させる代替策などについて明示的に意見募集を行うとともに、経済分析に資するデータの提供等を求めている¹³¹。

この点、わが国においても、金融規制当局における費用便益分析の実施にかかるデータの不足や分析手法にかかる技術の欠如などを補う観点から、データや分析手法について、明示的に意見や情報を募集することは望ましいことと考えられる。また、提出された情報に基づいて費用便益分析を実施し、金融規制に実効的に反映させるためには、「命令等の案」を対象とする行政手続法上の意見公募手続より前の段階において、そのような情報を募集する必要がある。具体的には、行政機関内部における「命令等の案」の形成過程や事前評価の検討段階において、「任意の意見募集」により費用便益分析の実施に必要なデータや分析手法を募集することが有益と考えられる。

¹³⁰ 政策評価審議会政策評価制度部会〔2017年〕4頁は、審議会といった規制案の検討の場において、規制の事前評価が「議論のたたき台」とされることで、社会科学的な分析を政策形成過程に組み込むことが可能になるとの認識を示す。また、河村〔2017〕186頁は、審議会やワーキング・グループなどでの検討対象に、規制の事前評価の内容を含めることについて、「規制の質の向上や、利害関係者を含めた国民の理解確保を効果的かつ効率的に図ることができる」ことを利点として挙げる。なお、金融分野にかかる規範の形成過程において、費用便益分析の実施が求められる制度として、山本〔2018〕51頁は、欧州証券市場監督機構(European Securities Market Authority: ESMA)が金融市場関連の監督指針および勧告を定める際、公開の公聴および費用便益分析を行い、利害関係者および専門家から構成される法定の証券市場利害関係グループの意見等を受けることとされていること(ESMA規則16条)を指摘する。

¹³¹ Federal Register/Vol. 76, No. 215, Monday, November 7, 2011/Proposed Rules.

もっとも、このようなパブリックコメントの活用に関しても、留意点が存在する。すなわち、金融規制当局は、市中から提供されるデータが、金融規制当局の分析に活用可能な程度に詳細でない可能性があること、また、市中から提案される分析手法が金融規制当局にとって再現できない可能性があることを認識しておく必要がある¹³²。そうした限界も念頭に置きつつ、広く募集した意見の活用可能性を検討することが求められよう。

（２）規制枠組みの公表のあり方について

３節（２）で紹介したとおり、米国では、規制枠組みの透明性や手続面での適正性の確保の重要性とともに、規制枠組みを公表するうえでの留意点が指摘されている。こうした議論は、わが国における規制行政の主要な法的仕組みとして位置付けられる許認可や行政処分にかかる運用を検討するうえで参考になると考えられる¹³³。また、わが国において、金融規制の公表形式としてガイドラインを活用する場合についても一定の示唆を与えうる。

イ．審査基準および処分基準の公表のあり方

（イ）審査基準

まず、許認可等の判断に必要な審査基準についてみると、行政庁はこれを定め（行政手続法 5 条 1 項）、「行政上特別の支障があるとき」を除き、事前に公にすることが義務付けられている（同条 3 項）。そのうえで審査基準は、「許認可等の性質に照らしてできる限り具体的なもの」であることが求められる（同条 2 項）。一方で、CCAR や DFAST における当局推計モデルに関する議論を踏まえると、許認可にかかる審査基準の公表にあたっては、その形式や程度によっては弊害が生じることが懸念される。例えば、イノベーションの促進を企図した制度にかかる審査基準が過度に具体化された場合、申請者が当該基準を充足する技術の構築に過度にとらわれ（*innovation monoculture*）、かえって制度の趣旨が没却されるリスクも考えられる。さらに、過度に画一化された技術が金融分野において実用化される場合には、特定の分野にリスクが集中する可能性も否定できない¹³⁴。

¹³² GAO [2014] p.21.

¹³³ 宇賀 [2017] 86 頁参照。

¹³⁴ 例えば、久光・山田 [2017] は、AI による自動審査等に使用されるアルゴリズムの収斂が進んだ場合には、小口分散のリテール向け与信ポートフォリオに従来にはない均質性がもたらされうること、その結果、これまでは大口与信管理についてのみ懸念されてきた特定の属性への与信集中リスクの問題がリテール向け与信も含めて顕現化し、ひいては金融システム全体のプロシクリカリティの増幅につながりうる可能性を指摘する。このほか、AI の利用をはじめとする金融分野におけるイノベーションの進展が、金融システムの安定

(ロ) 処分基準

次に、行政処分にかかる基準については、わが国行政手続法では、同基準を定め、かつ、これを公にすることを努力義務として規定している（行政手続法12条1項）。

この点、わが国の金融行政についてみると、監督指針において、法令の適用・解釈の明確化が図られているほか、行政処分の基準として、具体的にどのような処分を行うかの判断に際しての一般的な検証要素が公表されている¹³⁵。行政処分の基準も含めたこのような公表のあり方は、プリンシプル・ベースの規制・監督手法を支えるうえで重要な役割を果たすものと説明されてきた¹³⁶。プリンシプル・ベースとは、金融機関や市場参加者が尊重すべき重要な原則を示したうえで、それに沿った行政対応を行っていく規制・監督手法であり、示された原則を踏まえてどのように行動するかは金融機関の合理的な判断に委ねられる。

このため、プリンシプル・ベースの規制・監督手法のもとでは、経営の自由度が高いと説明されており¹³⁷、ルールや規則を詳細に設定して個別事例に適用していくルール・ベースの規制・監督手法に比べ¹³⁸、リスク管理態勢の画一化やこれに起因する弊害への懸念は小さいように思われる。一方で、プリンシプル・ベースの規制・監督手法については、恣意的な行政対応や予測可能性の低下を生ずるリスクがあると指摘されており¹³⁹、上述の監督指針や検査マニュアルの公表は、そのようなリスクに対応するものとして位置付けられている¹⁴⁰。

に及ぼしうる影響への考察としてFSB [2017a] pp. 38-56 参照。

¹³⁵ 例えば、主要行等向けの総合的な監督指針（平成29年6月）II-5-1-1においては、銀行法26条に基づく業務改善命令や業務停止命令、同法27条に基づく業務停止命令および免許取消しといった不利益処分の発動を検討する際には、①行為の重大性・悪質性や②背景にある経営管理態勢・業務運営態勢、③軽減事由の有無を勘案することが示されている。

¹³⁶ 佐藤 [2010] 102頁。

¹³⁷ 神田・神作・みずほフィナンシャルグループ [2017] 216頁〔嘉幡丈裕〕。

¹³⁸ ルール・ベースの規制・監督手法は行政対応の恣意性が排除され、規制を受ける側にとっての予見可能性が高まるメリットがあるが、機械的・画一的な処理につながりやすいとされる（目黒・栗原 [2014] 7頁）。プリンシプル・ベースの規制・監督手法とルール・ベースの規制・監督手法の関係について、両者は相互に排他的であるよりは相互に補い合うものと説明され、佐藤 [2010] 98頁は、金融関係法令における具体例として、銀行法上の自己資本比率規制、早期是正措置、大口与信規制などは、「財務の健全性」というプリンシプルに対応していることを挙げる。

¹³⁹ 佐藤 [2010] 93頁、目黒・栗原 [2014] 8頁。

¹⁴⁰ 2006年に成立した金融商品取引法については、「ルール・ベースの行政対応の拠り所でもあった」旧証券取引法を吸収するかたちで成立し、「プリンシプル・ベースでの補強を施すことにより、金融商品取引業者の経営管理態勢・法令等遵守態勢に着目して行政処分を発出できるようにした」と説明される（佐藤 [2010] 100頁）。こうしたプリンシプル・ベースの規制・監督手法の採用を踏まえ、河村 [2007] 254～255頁は、金融商品取引法の

また、プリンシプル・ベースの規制・監督手法においても、過度に詳細な基準やリスク管理手法が金融機関に示され、これらが機械的に適用される場合には、ルール・ベースの規制・監督手法が採用される場合と同様に、金融機関による形式的・画一的な対応を惹起することが懸念される。この点、わが国においては、監督指針や検査マニュアルが、金融環境が変化するもとの、金融機関による多様で主体的な創意工夫を妨げてきたのではないかとの問題意識から、近時、見直しが図られている。

すなわち、新しい検査・監督の方針として2018年6月に金融庁から公表された「金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針）」においては、これまでの「検査・監督に関する方針の示し方」が見直され、検査マニュアルは、2019年4月以降を目処に廃止される方針が示された¹⁴¹。また、監督指針については、予見可能性を確保する観点から、引き続きその利用は継続されるものの、「過度に細かく特定の方法を記載する等行き過ぎたルール・ベースとなって、金融機関の創意工夫を妨げている場合は、見直しを行う」との方向性が示されている¹⁴²。

ロ. ガイドラインの活用について

金融環境の急速な変化に応じた迅速かつ柔軟な対応を確保する観点からは、金融規制の枠組みの公表形式として、金融規制当局が作成するガイドラインを活用することが考えられる¹⁴³。「法令による金融規制」との比較でみた場合、ガイドラインは、技術革新の進展が金融システムに与える影響のように、変化が急速な事象への対応として、現実的な規制手段であるとの評価がみられる¹⁴⁴。

もともと、ガイドラインの活用にあたっては、3節（2）ロ. でみたように、対象主体の権利保護の観点から留意すべき点もある。わが国において、ガイドラインという用語は、法律上明確に位置付けられているものではなく、その拘束力等においても多様であるとされている¹⁴⁵。すなわち、わが国におけるガイ

執行において考慮されるべき要素を示すマニュアルの作成・公表を提言していたが、このような提言は、プリンシプル・ベースの規制・監督手法のもとの法執行手続の透明性の確保等を企図したものといえる。

¹⁴¹ 金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針）IV. 3.（1）。なお、検査マニュアルの廃止に伴い実務上の支障が生じる場合には、監督指針の修正等により対応が図られるとされている。

¹⁴² 金融検査・監督の考え方と進め方（検査・監督基本方針）IV. 3.（2）。

¹⁴³ 金融審議会金融制度スタディ・グループ [2018] 24 頁参照。

¹⁴⁴ 金融制度スタディ・グループ（第1回）議事録大野委員発言（https://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/seido-sg/gijiroku/20171129.html〈最終閲覧2019年3月27日〉）参照。

¹⁴⁵ NTTデータ経営研究所 [2016] は、国の行政機関が策定するガイドラインについて、実

ドラインには、行政手続法における命令等の性格を有し一定の拘束力が認められ、法令上の意見公募手続の対象となるものと、そうした性格を有さないものが存在する。

法令の解釈・説明といった後者のようなガイドラインであれば、行政手続法上必ずしも意見公募手続を経る必要はなく、むしろ、金融環境が急速に変化する場合にはそのような手続を経ずに発出することが、迅速かつ柔軟な対応に寄与するとも考えられる。しかし、特定のガイドラインが法令の解釈・説明にとどまるのか、一定の拘束性を帯びて意見公募手続を経る必要があるかの線引きは必ずしも明確でない可能性がある。ガイドラインを活用した金融行政を進める際には、その見極めが重要となろう。

一方で、近時、米国の金融規制当局からは、金融規制当局が作成するガイドラインをパブリックコメントの対象とすることについて、金融機関のリスク管理にかかる情報収集等の観点からの有用性が指摘されている¹⁴⁶。このような情報収集面でのメリットに着目すると、わが国においても、金融環境が大きく変化するもとの、幅広く情報収集を行うことが有用と考えられる場合には、ガイドラインが拘束力を有さなくとも、任意の意見募集を実施することが監督上のルールを定めるうえで望ましい場合がありえよう。ガイドラインを用いた金融行政にあたっては、迅速かつ柔軟な対応の必要性との調和を図ることが重要であるように思われる。

5. おわりに

本稿では、米国における金融規制の見直しの中で議論されている費用便益分析の実施と規制枠組みの公表のあり方について、行政法的な観点から整理を行った。米国における議論からは、具体的な金融規制の導入や運用の場面では、こうした手法の活用等にも限界や留意点が存在することが浮かび上がった。以下では、そうした点に関する筆者の考えを述べることにしたい。

まず、費用便益分析は、具体的なデータに基づき、信頼性のある分析手法によって実施されるのであれば、規制の効率性の確保のほか、金融規制当局や政策決定過程への信認を確保するうえで有益な手段となりうる。また、社会が金融規制から得られる便益とその導入に伴う費用に関しいかなる配分を望むかについての合意形成に向けた判断材料を提供する手段ともなる。さらに、政策決定に際し、情報やデータを収集し、多様な利益を定量的に評価する費用便益分析の一連の実施過程は、利益調整としての裁量権行使に対する制御・統制のあ

例を踏まえつつ、実態や規範性の有無等を整理している。

¹⁴⁶ Federal Register/Vol. 83, No. 136/Monday, July 16, 2018/Notices 参照。

り方に、1つの視座を与える可能性もある¹⁴⁷。

こうした点を踏まえると、金融規制当局は、その精緻化に努めることが求められ、とくに、従来の金融環境が大きく変化し、これまでのデータや分析手法では、費用や便益の定量的な把握に限界がある場合には、パブリックコメントの活用も一定の有用性があるように思われる。また、現在、国際的な金融規制の基準設定主体等においても、金融規制に対する影響評価への取組みが行われており、各国の金融規制当局の分析の精緻化にも寄与していくことが期待される¹⁴⁸。

もっとも、いかに精緻化に努めたとしても、現実には、金融規制の導入や改正にかかる将来予測として、全ての費用や便益を正確に定量化し比較することに限界が存在することも否定しえない。費用便益分析の活用にあたっては、国民への説明責任や信頼性確保等の観点から、分析の手法や前提条件、利用データ等を開示するとともに、当該分析の限界も明らかにしたうえで、認識の共有を図りながら活用していくことが重要となる。

次に、規制枠組みの公表のあり方について、米国の事例からは、金融規制の透明性や金融規制当局に対する信頼性の確保といった観点から、その重要性が再認識される一方、過度に詳細な公表がかえって規制目的を達成するうえで弊害となりうること等が示唆された。この点、わが国でも、新たな技術を活用した金融サービスの提供が広がりを見せているが、金融分野における技術革新は、金融サービスの効率化などをもたらしうる反面、金融システムに予期せぬ影響を及ぼす可能性もある。金融規制当局としては、そうしたリスクへの対応として、規制措置を講じることが考えられるが、過度に詳細な基準や方針等を提示する場合には、迅速かつ柔軟な対応が困難となるおそれがあるほか、金融シス

¹⁴⁷ 政策評価法に基づく政策評価を、行政庁による自己制御の仕組みと捉えると（大橋[2011] 186頁参照）、評価手法としての費用便益分析の定着の仕方次第では、行政裁量に対する自己制御のあり方について、より定量的な方向に影響を与える可能性があると考えられる。また、近時の最高裁の判例では、行政裁量の統制にあたり、行政庁の行った判断過程における過誤・欠落の有無を審査する判断過程審査方式が定着している。具体例として、生活扶助の老齢加算を段階的に廃止する旨の告示（保護基準）の改定につき、「専門技術的かつ政策的な見地からの裁量権」を認め、「判断の過程及び手続における過誤、欠落の有無等の観点から」裁量統制を行うものとした最判平成24年2月28日判時2145号3頁、最判平成24年4月2日判時2151号3頁を参照。判断過程審査方式を、裁判所と行政庁とが協働して事案の結論に至る論理を組み立てる方法として捉えると（山本[2012]232～233頁）、裁量権行使にかかる行政庁の判断手法としての費用便益分析が定着すれば、情報収集面も含めた同分析における多様な利益の評価の過程や、行政庁の判断の過程や手続における同分析の検討状況に、裁判所の審査が及ぶ可能性もあると考えられる。

¹⁴⁸ 例えば、FSBやBCBS等は、2017年7月に公表された「G20の規制評価の枠組み」に沿って、実施済みの国際金融規制が、所期(intended)の効果を発揮しているか、想定外(unintended)の大きな悪影響を及ぼしていないかといった観点から、影響評価の作業を実施している。

テム安定の観点から、望ましくないかたちでリスク管理手法が画一化する可能性もある。金融を取り巻く環境が急速に変化するもとの金融規制の策定・公表にあたっては、生じうる副作用も念頭に置きつつ、透明性や手続の適正性との調和を図ることがより重要になると考えられる。

わが国における金融面での技術革新が金融サービスに与えるメリットを享受しつつ、その負の影響にも適切に対応する観点から、金融規制はいかにあるべきか、金融規制当局としていかに対応していくべきかについて、米国における金融規制の効率性および透明性を巡る議論は、有益な示唆を提供するものと思われる。

参考文献

- アルゴリズム・AIの利用を巡る法律問題研究会、「投資判断におけるアルゴリズム・AIの利用と法的責任」、『金融研究』第38巻第2号、日本銀行金融研究所、2019年、1～44頁
- 岩原紳作、『金融法論集（上）金融・銀行』、商事法務、2017年
- 宇賀克也、『アメリカ行政法（第2版）』、弘文堂、2000年
- 、『行政手続と行政情報化』、有斐閣、2006年
- 、『行政法概説Ⅰ—行政法総論（第6版）』、有斐閣、2017年
- 大川昌男、「米国資本市場の競争力に関する最近の議論について——SOX 法制定から5年を経て——」、『金融研究』第26巻法律特集号、日本銀行金融研究所、2007年、69～168頁
- 大橋洋一、「行政の自己制御と法」、磯部 力・小早川光郎・芝池義一編『行政法の新構想Ⅰ—行政法の基礎理論』、有斐閣、2011年、167～192頁
- 河村賢治、「金融商品取引法に関する一考察」、上村達男・神田秀樹・犬飼重人編著『金融サービス市場法制のグランドデザイン』、東洋経済新報社、2007年、237～256頁
- 、『JSDA キャピタルマーケットフォーラム（第1期）論文集』、日本証券業協会、2017年、111～189頁
- 神田秀樹・神作裕之・みずほフィナンシャルグループ編、『金融法講義（新版）』、岩波書店、2017年、64～74頁
- 岸本充生、「環境政策における費用便益分析の役割：米国環境保護庁での制度化を中心に」、『財政学研究』第22号、財政学研究会、1997年
- 行政管理研究センター編、『逐条解説 行政手続法（改正行審法対応版）』、ぎょうせい、2016年
- 金融審議会金融制度スタディ・グループ、「中間整理—機能別・横断的な金融規制体系に向けて—」、金融庁、2018年
- 黒沼悦郎、「株主の選挙提案を認める SEC 規則の無効化」、『商事法務』1974号、2012年、55～59頁
- 小出 篤、「ドッド=フランク法におけるノンバンク金融会社および銀行持株会社の破綻処理計画（“living will”）提出制度」、『金融法研究』28号、2012年、177～189頁
- 、『『ボルカー・ルール』について』、『アメリカ法』2016-1、日米法学会、2016年、27～40頁
- 櫻井敬子・橋本博之、『行政法（第5版）』、弘文堂、2016年
- 佐藤隆文、『金融行政の座標軸—平時と有事を超えて』、東洋経済新報社、2010

- 年
- 政策評価審議会政策評価制度部会、「規制に係る政策評価の改善方策」、総務省、2017年
- 常岡孝好、『パブリック・コメントと参加権』、弘文堂、2006年
- 原田大樹、『公共制度設計の基礎理論』、弘文堂、2014年
- 久光孔世留・山田隆人、「FinTech時代の銀行のリスク管理」、日銀レビュー 2017-J-16、日本銀行、2017年
- 平岡克行、「大きすぎて潰せない (Too-Big-to-Fail) 金融機関に対する法規制の在り方に関する考察(1)」、『早稲田法学会誌』第68巻2号、早稲田大学法学会、2018年、237～292頁
- 松尾直彦、「トランプ政権下の米国金融規制改革の展開」、神作裕之責任編集・資本市場研究会編『企業法制の将来展望—資本市場制度の改革への提言—(2018年度版)』、財経詳報社、2017年、181～223頁
- 目黒謙一・栗原俊典、『金融規制・監督と経営管理』、日本経済新聞出版社、2014年
- 森田 果、「パブリック・コメント手続は有効に機能しているか?——商法改正をめぐるパブリック・コメント手続の実証分析——」、『民商法雑誌』第133巻第2号、2005年、237～268頁
- 山本隆司、『判例から探求する行政法』、有斐閣、2012年
- 、「EU行政手続法模範草案の分析」、宇賀克也責任編集『行政法研究』第27号、2018年、43～100頁
- 横田明美、「AI社会における行政規制・行政によるAIの活用に向けて」、『ビジネス法務』第18巻第2号、中央経済社、2018年、80～81頁
- 吉井敦子、「保険会社に対する『金融システム上重要な金融機関』の認定」、『商事法務』2150号、2017年、35～39頁
- 吉川健一、「ストレステストに用いるストレスシナリオの定量的評価手法」、『金融研究』第38巻第1号、日本銀行金融研究所、2019年、125～168頁
- 若園智明、「SEC規則に求められるコスト・ベネフィット分析」、『証券レビュー』第56巻12号、日本証券経済研究所、2016年、150～168頁
- NTT データ経営研究所、「国の行政機関が公表したガイドライン等の実態把握のための調査研究報告書」、総務省、2016年
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), “Supervisory and Bank Stress Testing: Range of Practices,” Bank for International Settlements, 2017.
- Bernanke, Ben S., “Stress Testing Banks: What Have We Learned?” remarks at Financial Markets Conference on “Maintaining Financial Stability: Holding a

- Tiger by the Tail,” Sponsored by the Federal Reserve Bank of Atlanta in Stone Mountain, Georgia on April 8, 2013.
- Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB), “2019 Supervisory Scenarios for Annual Stress Tests Required under the Dodd-Frank Act Stress Testing: Rules and the Capital Plan Rule,” Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019a.
- , “Comprehensive Capital Analysis and Review 2019: Summary Instructions,” Board of Governors of the Federal Reserve System, 2019b.
- Coates, John C. IV, “Cost-Benefit Analysis of Financial Regulation: Case Studies and Implications,” *Yale Law Journal*, Vol. 124, 2015, pp. 882-1011.
- Committee on Capital Markets Regulation (CCMR), “The Administrative Procedure Act and Federal Reserve Stress Tests: Enhancing Transparency,” Committee on Capital Markets Regulation, 2016.
- Department of the Treasury, “A Financial System That Creates Economic Opportunities: Banks and Credit Unions,” Department of the Treasury, 2017a.
- , “A Financial System That Creates Economic Opportunities: Capital Markets,” Department of the Treasury, 2017b.
- , “A Financial System That Creates Economic Opportunities: Asset Management and Insurance,” Department of the Treasury, 2017c.
- , “A Financial System That Creates Economic Opportunities: Nonbank Financials, Fintech and Innovation,” Department of the Treasury, 2018.
- Financial Stability Board (FSB), “Financial Stability Implications from FinTech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention,” Financial Stability Board, 2017a.
- , “Artificial Intelligence and Machine Learning in Financial Services: Market Developments and Financial Stability Implications,” Financial Stability Board, 2017b.
- Gellhorn, Ernest, and Ronald M. Levin, *Administrative Law and Process Third Edition*, West Publishing Co, 1990 (大浜啓吉・常岡孝好訳『現代アメリカ行政法』、木鐸社、1996年) .
- Government Accountability Office (GAO), “Dodd-Frank Regulations: Regulators’ Analytical and Coordination Efforts,” GAO-15-81, Government Accountability Office, 2014.
- Greenwood, Robin, Samuel G. Hanson, Jeremy C. Stein and Adi Sunderam, “The Financial Regulatory Reform Agenda in 2017,” Harvard Business School Working Paper, 2017-09, 2017.

- Hinge, Daniel, "Teaching Machines to Do Monetary Policy," *Central Banking*, Vol. 28, No. 2, 2017, pp. 80-85.
- Perkins, David W., and Maeve P. Carey, "Cost-Benefit Analysis and Financial Regulator Rulemaking," Congressional Research Service Report 44813, 2017.
- Rose, Paul and Christopher Walker, "The Importance of Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation," Center for Capital Markets Competitiveness, 2013.
- Skeel, David A., "Five Years after Dodd-Frank: Unintended Consequences and Room for Improvement," *Penn Wharton Public Policy Initiative*, Issue Brief, Vol. 3, No. 10, 2015.
- Tarullo, Daniel K., "Stress Testing after Five Years," remarks at the Federal Reserve Third Annual Stress Test Modeling Symposium in Boston on June 25, 2014.