

# 第4章 アメリカにおける銀行業務と証券業務の利益相反問題—証券化商品の組成・販売を題材として

加 藤 貴 仁

## I はじめに

本稿は、アメリカにおいて、金融機関が銀行業務と証券業務を共に営むことによって生じる利益相反問題を概観することを目的とする。本稿では、銀行業務とは預金の受け入れと貸付を業として行うことを指し、証券業務とは証券発行の引受けや自己勘定による証券取引などを業として行うことを指すものとする<sup>(1)</sup>。

伝統的に銀行業務と証券業務の利益相反問題といえば、その典型例として、銀行業務と証券業務の双方を営む金融機関が、銀行業務の顧客の財務状況が悪化し融資を返済することが困難である場合に、有価証券の発行によって資金を調達させ、その資金を融資の返済にあてさせることが挙げられてきたように思われる（神田 [2010] 78-79頁）。この例において、金融機関は、銀行業務の顧客が発行する有価証券の引受人となり、その有価証券を投資家に販売する。証券業務しか行っていない金融機関であれば、このような財務状況が著しく悪化した会社が発行する有価証券の引受人となることを躊躇する可能性があるのではなかろうか。このような有価証券を取得してくれる投資家の範囲は限られるであろうし、資金調達を成功させるために積極的な販売勧誘活動が必要だからである。これに対して、銀行業務と証券業務の双方を営む金融機関は、引受人となるか否かを判断する際に、証券業務として利益を上げることができるか否かだけでなく、銀行業務に対して利益をもたらすか否かも考慮するはずである。その結果、証券業務しか行わない金融機関であれば引き受けないような有価証券の発行を引き受ける可能性が生じることになる。そして、このような金融機関は、引き受けた有価証券を投資家に販売することによって銀行業務においても利益を得ることができるので、投資家に対して不適切な勧誘活動を行う可能性が高まるように思われる。

---

(1) アメリカにおいて本注の本文で定義した銀行業務を行う金融機関は商業銀行、証券業務を行う金融機関は投資銀行と呼ばれるが、本稿では我が国で一般的に用いられている用語法に合わせて、商業銀行に相当する金融機関を単に銀行、投資銀行に相当する金融機関を証券会社と呼ぶことにする。

ある金融機関が銀行業務と証券業務の双方を営むことは、多様な金融サービスの提供などが可能になることによって、顧客に利益をもたらす可能性がある。しかし、銀行業務と証券業務には利害対立があるため、先に述べたような事例では証券業務の顧客が損害を被る可能性がある。このような利益相反はある金融機関が複数の業務を営むことによって発生する問題であるから、その対処策として、金融機関が営むことができる業務を制限することが考えられる。しかし、その結果、金融機関が多様な金融サービスを提供することが困難になる。利益相反問題への対処は、金融サービスの発展と顧客保護の調和を達成するための必要条件である。

金融機関が抱える利益相反問題の中でも、銀行業務と証券業務の利益相反は古くから存在する問題である。しかし、2008年のリーマン・ブラザーズの破綻を契機として深刻化した金融危機（以下、単に「金融危機」という。）は、この問題が未解決であったことだけではなく、証券化やデリバティブ取引など金融技術の発展によって問題がさらに複雑化したことを示唆している。そこで本稿では、金融危機後に明らかになった銀行業務と証券業務の利益相反に関連する問題とドッド・フランク法（The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）による対応を題材として、アメリカにおいて、金融機関が銀行業務と証券業務を共に営むことなど複数の業務を営むことによって生じる利益相反問題を概観する。

Ⅱでは、金融危機後に明らかになった銀行業務と証券業務の利益相反に関連する問題を理解するための前提として、ドッド・フランク法の制定以前の規制の状況を、本稿の分析と関連する範囲で概観する。Ⅲでは、銀行業務と証券業務を共に営むことが認められることを受けて、主に大規模金融機関が採用するようになったOTD（originate-to-distribute）戦略を概観する。大規模金融機関がOTD戦略を採用したことは、銀行業務と証券業務の利益相反に関連する新たな問題を生み出したからである。Ⅳでは、ある金融機関が金融商品の組成・販売を共に行うことによって生じる利益相反問題に焦点を絞って検討を行う。この問題は、証券化取引やデリバティブ取引など金融技術の発展によって、銀行業務と証券業務を共に行う金融機関と顧客の利害関係が複雑化したことを示すからである。また、この問題は、ドッド・フランク法によって新たな規制の対象となっており、金融商品の組成・販売を共に行う金融機関の法的地位を分析するために格好の材料を提供してくれるからである。Ⅴでは、それまでの議論をまとめたうえで、我が国への示唆を述べる。

## Ⅱ 金融危機以前の規制の概観

### 1 1933年グラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act）と1999年グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）

アメリカにおける金融危機以前の銀行業務と証券業務の利益相反問題に関する規制を概観す

るため、1933年グラス・スティーガル法（Glass-Steagall Act）と1999年グラム・リーチ・ブライリー法（Gramm-Leach-Bliley Act）の概要を確認しておこう<sup>(2)</sup>。

1933年グラス・スティーガル法は、銀行業務と証券業務の分離という点で、以下の4つの規制を設けたと言われている<sup>(3)</sup>。

- ①一定の例外を除いて銀行の証券業務は禁止される（銀行法16条）<sup>(4)</sup>。
- ②銀行の関連会社が証券の引受け等の一定の証券業務を「主として行う」ことは禁止される（銀行法20条）。
- ③証券会社による銀行業務は制限される（銀行法21条）。
- ④銀行と証券の引受け等の一定の証券業務を「主として行う」会社との間での役職員の兼任は禁止される（銀行法32条）。

これに対して1999年グラム・リーチ・ブライリー法101条は、1933年グラス・スティーガル法の②と④を廃止した。1999年グラム・リーチ・ブライリー法が制定された理由とは、簡単に述べれば、証券業務を行う投資銀行や、いわゆるshadow bankingとの激しい競争にさらされた（商業）銀行が証券業務への参入を求めたこと、証券化とデリバティブ取引など新たな金融技術が発展したことである（Merkley & Levin [2011] at 518）。①と③に関する規制は、現在も残っている（Merkley & Levin [2011] at 519 note29 ; Manafsi [2013] at 185 note10）。なお、1999年グラム・リーチ・ブライリー法以降、銀行が証券業務を行う場合には、1934年証券取引所法に基づき、一定の例外を除き、ブローカー又はディーラーとして登録を受ける必要がある。登録が必要とされるのは、「銀行が証券業務を行う場合についても、銀行以外の者（証券会社）が証券業務を行う場合と同等の投資者保護が確保されるべきである」からである（神田 [2010]

---

(2) 以下の記述は神田 [2010] 80-81頁に基づく。

(3) 1933年グラス・スティーガル法は、1929年の株式市場の暴落とその後の大恐慌への対応策の1つとして制定された。しかし、その立法過程において、銀行業務と証券業務を分離する目的が広く共有されていたわけでもないようである（Markham [2010] at 1092-95）。たとえば、銀行業務と証券業務を分離する目的としては、当時、銀行業務と証券業務を共に営む金融機関が預金によって調達した資金をリスクが高く複雑な金融取引に投資したため、これらの金融取引のリスクが顕在化し損失を被った金融機関が預金やその他の債務に対する支払いを行うことができなくなったことが金融システムを崩壊させた主たる原因であることを挙げる見解もある（Merkley & Levin [2011] at 517）。これに対して、1929年の株式市場の暴落後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査では、金融機関が銀行業務と証券業務の双方を営むことが金融システム全体に与える影響（“systemic risk”）ではなく、利益相反が主たる調査対象とされたと指摘する見解がある（Manafsi [2013] at 203-204）。これらの見解は、ある金融機関が銀行業務と証券業務を共に行うことによって生じる問題は利益相反に限らないことを示唆しているが、本稿は紙幅の都合上、利益相反に焦点を絞って検討を行う。

(4) ただし、政府債の引受け等の業務と顧客の指示による証券のブローカー業務等は認められる。

80頁)<sup>(5)</sup>。

また、1999年グラム・リーチ・ブライリー法は、金融持株会社 (Financial holding company, FHC) 制度を導入した。FHCは、一定の場合には、「伝統的に認められてきた付随業務や法定他業に加えて、『金融の性質を有する (financial in nature)』業務を行うことができる」(神田[2010] 81-82頁)。金融の性質を有する業務として、同法による改正後の銀行持株会社法 4 条 k 項 4 号は以下の 9 項目の業務 (K4業務) を挙げている (神田 [2010] 81-82頁)<sup>(6)</sup>。

- ①他者のための貸付け、投資等または金銭・証券の保護預かり
- ②一定の保険業務
- ③証券投資等に関する助言業務
- ④銀行が保有できる資産を原資産とする金融商品の発行ないし販売
- ⑤証券の引受けやディーリング等
- ⑥国外で行うことが認められている業務のうちで一定のものを国内で行うこと
- ⑦いわゆるマーチャントバンキング業務
- ⑧保険子会社によるポートフォリオ運用
- ⑨1999年11月12日の時点で銀行持株会社に認められていた業務

このように、1999年グラム・リーチ・ブライリー法によって、銀行は、FHCとなることで、証券業と保険業を共に行うことが可能となった (Wilmarth [2002] 219-22 & 319-20 ; Wilmarth (2009) at 973 ; Scott et al. [2009] at 27-29 & 465-470)。1999年グラム・リーチ・ブライリー法が制定される時点では、既に、監督官庁による度重なる権限行使を通じて1933年グラス・ステイガル法に基づく銀行業務と証券業務の分離は無意味になっていたと主張する見解もある (Markham [2010] at 1101-03)。しかし、FHCが導入されたことによって、制度として、ユニバーサルバンキングが認められることになったといえるように思われる。

## 2 金融危機後に明らかになった利益相反問題

- 
- (5) 登録が不要とされる証券業務は、以下の通りである。①信認関連業務；②1933年証券法上の適用除外証券、コマーシャルペーパーその他一定の証券の取扱い；③預金口座等の取扱い、一定のスワップ取引など一定の銀行商品の取扱い；④一定の条件のもとで当該銀行の店舗の内外で第三者であるブローカーが証券を販売することとする取決め；⑤従業員持株計画等を実施するための証券取引；⑥関連会社のための取引；⑦いわゆるno-load MMFへのsweep accountの取扱い；⑧一定の私募証券取引；⑨一定の証券保護預かり・保管業務；⑩地方政府債のブローカー業務；⑪少量免除 (年間500取引まで)；⑫適格投資家に対する一定の資産担保証券の引受けおよび販売。
- (6) K4業務の他に、FRBの規則により、FHCは以下の3つの項目を行うことができる (1999年グラム・リーチ・ブライリー法による改正後の銀行持株会社法 4 条k項 5 号)。<sup>(7)</sup>①貸付け、信託その他の業務；②金銭または他の金融商品の移動 (為替業務等に相当)；③第三者のための金融商品の移動の仲介等の業務。

金融機関が抱える利益相反問題の典型例として、「ユニバーサルバンキング制度（1つの金融機関が銀行業務と証券業務とを併営することを認める制度）を採用する国において、銀行が顧客に貸付けをしており、顧客の信用状態が悪化したことを知ったため、顧客に社債を発行させ自らがその社債を引き受けて一般の投資者に販売した後に、社債への出資金を貸付金の回収にあてる」ことが挙げられている（神田 [2010] 78-79頁）。

これに対して、金融危機は、ユニバーサルバンキングが抱える新たな利益相反問題の存在を浮き彫りにしたように思われる。金融危機を受けて制定されたドッド・フランク法では、このような利益相反問題への対処を目的とする規定がいくつか存在する（Merkley & Levin [2011] at 532-33 & 539）。このような利益相反問題は、主にOTD (originate-to-distribute) 戦略と証券化商品の組成・販売に関して生じたように思われる。以下では、順に検討する。

### Ⅲ OTD戦略

OTD戦略とは、金融危機の直前までユニバーサルバンキングである大規模金融機関が採用していた戦略であり、以下の金融取引の全部を単一の金融グループが行うことを指す（Wilmarth [2009] at 969）。

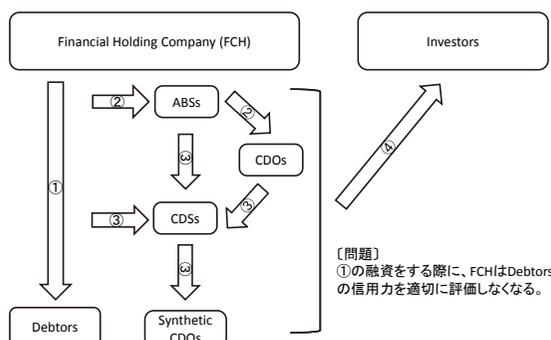
- ① 消費者や会社に対する融資若しくは第3者からの融資債権の取得<sup>(7)</sup>。
- ② ①の融資をABS (asset-backed securities) 又はCDO (collateralized debt obligation) に証券化する。
- ③ ②の金融商品の原資産である①の融資の価値と連動するCDS (credit default swap) や Synthetic CDOなどの金融商品を追加的に組成する。
- ④ ②と③の金融商品を投資家に販売する。

OTD戦略は、[図表1] のように示される。

---

(7) OTD戦略は、いわゆるサブプライムローンだけではなく、クレジットカードローンや企業に対する融資、LBO融資においても利用されていたと言われている（Wilmarth [2009] at 971）。

〔図表1〕Originate-to-distribute (OTD) strategy



ABS、CDO、CDS、Synthetic CDOの関係の概要は以下の通りである (Wilmarth [2009] ; Schuur [2015] at 567-70 ; O' Hare [2014] at 669-76)。

FCHは、①の融資債権をSPV (special purpose vehicle) に移し、SPVは①の融資債権に対する支払いを裏付けとするABSを発行し、投資家に販売する。ABSは、支払いの優先順位に基づき、複数の区分 (tranche) に分割される。①の融資債権に対する支払いの一部が滞っても、SPVが優先順位の高いABSへ支払いを行うことができるように区分の分割が行われる。次に、FCHは、ABSの中で投資家に販売することができなかったものを別のSPVに移し、これらのABSに対する支払いを裏付けとしてSPVにCDOを発行させる。CDOも、ABSと同じく、支払順位に基づき複数の区分に分割される。

さらに、FCHは、①の融資債権やABS、CDOを参照資産として、第三者とCDSを行う。FCHは、CDSの買い手 (short position) になることによって、一定額を定期的に支払う代わりに、CDSの売り手 (long position) に立つ者から、①の融資債権の債務者、ABSやCDOのSPVからの支払いが滞った際に、①の融資債権やABS、CDOの価値下落分に相当する額の支払いを受けられるようになる<sup>(8)</sup>。CDSの買い手と売り手のどちらが支払義務を負うかは①の融資債権などの価値によって決まるので、これらの資産は参照資産と呼ばれるのである。

Synthetic CDOとは、SPVがCDSの売り手になることによって買い手から定期的に得ること

(8) 実質的には、CDSの買い手は、売り手から、①の融資債権などの支払いが滞ったことによって被る損害を対象とする保険を購入していることになる。そのため、CDSの買い手はCDSの売り手からプロテクションを購入すると表現されることもある。CDSの買い手は、①の融資債権などの支払いが滞ることによって利益を得るので、①の融資債権などについてshort positionに立ち、CDSの売り手は、①の融資債権などが予定通りに支払われることによって利益を得るので、①の融資債権などについてlong positionに立つ。

ができる支払いを裏付けとして発行する債券のことをいう<sup>(9)</sup>。Synthetic CDOへの投資家は、実質的には、SPVが第三者と行うCDSのlong positionに立つ。SPVは、CDSの参照資産の価値が下落した場合、CDSの買い手に対して、参照資産の下落分に相当する額を支払う義務を負う。SPVは、CDSの買い手に対する義務の履行の担保とするために、Synthetic CDOを発行して調達した金銭を格付けの高い証券に投資する (Davidoff et al. [2012] at 536 ; Bratton & Levitin [2013] at 851)。Synthetic CDOについても、ABSやCDOと同じく、支払いの優先順位に基づく区分が存在する。

OTD戦略のメリットは、手数料収入を最大化しつつ、同時に自己資本比率規制を遵守するために必要な資本の積み上げを回避できることにある。金融機関は、OTD戦略において、①～③に関するリスクを全て投資家に移転することができるからである (Wilmarth [2009] at 969 & 995-96)。しかし、①のリスクを投資家に移転することができれば、金融機関が融資をするか否かを判断する際に、①の融資の債務者が融資を返済することができるか否かを検討するインセンティブが減少することになる。その結果、信用力の乏しい者に多額の融資がなされる事態が発生した (Wilmarth [2009] at 1024-25, 1037 & 1041)<sup>(10)</sup>。①の融資債権の債務者の信用力に問題があれば、①の融資債権に基づき組成されるABS、CDO、Synthetic CDOに対する支払いが滞る可能性が高くなるから、これらの商品に投資してくれる投資家を探すことは困難になるはずである。しかし、先に述べたようにこれらの商品には支払順位に基づく区分が存在し、金融機関は投資家に販売する区分のほとんどについて高い格付けを取得することができた (Schwarcz [2008] at 378)。投資家は、①の融資債権がサブプライムローンなど信用力に問題のある債務者に対するものであっても、高い格付けを信頼して、ABS、CDO、Synthetic CDO

---

(9) “Synthetic” と呼称されるのは、ABSやCDOの場合と異なり、SPVが、発行する債券への支払原資となる融資債権やその他の債券を保有しないからである (Davidoff et al. [2012] at 530 note 3 ; Davidoff & Hill [2013] at 611 ; Schuur [2015] at 569)。金融機関がSynthetic CDOを組成するためにABSやCDOを調達する必要が無いことは、ある参照資産について複数のSynthetic CDOを組成することができることを意味する。言い方を変えれば、①の融資債権やABSを増やすことが困難な状況でも、Synthetic CDOを組成し続けることができるのである。しかし、その結果、参照資産の価値が下落することによって生じる損失の規模が著しく拡大することになる。たとえば、融資債権Xを参照資産とするCDSが3本組成され、それぞれ別のSynthetic CDOを構成することとされたとする。この場合、Xに対する支払いが滞れば、3本のSynthetic CDOの価値が同時に下落することになる。そのため、Synthetic CDOは、金融危機を深刻化させた原因の1つとして強い批判に晒されている (O’ Hare [2014] at 677-79, 680-81)。

(10) 金融機関が信用力の乏しい者に多額に融資を行う事態が発生したその他の原因として、国法銀行が住宅ローンやクレジットカードローンを行う場合には、州法の高利貸し規制など消費者保護法は適用されないことも挙げられている。国法銀行が行うこれらの行為は連邦法による規制に服するが、規制の内容は州法の規制に代替できるほど十分ではなく、この点を批判する見解もある (Wilmarth [2009] at 1014-15 & 1036)。

に投資したのである (Schwarcz [2008] at 381)。

OTD戦略は、ある金融機関が銀行業務と証券業務の双方を行うことによって促進される。しかし、その結果、銀行業務において過剰な融資が行われるというモラル・ハザードが発生した。ドッド・フランク法は、OTD戦略が抱える問題に対して、金融機関が①の融資リスクの全部を証券化によって移転することを制約する (“skin-in-the-game”) という方策を選択した<sup>(11)</sup>。

また、OTD戦略は、金融商品の組成・販売を同一の金融機関が行うことによって生じる問題も抱えている。OTD戦略における②と③は金融商品の組成に相当するが、②と③で挙げられた金融商品を組成しようとする金融機関は必ずしも自ら融資を行う必要はない。①で挙げられた融資債権などを第三者から調達したうえで、②と③の金融商品の組成を行うこともある。もちろん、①の融資債権を取得して②～④を行う金融機関が数多く存在するなど融資債権を譲渡することが容易であれば、先に述べたようなモラル・ハザードが融資を行う金融機関に生じる。しかし、1つの金融機関が②～④を行うことによって、金融商品の組成者としての利益と販売者としての利益の対立という別の問題が生じることにも留意されるべきである。IVでは、この問題に焦点を絞って検討を試みる。

## IV 金融商品の組成・販売を巡る利益相反

### 1 SECによるGSおよびその従業員の訴追

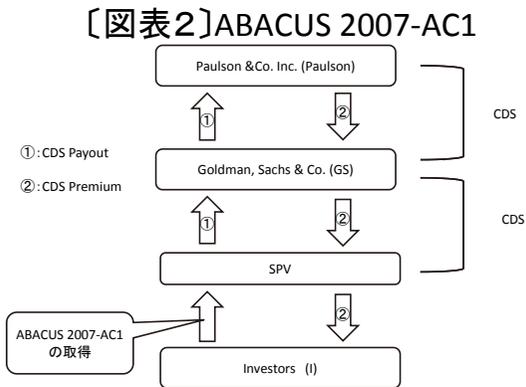
SECは、2010年4月16日に、Goldman, Sachs & Co. (GS) が組成し投資家に販売したSynthetic CDO (ABACUS 2007-AC1) に関して、その組成にSynthetic CDOを取得する投資家と対立するポジションを有することになるPaulson & Co. Inc. (Paulson) が関与していたにもかかわらず、それを投資家に開示しなかったことが、1933年証券法17条(a)項と1934年取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5に違反するとして、民事制裁金の支払い等を求める訴訟を提起した。これらの規定は連邦証券規制における詐欺行為禁止規定と呼ばれるものであり、証券取引に関して詐欺的な行為や虚偽または誤解を招く情報開示などを行うことを禁止する規定である<sup>(12)</sup>。SECには、これらの規定に違反したものに対して、様々な措置を行う権限が与えられている (黒沼[2004] 232-35頁)。被告とされたのは、GSとABACUS 2007-AC1の組成や販売を主導した従業

(11) Dodd-Frank Act § 941, 15 U.S.C. § 78o-11, Securities Exchange Act § 15G. ドッド・フランク法941条の是非については様々な議論があり、否定的な評価を下す見解も有力である (Levitin [2013] at 816)。

(12) Securities Act of 1933 § 17 (a), 15 U.S.C.A. § 77q; Securities Exchange Act of 1934 § 10(b), 15 U.S.C.A. § 78j(b); SEC Rule 10b-5, 17 C.F.R. 240.10b-5.

員（Fabrice Tourre氏）である<sup>(13)</sup>。SECによるGSとTourre氏の提訴は、金融危機後にSECが著名な金融機関を対象として行った最初の連邦証券規制違反の追及行為であったことや上院におけるドッド・フランク法の審議の最中に行われたことなどから、世間の注目を集めることになった（O’ Hare [2014] at 707-08）。

SECが問題としたGSの行為は、〔図表2〕と〔図表3〕を利用すれば、以下のように説明される<sup>(14)</sup>。



GSは、〔図表2〕が示すように、ABACUS 2007-AC1を組成し、投資家に販売した<sup>(15)</sup>。Ⅲでも簡単に触れたように、Synthetic CDOは、CDSの買い手から売り手に定期的に支払われるCDS Premiumを裏付けとして発行される証券である。したがって、Synthetic CDOを組成するためには、CDSの買い手と売り手が必要となる。Synthetic CDOを発行するSPVは、CDSの売り手となる。これに対して、ABACUS 2007-AC1を構成するCDSの（最終的な）買い手となったのはヘッジファンドであるPaulsonであった。

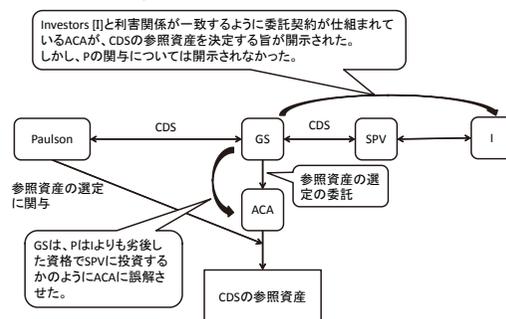
(13) SEC, Litigation Release No. 21489, 98 S.E.C. Docket 1192, 2010 WL 1514183.

(14) なお、ABACUS 2007-AC1の組成・販売は複数の取引から構成されており、その詳細を逐一説明することは本稿の目的から必要とはいえない。以下の記述は、本稿の目的に必要な限りで取引の概要を紹介するものに過ぎない。

(15) 通常、Synthetic CDOの販売は、投資家の範囲を“qualified institutional buyers”に限定することによって、1933年証券法に基づく登録が不要となる形態（規則144A）で行われる（O’ Hare [2014] at 675）。ABACUS 2007-AC1の主たる投資家は、ドイツの大手銀行のIKBであった。ABACUS 2007-AC1など金融危機後に問題視された金融商品に投資した投資家のほとんどは、投資能力のある機関投資家であった（Davidoff & Hill [2013] at 600）。特にIKBは、ABACUS 2007-AC1のような住宅ローン担保貸付関連の証券化商品を金融機関から取得し、他の小規模な機関投資家に転売することを積極的に行っていたようであり、住宅ローン担保貸付関連の証券化商品の取引に関する豊富な経験を有していたといえるように思われる（Langevoort [2011] at 1235-36）。

GSがABACUS 2007-AC1を組成するためには、まずCDSを組成しなければならない。ABACUS 2007-AC1では、CDSの参照資産は住宅ローン担保貸付を裏付けとする証券化商品 (residential mortgage backed securities, RMBS) とされた。CDSの参照資産とされたRMBSの価値が下落した場合、SPVはCDSの買い手にRMBSの下落分に相当する額 (CDS Payout) を支払う義務を負う。SPVがCDSの買い手に支払義務を負い、その結果、SPVがABACUS 2007-AC1の投資家に支払いを行うことができなくなる可能性が高まれば、ABACUS 2007-AC1の価値が下落する。ABACUS 2007-AC1の投資家は形式的にはCDSの売り手ではないが、CDSの参照資産の価値下落リスクを最終的に引き受けているという意味で、実質的にはCDSの売り手となっている<sup>(16)</sup>。

〔図表3〕ABACUS 2007-AC1



このようにABACUS-2007-AC1の価値は、どのようなRMBSがCDSの参照資産として選択されるかによって決まる (O' Hare [2014] at 675)。GSは、ABACUS 2007-AC1を販売する際に、ABACUS 2007-AC1の参照資産 (以下、単に「参照資産」という。) とされたRMBSの一覧を投資家に開示した。理論的には、投資家はこのような情報を利用することによって、ABACUS 2007-AC1が投資に値する債券であるかを判断できたはずである (Schoor [2015] at 573)。一般的に、Synthetic CDOの販売に際して開示されるのは参照資産のリストのみであり、個々の参照資産の詳細な内容は開示されない。したがって、投資家が自ら、個々の参照資産の価値を調査することが想定されていた (Davidoff & Hill [2013] at 612 & 622)。

(16) なお、正確に言えば、GSとPaulsonで行われたCDSの参照資産は、ABACUS 2007-AC1の参照資産そのものではなくIKBなどがSPVから取得した債券である。しかし、ABACUS 2007-AC1の参照資産の価値について、IKBなどABACUS 2007-AC1の投資家とPaulsonの利害が正反対である点は変わらない。また、GSはPaulsonの間では、ABACUS 2007-AC1の参照資産と関連するその他のCDS (買い手はPaulson) も行われた (Davidoff et al. [2012] at 537-38)。

金融危機の発生によってABACUS 2007-AC1の参照資産の価値は大幅に下落し、PaulsonはCDSの買い手としてGSからCDS Payoutの支払いを受けた。その原資の一部となったのはSPVがCDSの売り手としてGSに支払ったCDS Payoutであるから、実質的には、ABACUS 2007-AC1の投資家がPaulsonにCDS Payoutを支払うことになったといえる。

SECが、問題視したのは、〔図表3〕が示すように、ABACUS 2007-AC1の参照資産の選定についてであった。通常、Synthetic CDOの参照資産の選定は、取引に利害関係を有さない第三者によって行われるようである (Bratton & Levitin [2013] at 853 ; Schuur [2015] at 573)。GSがABACUS 2007-AC1の販売に用いた資料では、この点に加えて、CDSの参照資産はABACUS 2007-AC1の投資家と利害関係が一致するように委託契約が仕組まれているACA Management (ACA) が選定する旨が記載されていた。ところが、実際には、ACAに加えて、CDSの参照資産が下がることに利害関係を有しているPaulsonが参照資産の選定に深く関与しており、この点が投資家に開示されなかったことが問題視された。また、SECは、Tourre氏が、ACAを、Paulsonが2億ドルをABACUS 2007-AC1に他の投資家よりも劣後する立場で投資するのでCDSの参照資産の選択においてACAとPaulsonの利害が共通すると誤解させたと考えており、この点も問題視した<sup>(17)</sup>。

SECとGSの訴訟は和解によって終結し、その結果、GSは5億5,000万ドルの民事制裁金を支払うことになった<sup>(18)</sup>。SECと証券会社の和解によく見られるように、GSは違法行為をしたことを認めなかった。しかし、GSは、以下のように述べて、開示に誤りがあったことを認めざるを

---

(17) GSはこのような事実の存在自体を争っていたようであるが、Tourre氏を被告とする裁判では、SECの主張に沿った事実が認定されているようである。See S.E.C. v. Tourre, 4 F. Supp. 3d 579, 595 (S. D.N.Y. 2014).

(18) SEC Litigation Release No. 21592, 98 S.E.C. Docket 3135, 2010 WL 2799362. なお、GSを被告とする訴訟が和解によって終結した後もTourre氏を被告とする訴訟は継続し、陪審員によって、Tourre氏は1933年証券法17条(a)項(1)～(3)、1934年取引所法10条(b)項および同項に基づくSEC規則10b-5(a)(c)、1934年証券取引所法20条(e)項に違反したとの評決が下された。See S.E.C. v. Tourre, 2014 WL 61864 (S.D.N.Y. 2014). そして、SECの申立てに基づき、Tourre氏に利益の吐き出しや民事制裁金の支払いが命じられた。See S.E.C. v. Tourre, 4 F. Supp. 3d 579, 583-84. 1934年証券取引所法20条(e)項は、他者による同法違反行為の補助または教唆を行った者を同法違反者とする規定である。そして、評決の中ではTourre氏は、雇用者であるGSによる1934年取引所法10条(b)項および同項に基づくSEC規則10b-5違反の補助者および教唆者であると認定されている。

得なかった<sup>(19)</sup>。

*"Goldman acknowledges that the marketing materials for the ABACUS 2007-ACI transaction contained incomplete information. In particular, it was a mistake for the Goldman marketing materials to state that the reference portfolio was "selected by" ACA Management LLC without disclosing the role of Paulson & Co. Inc. in the portfolio selection process and that Paulson's economic interests were adverse to CDO investors. Goldman regrets that the marketing materials did not contain that disclosure."*

## 2 GSとABACUS 2007-AC1の投資家の利益相反

### ア ドッド・フランク法621条

ABACUS 2007-AC1は、アメリカ連邦議会上院の委員会 (U.S. Senate Committee on Homeland Security and Governmental Affairs, Permanent Subcommittee on Investigations) が金融危機後に行った調査において特に取り上げた、GSが行った4つのCDO関連の取引の1つである (Rosenthal [2012] at 1268 ; O' Hare [2014] at 685 note127)<sup>(20)</sup>。ドッド・フランク法の立法過程では、GSがSynthetic CDOを投資家に販売する際に、GSは投資家と共通の利害関係 ("aligned incentives") を有していると説明したにもかかわらず、実際には投資家と対立する利害関係を有していたことが問題視された (Merkley & Levin [2011] at 525)。そこで、ドッド・フランク法621条は、証券化商品の組成・販売に際して、証券会社が証券化商品の投資家と利

---

(19) ただし、SECは和解に際して1934年取引所法10条 (b) 項およびSEC規則10b-5に基づく請求を取り下げていること、GSは開示が誤りであったことを認めたが詐欺であることは認めなかったこと、GSに課された民事制裁金の額は予想されていた額 (最低でも10億ドル) と比べて低額であったことなどから、和解内容が公表された当時、SECによる訴追は失敗であったのではないかという見解が有力であったようである。これに対して、前注 (18) で紹介したTourre氏に対する訴追の結果を受けて、SECはGSと簡単に和解を行い過ぎたとの指摘もなされるようになったようである (O' Hare [2014] at 708-09)。

(20) 同様に調査対象となったSynthetic CDOとして、Hudson Mezzanine Funding 2006-1が著名である。Hudson Mezzanine Funding 2006-1の特徴は、GSのみがCDSの買い手となったこと、CDSの参照資産をGS自ら選択したこと、CDSの参照資産にGSが既に保有していた住宅ローン関連の証券を加えたこと、GSが販売に使用した資料ではGSがCDSの参照資産を選択することやGSのみがCDSの買い手となること記載されていたがGSと投資家の利益相反関係について不明確な記述がなされたこと、CDSの参照資産はGSが既に保有する証券であることは開示されなかったことなどが挙げられる (O' Hare [2014] at 682-85)。ドッド・フランク法の立法過程において、Hudson Mezzanine Funding 2006-1は、住宅ローン関連のロング・ポジションを保有していたGSが、当該ポジションを抱えるリスクを投資家に移転するためにSynthetic CDOsを利用した事例として位置づけられた (Merkley & Levin [2011] at 523-25)。

害関係が対立する取引を禁止するに至った<sup>(21)</sup>。

ABACUS 2007-ACIのようなドッド・フランク法の立法過程で問題視されたGSの行為は、同法621条のような規制を導入する原動力となった (Rosenthal [2012] at 1276-71)。規制対象が Synthetic CDOに限定されず証券化商品一般に及んでいるのは、証券化商品の組成・販売に深く関与できるものは商品設計を自分の都合の良いように操作できるという点で特異な地位にあることが重視されたからと思われる (Merkley & Levin [2011] at 523 & 550)。

ドッド・フランク法621条(a)項は、以下のように規定する。

*“An underwriter, placement agent, initial purchaser, or sponsor, or any affiliate or subsidiary of any such entity, of an asset-backed security (as such term is defined in section 78c of this title, which for the purposes of this section shall include a synthetic asset-backed security), shall not, at any time for a period ending on the date that is one year after the date of the first closing of the sale of the asset-backed security, engage in any transaction that would involve or result in any material conflict of interest with respect to any investor in a transaction arising out of such activity”* <sup>(22)</sup>

ただし、同条(a)項の例外として、同条(c)項は、金融機関が、①証券化商品の引受けなどによって負担するリスクを軽減するために行う取引 (risk-mitigating hedging activity)、②証券化商品の流動性を供給する約束に従った証券化商品の売買、③証券化商品のマーケット・メイキング (bona fide market-making)、を行うことを認める<sup>(23)</sup>。

ドッド・フランク法621条の内容は抽象的であり、同法(b)項はその施行に必要な規則の策定をSECに命じている<sup>(24)</sup>。SECは、2011年9月に規則案 (1933年証券法規則127B) を公表したが、未だ最終決定に至っていない<sup>(25)</sup>。そのため、同法621条は未だ施行されていない。SECの規則案の内容は同法621条の内容を繰り返すのみであるが、規則案に付された報告書では「深刻な利害対立」 (material conflict of interest) の内容など具体的な解釈が提言されている。たとえば、深刻な利害対立は、①または②のいずれかの場合で、合理的な投資家が①または②によって生じる利害対立の存在が投資判断に影響を与える程度に重要であると評価する高度の蓋然性

---

(21) Dodd-Frank Act § 621, 15 U.S.C. § 77z-2a, Securities Act § 27B.

(22) 15 U.S.C. § 77z-2a (a). ドッド・フランク法621条(a)項は、“asset-backed security” の定義について、1934年取引所法3条(a)項(79) (15 U.S.C. § 78c(a) (79)) を参照している。なお、1934年取引所法において、“asset-backed security” とは、融資債権など弁済期限が存在する (self-liquidating) 金融資産を担保として発行される証券であって、その証券保有者は主に担保とされる金融資産が生み出すキャッシュフローを主たる原資として金銭の支払いを受けることができるものと定義されている。

(23) 15 U.S.C. § 77z-2a (c).

(24) 15 U.S.C. § 77z-2a (b).

(25) SEC, Prohibition against Conflicts of Interest in Certain Securitizations, Exchange Act Release No. 34-65,355, 76 Fed. Reg. 60320 (Sept. 2011).

(substantial likelihood) が存在する場合に認められるとされている<sup>(26)</sup>。

- ① “[A] securitization participant would benefit directly or indirectly from the actual, anticipated or potential (1) Adverse performance of the asset pool supporting or referenced by the relevant ABS, (2) loss of principal, monetary default or early amortization event on the ABS, or (3) decline in the market value of the relevant ABS.”
- ② “[A] securitization participant, who directly or indirectly controls the structure of the relevant ABS or the selection of assets underlying the ABS, would benefit directly or indirectly from fees or other forms of remuneration, or the promise of future business, fees, or other forms of remuneration, as a result of allowing a third party, directly or indirectly, to structure the relevant ABS or select assets underlying the ABS in a way that facilitates or creates an opportunity for that third party to benefit from a short transaction as described above.”

SECの規則案に付された報告書の解釈に従うと、ABACUS 2007-AC1のように、Synthetic CDOを構成するCDSの最終的な買い手となるPaulsonにその参照資産の選択に関与させることは②に該当するとして、禁止されることになりそうである (Tuch [2012] at 413 ; O’ Hare [2014] at 720-21)<sup>(27)</sup>。

ドッド・フランク法621条のような形で証券会社と投資家の関係を規律することの是非を検討するためには、ABACUS 2007-AC1の組成・販売におけるGSの行為がそもそも証券規制において問題とされるべき行為であったか否かを理論的に検討することが有益と思われる。そこで、この点をイとウで検討し、3. でドッド・フランク法621条について検討を行うことにする。

イでは、PaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したという事実が、投資家がABACUS 2007-AC1を取得するか否かを判断する際に重要な情報であるといえるかを検討する。投資家に秘匿された事実がどの程度の重要性を有するものであるかは、先に述べた連邦証券規

---

(26) 76 Fed. Reg. 60329.

(27) 76 Fed. Reg. 60338-39.

制における詐欺行為禁止規定違反が存在するか否かの判断に大きな影響を与える<sup>(28)</sup>。ウでは、ABACUS 2007-AC1の組成と販売を共に行ったGSを金融取引の仲介者として位置づけた上で、ABACUS 2007-AC1の投資家とGSの利益相反問題を分析する。このように考えることで、PaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したという事実の重要性は、投資家が金融取引の仲介者である金融機関に何を期待していたかによって異なる可能性のあることが明らかになる。

#### イ ABACUS 2007-AC1の参照資産の選択へのPaulsonの関与の意味

Synthetic CDOは、CDSの買い手から売り手に支払われるCDS Premiumを裏付けとして発行される証券であるから、金融機関がそれを組成するためにはCDSの買い手を見つけなければならない。逆に言えば、CDSの買い手を見つけることができなければ、Synthetic CDOを組成することはできないのである。そして、CDSの買い手はCDSの参照資産が下落することによって利益を得る者であるから、Synthetic CDOの投資家と必ず利害が対立する。すなわち、ABACUS 2007-AC1におけるPaulsonのようなSynthetic CDOの投資家と反対の利害関係を有する投資家が存在することはSynthetic CDOの組成に必然的に伴うことであり、これ自体は問題とされるべきではないのである（大崎 [2010a] 3頁; Davidoff & Hill [2013] at 611 ; Schuur [2015] at 569-70 & 573）。

これに対して、SECは、ABACUS 2007-AC1を購入する投資家の利益と対立する当事者が参照資産の選択という金融商品の組成に関与しているという事実は、投資家にとって重要な情報であると評価したのである（Schuur [2015] at 573）。また、金融危機後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査において、ある格付会社のmanaging directorは、Synthetic CDOの参照資産の選定にCDSの最終的な買い手が関与しているか否かは、Synthetic CDOを取得するか否

---

(28) 詐欺行為禁止規定違反の中でも、1934年取引所法10条(b)項およびSEC規則10b-5は投資家による損害賠償責任の根拠規定となる（黒沼 [2004] 115頁）。そのため、ABACUS 2007-AC1のようなSynthetic CDOを取得した投資家が、組成・販売を行った金融機関を被告として損害賠償を求める訴訟を提起した事件がいくつか存在する（O' Hare [2014] at 697-707）。本稿では、紙幅の都合上、これらの裁判例を十分に分析することはできなかった。しかし、一般的な傾向として、Synthetic CDOの投資家は専門知識・能力を有する機関投資家であること、および、契約書に投資家は投資判断を行う際に最終合意文書に記載された情報以外の情報（交渉過程において金融機関の担当者が提供した情報など）には依拠しない旨の条項（Non-Reliance Clause）や投資家は開示された情報を自ら判断する能力を有している旨の条項（Big Boy Letter）があるため、民事責任の要件の1つである合理的な信頼（原告が被告によってなされた虚偽の情報開示または誤解を招く情報開示を信頼することが合理的であること）を満たすことが困難であることを指摘することができる（O' Hare [2014] at 691-96）。

かの投資判断に重大な影響を与えると証言した (Schuur [2015] at 573-74)<sup>(29)</sup>。

確かに、PaulsonはABACUS 2007-AC1の参照資産であるRMBAが下落することによって利益を得ることができる地位にあるから、下落する可能性が高いと考えるRMBAを参照資産として選択することによって利益を得ることができる。しかし、ABACUS 2007-AC1の価値を決めるのは、誰が参照資産を決定したかではなく、何が参照資産として選択されたかである。ABACUS 2007-AC1の参照資産となるRMBAのリストは投資家に開示されていたのであるから、投資家はリストに掲載されたRMBAの価値を自ら調査することでABACUS 2007-AC1の価値を評価することができたことは否めない。実際に、GSがABACUS 2007-AC1の販売に利用した資料では、投資家自らが参照資産とされたRMBAの価値を調査しなければならない旨の記載が存在した。そのため、PaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したという事実は、投資判断に影響を与える重要な事実ではないと主張する見解も存在するのである (大崎 [2010a] 5-6頁; Davidoff & Hill [2013] at 615 & 622)<sup>(30)</sup>。

また、PaulsonがABACUS 2007-AC1を構成する参照資産の選択に関与したことが投資家にとって重要な情報であったとしても、その不開示が当然に、連邦証券規制に違反すると評価されるわけではない。不開示によってGSが顧客に提供した情報が誤解を招くものであったと評価される場合には、GSの行為は連邦証券規制違反と評価される。しかし、不開示自体が連邦証券規制違反を基礎付けるのは、GSが顧客に対して一般的な開示義務を負っていた場合に限られる<sup>(31)</sup>。そして、GSとABACUS 2007-AC1の関係は、伝統的な立場に従えば独立当事者間関係と評価されるものであり、一般的な開示義務を基礎付けるような信認関係に該当するとは考えられてこなかったようである (Tuch [2012] at 384; Bratton & Levitin [2013] at 860)。

ただし、ABACUS 2007-AC1については、参照資産の選択者について、他のSynthetic CDOと比べて特徴的な開示が行われた点に留意が必要である。それは、GSによって、ABACUS 2007-AC1を取得する投資家と共通の利害関係を有するACAが参照資産を選択すると開示されたことである。このような開示は、投資家と正反対の利害関係を有するPaulsonが参照資産を選択したという事実と一致していないので、虚偽の情報開示と評価されることになる (Bratton

---

(29) なお、ABACUS 2007-AC1に格付けを付与した格付会社にも、Paulsonが参照資産の選択に関与していたことは伝えられていなかったようである (Rosenthal [2012] at 1272)。

(30) Paulsonは、住宅ローン担保証券市場に対してshort-positionをとることで莫大な利益を上げたことで著名であるから、他の投資家ではなくPaulsonが参照資産の選択に関与したことは、ABACUS 2007-AC1の投資家にとって特に重要な情報であるとの主張があり得るかもしれない。しかし、GSがABACUS 2007-AC1を組成・販売した当時、Paulsonは必ずしも著名とは言えなかったようであり、このような主張は成り立たないと思われる (Davidoff & Hill [2013] at 635)。

(31) See, e.g., *Dodona I, LLC v. Goldman, Sachs & Co.*, 847 F. Supp. 2d 624, 637 (S.D.N.Y. 2012).

& Levitin [2013] at 861 ; O' Hare [2014] at 72 ; Schuur [2015] at 579-80)。しかし、虚偽の情報開示であるとしても、それが投資判断に影響を与える重要な事項に関するものであるか否かという問題が残るように思われる。繰り返しになるが、GSがABACUS 2007-AC1の販売に利用した資料では、投資家に対して、GSやACAに依拠することなく自ら参照資産の価値を評価することが求められていたのである (Davidoff & Hill [2013] at 622)。

学説の中には、SECによるGSの提訴を、証券を販売するに過ぎない証券会社と顧客の関係を、ドッド・フランク法913条に基づくSECの報告書から伺われるように、独立当事者間の契約関係から信認関係に変更しようとする動きの一環として理解する見解もある (Davidoff et al. [2012] at 532 & 549 ; Bratton & Levitin [2013] at 860)<sup>(32)</sup>。このような見解は、GSが投資家に対してPaulsonがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択に関与したことを開示する一般的義務を負わない限り、Paulsonの関与の不開示は連邦証券規制違反には該当しないと解しているように思われる (Davidoff et al. [2012] at 540)。これに対して、ABACUS 2007-AC1の組成・販売に関してSECがGSを提訴した根拠が、先に述べたような参照資産の選択者に関する特徴的な開示にあるのであれば、SECによるGSの提訴は証券化商品の組成・販売を共に行う金融機関の法的地位の変化につながるものではないといえる<sup>(33)</sup>。GSにはPaulsonが参照資産の選択に関与したことを開示する一般的な義務はないとしても、参照資産の選択者について情報を開示する場合にPaulsonの関与を開示しないことで誤解を招くことが禁止されるからである (Schuur [2015] at 577-80)。

証券化商品の組成・販売を共に行う金融機関の法的地位を分析するという意味では、仮にGSがABACUS 2007-AC1の参照資産の選択者については何らの開示を行わず、単に参照資産のり

---

(32) See SEC, Study on Investment Advisers and Broker-Dealers, As Required by Section 913 of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (January 2011). また、ドッド・フランク法913条は、SECに対し、主に一般投資家を念頭に置いて、証券会社 (broker-dealer) が個別的な投資助言を行う際には投資助言者 (investment adviser) と同様の行為規範に従う旨の規則を制定する権限を付与する。Dodd-Frank Act § 913 (g), 15 U.S.C. § 77o (k) (1), Securities Exchange Act § 15 (k) (1)。なお、SECの報告書は、一般投資家と証券会社の関係を投資助言者との関係と同じく信認関係とすべきことを提案するものであるが、報告書には、2人のSEC委員 (Kathleen L. Casey & Troy Paredes) による制度改正は時期尚早であることおよびさらなる実証研究が必要であるとの意見が付されている (Davidoff et al. [2012] at 534 note17)。

(33) たとえば、前注 (20) で紹介したHudson Mezzanine Funding 2006-Iを取得した投資家がGSを被告として提起した民事訴訟のなかには、投資家はGSが住宅ローン関連の証券に対するlong positionを減らす投資戦略の一環としてHudson Mezzanine Funding 2006-Iを組成したことが詐欺にあたりと主張したが、GSはこのような投資戦略を投資家に開示する義務を負わないし、GSがHudson Mezzanine Funding 2006-Iの販売に使用した資料にはGSの投資戦略に関する記述はないことを理由に原告の主張が認められなかった事件がある。See Dodona I, LLC v. Goldman, Sachs & Co., 847 F. Supp. 2d 646.

ストを開示したに過ぎなかった場合を想定してみることが有益であるように思われる。この場合、投資家には参照資産のリストが開示されているから、ABACUS 2007-AC1を評価するために十分な情報が提供されていたといえなくもない。また、参照資産の選択者について、誤解を招くような開示がなされたわけでもない。しかし、ドッド・フランク法621条は、ABACUS 2007-AC1のように、Synthetic CDOを構成するCDSの最終的な買い手となるPaulsonにその参照資産の選択に関与させること自体を禁止するものとして理解されている (O' Hare [2014] at 720-21)。同法621条は、前述したように金融商品を組成・販売した金融機関が当該商品を取得した投資家と利害が対立する行動をとることを禁止する規定である。ABACUS 2007-AC1はPaulsonの依頼に基づきGSが組成したものであるが、GSにとってPaulsonは重要な顧客であったようである (Thompson [2011] at 339; Rosenthal [2012] at 1269)。そのため、GSはABACUS 2007-AC1を取得する投資家のためというよりも、PaulsonのためにABACUS 2007-AC1を組成したように思われる。SECによるGSの提訴およびドッド・フランク法621条は、金融商品を販売する金融機関と顧客の関係について、私的自治に委ねられる領域と証券規制の対象となる領域の境界を見直す契機となる可能性を有しているように思われる。ウでは、この点に対して、金融取引の仲介者としての金融機関の地位に着目して分析を加えることにする<sup>(34)</sup>。

#### ウ ABACUS 2007-AC1の組成・販売におけるGSの地位

RMBSをCDSの参照資産とするSynthetic CDOの組成・販売は、住宅ローン市場の将来について楽観的な投資家と悲観的な投資家を結びつけることを意味する。金融危機以前は、PaulsonのようにSynthetic CDOを構成する参照資産の価値が下落すると予想する投資家がSynthetic CDOの組成を金融機関に働き掛け、金融機関が参照資産の価値が維持されると予想する投資家を探すことの方が多かったようである (O' Hare [2014] at 674-75)。GSはPaulsonの依頼に基づき、ABACUS 2007-AC1の投資家となり参照資産についてlong positionをとってくれる投資家、すなわち、住宅ローン市場の将来について楽観的な投資家を探したのである。SECによる提訴に対して、GSは、住宅ローン市場の将来について異なった評価を持つ投資家の間の金融取引を仲介したに過ぎないと反論したようである (大崎 [2010a] 6-7頁; Langevoort [2011] at 1237)。

Synthetic CDOの組成において金融機関が行う行為は、参照資産について異なった見解を持

---

(34) なお、証券化商品の組成・販売を行う金融機関は実質的には証券の発行会社に相当することを根拠として、証券の発行会社が投資家に対して負う開示義務と同様の開示義務を証券化商品の組成・販売を行う金融機関に課すべきことを検討する見解もある (Bratton & Levitin [2013] at 861-63)。

つ投資家を引き合わせるという意味で、金融取引の仲介と評価できる。GSの主張の趣旨は、金融機関の役割は投資家を引き合わせるだけで、金融取引を行うか否かは各当事者に委ねられているということである。また、金融危機後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査において、GSのCEOは、証券化商品の販売における証券会社の役割を証券取引所になぞらえた(Thompson [2011] at 325-26 ; Davidoff et al. [2012] at 543-44)。その趣旨は、取引所を通じて上場株式を取得した者にとって取引相手は重要ではないのと同様に、証券化商品の取得者にとっても取引相手は重要ではないということかと思われる。学説の中には、ABACUS 2007-AC1におけるPaulsonと投資家の関係は、PaulsonがGSを仲介業者として空売りした上場株式を投資家が取得する場合と実質的に同じであると理解する見解がある(Davidoff et al. [2012] at 539-540 & 545-46)。この場合、上場株式を空売りしたPaulsonと上場株式を取得した投資家は各自が自らの投資判断の巧拙について責任を負うのであり、GSは何らの責任を負う立場にはない。特に、ABACUS 2007-AC1の組成・販売に関しては、Paulsonが未公表の重要な情報を有していたわけでもないし、GSによって、参照資産のリストなど投資家がABACUS 2007-AC1を取得するか否かを判断するために必要な情報は投資家に与えられていた(Davidoff et al. [2012] at 539-40)。同様に、GSはABACUS 2007-AC1の投資家とPaulsonの金融取引を仲介したに過ぎないことから、投資家とPaulsonの投資判断の巧拙について責任を負わないという結論になる。このような認識が、ABACUS 2007-AC1が組成・販売された当時の市場関係者の間で一般的であったとも主張されている(Davidoff et al. [2012] at 542)。

しかし、ABACUS 2007-AC1のように参照資産についてshort positionをとりたい投資家の依頼を受けて証券化商品を組成・販売したGSのような証券会社は、少なくとも、中立的な仲介者とはいえないように思われる(Thompson [2011] at 338-339)。たとえば、GSがABACUS 2007-AC1を組成・販売した主たる目的は、ABACUS 2007-AC1を投資家に販売することでPaulsonが住宅ローン担保市場に対してshort positionをとることを可能にすることによって、Paulsonから手数料を得ることであったことが示唆されている(Tuch [2012] at 407-08 ; Bratton & Levitin [2013] at 849-50 ; O' Hare [2014] at 685)。GSにとってPaulsonは、prime brokerage serviceの提供によって継続的に手数料を稼ぐことができる重要な得意先であったし、特に、RMBS関連の分野における重要な顧客であったため、PaulsonがGSに対して大きな影響力を有していたようである(Thompson [2011] at 339 ; Rosenthal [2012] at 1269)。証券化商品の組成・販売を共に行う証券会社は、第三者から証券化商品の組成に関する手数料を得る以上、証券化商品を取得する投資家との関係で中立的な仲介者とはいえないのである(Thompson [2011] at 373)。

繰り返しになるが、金融危機後に行われたアメリカ連邦議会上院による調査において、GSの

CEOは、証券化商品の販売における証券会社の役割を証券取引所になぞらえた (Thompson [2011] at 325-26 ; Davidoff et al. [2012] at 543-44)。しかし、証券化商品を組成・販売する証券会社は、金融商品の内容を決定することができるという点では、証券取引所と大きく異なる。たとえば、金融商品を組成・販売する金融機関が、当該商品を取得する投資家以外の第三者の利益になるように当該商品を組成していたにもかかわらず、その事実を投資家に秘匿することは許されるべきなのかという問題を提起することはできるように思われる (Schuur [2015] at 571-72)。

また、金融商品の組成・販売を行う者は、金融取引の仲介者であるといっても、取引から収益を挙げる構造が一般的な仲介業者とは異なることも指摘されている。たとえば、金融機関が金融商品についてマーケットメイクを行う場合を考えてみよう。マーケットメイクを行う金融機関は投資家からの買い注文および売り注文に速やかに応じることで、金融商品の取引を仲介し流動性を与えることができる。ある金融商品の価値について異なった見解を持つ投資家の間に立つことで、金融取引を仲介しているのである。マーケットメイクを行う金融機関は、通常、売値と買値の差額 (bid-ask spread) によって利益を得る。このような金融機関は買い注文および売り注文に共に応じなければ収益を挙げることができないので、買主および売主となる投資家のいずれに対しても公正さが求められるという点で、中立性の高い仲介者といえる。

これに対して、金融商品の組成・販売を行う者は、金融商品の取得ではなく売却によってのみ利益を得る。この点で、株式発行における引受人に近いように思われる (Thompson [2011] at 338-39, 342-43 & 352-53)。実際に、法形式の上で、GSはABACUS 2007-AC1をSPVから取得した上で投資家に販売しているので、引受人の地位にあったと評価する見解もある (Tuch [2012] at 394 & 411 note157)。引受人が行っていることは、法形式の上では、発行会社から取得した株式を転売することであり、引受人は単なる株式取引の仲介者と言えなくもない。しかし、実際に引受人が行っていることは株式取引の仲介にとどまらず、発行する証券の内容や発行時期などに関するアドバイスや連邦証券規制の遵守に必要な書類作成作業など多岐にわたる (Tuch [2012] at 376-377)。引受人は、発行会社側の当事者であり発行会社と共通の利害関係を有しているように思われる。このように引受人は中立的な仲介者とはいえないからこそ、1933年証券法において特別の民事責任の対象とされているのである (Thompson [2011] at 338-39, 342-43 & 372) (35)。

一般論としては、投資家が金融取引を仲介する金融機関の中立性に疑問を持つ場合、投資家が金融機関との取引を差し控えたり中立性への疑問を取引条件に反映させたりすることによ

---

(35) Securities Act § 11(a)(5), 15 U.S.C. § 77k(a)(5).

て、金融取引の仲介が滞る可能性があるといえるように思われる (Thompson [2011] at 346-47)。金融機関が金融取引の仲介によって投資家から得る手数料以外の方法で利益を挙げることができると、投資家は、金融機関は仲介手数料以外の方法で利得するために投資家に不利な取引を仲介しようとしていると考える可能性がある。金融取引を仲介する金融機関の中立性が確保されている状態とは、金融機関が仲介手数料以外の方法で利得することに何らかの制約が存在するため、投資家が仲介者としての金融機関の中立性を信頼できる状態である (Tuch [2012] at 387-88)。したがって、何らかの法規制によって金融取引の仲介者としての金融機関の中立性を担保することができるのであれば、金融取引の仲介が促進される可能性がある<sup>(36)</sup>。

たとえば、公募に限定された規制であるが、FINRA (Financial Industry Regulatory Authority) の自主規制は発行会社に融資をしている金融機関などが引受人となることに一定の制限をかけている<sup>(37)</sup>。このような規制は、金融機関が、発行会社と引受人としての利害関係以外の利害関係を有することによって、引受人として投資家から期待されている役割を果たすことが困難になるとの認識があるように思われる (Tuch [2012] at 390-391)<sup>(38)</sup>。しかし、金融取引の仲介者の中立性を規制によって担保することが、あらゆる金融取引に対して有益であるとは言い切れないのではなからうか。特に、ABACUS 2007-AC1のような証券化商品を取引する市場参加者は、投資判断に必要な専門知識と経験を有する機関投資家であることをどのように評価すべきかが問題となる。

Synthetic CDOの価値は参照資産の価値に連動するが、参照資産は複数の証券から構成され

---

(36) 金融取引の仲介者としての中立性を求めることは、必ずしも金融機関と顧客の関係を信認関係に変容させることを意味するわけではないように思われる。学説の中には、2000年代初頭にいわゆるITバブルが崩壊した後に行われた規制強化によって、投資銀行業務とアナリスト業務の分離が行われたことに対して、このような規制はアナリストと顧客の関係を信認関係であることを前提とするものであるが、アナリスト業務における顧客は機関投資家であり、彼らはアナリスト業務とその他の業務の分離が必要であれば私的なアレンジメントによってそれを求めることができるなど、信認関係による保護を求めていると主張する見解がある (Fisch [2007] at 1093 & 1096)。アナリスト業務とその他の業務の独立性は、実質的には金融取引の仲介者の中立性と同様の意味を有するよう思われる。このような意味での中立性は、公認会計士や格付機関にも求められており、必ずしも信認関係と結びついてはいない (Tuch [2012] at 382-83)。ただし、アナリスト業務単独で収益を挙げることは種々の問題があるため、先に述べた規制強化によってアナリストによる情報生産活動が量的および質的に減少する可能性を示唆する研究もあることに留意する必要がある (Fisch [2007] at 1097-99)。

(37) FINRA Rule 5121 (a).

(38) 「引受人として投資家から期待されている役割」とは、引受人が自らの名声や評判を維持するために情報開示の内容の適切さなどについて調査をするということである (Gilson & Kraakman [1984] at 620)。金融機関が有する引受人として以外の利害関係は、引受人として名声や評判を維持しようとするインセンティブと対立するインセンティブを生み出す可能性がある (Tuch [2012] at 387-88)。

るという点で、投資家がSynthetic CDOの価値を評価することが容易ではないことがある。このような状況は、証券化商品一般に多かれ少なかれ当てはまるように思われる (Davidoff & Hill [2013] at 621)。このように商品が複雑であっても、原則として、投資家は開示された情報に基づき自ら商品の内容を調査しなければならないことに変わりはない (Davidoff & Hill [2013] at 601 note 8)。しかし、証券化商品に投資する者の中には、販売者がGSのように著名な金融機関であることが商品の内容や情報開示の適切さを保障すると考えていた投資家も存在する可能性がある。金融取引の仲介者の中立性を確保することは、仲介者は投資家にとって最善の利益になるような取引しか仲介してはならないということまでを要求するわけではないが、投資家の仲介者に対する信頼を一定の範囲で保護することを意味する。

学説の中には、ABACUS 2007-AC1の取引においてGSは法形式上は引受人であったことを重視して、ABACUS 2007-AC1の投資家のGSに対する信頼は保護に値するべきであるし、GSもこのような信頼を利用して取引を行っていたと主張するものがある (Tuch [2012] at 403-405)<sup>(39)</sup>。これに対して、ABACUS 2007-AC1のような証券化商品を取引する市場参加者の間では、自ら証券化商品の価値を評価しなければならないのであって、金融取引の仲介者の中立性は信頼に値するものではないということが共通認識となっていたと主張する見解がある (Davidoff et al. [2012] at 542 ; Davidoff & Hill [2013] at 628-30)。もちろん、機関投資家の中にも仲介者の中立性を信頼して取引を行ったものが存在した可能性がある。このような機関投資家にとっては、規制によって仲介者の中立性が確保されることは便益をもたらすことになる。しかし、その他の多くの機関投資家は仲介者の中立性に依拠することなく投資判断を行うことができると考えているのであれば、仲介者の中立性を確保する規制の便益は大きくはないように思われる。

規制によって中立性を確保するということは、ドッド・フランク法621条のように仲介者となる金融機関の行動に種々の制約を課すことを意味する。確かに、金融取引の仲介に特化した金融機関の方が、仲介に加えてその他の業務を行う金融機関よりも中立性は高いといえるのか

---

(39) 確かに、GSはABACUS 2007-AC1の引受人なのかもしれないが、その地位は公募における引受人の地位と大きく異なるように思われる。たとえば、Synthetic CDOを組成・販売する金融機関は、証券を取得してくれる投資家を確保した後に証券を組成するので、売れ残りリスクを引き受けない (Bratton & Levitin [2013] at 860-61)。また、公募の場合、発行会社は引受人となる金融機関を選択し、金融機関には発行会社からの依頼を断る権利がある。このようなプロセスを得て、前掲注 (38) で挙げた役割を果たす金融機関が引受人となる。これに対して、ABACUS 2007-AC1におけるGSのように証券化商品の組成・販売を1つの金融機関が行う場合、当該金融機関以外の金融機関が引受人となる場合を想定することは困難である。したがって、公募における引受人のアナロジーから、証券化商品の組成・販売における引受人に対する投資家の信頼を基礎付けることには限界がある。

もしれない (Davidoff et al. [2012] at 546)。金融機関が証券化商品の販売だけではなく組成からも利益を得ることができるのであれば、当該商品を取得する投資家よりも組成の依頼者の利益を優先する可能性が生じるからである。しかし、機関投資家を主たる参加者とする金融取引の仲介においては、中立性の確保による便益よりも金融機関の行動が制限されることによって生じる費用の方が大きくなる可能性が高いように思われる<sup>(40)</sup>。これに対して、一般投資家を対象とする金融取引の仲介においては、仲介者の中立性に対する投資家の信頼を保護することが、金融取引の円滑化につながる可能性があることを示唆する見解がある (Thompson [2011] at 373-74; Tuch[2012]at 387-88)。仲介者の中立性の確保を目的として新たな規制を設ける際には、仲介される金融取引の内容や投資家の属性などによって規制対象を適切に画することが課題となるように思われる。

### 3 ドッド・フランク法621条の合理性

ドッド・フランク法621条は、証券化商品の組成に関与した者に対して、一定期間にわたり、証券化商品の取得者との間に深刻な利害対立をもたらす取引を行うことを禁止する。同条を提案したアメリカ連邦議会上院議員は、同条が規制対象とする金融機関と顧客の利益相反は開示規制によって対処できない程に深刻であると主張している (Merkley & Levin [2011] at 550)。

ドッド・フランク法621条は1933年証券法を改正するものであるが、連邦証券規制の基本的な考え方は、詐欺的な行為を禁止するが情報開示さえ行えば取引の内容は問わないというものであると指摘されることがある (Bainbridge[2011]at 1801)。このような考え方からすれば、ドッド・フランク法621条は連邦証券規制の中では例外に属するものと評価されることになる。また、利益相反を生じさせる取引を禁止するという手段は、利益相反を規制する手段の1つに過ぎない。学説の中には、同法621条に代えて、証券化商品の引受人などに対して、証券化商品の取得者との利害対立を生じさせる取引などの開示を求めることを主張する見解がある (Rosenthal [2012] at 1295; Schuur [2015] at 574)

ところで、証券化商品の組成・販売は、ドッド・フランク法621条だけではなく、同法619条も適用される可能性のある取引である (Tuch [2012] at 375-76 & 411; Dombalagian [2013] at

---

(40) 金融取引の仲介者を規制する方法として、仲介者に投資家に対する信認義務を課すことも考えられる。しかし、このような義務を、機関投資家を主たる取得者として想定する証券化商品の組成・販売を共に行う金融機関に課すことには、以下のような問題があると指摘する見解がある (Davidoff et al. [2012] at 550)。①金融機関と機関投資家との間の私的アレンジメントを阻害する。②機関投資家は投資判断に際して金融機関の名声や評判を信頼していない。③信認義務の内容は最終的には裁判手続きによって確定されるものであるが、機関投資家が金融機関に期待する内容は様々であるため、どのような場合に金融機関が顧客の期待・信頼に背いたかを判断することが難しい。

477 ; Manafsi [2013] at 193 note57)。同法619条は、預金保険の対象となる銀行などによる自己勘定取引 (“proprietary trading”) とヘッジファンドまたはプライベート・エクイティ・ファンドに対する出資を禁止する規定 (いわゆるVolcker Rule) として著名である<sup>(41)</sup>。Volcker Ruleが適用される金融機関であっても、一定の条件を満たす場合には、例外的に禁止行為を行うことが認められている<sup>(42)</sup>。しかし、金融機関がVolcker Ruleの適用除外となる取引を行うことによって、顧客との間に “material conflict of interest” が発生する場合には、そのような取引を行うことは認められない<sup>(43)</sup>。ただし、金融機関は、取引を行う前に顧客に対して利益相反関係の存在を開示するか、利益相反の存在によって顧客が損害を被らないように情報遮断措置を利用するかのいずれかの方法を選択することによって、“material conflict of interest” による制約を解除することが認められている<sup>(44)</sup>。また、SECは、同法621条を施行するために必要な規則案 (1933年証券法規則127B) に付された報告書において、規制対象となる利益相反の一部については事前の情報開示を求めることで対処できるか否かについてコメントを求めている<sup>(45)</sup>。

SECによる規則が最終決定されていないため、ドッド・フランク法621条が証券化商品の組成・販売に与える影響は未知数である。しかし、IV 2ウで検討したように、証券化商品の主たる取得者が機関投資家に限定される場合には、同法621条のような規制は過剰と評価されるべきように思われる。ABACUS 2007-AC1のようなSynthetic CDOは、資本市場参加者がその参照資産についてshort positionをとることを可能にする手法として合理的であることを示唆する見解

---

(41) Dodd-Frank Act § 619, 12 U.S.C. § 1851, Bank Holding Company Act § 13.

(42) 12 U.S.C. § 1851 (d) (1) (B).

(43) 12 U.S.C. § 1851 (d) (2) (A) (i).

(44) Department of Treasury ; Office of the Comptroller of the Currency, Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Securities and Exchange Commission, Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds, 79 Fed. Reg. 5536, 5787 (January 2014).

(45) 76 Fed. Reg. 60343–60344. なお、GSがABACUS 2007-AC1の販売に用いた資料には、一般的・抽象的な表現を用いて、GSはABACUS 2007-AC1の投資家の利害と対立する取引を行う可能性があることが記載されていたようである (Davidoff & Hill [2013] at 615)。ただし、金融取引の仲介者の中立性を重視すべきとの観点からは、このような表現は利益相反問題への対処方法としては不十分と評価される (Tuch [2012] at 418)。

もある<sup>(46)</sup>。ABACUS 2007-AC1のような取引の問題が金融取引を仲介する金融機関と機関投資家の利益相反にとどまるのであれば、利益相反を生じさせる取引自体を禁止することの合理性は乏しいように思われる<sup>(47)</sup>。

## V まとめ

Ⅲで紹介したOTD戦略は、金融機関が銀行業務と証券業務を同一グループ内で行うことができるようになったことによって促進された。金融機関は、OTD戦略によって、融資などを行うことによって引き受けるリスクの一部を投資家に移転できるようになった。その結果、より顧客に有利な条件で融資などを行うことができるようになった。しかし、OTD戦略はモラル・ハザードを引き起こし、その結果、金融機関が経済的に合理的ではない条件で融資を行うようになったため、金融危機を引き起こす土壌が形成されることになった。また、Ⅳで紹介したように、OTD戦略に含まれる証券化商品の組成と販売についても、それらを共に行う金融機関は組成に関する利害関係と販売に関する利害関係の双方を有するが故に、証券化商品を取得しようとする投資家との間で利益相反問題を引き起こした。

これらの問題は、厳密に言うと、金融機関が銀行業務と証券業務を共に行ったことによって生じたというよりは、証券化やデリバティブ取引といった新しい金融技術が伝統的な金融機関の業務と結びついたことによって生じたと評価した方が妥当であるように思われる。銀行業務と証券業務の利益相反問題は、突き詰めれば、金融機関が銀行業務に関する利害関係と証券業務に関する利害関係の双方を有していることによって発生する。しかし、金融機関の業務が多様化するにつれて、顧客と金融機関の利害関係もますます複雑化しているように思われる (Tuch [2012] at 390)。このような複雑化をもたらす原因は、金融機関が銀行業務と証券業務

- 
- (46) たとえば、GSがCDSの最終的な売り手となる場合には、GSには参照資産の価値が下落した場合のPaulsonに対する支払いを担保するために一定額の資産を担保として保有することが求められるが、このような制約はGSにとって効率的な資産活用とはいえないこと、および、GSとPaulsonのCDSは私的な取引であるため第三者による評価が困難になるからSynthetic CDOと異なり格付けを利用できず、Paulsonが取引を期限前に手じまうことも困難になることを指摘する見解がある (Davidoff et al. [2012] at 538-39)。また、Synthetic CDOを格付けの対象とできることは、GSがPaulsonから引き受けたリスクを第三者に移転することを容易にした点も留意されるべきであろう。
- (47) 開示規制による対処を求める見解は、Synthetic CDOなどによって、ある資産の価値について異なる見解を持つ投資家が相互にポジションを調整する機会が存在することが、資本市場の効率性を高めると主張する (Rosenthal [2012] at 1295; Schuur [2015] at 574)。これに対して、Synthetic CDOは、前注 (9) で指摘したように理論上は際限なく組成できるため、投機の対象になりやすく投資家が過剰なリスクを引き受けることを促進することを理由に、金融システム保護の観点からSynthetic CDOの利用を禁止すべきことを主張する見解がある (O' Hare [2014] at 728)。

の双方を行うことに限られない。利害関係の複雑化が顧客の利益にどのような影響を与えるかは、顧客の属性や取引の内容によって大きく異なるため、何らかの規制を設けるためには慎重な対応が必要である<sup>(48)</sup>。ドッド・フランク法621条のように顧客と金融機関の深刻な利害対立をもたらす取引を禁止することは、顧客と金融機関の関係を単純化する機能を持つ。しかし、このような単純化が証券化商品の主たる取得者として想定される機関投資家に、どの程度の利益をもたらすものであるかに疑問がある。

なお、ABACUS 2007-AC1が組成・販売された2007年は、住宅ローン担保貸付市場の将来について悲観的な見解が有力になりつつあった時期であった。それにもかかわらず、ABACUS 2007-AC1に類似する証券化商品に対する機関投資家の需要は旺盛であったようである。そして、このような機関投資家の行動は、住宅ローン担保貸付市場の将来について十分な調査・分析に基づくものではなかったことを示唆する見解がある (Davidoff & Hill [2013] at 609 & 614)。ABACUS 2007-AC1に投資したIKBについては、それ以前に住宅ローン担保貸付関連の証券化商品の取引によって収益を挙げ市場から好意的に評価されていたため、十分な調査・分析を行わずにこれらの取引を継続することがルーティンになっていたことを示唆する見解もある (Langevoort [2011] at 1236)。住宅ローン担保貸付関連の証券化商品に積極的に投資する機関投資家が市場で評価されていたため、他の機関投資家も同様の行動をとった可能性 (いわゆる herd behavior) も指摘されている (Davidoff & Hill [2013] at 631)。このように金融危機は、投資判断に関する専門知識・経験を有している機関投資家が経済的に不合理な行動をとる可能性があることを明らかにしたようにも思われる。OTD戦略などがこのような機関投資家の行動を助長したのであれば、利益相反とは別の観点から、金融機関の行動を規制することが正当化されるように思われる。

## 参考文献

- ・ 神田 [2010] 神田秀樹「アメリカにおける銀行の証券業務に関する規制」金融法務研究会『金融法務研究会報告書 (17)：金融機関における利益相反の類型と対応のあり方』78頁以下 (2010年6月)
- ・ 大崎 [2010a] 大崎貞和「米国SECによるゴールドマン・サックス訴追への疑問」内外資本市場動向メモ第159号 (2010年)

---

(48) 厳密に言えば、金融機関が様々な業務を営むことによって生じる利益相反問題を解決するためには、顧客に対する金融機関の担当者のインセンティブ構造にも着目する必要がある (Tuch [2012] at 415)。

- ・大崎 [2010b] 大崎貞和「米国SECとゴールドマン・サックスの和解成立」内外資本市場動向メモ1第166号 (2010年)
- ・黒沼 [2004] 黒沼悦郎『アメリカ証券取引法 [第2版]』(弘文堂、2004年)
- 松岡 [2006] 松岡「アメリカにおける証券業者の信任義務(受託者責任)を巡る近時の議論について」専修ロージャーナル創刊号45頁以下 (2006年)
- ・Bainbridge [2011] Stephen M. Bainbridge, *Dodd-Frank: Quack Federal Corporate Governance Round II*, 95 MINN. L. REV. 1779 (2011).
- ・Bratton & Levitin [2013] William W. Bratton & Adam Levitin, *A Transactional Genealogy of Scandal: From Michael Milken to Enron to Goldman Sachs*, 86 S. CAL. L. REV. 783 (2013).
- ・Davidoff et al. [2012] Steven M. Davidoff, Alan D. Morrison & William J. Wilhelm, Jr., *The SEC v. Goldman Sachs: Reputation, Trust, and Fiduciary Duties in Investment Banking*, 37 J. CORP. L. 529 (2012).
- ・Davidoff & Hill [2013] Steven M. Davidoff & Claire A. Hill, *Limits of Disclosure*, 36 SEATTLE U. L. REV. 599 (2013)
- ・Dombalagian [2013] Onnig H. Dombalagian, *The Expressive Synergies of the Volcker Rule*, 54 B.C. L. REV. 469 (2013)
- ・Fisch [2007] Jill E. Fisch, *Fiduciary Duties and the Analyst Scandals*, 58 ALA. L. REV. 1083 (2007).
- ・Gilson & Kraakamn [1984] Ronald J. Gilson & Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 VA. L. REV. 549 (1984)
- ・Langevoort [2011] Donald C. Langevoort, *Chasing the Greased Pig Down Wall Street: A Gatekeeper's Guide to the Psychology, Culture, and Ethics of Financial Risk Taking*, 96 CORNELL L. REV. 1209 (2011)
- ・Levitin [2013] Adam J. Levitin, *Skin-in-the-Game: Risk Retention Lessons from Credit Card Securitization*, 81 GEO. WASH. L. REV. 813 (2013)
- ・Manafsi [2013] Julie A. Manafsi, *Systemic Risk and Dodd-Frank's Volcker Rule*, 4 WM. & MARY BUS. L. REV. 181 (2013)
- ・Markham [2010] Jerry W. Markham, *The Subprime Crisis - A Test Match for the Bankers: Glass-Steagall vs. Gramm-Leach-Bliley*, 12 U. PA. J. BUS. L. 1081 (2010)
- ・Merkley & Levin [2011] Senator Jeff Merkley & Senator Carl Levin, *The Dodd-Frank Act Restrictions on Proprietary Trading and Conflicts of Interest: New Tools to Address Evolving Threats*, 48 HARV. J. ON LEGIS. 515 (2011)

- O' Hare [2014] Jennifer O' Hare, *Synthetic CDOs, Conflicts of Interest, and Securities Fraud*, 48 U. RICH. L. REV. 667 (2014)
- Scott et al. [2009] RICHARD SCOTT CARNELL, JONATHAN R. MACEY & GEOFFREY P. MILLER, *THE LAW OF BANKING & FINANCIAL INSTITUTIONS* (4th ed. 2009)
- Schuur [2015] Nathan R. Schuur, *Fraud is Already Illegal: Section 621 of the Dodd-Frank Act In the Context of the Securities Laws*, 48 U. MICH. J. L. REFORM 565 (2015)
- Schwarcz [2008] Steven L. Schwarcz, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, 93 MINN. L. REV. 373 (2008)
- Thompson [2011] Robert B. Thompson, *Market Makers and Vampire Squid: Regulating Securities Markets After the Financial Meltdown*, 89 WASH. U. L. REV. 323 (2011)
- Tuch [2012] Andrew F. Tuch, *Conflicted Gatekeepers: The Volcker Rule and Goldman Sachs*, 7 VA. L. & BUS. REV. 365 (2012)
- Wilmarth [2002] Arthur E. Wilmarth, *The Transformation of the U.S. Financial Services Industry, 1975-2000 ; Competition, Consolidation, and Increased Risks*, 2002 U. ILL. L. REV. 215
- Wilmarth [2009] Arthur E. Wilmarth, *The Dark Side of Universal Banking: Financial Conglomerates and the Origins of the Subprime Financial Crisis*, 41 CONN. L. REV. 963 (2009)