

ボルカー・ルールの法制化に向けた動き

小立 敬

■ 要 約 ■

1. オバマ米大統領は 2010 年 1 月に「ボルカー・ルール」を公表した。その後、財務省がボルカー・ルールを法案化し、3 月 3 日に法案を連邦議会に提出した。3 月 15 日には上院の金融制度改革法案（ドッド法案）が公表され、ドッド法案では財務省が法案化したボルカー・ルールに関する規定がほぼそのまま反映されている。
2. ボルカー・ルールが公表された当初、その実現可能性に疑問もあった。しかし、11 月に中間選挙を控える中で、共和党はもはやボルカー・ルールをドッド法案の主要争点としておらず、ボルカー・ルールが成立する可能性が次第に高まってきている。
3. 上院法案のボルカー・ルールは、銀行および銀行を支配する会社、それらの子会社による自己トレーディングを禁止し、ヘッジファンド等に投資すること、ヘッジファンド等のスポンサーになることを禁止している。自己トレーディングの禁止対象からは、顧客のために行うもの、マーケット・メーカーの一部として行うもの等が除かれ、米国の国債、政府機関債、地方債等に関する自己トレーディングが適用除外となる。
4. ボルカー・ルールのもう 1 つのルールとして、大手金融機関の負債シェアを制限する方針が示されていた。上院法案では、負債シェアが 10%を超過するような金融機関の統合等は認められないというルールとして具体化されている。

I. ドッド法案に規定されたボルカー・ルール

バラク・オバマ米大統領は、2010 年 1 月 21 日に「ボルカー・ルール」を公表した。ポール・ボルカー元連邦準備制度理事会（FRB）議長¹の名に因んで名付けられたボルカー・ルールは、①範囲の制限——銀行および銀行を含む金融機関がヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド、（顧客サービスと無関係な）自己トレーディングを保有し、投資し、スポンサーとなることの禁止、②規模の制限——（既存の預金シェア 10%の上限に加えて）大規模金融機関の負債シェアの過剰な成長に対する幅広い制限の設定という 2 つのルール

¹ 現経済再生諮問会議議長。

で成り立っている²。その後、財務省がボルカー・ルールを法案化し、財務省は3月3日にその法案を連邦議会に提出した。

ボルカー・ルールが公表された当初、ボルカー・ルールによって金融制度改革に向けたそれまでの努力が振り出しに戻ったという見方がなされた³。共和党との超党派による法律の草案づくりを進めていた上院銀行委員会のドッド委員長（民主）は、ボルカー・ルールの実現に対して当初は消極的な態度を示していた。上院議会では超党派による金融制度改革の本格的な検討・交渉が行われている中でボルカー・ルールが唐突に公表されたため、超党派による議論にかえって水を差すことになってしまったのである。ボルカー・ルールは当初、その実現可能性に疑問が生じていた。

しかし、ドッド委員長は共和党との折衝を途中で打ち切り、3月15日に米国金融安定回復法（Restoring American Financial Stability Improvement Act of 2010）と題する上院の金融制度改革法案（ドッド法案）を公表した。ドッド法案では財務省が法案化したボルカー・ルールの規定がほぼそのまま反映されている。その後、ドッド法案はボルカー・ルールも含めて修正が一切加えられないまま、共和党が反対に回る中、3月22日に上院銀行委員会で13対10の賛成多数で可決された。現在、ドッド法案は本会議における審議の段階にあり、法案成立に向けて民主党と共和党の間で議論や交渉が行われているところである。

こうした中、オバマ大統領は上院本会議での金融制度改革法案の可決を後押しする意図もあって、4月22日にニューヨークで演説を行った。オバマ大統領は演説の中で、ボルカー・ルールについて、「これは我々の金融システムを危機から守るためのものだけではなく、国内および世界に信頼を植え付けることによって我々の金融システムをより強固により競争力のあるものにするものでもある」と述べており、改めてボルカー・ルールの必要性を訴えかけている。11月には中間選挙を控える政治情勢の中で、共和党はもはやボルカー・ルールをドッド法案の主要争点としておらず、米国でボルカー・ルールが成立する可能性が次第に高まってきているように見える。次章以降で、ドッド法案に規定されたボルカー・ルールの内容を確認する。

Ⅱ. 自己トレーディングおよびヘッジファンド投資等の禁止

1. 自己トレーディングの禁止

ドッド法案におけるボルカー・ルールは、①銀行等の預金保険対象機関（insured depository institution）、②預金保険対象機関を支配（control）する会社、③銀行持株会社法の目的に照らして銀行持株会社としての扱いを受ける会社、および④それらの子会社（以下、「預金保険対象機関等」）が、自己トレーディング（proprietary trading）を行うことを連邦銀行当局

² オバマ大統領がボルカー・ルールを公表した背景等に関しては、関雄太「銀行の自己勘定トレーディング業務・合併の制限を求めたオバマ大統領」『資本市場クォーターリー』2010年春号（ウェブサイト版）を参照。

³ Alan S. Blinder, "It's Time for Financial Reform Plan C," Wall Street Journal, February 15, 2010.

が策定する規則を通じて禁止すると定めている（619条(b)項(1)）。財務省が策定した法案では④が規定されていなかったため、ボルカー・ルールの対象からノンバンク子会社が外れているとも読めたが、ドッド法案では④を明確に規定しており、銀行を含むグループ全体がボルカー・ルールの対象となることになった。

自己トレーディングとは、預金保険対象機関等のトレーディング勘定のために、株式、債券、オプション、コモディティ、デリバティブ、その他の金融商品を購入・売却または取得・処分することと定義されている（同条(a)項(2)）。ただし、自己トレーディングの中でも、顧客のために行うもの、マーケット・メイク業務の一部として行うもの、もしくはヘッジを含む顧客とのリレーションシップに関連するまたは支援するものは禁止対象から除外されている。また、預金保険対象機関等の自己トレーディングの禁止対象からは、米国の国債、エージェンシー債（政府機関債）、地方債等が除外されている⁴（同条(b)項(2)）。一方で、米国以外のソブリン債や国際機関債などは適用除外の対象には含まれていない。

また、外国会社が米国外でのみ行う投資または業務活動は自己トレーディングの禁止の適用除外であることが法案では明記されている（同条同項(3)）。ただし、その場合は、米国外で自己トレーディングを行う会社が、米国内で設立された会社によって直接的、間接的に支配されていないことが条件となっており、預金保険対象機関等の海外拠点が適用除外となるのかどうかははっきりとしておらず、禁止対象となる可能性も考えられる。

その結果、①米国以外のソブリン債等が適用除外ではないこと、②海外拠点での自己トレーディングの扱いが不明確なことから、たとえば米国投資銀行の東京拠点が行っている日本国債の自己トレーディングも禁止対象になるのではないかという疑問が生じる。仮にそのようなこととなれば、日本国債の市場の流動性に少なからぬ影響を与える可能性も想定される。今後の議論において、適用除外となる海外子会社の要件、ソブリンの範囲の取り扱いに注目する必要があるだろう。

2. ヘッジファンド等のスポンサー、投資の禁止

ドッド法案では、預金保険対象機関等がヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンド（以下、「ヘッジファンド等」）のスポンサーとなること、ヘッジファンド等に投資することを連邦銀行当局が策定する規則を通じて禁じることを規定している⁵（同条(c)項(1)）。ヘッジファンド等とは、1940年投資会社法3条(c)項(1)および(7)に基づいて投資会社の登録が免除される会社その他の法人、および適切な連邦銀行当局が決定するそれと類

⁴ 具体的には、①米国または米国の政府機関の債務（米国または米国政府機関が元本利子を全額保証する債務を含む）、②ジニーメイ、ファニーメイおよびフレディマックの債務、出資、その他の金融商品（それらの機関が元本利子を全額保証する債務を含む）、③州または州政府関連機関の債務は、自己トレーディングの禁止対象から除外されることが規定されている。

⁵ ファンドに対するスポンサーとは、①ジェネラルパートナーとしてサービスを提供し、メンバーを管理し、ファンドのトラスティとなること、②取締役の過半数、トラスティ、ファンドの経営者をいずれかの方法により選り、支配すること、③設立、マーケティング、プロモーション、その他の目的のためにファンドと同一名称等を共有することと定義されている。

似のファンド (similar fund) と定義されている (同条(a)項(1))。米国ではヘッジファンド等は投資会社としての登録免除の規定を利用することが多い。そこで法案は、預金保険対象機関等によるスポンサー、投資の禁止対象として未登録のヘッジファンドを対象としている。条文を額面通りに捉えると、投資会社登録を行ったヘッジファンドは規制対象から外れることになるが、連邦銀行当局がそれらを類似のファンドと決定することによって、法の抜け穴が防がれることが想定される。なお、中小事業に関する投資会社 (small business investment company) 向けの投資、主に公共の福祉を促進するための投資は、ヘッジファンド等のスポンサーや投資の禁止の適用除外としている (同条(d)項)。

ドッド法案では、自己トレーディングの禁止規定と同様に、外国会社が米国外でのみ行う投資や業務活動はヘッジファンド等のスポンサー、投資の禁止の適用除外であることが規定されているが、やはり当該会社が米国内で設立された会社によって直接的、間接的に支配されていないことが条件となっており、預金保険対象機関等の海外拠点での取り扱いが明確ではない (同条(c)項(2))。

3. ヘッジファンド等とのファイヤーウォール規制等の強化

投資マネージャーまたは投資顧問として、ヘッジファンド等に直接的または間接的にサービスを提供する預金保険対象機関等は、連邦準備法 23A 条に規定する対象取引——融資その他の信用供与、発行する証券の購入・投資、資産の取得 (買戻条件付き取引を含む) を当該ヘッジファンド等に対して行うことが禁止される⁶ (同条(e)項(1))。これによって、預金保険対象機関等が投資マネージャーまたは投資顧問として直接・間接にサービスを提供しているヘッジファンド等に、同時にプライム・ブローカレッジ業務を提供することが難しくなることが予想される。

また、投資マネージャーまたは投資顧問としてヘッジファンド等に直接的または間接的にサービスを提供する預金保険対象機関等は、いわゆるアームズ・レングス・ルールである連邦準備法 23B 条の規定に従って、ヘッジファンド等を銀行または関係会社として取り扱うことが求められる⁷ (同条(e)項(2))。銀行が投資マネージャーや投資顧問となっているヘッジファンド等の運用が窮地に陥った場合、銀行は当該ファンドを救済することが難しくなり、投資家が銀行による救済を当てにしなくなるようにさせることが狙いである。

4. ノンバンクに対する資本賦課および量的制限

自己トレーディングやヘッジファンド等に係る新たな規制は、すべて預金保険対象機関等を対象とするものである。したがって、預金保険制度の対象ではないノンバンクには適

⁶ 連邦準備法 23A 条は、いわゆるファイヤーウォール規制として銀行と関係会社との取引上限を規定しており、対象取引は個々の取引で自己資本の 10% まで、合計で自己資本の 20% までに制限されている。

⁷ 連邦準備法 23B 条は、銀行と関係会社との間の取引が、その時点で同様な取引について支配的な条件、あるいは非系列との取引と同様な条件で行われること、同様な取引がない場合、非系列との取引で誠実に提示される条件で行われることを求めるアームズ・レングス・ルールである。

用されない。その代わりに、ドッド法案では、金融システムに影響を及ぼすと判断され FRB の監督下に置かれるノンバンク金融会社（銀行持株会社を除く、保険会社、ブローカー・ディーラー等を含む）が、自己トレーディング、ヘッジファンド等のスポンサーや投資を行う場合は、FRB が定める規則を通じて、追加的な資本賦課および特定の追加的な量的制限（quantitative limit）が課されることが定められている（同条(f)項）。つまり、大規模ノンバンクは引き続き自己トレーディングを行い、ヘッジファンド等のスポンサーとなり、ヘッジファンド等に投資を行うことができる一方で、自己資本規制が強化され、量的な制限を受けることになる。ただし、米国債、エージェンシー債、地方債等に関するトレーディング、中小事業に関する投資会社向けの投資、主に公共の福祉を促進するための投資に対しては、資本賦課や量的な制限は適用されない。

5. 規則適用までのプロセス

ドッド法案では、自己トレーディングの禁止、ヘッジファンド等のスポンサーおよび投資の禁止やヘッジファンド等に係る新たな規制に関して、上述の規定が設けられているが、それらの内容に修正が加えられる可能性もある。つまり、連邦銀行当局が最終規則を策定する前に、ドッド法案の成立と同時に設立される金融安定監督カOUNシル（Financial Stability Oversight Council）が、法律成立後 6 ヶ月以内に定義規定および各規定の要件の調査・評価を行い、それらに関して効果的な適用のための内容修正を含む勧告を行うこととされている（同条(g)項）。その後、調査等の完了後 9 ヶ月以内に連邦銀行当局が最終規則を策定するというプロセスが規定されている。

自己トレーディングおよびヘッジファンド投資等の禁止を含む新たな規制は、連邦銀行当局が最終規則を策定してから 2 年後に適用されることが規定されており、2 年間の猶予期間が設けられている（同条(h)項）。連邦銀行当局が公衆の利益の観点から弊害があると判断した場合には、1 年間に限って適用延期が認められている。したがって、法律が成立してから規則が適用されるまでには 3 年から 4 年の猶予が設けられることとなる。

Ⅲ. 大手金融機関の負債シェアの制限

1. 負債シェア 10%超の合併制限

オバマ大統領は、すでに規制として存在する預金シェア 10%の制限に加えて、ボルカー・ルールのもう 1 つのルールとして、大手金融機関の負債シェアに対して制限をかける方針を示していた。財務省が策定した法案を反映したドッド法案では、銀行持株会社法に新たな条文（13 条）を追加するかたちで金融機関の負債シェア制限に関する規定を導入しようとしている（620 条）。

具体的には、金融会社（financial firm）は、取得しようとする金融会社の負債（取引完了後）と合計した負債総額が、前年末のすべての金融会社の負債総額（連結ベース）の 10%

を超える場合は、他の金融会社との合併、統合、全資産または主要な資産の取得、もしくは経営権の取得を行ってはならないと規定されており、他の金融会社を買収する際に10%の負債によるシェア制限が課されることになる⁸（13条(b)項）。

ここでいう金融会社とは、①預金保険対象機関、②銀行持株会社、③貯蓄金融機関（S&L）持株会社、④預金保険対象機関を支配する会社、⑤FRB監督下のノンバンク金融会社、⑥外国銀行または銀行持株会社法の目的に照らして銀行持株会社の取り扱いを受ける会社と定義されている（同条(a)項(2)）。様々な業態の金融機関が含まれているが、例えば、ノンバンク金融会社に該当しない保険会社やブローカー・ディーラー、または運用会社など、負債シェアの制限の適用を受けない金融機関も存在するようにみえる。

また、ボルカー・ルールは10%の負債シェアの制限とはいうものの、実際に算定に用いられるのは負債シェアではない。ドッド法案ではリスクアセットが利用され、リスクアセットから自己資本を控除した額が実際のシェア算定に用いられることが規定されている（同条(a)項(3)）。なお、外国の金融会社の場合は、米国のオペレーションに関係する自己資本控除後のリスクアセットが対象となる。また、保険会社やその他のノンバンク金融会社の負債の定義に関しては、FRBが規則を策定することになっている。

2. 規則適用までのプロセス

負債シェアに関する制限についても、法案成立後6ヶ月以内にカウンシルが調査を行い、効果的な適用のための内容修正を含む勧告を行うことが規定されている（同条(e)項）。当該調査が完了して9ヶ月以内にFRBが最終規則を策定することとなっている。

IV. 今後の展望

現在の米国の政治状況に鑑みると、ボルカー・ルールが実現する可能性は次第に高まってきたと考えられる。ボルカー・ルールが成立すれば、米国の銀行をグループに保有する大手金融機関はその組織の分割やビジネスモデルの転換が求められ、新たな再編・統合が生じることが想定される。ボルカー・ルールは米国の金融システムに大きな地殻変動をもたらす可能性がある。

では、ボルカー・ルールはグローバルな制度の潮流となるのかどうか。この点に関しては少し楽観的な見方もできるだろう。ユニバーサル・バンク形態を採用するEU当局は、EUでのボルカー・ルールの適用に否定的な態度を示しているからである。もっとも、米国でボルカー・ルールが成立すれば、米国内でオペレーションを行う海外の銀行等にも適用されることから、海外の銀行等であっても大きな影響が生じるだろう。

⁸ ただし、①金融会社が破綻または破綻の危機にある場合、②FDICによる支援が関係する場合、③承継時の負債の増加が微小な場合には、FRBの事前の同意を得て適用が除外される。