

# 米国における「大き過ぎて潰せない問題」を巡る

## 最近の動きと今後の展開

岩井 浩一

### ■ 要 約 ■

1. 米国では 2013 年春以降、金融規制の策定やその適用において大きな進展がみられているにもかかわらず、ドッド＝フランク法やバーゼルⅢ規則といった既往の規制対応だけでは「大き過ぎて潰せない問題（以下、TBTF 問題）」は解決できないという議論が高まっている。
2. FRB のバーナンキ議長や財務省のルー財務長官は、既往の規制対応で TBTF 問題を解決できない場合には、追加的な対策が必要になると言及しているほか、FRB のタルーロ理事は、問題解決には、大手銀行への資本バッファーの強化、ペイルイン債の発行義務化、短期ホールセールファンディング市場の改革等が必要と指摘し、これらの対策を 2013 年末までに公表する意向を示している。FDIC のホニッギ副総裁や一部の連銀関係者からは、金融機関の業務範囲を制限する措置を求める声も聞かれており、金融当局において、TBTF 問題の解決策に関してコンセンサスが形成されていない。
3. こうしたなか、議会でも、TBTF 問題の解決に向けた議論が活発化しつつあり、既に、「TBTF 法案」と「21 世紀グラス・スティーガル法案」が提案されている。前者は、レバレッジ比率規制を軸とする新しい資本規制体系へ移行し、大手金融機関への資本規制を大幅に強化することを企図している。これに対して、後者は、嘗てのグラス・スティーガル法のように、金融機関の業務範囲を制限することを通じて、金融システムの安定化を図ることを目指している。
4. ルー財務長官は、既往の規制改革を進め、2013 年末までに TBTF 問題を解決できるようにすることを公約している。年末までに進展するとみられる規制メニューには、ボルカー・ルールの最終化、SIFI に対する一連のプルデンシャル規制、ペイルイン債に係る規則案、短期ホールセールファンディング市場に関する規則案等が含まれる。これらの規制改革が年末までに完了してもなお TBTF 問題を解決するには不十分であるという議論が議会で高まると、金融当局を巻き込む形で追加策が議論されることになろう。その際に、TBTF 法案や 21 世紀グラス・スティーガル法案が注目を集めうる可能性がある。年末までの限られた時間のなかで、金融当局が規制改革をどのように進展させていくのか、引き続き注目される。

## I はじめに

2013年春以降、米国金融規制改革には大きな進展が幾つか見られた。規則策定に関しては、米国証券取引委員会（SEC）によるMMF規則案や米国商品先物取引委員会（CFTC）によるデリバティブ規制の域外適用最終ガイダンスを含む一連の規則、更には米国バーゼルⅢ最終規則及び追加レバレッジ比率規則案等が順次策定されてきた<sup>1</sup>。米国財務省によれば、2013年9月3日時点でドッド＝フランク法の関連規則の77%は最終化あるいは規則提案されている。他方、規則適用に関しても、例えば、AIG、GE キャピタル、プルデンシャル・フィナンシャルが金融安定監督カウンシル（FSOC）によってノンバンク SIFI<sup>2</sup>に認定されたほか、大手金融機関に加えて準大手の金融機関もレゾリューション計画（リビングウィル）を当局に提出する等、金融危機後に取り入れられた新しい規制枠組みが徐々に動き始めている。

こうした進展がある一方で、この数か月、ドッド＝フランク法やバーゼルⅢを中心とするこれまでの取組みでは「大き過ぎて潰せない問題（トゥービッグ・トゥーフェイル問題、以下、TBTF問題）」は解決できないという議論が高まっている。主要当局者がTBTF問題を解決する必要がある旨を相次いで表明しただけでなく、既に議会にはTBTF問題の根本的な解決を目指す法案が提案されている。このようにTBTF問題が意識されるのは、JPモルガンのロンドン拠点における巨額損失事件やLIBORを巡る不正価格操作問題等、未だに大手金融機関が関係する不祥事が絶えないという背景に加えて、金融危機後に大手米銀の資産規模が大きく増大し、これら金融機関が金融システムに占める存在感が非常に大きいという米国金融システムの特徴がある。

## II TBTF問題を巡る当局者の発言

2013年に入って、金融当局者から「米国金融システムにはTBTF問題が残存している」との指摘が相次いでいる。例えば、FRBのベン・バーナンキ議長は3月のFOMC後の記者会見の場で、TBTF問題に関して、それ以前に比べて一步踏み込んだ認識を示した。具体的には、TBTF問題の解決は当局の最優先課題であり、この問題を解決できなければ次の危機を上手く乗り越えることはできないとした上で、現在の取組みが不十分な場合には、追加的な措置をとる旨を述べている。但し、同議長は、TBTF問題の解決には時間要することになると慎重な言い回しもしており、早急に追加対策が必要であるという立場は示していない。

<sup>1</sup> MMF規則案に関しては、岩井浩一「米国証券取引委員会によるMMF規制改正案」『野村資本市場クオータリー』2013年夏号、CFTCによるデリバティブ規制の域外適用最終ガイダンス等に関しては、吉川浩史「域外適用をめぐり混乱が続く店頭デリバティブ規制」『野村資本市場クオータリー』2013年秋号、米国バーゼルⅢ最終規則と追加レバレッジ比率規則案に関しては、小立敬「米国におけるバーゼルⅢ最終規則とレバレッジ規制に関する新たな提案」『野村資本市場クオータリー』2013年秋号をそれぞれ参照。

<sup>2</sup> SIFIは「システム上重要な金融機関（Systemically Important Financial Institution）」の略である。

これに対して、FRB で金融規制改革を主導してきたダニエル・タルーロ理事は、TBTF 問題解決のために追加的に必要となる対策にも言及している。同理事は、2013 年 2 月と 7 月に上院・銀行住宅都市問題委員会で開催されたウォールストリート改革に関する公聴会や同年 5 月のピーターソン研究所での講演等を通じて、TBTF 問題を解決するためには、銀行の自己資本を増強すること、連邦預金保険公社（FDIC）による整然清算権限（OLA）の実効性を高めること、そして、金融機関が巨額の短期ホールセールファンディング市場に依存した現状を改善させが必要と明言した。そのためには、①システム上重要な銀行には国際的な基準を超える水準の追加的資本バッファーを課す、②大手金融グループに対して一定金額以上の長期無担保債（ベイルイン債）<sup>3</sup>の発行を義務付ける、③短期ホールセールファンディング市場を通じた調達に関して、資本・流動性規制か証拠金規制を課す必要があるとしている。但し、同理事は 2012 年 11 月の議会証言において、グラス・スティーガル法のような制限を課すことには欠点があると述べており、投資銀行業務と商業銀行業務を分離すれば TBTF 問題が解決できるとは考えていないと思われる。なお、タルーロ理事が示す改革の方向性に関しては、次期 FRB 議長に指名されたジャネット・イエレン現副議長も概ね同意する旨を述べている。また、短期ホールセールファンディング市場にリスクがあるという認識は、最近金融規制改革について発言の目立つジェレミー・ステイン理事にも共有されている。

FRB の考え方とはやや異なる意見を持つ当局者として FDIC のトマス・ホニッギ副総裁を挙げることができる。同副総裁は従来から、大手金融機関が中小金融機関に比べて調達面で有利になること等を理由に TBTF 問題を正面から批判し、その解決のために、大手銀行の自己資本比率、とりわけ、レバレッジ比率を大幅に引き上げることが重要であると主張していた。更に、2013 年 9 月の講演では、レバレッジ比率規制の強化に止まらず、金融機関の業務規制を強化する必要があると述べている。即ち、レバレッジ比率規制を強化しても、大手銀行が政府による暗黙の補助金を通じて、業界平均よりも高いレバレッジを維持するおそれがあるとし、金融システムの根本的な改革には、連邦政府による支援を決済機能と伝統的な商業銀行に限定しなければならないと主張している。

同様に、ダラス連銀のリチャード・フィッシャー総裁は、一部の大手銀行の規模が金融危機後に拡大したために、これらの銀行が市場から大き過ぎて潰せないと見なされ、資金調達面で有利になっていると問題提起している。そのうえで、連邦政府による支援を伝統的な商業銀行に限定すると共に、最大規模の金融（持株）会社を解体し、規模を縮小させる必要があると主張している。こうした意見に対して、同じく地区連銀総裁であるセントルイス連銀のジェームス・ブラード総裁は、商業銀行と投資銀行の分離は現実的ではないとし、むしろ短期ホールセールファンディング市場の改革を通じて、金融機関に株式調達を促すことが重要であるという立場を表明している。この考え方は前述のタルーロ理事の発想に近いものと思われる。また、ニューヨーク連銀のウィリアム・ダドリー総裁は、TBTF 問題の結果、小規模金融機関が不公平な競争を強いられている点に賛同している。

<sup>3</sup> 金融当局者は余り利用しないものの、当該債券はベイルイン債と呼称されることもある。

他方、金融当局以外の連邦政府機関からも TBTF 問題が厄介な問題を引き起こしていると指摘されている。とりわけ、司法省のエリック・ホルダー長官は上院・司法委員会において、一般論と断りを入れたうえでの発言ではあったが、巨大金融機関を刑事訴追すると米国経済や世界経済に悪影響を与えるかねないと専門家から意見を受けた場合に、司法省として訴追することが困難になる旨を証言した<sup>4</sup>。

このように、米国では、幅広い当局者の間で、少なくとも TBTF 問題を解決しないことには米国金融システムの安定化は達成できないという問題意識が共有されつつある。但し、TBTF 問題に対して、資本規制や短期ホールセールファンディング市場の改革で対応するのか、あるいは、業務範囲に制限を課すのか等、この問題をどのように解決するのかという点について、金融当局者の考え方は統一されていない。

### III 議会における法案提出

当局者が TBTF 問題の存在とその解決の必要性を指摘し始めるなかで、連邦議員の間にも TBTF 問題の解決を最優先させるべきとする主張が目立ち始め、既に、幾つかの法律案として具現化している。代表的なものとして「TBTF 法 (Terminating Bailouts for Taxpayer Fairness Act of 2013)」と「21 世紀グラス・スティーガル法 (21st Century Glass-Steagall Act of 2013)」が挙げられる。

#### 1. TBTF 法案

TBTF 法は 2013 年 4 月に上院・銀行住宅都市問題委員会の 2 名の議員が起草したものであり、起草者の名前をとって「ブラウン=ビッター法案」と呼称されることも多い。同法案は、レバレッジ比率の引き上げを主張してきたホニッギ副総裁の従来の見解と同じ問題意識を基に策定されたものである。即ち、リスクウエイトアセットを基にしたこれまでの資本規制には銀行自身が恣意的にリスク量を計測できる等の問題が内在するとしたうえで、問題解決には、バーゼル III の考え方を適用することを禁じ、レバレッジ比率を柱とする新しい自己資本規制に移行することが必要である等と主張している（図表 1 参照）。

具体的にはまず、銀行当局がその必要性を認め、議会に対して所定の報告をする場合を除き、原則として、リスクウエイトアセットに基づいた資本要件を課すことを禁じ、その代わりに、金融機関の規模に応じて、最低エクイティ・キャピタル比率（以下、レバレッジ比率）を課す。レバレッジ比率の分子は自己資本と留保利益から成り、分母はオンバランス資産と一定のオフバランス資産の合計とされ、リスクウエイトアセットは利用されない。更に、大手金融機関に対して極めて高水準のレバレッジ比率を求めている点も同法案の際立った特徴である。総資産 5,000 億ドル以上の金融機関に対しては、15% を最低水準とし、資産規模に応じて追加的な資本バッファーを要請している。

<sup>4</sup> 司法省が言う専門家とは、米国財務省を指すものと解されている。

図表1 TBTF法案の概要

TBTF法案	
起草者	・シェロード・ブラウン上院議員(民主、オハイオ州)、デビッド・ビッター上院議員(共和、ルイジアナ州)
審議状況	・4月に上院・銀行住宅都市問題委員会に提出済み。同法への賛同者は10月15日時点7名(含む起草者)に増加している。
規制対象 <sup>1</sup>	・預金保険対象機関、銀行持株会社、貯蓄信用持株会社、外国銀行組織(これらを総称して「金融機関」と呼称)、及び、金融機関の一定の子会社・関係会社。
主要内容	<ul style="list-style-type: none"> <li>・金融機関に対して、レバレッジ比率(エクイティ・キャピタル ÷ 連結総資産)を課す。エクイティ・キャピタルは、タンジブル・コモンエクイティと留保利益の合計とされる。連結総資産には、オンバランス資産のほかに、一定のオフバランス資産やグロースペースのデリバティブ・エクスposureーが含まれる。</li> <li>・金融機関の規模に応じて変化する最低レバレッジ比率を課す:           <ul style="list-style-type: none"> <li>①総資産500億ドル未満の金融機関は、現行の資本基準と同等でなくてはならない(但し、「同等」の厳密な定義は示されていない)</li> <li>②総資産500億ドル以上の金融機関には最低8%のレバレッジ比率を課す</li> <li>③総資産5000億ドル以上の金融機関には最低15%のレバレッジ比率を課し、且つ、規模に連動したキャピタル・サーチャージも課す</li> </ul> </li> <li>・金融機関が総資産5000億ドルの基準を回避するような行動をとった場合には、銀行諸法規への違反とみなされる。また、銀行当局は、当該行動を制限、また、一部事業の分離等を命じることができる。</li> <li>・銀行持株会社法等の改正により、銀行当局が、総資産500億ドル以上の金融機関の関係会社及び子会社(SECに登録するプロパー・ディーラーやCFTCに登録する先物業者、等)に係る資本要件を策定できるようにする。</li> <li>・銀行当局がその必要性を認め、議会に対して必要な報告をする場合を除き、原則として、リスクウェイトアセットに基づいた資本要件を課すことを禁じ、バーゼルⅢを米国に導入することも禁止する。</li> <li>・連結総資産500億ドル以上の銀行が預金保険対象外の関係会社や子会社との間で行うFederal Reserve法23条A項に基づく取引を禁止する。</li> <li>・法案が官報に掲載されて5年以内に発効。銀行当局は、法案成立から1年内に、レバレッジ比率の詳細な基準を公表する。FDICは大手預金取扱金融機関のレバレッジ比率に関する分析(ヒストリカル・スタディ)を議会に報告し、その後1年内に総資産5000億ドル以上の金融機関に適用するキャピタル・サーチャージを策定しなくてはならない。</li> </ul>

(注) 1. 規制対象は法律の条文により異なるため、ここでは、同法案の主要な対象を記載している。

(出所) 議会資料等より野村資本市場研究所作成

同法はまた、銀行持株会社法の改正等を通じて、銀行当局が、銀行持株会社傘下にあるSECやCFTCに登録する関係会社・子会社に対して資本要件を策定することを認めている。市場規制当局が所管してきた金融機関に関しても、銀行当局の規制・監督権限を幅広に認める考え方を取り入れており、ノンバンク金融機関に対する規制体系を言わば根本的に変更することも企図しているように窺える。

更に、同法では、関係会社間の取引に係る制限が強化されている。例えば、総資産500億ドル以上の銀行組織に対して、現行のFederal Reserve法23条A項で認められている関係会社や子会社との取引(covered transaction)を禁止する措置を導入する。これによって、大手米銀は、ノンバンク関係会社等との間で、①ノンバンク関係会社に対して貸出を行うこと、②ノンバンク関係会社等から資産を買い取ること、③ノンバンク関係会社等に対して保証を提供すること、④ノンバンク関係会社等との間でデリバティブ取引や証券ファイナンス取引を行うことが禁じられるか、今まで以上に厳しい制約に服することになる。こうした措置に関しては、実質的にグラス・スティーガル法を復活させるのに等しいという指摘も聞かれている<sup>5</sup>。

このように、TBTF法案については、金融機関への資本規制体系の根本的な見直しと厳格化に主眼を置き、同時に、追加的に銀行グループ内の取引を制限することによってTBTF問題の解決を目指したものとして位置づけることができる。

<sup>5</sup> 例えば、“Brown-Vitter Bill- Commentary and Analysis,” DavisPolk, April 30, 2013 を参照。

## 2. 21世紀グラス・スティーガル法案

21世紀グラス・スティーガル法案は、元ハーバード大学ロースクールの教授であったエリザベス・ウォレン上院議員や共和党幹部のジョン・マケイン上院議員等が2013年7月に上院に提出したものである。銀証分離を定めた嘗てのグラス・スティーガル法を念頭に置き、預金保険対象金融機関への業務制限を通じてTBTF問題の解決と金融システムの安定化を達成することが企図されている（図表2参照）。

具体的には、預金保険対象機関に対し、保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティの関係会社になることやこれら企業と共に支配下に置かれることを禁ずると共に、保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティとして資格を得ることになる事業に関与することも禁止している<sup>6</sup>。保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティを持つ預金保険対象機関は、これら禁止業務を法律の発効日から5年以内に停止しなくてはならないとされているが、銀行当局は5年を待たずに上記の禁止業務を停止させる権限を持つ。更に、預金保険対象金融機関と保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティの間の役職員の兼業も禁止する。このように、同法は実質的に、銀行業務と証券業務や投資業務を切り離すことを企図している。

更に、国法銀行については、許容業務を限定列举することで、リスクが高いとされる業務に従事することを禁じている。即ち、国法銀行に認められる業務は、基本的には、預金受入、信用供与、決済システム、硬貨等に係る業務、一定の証券投資業務に限定される。

図表2 21世紀グラス・スティーガル法案の概要

21世紀グラス・スティーガル法案	
起草者	<ul style="list-style-type: none"> <li>エリザベス・ウォレン上院議員（民主、マサチューセッツ州）、ジョン・マケイン上院議員（共和、アリゾナ州）、マリア・カントエル上院議員（民主、ワシントン州）、アンガス・キング上院議員（独立、メイン州）</li> </ul>
審議状況	<ul style="list-style-type: none"> <li>7月に上院・銀行住宅都市問題委員会に提出済み。同法への賛同者は10月15日時点で10名（含む起草者）に増加している。</li> </ul>
規制対象 <sup>1</sup>	<ul style="list-style-type: none"> <li>預金保険対象機関、国法銀行、銀行持株会社</li> <li>預金保険対象機関に対して、保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティの関係会社になること、共通の支配下に置かれることを禁ずると共に、保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティとして資格を得ることになる事業に関与することを禁ずる。</li> <li>保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティを持つ預金保険対象機関は、これら禁止業務を法律の発効日から5年以内に停止しなくてはならない。なお、銀行当局は、5年を待たずに、必要に応じて、上記の禁止業務を停止させる権限を持つ。</li> <li>保険会社、証券エンティティ、スワップエンティティの役職員等に対して、一定の場合を除き、預金保険対象機関の役職員を兼務すること、また、預金保険対象機関と関係を持つことを禁ずる。</li> <li>国法銀行の許容業務を、預金受入、信用供与、決済システム、硬貨等に係る業務、一定の証券投資業務等に限定する。</li> <li>銀行持株会社が、銀行業務と密接に関係しているとはいえないソーバンク事業を行うことを厳しく制限する。制限の対象となる業務には、投資アドバイザー業務、プリンシパル投資業務、証券業務、スワップ業務、マーケット・メイキング業務、自己勘定業務、経営コンサルタント業務等が含まれる。</li> </ul>
主要内容	

（注） 1. 規制対象は法律の条文により異なるため、ここでは、同法案の主要な対象を記載している。

（出所）議会資料等より野村資本市場研究所作成

<sup>6</sup> 証券エンティティには、株式、債券、債務証書等の発行、引受、販売に係る業者、マーケット・メイキングを行う業者、ブローカー業務あるいはディーラー業務を行う業者、投資アドバイザーあるいは投資会社として業務を行う業者、ヘッジファンド及びプライベート・エクイティ投資事業等が含まれ、スワップエンティティには、スワップディーラー、証券関連スワップディーラー、主要スワップ参加者、主要証券関連スワップ参加者が含まれる。

証券業務は顧客勘定に基づくものに限定され、自己勘定での投資売買等は認められていない。また、ストラクチャード・ファイナンス商品やシンセティック商品に投資することは、リスクが高い業務であるという理由から禁止されている。

このほか、銀行持株会社が銀行業務と密接に関係しているとはいえないノンバンク事業を行うことに対して厳しい制限を課す。制限が課される業務には、1940年投資会社法下の登録投資会社に対する投資アドバイザー業務、自己投資業務（プリンシパル投資業務）、証券業務、スワップ業務、マーケット・メイキング業務、自己勘定業務等が含まれている。なお、銀行持株会社がエンドユーザーとしてスワップ取引を行うことは認めているが、その際には、スワップ取引とヘッジすべき取引が同時に発生していることや、ヘッジを行う際にヘッジ関係を識別する文書があること等が前提条件とされている。

このように、21世紀グラス・スティーガル法は、嘗てのグラス・スティーガル時代には存在していなかった金融取引や金融機関の組織・事業構造を勘案したうえで、現在の金融システムの実情に見合う形で業務規制を厳格化するものである。

## IV ノンバンク SIFI を巡る議論

TBTF問題に關係し、且つ、当局間で意見の一致が見られていない論点として、ノンバンク SIFI の認定がある。ドッド＝フランク法には、FSOC がノンバンクのうちシステム上重要な先をノンバンク SIFI として認定し、その後、これら SIFI に対して FRB による厳格なフルデンシャル規制を課す仕組みが採用されている。ノンバンク SIFI の認定に関しては、前述の通り、既に 3 社が認定されているものの、運用会社の認定に関する考え方方が今なお整理されずにいる。具体的には、運用会社が金融システムに対してどのような経路でリスクをもたらし得るのか、また、そうした影響経路を踏まえたうえで、どのような考え方や基準を用いて、運用会社のなかからシステム上重要な先とそうでない先を峻別するのか、という点について、当局間でコンセンサスが形成されていない。

実際に、当局によって考え方が異なっていることを示す出来事が発生している。FSOC からの要請を受けた財務省・金融調査局（OFR）が、2013 年 9 月 30 日に、運用会社が金融システムに与えるリスクについて考察した報告書を公表したが、この報告書に対して、運用会社の主たる所管当局である SEC が否定的な立場を示している。OFR の報告書では、運用会社が金融システムに与える影響経路として、例えば、①運用会社が利回りを追求する結果、資産価格のボラティリティが増大する、②そうした状況で、投資家が予期せぬ損失に直面すると、巨額の解約が発生する、③解約に制限が付されていない運用商品では、市場環境によっては、投資家が一斉に解約を行う、④ファンドが証券レンディングを多用しているため、証券レンディング市場で資産の投げ売りが発生した場合に、ファンドにも影響が及ぶ、等が指摘されている。この報告書に対して、SEC はパブリックコメントを募る措置を講じた。SEC 自らが策定した規則ではなく、且つ、そもそも規則ですらない報告書に対して、パブリックコメントを募集するのは、非常に珍しい対応である。SEC

はパブリックコメントを募集する理由を明確にしていないが、報道によれば、SEC は OFR の分析能力自体に懸念を持っていたほか、OFR が指摘するリスクの波及メカニズム等について同意していないとされる<sup>7</sup>。

この事例が示すように、TBTF 問題がこれまで銀行部門を中心に議論されることが多かったという事情もあり、銀行以外の金融機関や金融取引がどのような意味で大き過ぎて潰せないのかという論点については、当局のなかで議論が詰め切れていないと推察される。

## V

## 今後の展開

## 1. ルー財務長官の“公約”

2013 年 8 月 19 日に、バラク・オバマ大統領が主要な金融当局者をホワイトハウスに集めて、金融規制改革を速やかに完了するように、直々に指示を出したと報じられている。オバマ大統領が金融規制改革として何に言及したのかは明らかにされていないが、集められた連邦当局者には相応の責務が課されたものと予想される。

実は、この会合に先立つ 7 月中旬に、ジャック・ルー財務長官が伏線となる重要な発言をしている。同長官は、メディア主催のカンファレンスにおいて、①主要な規制改革は実質的に年末までに導入される、②ボルカー・ルールについては、ドッド＝フランク法の趣旨が実現されるよう、また、迅速に最終化されるよう、関係当局者に作業を促している、③議会は追加の対策を議論する前に、既往の金融規制改革の効果を見極めるべきである、④TBTF 問題はドッド＝フランク法の全てのツールを使い解決される必要がある、⑤年末時点で TBTF 問題を解決することが出来ないと判断された場合には、別のオプションを採用せざるを得ない、等と発言した。

更に、同長官は、リーマンショックから 5 年を経過した 2013 年 9 月 16 日に、金融改革への意気込みを述べた声明を出し、年末までに金融規制改革を終えることを改めて明言している。このように、TBTF 問題の解決策として議会のみならず一般国民からも納得が得られるような改革メニューを年末までに提示することは、ルー財務長官の公約になっている。また、大統領と財務長官が揃って金融規制改革を急ぐ背景には、内外に課題が山積しているオバマ政権にとって、金融システム改革を終えたという実績を示したいことに加えて、金融問題をいち早く片付け、その他の重要課題に集中しなくてはならない事情があるといえよう。

<sup>7</sup> 例えば、“SEC Sees Flaws in New Treasury Asset Manager Report: Sources,” *Reuters*, October 7, 2013, “Groundwork Laid for Stricter Regulation of Asset Managers,” *The Wall Street Journal*, September 30, “Asset-Management Study is a Headache in 31 Pages,” *The Wall Street Journal*, October 7, 2013 を参照。

## 2. 年末までに進展が予想される規制メニュー

2013年末までに進展が予想される規制改革としては、先の一連の高官発言から、概ね明らかになっている。まず、ボルカー・ルールについては、ルー財務長官の威信にかけて最終化に向けた取組みが進められるであろう。JPモルガンのロンドン拠点の損失問題もあり、ボルカー・ルールの最終規則は規則案に比べてやや厳格化されるとみる向きもある。

第二に、ほぼ全てのプルデンシャル規制が決着するとみられる。FRBのタルーロ理事によれば、2011年12月に公表済みの「システム上重要な金融機関（SIFI）に対する一連のプルデンシャル規則案<sup>8</sup>」は、シングル・カウンターパーティ・エクスポートージャー規制に関わる規定を除けば、年末までに最終化される。これによって、SIFIに課されるリスクベース自己資本規制や流動性規制等が固まることになる。更に、大手金融グループに対してペイルイン債の発行を求める規則案や「グローバルにシステム上重要な銀行（G-SIB）」に対する資本サーチャージに関する規則案も提案される可能性が高い。資本サーチャージに関しては、タルーロ理事だけでなく、イエレン副議長も、国際基準に比べて厳しい水準にするべきと指摘してきた経緯がある。これら一連の規制が進展すれば、米銀大手に課されるプルデンシャル規制はほぼ出揃うことになる。

第三に、短期ホールセールファンディング市場に関わる規制改革が進展する可能性がある。タルーロ理事や同じくFRBのサラ・ラスキン理事からはこれまでに、短期ホールセールファンディング市場の改革案として、資本・流動性規制あるいは証拠金・ヘアカット規制というアイディアが提示されてきた。現時点では、どのような取引に対して、どのような規制が導入されるかは定かではないが、米国金融システム全体あるいは大手金融機関のビジネスモデルにおいて短期ホールセールファンディング市場が果たしてきた役割の大きさに鑑みると、大きな影響を及ぼす可能性もある。この動きと合わせて、デリバティブ取引に関する資本・証拠金規則が最終化される可能性もある。

## 3. 幾つかの留意点

金融規制改革が年末に向けて当局者の思惑通りに進展するかどうかについては、やや慎重に見ておく必要性もある。第一の理由は、2014年初頭にかけて、主要金融当局者の顔ぶれが変わるとみられるからである。CFTCのデリバティブ規制を牽引してきたギャリー・ゲンスラー委員長には退任報道が流れてきた経緯があるほか、プルデンシャル規制や短期ホールセールファンディング市場改革に主導権を握っているFRBでは、バーナンキ議長だけではなく、ラスキン理事とジェローム・パウエル理事が退任する見込みにある。金融規制改革を牽引してきたタルーロ理事が続投する限り、タルーロ路線を支持してきたイエレン副議長が議長職に就くとみられることもあり、金融規制に関して大きな方針転換

<sup>8</sup> 詳しくは、小立敬「国際基準との調和も踏まえた米国 SIFI 規制」『野村資本市場クオータリー』2012年冬号を参照。

が生じることはないと思われるが、副議長や理事の人選によっては、新たな議論が噴出しないとも限らない。また、FRB から財務省に移るラスキン理事がルー財務長官の補佐役として、金融安定監督カウンシルに関与する可能性もある。

第二の理由は、政府閉鎖（シャットダウン）の影響である。2013 年 10 月 1 日から 17 日まで続いた政府閉鎖の結果、自主財源を欠く CFTC が事実上、規則策定作業を停止せざるを得ない状況に追い込まれていた。この数年の CFTC の最重要課題であった OTC デリバティブ規制に関しては、かなり目鼻立ちがついてきた状況にあるとはいえ、CFTC がボルカー・ルールの所管当局の一つであるため、少なくとも、同ルールの最終化作業に関しては、幾らかの遅延が生じるリスクがある。仮に作業が遅れた場合には、議会から金融当局の能力に対して懐疑的な見方が提示されることもあり得る。

## VI 終わりに

当局が 2013 年末を目処に TBTF 問題の解決に向け動いているなか、金融機関の対応も一定程度進んでいる。例えば、ボルカー・ルールが導入されることを見据えて、既に主要米銀はヘッジファンドやプライベート・エクイティへの投資業務や自己勘定取引事業を縮小している。また、自己資本規制強化への備えとして、この数年、自己資本の積み増しを進め、市場業務を中心にリスクウェイトアセットを削減してきた。しかしながら、前述の通り、年末に向けた改革メニューには、金融機関経営に大きな影響を及ぼす可能性のある規制も含まれる。例えば、ペイルイン債や短期ホールセールファンディングに関わる規制改革に関しては、現時点でその内容が明示されていないため、これらの規制に対する金融機関の対応は今後本格化することになろう。しかも、この二つの規則改革は金融機関の調達構造に直接的に影響を与えることもあり、短期資金調達への依存度が高いと言われてきた大手米銀にとっては経営上の課題になる可能性がある。

また、議会において、年末までの当局の対応では TBTF 問題の解決には不十分という議論が取り上げられる状況になった場合には、ルー財務長官やバーナンキ議長が「必要なら追加対策を検討する」旨を発言してきたこともあり、金融当局を巻き込む形で解決策が議論される展開となろう。その際、当局者の考え方が必ずしも統一されていないために当局サイドから説得的な提案が出されないようだと、TBTF 法案や 21 世紀グラス・スティーガル法案が注目を集めると可能性がある。いずれにせよ、2013 年末を一つの区切りとされた米国当局者が、残り数か月のうちに、金融規制改革をどのように進展させていくのか、引き続きその動向が注目される。