

# 金融危機後の各種改革動向の概括と評価

－ボルカー・ルールを中心に－

2010年4月23日

淵田 康之

## 1. 金融規制議論－現状と今後（概観）

### ● 米国

- 2009年6月、財務省提案
- 12月、下院法案（H.R.4173 Wall Street Reform and Consumer Protection Act of 2009）成立
- 2010年1月、オバマ大統領、ボルカー・ルール発表（21日）
- 3月、上院銀行委員会法案採択（22日）
- 4月、上院本会議で審議開始（来週）
- 5月、メモリアル・デー（31日）、2週間議会休会
- 7月、独立記念日（4日）
- 8月、議会夏休み
- 11月、中間選挙

### ● グローバル

- 2009年9月、G20金融サミット（ピッツバーグ）
- 12月、バーゼル銀行委員会、健全性強化に関する市中協議書（コメント受付2010年4月まで）
- 2010年4月、G20蔵相・中央銀行総裁会議
- 6月、G20金融サミット（トロント）

## 2. ボルカー・ルールについて

### ● 2010年1月21日 ホワイトハウス・プレスリリース

1. Limit the Scope - The President and his economic team will work with Congress to ensure that no bank or financial institution that contains a bank will own, invest in or sponsor a hedge fund or a private equity fund, or proprietary trading operations unrelated to serving customers for its own profit.
2. Limit the Size - The President also announced a new proposal to limit the consolidation of our financial sector. The President's proposal will place broader limits on the excessive growth of the market share of liabilities at the largest financial firms, to supplement existing caps on the market share of deposits.

### ● 上院銀行委員会法案 619 条 Restrictions on capital market activity by banks and bank holding companies

- 自己勘定取引の定義は、means purchasing or selling, or otherwise acquiring and disposing of, stocks, bonds, options, commodities, derivatives, or other financial instruments by an insured depository institution, a company that controls an insured depository institution or is treated as a bank holding company for purposes of the Bank Holding Company Act of 1956 (12 U.S.C. 184122 et seq.), and any subsidiary of such institution or company, for the trading book of such institution, company, or subsidiary;
- ただし、顧客のために行う自己トレーディング、マーケットメイク業務の一部として行う自己トレーディング、もしくはヘッジ取引を含む顧客とのリレーションシップに関連するまたはそれを支援する自己トレーディングは対象外。また米国債、エージェンシー債、地方債等に関する自己トレーディングは対象外。米国内で設立された会社によって直接・間接に支配されていない海外会社でのみ行う自己トレーディングも対象外。→（海外のソブリン債、政府関係機関債、米系の日本法人の自己勘定取引はどうなるのか？）
- ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドのスポンサーとなること、投資を禁止。中小企業に関する投資、公共の福祉促進のための投資は適用除外。
- ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドに投資マネジャーまたは投資顧問として、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、これらファンドへの融資や証券、資産の取得、カストディ、セキュリティ・レンディング、その他

プライム・ブローカレッジ・サービスの提供禁止。これらファンドとはアームズ・レンジス・ルールに従った取引を行う。

- **nonbank financial company** には、FRB 規則により、追加的な自己資本賦課、特定の追加的な量的制限
- 法律制定後、6 ヶ月以内に、金融安定カウンシルが影響、効果のスタディを完了する。このスタディの完了後、9 ヶ月以内に関係金融当局が共同で最終的な規制を発表する。預金保険対象機関等は、これら規制で禁じられた投資やヘッジファンド等との関係を解消する期間として2年間の猶予期間が認められる。申請により1年間延長可能。
- 同 620 条 **Concentration limits on large financial firms**
  - 金融会社（ノンバンクも含む）は、取得する金融会社の負債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。
  - 負債の金額は、実際にはリスクアセットの総額を利用（リスクベースの自己資本規制の分母）。
  - 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リスクアセットが対象。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。

### 3. 批判と誤解

- 「今回の危機は、預金取り扱い金融機関ではなく、ベアー・スターンズやリーマン、AIG などシャドウバンクの問題によるもの。預金取り扱い金融機関への規制強化は筋違い」（コリガンを含む多数の論者）  
→ノンバンクへの規制強化は、既に議会が議論している包括的な規制改革法案に盛り込まれている。ボルカー自身が公聴会で強調したように、今回の提案は、それに付け加える形で、預金取り扱い金融機関に別途、新たな規制を課そうという趣旨。預金取り扱い金融機関は、セイフティネットの恩恵を受けており、それを背景にリスクテイクするのは問題という立場。
- 「今回の危機は、自己勘定取引の損失によって生じたのではない」、「自己勘定取引を定義するのは困難。銀行の余資運用はプロップ取引か?」、「自己勘定取引以外にもリスクイナビジネスをやっている」  
→上院銀行委員会法案では、銀行の損失の多くは、トレーディング・ブックで保有していた再証券化商品から生じたことへの問題意識。
- 「ボルカー・ルールで、これまでの米国の金融規制緩和の流れが大転換！」（日本のマスコミ）  
→金融危機後、すでに金融規制強化への流れは明白。例えば 2009 年 12 月成立の下院法案においても、金融サービス監督カウンスルが、金融持ち株会社のスコープやスケール、集中度、インターコネクテッドネス、業務のミックスが、米国の金融安定性や経済に深刻な脅威となっていると決定した場合、改善措置を要求。改善措置には、より厳しい健全性規制を課すこと、一部業務の停止、業務のやり方の修正、合併・提携等の制限、商品販売の制限、以上でも不十分と判断される場合は事業部門、支店、資産の売却等を求めるという条項（1105 条。カンジョルスキー議員が加えた修正条項）や、厳格な健全性規制に置かれる金融持ち株会社のプロプライアトリー・トレーディングが、その会社自身または米国の金融システムに脅威を与えると FRB が判断した場合、FRB はその会社のプロプライアトリー・トレーディングを禁止することができるという条項（1117 条）が盛り込まれていた。
- 新たな規制を導入せずとも、既存の法規制において、金融機関に問題があれば当局は厳格な対応をとることが可能となっている。  
→ボルカーは、より明確な規定が法律になれば、当局はこうした権限を行使しにくいものであると説明。

## 4. 金融制度設計思想の転換

- 大手金融機関救済に対する国民の強い反発。TBTF 批判。危機対応の過程で、金融機関の巨大化がさらに進む。大手金融機関の格付けが救済可能性を織り込み、中小より優位設定されるようになってきているが、これも **implicit subsidy**。
- 秩序ある破綻の仕組みとして、2009 年 6 月の財務省案にはあった「危機に瀕した金融機関を当局の一時的監理下に置き再生を目指すという処理 (conservatorship、ファニーメイ、フレディマックに対してとられた措置)」の選択肢が、2009 年夏以降の議会での法案審議の過程で消える。破産手続きのみ。
- FRB による連邦準備法 13 条 (3) 項融資 (緊急貸出) にも制約。個別金融機関救済には利用禁止。
- では「リーマン・ショック」の再来を辞さないのか? → 救済しなくても、ショックを起こさない制度設計をする  
= 「救済するから規制」するのではなく、「救済しないから規制する」への発想転換
  - ① プルーデンス規制の大幅厳格化 = 危機への耐性を高める
  - ② 秩序ある破たん処理の制度とリビングウィル = ①でも危機が発生した場合、救済しなくても混乱なく破綻させられるようにする
  - ③ 金融セクターによる危機コスト負担 = ②の破綻処理において、万が一にも税金投入を避ける
  - ④ スコープとスケールの直接的規制 = ①~③でも不十分。より大胆な TBTF、LCFI(Large and Complex Financial Institutions)対応が必要との発想
- 従来の枠組みは①が中心。しかしそれでは不十分として、②、③。それでも難があるため、④が浮上。ボルカー・ルールは、④のアプローチを明確に打ち出したという意味でシンボリックではあった。

## 5. プルーデンス規制の大幅厳格化

- 現状

自己資本比率の規制比率水準の大幅引き上げ

資本の質の厳格化

資本バッファ

コンテンジェント・キャピタル

レバレッジ比率規制

- 規制強化論者からの批判

破綻直前のリーマンも二桁の自己資本比率だった

規制回避のイノベーションは今後も横行

現状、リスクの計測は理論面も分析面も十分に発達しているとはいえない (Goodhart)

意味のある規制とするには、現在、議論されているレベルの自己資本比率引き上げでは不十分との意見も

米銀の自己資本比率は 1840 年には 50% だった。FRB や預金保険の導入で低下。本来、自己資本比率は今の数倍でしかるべき (BOE の Haldane)。BOE のキング総裁も、危機前の 2 倍にすべきと主張。

Mankiw - 自己資本比率 100% でも銀行はその経済的役割を果たせる。要求払い預金は 100% 準備。融資は自己資本で。マチュリティ・トランスフォーメーションなどするから危機が起きる。

支払い金利の損金算入が、最適レベルより高いレバレッジをもたらしているとの議論も。

## 6. 秩序ある破綻処理の制度とリビングウィル

- 迅速かつ整然と清算処理を実施する枠組みの構築  
ノンバンク（銀行持株会社を含む）への **special resolution regime** の確立。株主の **wipe out**、**unsecured creditor** による損失負担等。**resolution fund** の創設（後述）。
- CCP の導入、米国におけるレポ市場の見直し、英国における **rehypothecation** の見直しなど制度インフラの改善
- リビングウィル（危機時の回復計画・整理計画）の導入
  - リーマン英国法人の破産管財人を勤めた PWC が強く導入を主張。大手金融機関に作成を義務付け。
  - G20 ピッツバーグサミット首脳声明（2009 年 9 月）に盛り込まれる（期限は 2010 年末）。
  - 米下院案、上院銀行委員会案に盛り込まれる。上院委員会では **funeral plan** と表現。
  - 英国、FSA が 2009 年 10 月の討議文書で提起、財務省も投資銀行の整理に関する市中協議文書に盛り込む（2009 年 5 月、12 月）、2010 年 4 月成立の金融サービス法に規定。
- 規制強化論者の批判
  - 通常の企業のように **bankruptcy court** による処理プロセスではなく、行政機関（FDIC）による処理プロセスとなるのは問題。税金によるコスト負担が生じる恐れ。破産法にはすでに金融機関の特殊性を踏まえた規定があり、破産法をベースとした制度にすべき。
  - 大手金融機関の破綻はクロスボーダーとなるが、各国の破産法制の調和は困難。各国において個々の金融機関の救済の是非、処理手法には各国各様の思惑が生ずる。従って、クロスボーダーの破綻を考えると、秩序ある破綻処理はきわめて困難。



## 7. 金融セクターによる危機コスト負担

- 2009年11月、ブラウン英首相の提案、IMFが検討中、2010年4月のG20蔵相会議に提案、2010年6月G20金融サミットで最終判断へ
  - 事前徴収か事後徴収か、清算基金への拠出か一般財源か、全金融機関が対象か大手のみか、といった議論
  - IMF暫定提案（報道ベース）  
金融安定貢献金（GDPの2-4%、救済基金に充当。一般財源化の可能性も残す。当初は全金融機関に一律。時間をかけて資産規模などに応じて徴収する枠組みに移行させる）と金融活動税（利益と報酬に課す。GDP比0.2-0.4%、一般財源）の二種類を提案
- 2010年1月13日、オバマ大統領、金融危機責任手数料を提案 大手金融機関約50社から今後10年で少なくとも900億ドルを徴収。総資産500億ドルを超える大手金融機関で公的資金の注入を受けたかどうかは問わない。→現在のところ、議会での議論は本格化していない。
- 米下院の金融改革案では Resolution Fund の設立、上院銀行委員会案では、Orderly Liquidation Fund の設立。
- 批判  
救済の可能性が生まれることは、モラルハザードにつながり、過剰リスクテイクは解消しない（次回G20サミット主催国のカナダ蔵相も課税論に反対）

## 8. スコープとスケールの直接的規制

- G30 報告書 (2009 年 1 月)、ボルカー・ルール
  - 米議会下院案でも「金融サービス監督カOUNシルが重大なリスクがあるとみなせば業務停止や部門売却を要請できる」(1105 条)、「FRB が自己勘定取引を禁止できる」(1117 条) との規定。
  - 米議会農業委員会で採択されたデリバティブ規制法案では、預金保険対象行や FRB 貸出を利用する金融機関によるスワップ・ディーリングを禁止→まもなく議論がスタートする上院金融改革法案へ盛り込むことが目指される
  - ダラス連銀、フィッシャー総裁、「大きすぎてつぶせない」とみなされている金融機関は分割すべき」
  - サイモン・ジョンソン、「資産規模 1000 億ドル超の銀行の存在は社会的にメリットがあるという証拠はない。」「資産規模 1 兆ドルで、大きすぎてつぶせない」とみなされた GS などは 10 社以上の独立企業に分割したほうが米国のためになる。」
  - Kotlikoff は limited purpose bank 案 = 金融機関負債の投資信託化
  - 米では「TBTF を終わらせる」との問題意識であるが、欧州は Too big to save, Too big to rescue という現実。
  - BOE、キング総裁は「カジノと utilities の分離」を主張。BOE の Haldane もサイモン・ジョンソンと同様、以下の主張。
    - ・人間には管理できる規模には制限がある。例えばローマ時代でも現在の近代的な米軍でも軍隊の最適な単位は100人。テクノロジーや通信技術の発展もそこでは関係ない。
    - ・最適な銀行の資産規模は1000億ドル。2008年で1000億ドルを超える銀行は世界で145行。これらの資産は世界上位1000行の85%を占める。今回の危機では、資産規模1000億ドル以上の銀行が経営難に陥ったケースで、システムリスクを起こさずに清算できたケースは皆無。145行に対する政府救済は全体の90%に上っている。
  - FT の John Kay はナローバンク提唱。英下院財政委員会は「こうした構造的改革の可能性も排除すべきではない」と主張。
  - 英保守党、リテール銀行は自己勘定取引禁止。英自民党、銀行の break up。
  - リビングウィルが、事実上スコープ、スケールの規制手段となる可能性も。
- \* この他、金融機関の所有構造を巡る議論も。リミテッド・ライアビリティであるから問題。パートナーシップにはメリット。

## 9. 禁止的アプローチのメリット

BOE の Haldane(2010)は、バーゼル規制のようなアプローチを **Taxation**、グラスス・ティーガルのような直接的規制を **Prohibition** と呼び、**Prohibition** のアプローチのメリットとして以下の点をあげている。

➤ **Modularity**

一部に問題が生じても全体に影響しにくい。アルカイダの組織、コンピューター業界（IBM のメインフレーム中心から大きく変化）の例。

➤ **Robustness**

ナイトの不確実性に対しては、バーゼルのような複雑な **taxation** 方式よりも、最悪の結果を最小化することをターゲットとしたシンプルな **prohibition** 方式がより頑強

➤ **Incentives**

自己資本規制などでは、銀行はこれを回避し、テイルリスクをとることでリターンを追求するインセンティブが常に残る。テイルリスクが銀行自らの行動によって作り出される。最適な比率を設定するのは難しい。

# 金融規制のレジーム転換

