

規制強化への対応急ぐ 米金融機関

「独創的」な対策を模索 ルールの細目決定作業をにらみながら

大和総研ニューヨークリサーチセンター
シニアリサーチチャー 深谷 羊子



アメリカでは2010年7月16日に成立した金融改革法、いわゆる「ドッド・フランク法」に基づき、各管轄省庁で規制の詳細を定めるルール作成が進められている。また国際規制としては、バーゼル銀行監督委員会でも10年12月にバーゼルⅢの最終合意にこぎつけた。本稿では、これら規制強化の影響と、大手金融機関の対応策について解説を試みたい。

規制強化の大手金融機関への影響

現実路線へ軌道修正される
ドッド・フランク法

現在、ルール作成期限が早めに設定されているものうち、金融業界にとって影響が大きいものとして、自己勘定（プロダクト）取引やヘッジ・ファンドへ

の投資を制限するいわゆるボルカー・ルール、デリバティブ市場の新規制があげられよう。ノンバンク規制やシステミック・リスクの大きい金融機関の解体のルールも市場には大きな影響があると思われるが、ルール作成期限はまだ少し先である。住宅ローン、クレジットカードも含む銀行手数料といった消費者関連のルール作成も、今年7月に消費者保護庁（現在、財務省

のなかにConsumer Financial Protection Bureauが暫定発足）が発足してから具体化する見込みであるが、各金融機関は早々と対応策を打ち出している。

ドッド・フランク法は1930年代のグラス・ステイガル法以来の大幅規制改革である。それに伴つてルール作成量も計330と膨大である。なかでも証券取引委員会（SEC）は97の

ルールを担当、FRBが67、商品先物取引委員会（CFTC）が52となっている。これに二つ以上の省庁での合同作成作業も加わる。

かくも大規模な規制の見直しでありながら、そこは走りながら考えるアメリカのこと、作成期限は1年から2年以内というものが多い。その結果、ルール作成を任された各省庁は人手不足で悲鳴をあげている。昨年11月の中間選挙でどちらかという規制緩和、親ビジネスの立場をとる共和党が勝利したことや、大幅な財政赤字で、ドッド・フランク法成立時に約束されていた各省庁への予算増額配分も危うくなっている。その結果、CFTCやSECでは、新ルール作成のための要員を新規雇用できないだけでなく、通常の市場モニターのためのテクノロジー投資も白紙に戻さなければいけない深刻な状況である。また、あまりにも多岐にわた

るルールを作成しなければなら
ないため、各官庁の担当者が業
界セミナーで各種ルールの重要
度を示してほしい、と規制され
る側に訴える始末だ。現実には
ドッド・フランク法で決められ
たルール作成期限に間に合わない
ケースもいくつが出てきてい
る。

活発化している金融機関によ
るロビー活動の論点としては、
規制が厳しすぎると信用供与に
影響が出て、市場の流動性が損
なわれ、金利コストが高くな
り、景気回復の足を引っ張ると
いう危惧と、米金融機関の国際
競争力がそがれる可能性がある
というのがおもなポイントであ
る。その結果、法案の段階では
解釈しだいで厳しい規制とな
る可能性があった条項も、よく
いえば現実的、悪くいえば骨抜
きになりつつある。

バーゼルⅢの影響は軽微
バーゼルⅢの目玉は、新たな

流動性とレバレッジ規制を盛り
込んだことであろう。ただし、
計測方法がまだ確立、実証され
ておらず、最終的には資本の積
増しをバッファードとして将来の
金融危機に備えるという、やや
荒っぽい対処法となった。流動
性規制として流動性カバレッジ
比率と安定調達比率という二つ
の定量的基準が導入された。レ
バレッジ規制については、アメ
リカではすでに国内規制で導入
済みであるが、アメリカに比べ
銀行の資産規模が大きい割には
抱えるリスクは小さいとされる
欧州は、リスクに基づいた資本
規制を主張し、リスクを考慮に
入れないレバレッジ規制導入に
反対の姿勢をとった。国際規制
交渉は常に、自国金融機関の国
際的な競争力を低下させる結果
とならないことが大きな目的と
なる。最終的にはTier 1普通
株ベースで7%の資本を確保す
るといつや厳しい規制となっ
たが、移行期間を19年までと長

くすることで合意をみた。米銀
については現状、すでに資本基
準を達成済みか、資本調達が必要
としても巨額ではないこと、
および、移行期間も長いことか
ら、株式発行調達への活発な動
きはみられない。

新ルールの 制定状況

プロップ取引からの撤退
は14年までに完了

ボルカー・ルールには大きく
分けて二つの柱がある。一つは
自己資金を使ったプロップ取引
の禁止で、もう一つはヘッジ・
ファンドやプライベート・エク
イティ（PE）ファンドなど未
上場で規制の緩いファンドへの
自己資金の投資制限である。銀
行免許をもつ金融機関に対する
プロップ取引禁止については
1月18日に金融安定監督評議会
（Financial Stability Over-

sight Council）が調査レポー
トを発表した。このレポートに
基づき、FRBによりルールが
作成され、パブリック・コメン
ト期間を経て、今年10月半ばに
は最終ルールが決定されるとい
うのが、現段階でのスケジュー
ルである。ルールの施行は12年
7月から始まり、移行期間を経
て、14年までには基本的に遵守
というスケジュールとなるもよ
う。未上場ファンドへの投資禁
止は規制の施行から5年間とい
う長い猶予期間が与えられる予
定である。

「セクション716」
（リンカーン条項・スワップ
・デスク・プッシュアウト）

ボルカー・ルールとは別に、
連邦預金保険公社（FDIC）
によって保護されている銀行
は、スワップ・デスクを別会社
化しなければならないという条
項である。今年の7月までにル
ールが作成され、3年後の施行

が定められている。これについてはリスクの高い業務のみというところでコモディティ・デリバティブ・ビジネスは対象となるが、金利や為替スワップ業務は分離する必要がなくなり、別資本であれば子会社でも問題がないとされたため、当初考えられていたような大きな問題ではなくなった。それでもこの条項によるJPMorganの期待利益喪失額は推計年間10億^{ドル}規模にのぼるとされる。

新しいデリバティブ規制 公表は7月

SECとCFTCがルール作成を行うデリバティブ規制は、スワップ・ディーラーとしての登録義務、標準型スワップの公開取引システムでのトレーディング、中央清算機関(CCP)による決済など、市場の性格を大きく変えるものであり、大きな注目が集まっている。大手スワップ・ディーラーにはどこま

での規模の会社が含まれるのか、あるいは標準型スワップとは何か、といった定義付けから出発しているため大仕事の感がある。ルール作成期限は他分野の規制と比べて早めに設定されているため、ルール案作成は各管轄官庁で現在、佳境に入っている。株やクレジット・スワップはSECの管轄、コモディティや為替スワップ、およびインデックスに基づくスワップはCFTC管轄となっている。

昨年12月CFTCがスワップに関するルールを発表、コメント期間に入ったのに続き、今年1月にはSECがルールを発表した。CFTCはこれまで取引所で売買される先物やコモディティを管轄していたため、必ずしも相対(OTC)のスワップ市場の取引慣行に精通しているとはいえず、発表したルールのなかには混乱を招くものが多いとある感が否めない。たとえば大きなサイズのスワップ(ルール

案のなかでは「ブロック・トレード」と呼ばれている)は執行後15分以内に公開、報告を義務付ける、などである。それと比較してSECのルールは市場の現状をある程度考慮し、実現可能性が高いという印象である。詳細がどこに落ち着くかはまだ流動的であるが、ここ2、3カ月のうちにはコメント期間が終了し、7月までに最終ルールが発表される見込みである。

各金融機関の対応

ボルカー・ルール対応 台風の目は大物トレーダー

1月発表の第4四半期決算で、トレーディング収益が各金融機関で落ち込んだのは、ボルカー・ルールのうちプロップ取引禁止が一因といえるかもしれない。トレーディング収益が大きいゴールドマン・サククス(Goldman)は52%の減益で、うち31%がトレーディング

部門の減益によるものだった。ゴールドマンのトレーディング・リスク(VAR)も45%減で、これはボルカー・ルールだけでなく、デリバティブに関する規制、それに資本増強規制をにらんだ動きと考えられる。モルガン・スタンレーはトレーディングからプロパー業務へ軸足を移しつつあるのが今回の決算で鮮明になった。

また、施行はまだかなり先となるボルカー・ルールのプロップ取引禁止について、各金融機関はすでに対応を始めている。実際にはボルカー・ルールを含むドッド・フランク法が成立してしまつた以上、才能のあるトレーダーを引き止めておくのがむずかしい、といったほうがいいかもしれない。

もっとも、対顧客フロー取引は例外として許されており、これが抜け道となる可能性が高い。突き詰めていくと、顧客に対するマーケット・メイキング

とプロップ取引の境界線を引くのはほとんど不可能だからである。また、プロップ取引禁止といても、各金融機関の自己申告が最初のステップとなることははっきりみえてきた。結論として、ボルカー・ルールは当初予想されたほどの頭痛の種ではなくなったといえよう。

ただし、前述のとおり、大物トレーダーについては対策を講じざるをえない。大手金融機関の対応はいくつかに分類できる。

- ①プロップ・トレーダーがチームであるいは個人でヘッジ・ファンドに引き抜かれるケース…バンク・オブ・アメリカのアジアのプロップ・チームがブラックストーンに、シテイグループの不動産取引部門がアポロに、ゴールドマンの株プロップ・チームが昨年10月にKKRに引き抜かれたのがその例である。
- ②ヘッジ・ファンドを設立し、独立するケース…今年に入って

からモルガン・スタンレーのクオンツ・トレーダーであるピート・マラーがチームを引き連れて独立することを発表したし、昨年12月にはゴールドマンのアジア・チームが独立し、現在、投資資金を募っている。すでに10億^{ドル}集まったという話もあり、滑り出しは上々である。

③自社のアセット・マネジメント部門に移籍させるケース…昨年9月にJPMorganの一部のトレーダーを別部門に異動させたの続き、ゴールドマンもトレーダーの一部をアセット・マネジメント部門に移した。

④プロップ・ビジネスから撤退、部門閉鎖してトレーダーを解雇するケース…JPMorganは昨年8月に「モディティ」のプロップ・トレーディングから撤退してしまった。

ヘッジ・ファンド、PEの焦点は純投資よりも関連業務

ヘッジ・ファンドやPEファンドへの投資については、ファンド資産および投資家である金融機関のTier1資本の3%以内という制限が設けられることになっている。もともと他の投資家と異趣同舟であることを示すための象徴的な投資であった場合が多く、またどちらかという運用利益よりは運用手数料稼ぎが目的だったこともあり、金融機関のヘッジ・ファンド、PEへの投資は一般にいわれていたほどは大きくない。JPMorganのハイブリッジとの合併、投資が目立つくらいだ。

ヘッジ・ファンドあるいはPEについて問題となるのは、純投資よりも関連業務への影響である。これまで金融機関の比較的大きな収益源であったヘッジ・ファンドに対するプライム・ブローカレッジ業務における貸株などの有担保金融、PEに対するレバレッジ・ローンなどが新たな規制の対象になる可能

性があるからだ。金融機関も当然、座して死を待つだけではない。先ごろ、話題になったゴールドマンがフェイスブックの未公開株を大口個人投資家に売却しようとしたのはそのよい例である。まず、未公開株への投資、いわゆるマザー・バンク・バンキング業務はボルカー・ルールの規制対象外である。ゴールドマンがキャピタル・ゲイン、あるいは将来の上場ビジネスを狙ってフェイスブックやツイッター、ソーシャルゲーム大手のジンガなどの未公開株に自己資金を投資することとは、未公開株への投資家数は500以下という制限に違反しない限り問題ない。最近は「Expertfinancial」SecondMarket、Gateなど未公開株の私設取引システムが設立され、取引量も増えている。たとえばSecondMarketはSECに登録されており、09年には1億^{ドル}だった取引高が、10年には4億^{ドル}と

4倍に成長している。売手はおもに未公開株を賞与あるいは給料の一部として受け取った新興企業の現役あるいは元従業員やベンチャー・キャピタル・ファンドで、買手は機関投資家や高額所得者層の個人投資家である。前記ゴールドマンのフェイ

スブックの取引は大きな話題になった結果、SECの調査が入り、お蔵入りしてしまったが、これからも似たような「独創的」な規制対応策が登場するに違いない。

注目される住宅ローン証券化に伴う自己保有ルール

消費者金融関連では、これまでは無料だった銀行サービスに新たな手数料を設定したり、既存の手数を引き上げるといった動きが出てきている。7月に消費者保護庁が正式に発足する前の駆け込みの感もあるが、預金保険料の計算の際の分母を預金残高ベースから資産ベースに

変更することがつい先ごろ決定されるなど、消費者保護のために金融機関に課されるコストが上がっているのは事実だ。金融機関の自衛策といえよう。

その他、消費者金融関連で注目されるのは、住宅ローン証券化の際の自己保有ルールである。ローン価値の5%は証券化した金融機関が保有しなければいけないという文言がドッド・フランク法に盛り込まれ、4月半ばが最終ルールの期限と迫っている。またドッド・フランク法では、一定の証券は自己保有から免除されるとなっているが、免除証券のはっきりした定義付けはこれからだ。そのうえ、FDICは、この自己保有ルールを別途、検討されている住宅ローンのサービシング業務規制と一緒に盛り込んでしまおう、という提案をしている。通貨監督庁(OCC)は、このFDICの提案は法律上問題があるだけでなく、どの省庁が管轄

するかも不透明で規制の施行がむずかしいと反対。一方当初、反対の姿勢を示していたFRBがFDICの見解にも耳を傾けつつあるという混沌とした状況である。2月11日に米政府が発表した政府系住宅金融機関(GSE)のリストラクチャリングに関するレポートが、GSEを徐々に民営化するという基本的な方向性を示したのみにとどまり、具体的な方策に踏み込まなかったことから、個々の詳細がどう決着するかは、いまだ五里霧中だ。

シャドー・バンキングの台頭

どんなに規制を強化したところで、金融システムのなかにあるリスクがなくなるわけではない。そうだとすれば、リスクは厳しい規制をかけられている金融機関から逃げ、緩い方向、いわゆるシャドー・バンキングへ流れると考えるのが現実的であ

る。ニューヨーク連銀の推計によれば、シャドー・バンキング・セクターはヘッジ・ファンドの2兆_{ドル}を含む16兆_{ドル}に達する。これは金融機関の約13兆_{ドル}という資産残高をすでにしのいでいる。この次の金融危機の震源となるのはレバレッジから生まれた規制の緩いマネーの集合体である可能性が高いが、それは春間よくいわれるヘッジ・ファンドでもPEでもなく、巨体となっている割にはリスク管理技術に欠けるMMFか、資本基準規制が課されていないデリバティブの中央清算機関(CCP)である可能性も否定できない。

ふかや ようこ

国際基督教大学卒、ペンシルベニア大ウォートン・スクール MBA。SGウォーバーク(ロンドン)、AIG(ニューヨーク)、アジア開発銀行(マニラ)等を経て現職。