

2010年9月2日 全9頁

# ボルカールール

資本市場調査部 制度調査課  
横山 淳

## 米国金融規制改革法（ドッド・フランク法）

### [要約]

- 2010年7月21日、オバマ大統領の署名を受けて、米国金融規制改革法（ドッド・フランク法）が成立した。この中に、いわゆるボルカールールも盛り込まれている。
- 具体的には、商業銀行、銀行持株会社、これらの子会社・関連会社は、原則として、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等が禁止される。
- 加えて、非銀行金融機関であっても、システムック・リスクに影響を及ぼすような大規模な金融機関としてFRBの監督対象となるものが自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等を行う場合には、追加的な資本規制などが課されることが予定されている。
- ただし、引受けやマーケット・メイクとの関連で行う取引、外国会社が専ら米国外で行う活動、軽微なヘッジ・ファンド投資などについては、一定の要件の下に適用除外が認められている。
- その他、その負債が金融機関全体の負債の10%を超えるような金融機関の合併等も原則禁止されている（大規模金融機関の集中制限）。

## 1. 米国金融改革法とボルカールールの導入

○2010年7月21日、オバマ米国大統領の署名を受けて、米国の金融規制改革に関する「ドッド・フランク ウォール街改革及び投資者保護法（"Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act"）」（以下、ドッド・フランク法）が成立した<sup>1</sup>。

○この中で、いわゆるボルカールールは、ドッド・フランク法619条、622条に基づく1956年銀行持株会社法（The Bank Holding Company Act of 1956）の改正という形で実施されている。

<sup>1</sup> ドッド・フランク法の大統領署名に関する声明が米国ホワイトハウスのサイトに掲載されている（<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/remarks-president-signing-dodd-frank-wall-street-reform-and-consumer-protection-act>）。また法律の原文は、米国国会図書館のサイト（<http://thomas.loc.gov/>）などに掲載されている。なお、ドッド・フランク法の概要については、拙稿「米国金融規制改革法（ドッド・フランク法）成立」（2010年7月22日付レポート）など参照。

○ドッド・フランク法に基づくいわゆるボルカールールの内容は、基本的に、2010年1月21日のオバマ大統領による発表（「オバマ大統領、過度な活動を規制し、納税者を保護するため、金融機関の規模と業務範囲に対する新たな規制を求める」（President Obama Calls for New Restrictions on Size and Scope of Financial Institutions to Rein in Excesses and Protect Taxpayers）<sup>2</sup>）を踏まえたものとなっている。具体的には、次の2点が大きな柱となっている。

- ①業務範囲の制限（商業銀行による自己勘定取引、ヘッジ・ファンド投資などの原則禁止）
- ②規模の制限（金融機関の負債の市場シェアの上限規制）

○ボルカールールの原型は、その名の由来となったポール・A・ボルカー（Paul A. Volcker）元FRB議長が以前から暖めていた構想にあると考えられる。例えば、ボルカー氏が座長を務めたG30（The Group of Thirty）がオバマ大統領による発表がなされる1年前の2009年1月に発表した報告書の中で次のような提言を行っていた。

大規模で、システム上、重要な銀行は、特に大きなリスクと重要な利益相反を生じさせるような自己勘定取引活動を制約されるべきである。混合された私的な資産のプール（即ち、銀行の自己資産が顧客の資金と混合されるようなヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンド）に対するスポンサーとなることや運営を行なうことは、原則として、禁止されるべきであり、大規模な自己勘定取引は厳格な資本及び流動性規制によって制限されるべきである。……以下、略……

（出所）Group of Thirty “FINANCIAL REFORM A Framework for Financial Stability” (January 15, 2009) Recommendation 1 b

○その他、2009年12月に下院を通過した原案においても、次のような規定が盛り込まれていた（「2009年ウォール街改革及び投資者保護法案」1117条）。

厳格な基準の適用対象となる金融持株会社の自己勘定取引が、当該会社又は米国の金融の安定に対して脅威を生じ、又は生じることが予見される場合には、理事会（FRB）は当該会社に対して自己勘定取引を禁じることができる。

○確かに、「原則許容、例外禁止」というスタンスの下院の原案に対して、後述するドッド・フランク法では「原則禁止、例外許容」というスタンスに変わっている。しかし、金融機関の自己勘定取引に対する規制という本質の部分を両者は共有している。

○ボルカールールに関しては、2010年1月の大手金融機関の報酬が過去最高を記録するとの報道や、マサチューセッツ州の補欠選挙などの政治的な背景が指摘される場合がある。確かに、こうした指摘がなされるだけの理由があることは事実であるが、ボルカールールの根底にある考え方は、既にオバマ大統領の発表よりも前から検討・議論されていたテーマであったということも事実であろう。

○以下、ドッド＝フランク法によるボルカールールの内容について、「業務範囲の制限（自己勘定取引の禁止、ヘッジ・ファンド投資等の禁止）」と「規模の制限（大規模金融機関の集中制限）」に

<sup>2</sup> ホワイトハウスのウェブサイト

（<http://www.whitehouse.gov/the-press-office/president-obama-calls-new-restrictions-size-and-scope-financial-institutions-rein-e>）に掲載されている。

分けて説明する。

## 2. 業務範囲の制限（自己勘定取引の禁止、ヘッジ・ファンド投資等の禁止）

### (1) 概要

○銀行等（banking entity）は、別段の定めのある場合を除き、次の行為が禁止される（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(a) (1)）。

(A) 自己勘定取引（proprietary trading）

(B) ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンドの株式、パートナーシップその他の所有権の取得若しくは保有、又はこれら（ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンド）のスポンサーとなること（※）

（※）以下、「ヘッジ・ファンド投資等」と呼ぶ。

### (2) 禁止の対象（「銀行等」）

○自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等が原則禁止される「銀行等（banking entity）」とは、具体的に次のものと定められている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h) (1)）。

①預金保険の対象となる預金の取扱金融機関（insured depository institution）

②上記①を支配する会社

③1978 年国際銀行法（International Banking Act of 1978）8 条によって「銀行持株会社」として取り扱われる会社（※）

④これらの会社の子会社・関連会社(affiliate or subsidiary)

（※）具体的には、米国内に支店や代理店を有する（米国から見た）外国銀行やその親会社などが規定されている。

○つまり、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等が原則禁止されるのは、あくまでも預金保険制度によって保護された預金取扱業務を行ういわゆる商業銀行（及びそのグループ会社等）ということになる。他方、いわゆる投資銀行や保険会社など商業銀行以外の金融機関については、預金取扱業務を行う子会社等を有しない限り、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等は禁止されていない。ただし、後述する資本規制などが課されることとなる（後述(5)参照）。

### (3) 自己勘定取引

○原則禁止される「自己勘定取引（proprietary trading）」とは、「取引勘定（trading account）」において、次の商品の売買その他の取得及び処分取引に当事者（principal）として関与することと定められている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h) (4)）。

①有価証券

②デリバティブ

③商品の先渡しによる売却契約（商品先物）

- ④これらの有価証券、デリバティブ、契約についてのオプション
- ⑤その他の有価証券又は金融商品であって当局が定めるものの

○ここでいう「取引勘定(trading)account」については、次のように定義されている(同13条(h)(6))。

- ◇短期間(near term)において売却する目的、その他短期間における価格変動により利益を上げるために転売する意図において、上記①～⑤の有価証券及び金融商品を当事者(principal)として買付け、又はそのポジションの取得に利用される勘定
- ◇上記のほか、所轄する連邦銀行当局、証券取引委員会(SEC)、商品先物取引委員会(CFTC)が規則によって定める勘定

○最終的には、当局の定める規則に委ねられているが、広範な金融商品について、その短期的な売買活動が想定されていると考えられる。

#### (4)ヘッジ・ファンド投資等

○投資等が原則禁止される「ヘッジ・ファンド及びプライベート・エクイティ・ファンド」の定義は、次のように定められている(ドッド・フランク法619条による銀行持株会社法13条(h)(2))。

- ◇1940年投資会社上の投資会社であって、同法3条(c)(1)又は3条(c)(7)に基づいて登録を免除されるもの(※)の発行者
- ◇それに類するファンドとして所轄する連邦銀行当局、証券取引委員会(SEC)、商品先物取引委員会(CFTC)が規則によって定めるもの

(※) 具体的には、次の理由により登録が免除されているものを意味する。

- (i) 100名以下に実質的に所有されており、かつ、公募を行っていない(1940年投資会社法3条(c)(1))
- (ii) 専ら適格購入者(qualified purchasers)によってのみ所有され、かつ、公募を行っていない(同3条(c)(7))

○前述の通り、銀行等は「ヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンド」に対する投資が原則禁止されるだけでなく、これらの「スポンサーとなること」も原則禁止されている。ここで「スポンサー」とは、具体的には次のように定義されている(ドッド・フランク法619条による銀行持株会社法13条(h)(5))。

- (A) ファンドのジェネラル・パートナー、業務執行者(managing member)又はトラスティーとして従事すること
- (B) いかなる方法によるものであれ、ファンドの取締役、トラスティー又は運営者の過半数を、選定又は支配すること(それを構成する従業員、役員、取締役、代理人を有する場合を含む)
- (C) 協力、マーケティング、宣伝その他の目的のため、ファンドと同一の名称又は同一の名称を変化させた名称(variation)を共有すること

○実質的にファンドの運営・管理に大きな影響を及ぼす行為全般が規制されているといえるだろう。

## (5) 資本規制、量的規制

- 前記(1)～(4)の規制（自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等の禁止）は、預金保険制度の対象となる預金の取扱金融機関（いわゆる商業銀行）、銀行持株会社、これらの子会社・関連会社などを対象としている（前記(2)参照）。それ以外の金融機関（例えば、銀行持株会社の傘下ではない投資銀行や保険会社など。以下、「非銀行金融機関（nonbank financial companies）」と呼ぶ）は、直接、規制対象とはならない。
- しかし、こうした非銀行金融機関に対しても、ドッド・フランク法の下では、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等について一定の制約が課すこととされている。即ち、FRB が監督する非銀行金融機関であって、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等を行う者は、後述する適用除外が認められる場合を除き、次のような規制に服するものとされている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(a)(2)）。

◇追加的な資本規制

◇追加的な量的規制

- 「FRB が監督する非銀行金融機関」とは、いわゆるシステミック・リスクに影響を及ぼすような大規模金融機関であるとして、FRB の監督下に置くことが金融安定化監督協議会で決定された非銀行金融機関のことである（ドッド・フランク法 113 条など参照）。こうした大規模な非銀行金融機関は、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等そのものが禁止されることはないが、従来よりも厳しい資本規制などが課されることが予定されているのである<sup>3</sup>。
- 具体的な規制内容は、今後、制定される規制当局の規則によって定められることが予定されている。規制当局の規則の内容によっては、今後、大規模な投資銀行や保険会社などについても、レバレッジの範囲に制約が課されることから、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等を縮小しなければならない可能性も否定できないだろう。

## (6) 「許容される活動」の適用除外

- ドッド・フランク法の下では、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等の禁止（及び規制）の例外となる、「許容される活動（permitted activity）」が比較的広範囲に規定されている。これらの「許容される活動（permitted activity）」に該当する場合には、例外的に、銀行等による自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資が許容されることとなる。
- 「許容される活動（permitted activity）」としては、具体的には次のものが掲げられている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(1)）。

①一定の政府機関債等の売買（具体的には次のもの）

<sup>3</sup> いわゆる TARP プログラムによって公的支援を受けた銀行持株会社については、2010 年 1 月 1 日以降に傘下の商業銀行を売却するなどして「銀行持株会社」でなくなったとしても、自動的に「FRB が監督する非銀行金融機関」となったものとみなされる（いわゆるホテル・カリフォルニア条項、ドッド・フランク法 117 条(b)）。そのため、追加的な資本規制などを免れることはできない。ただし、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等そのものが禁止されることはなくなる。

- ◇合衆国及びその関係機関 (agency) の債券 (obligations) の売買
- ◇GNMA、FNMA など一定の機関の債券 (obligations)、参加証券 (participations) その他の証券等の売買
- ◇州及びその関係組織 (political subdivision) の債券 (obligations) の売買
- ②引受け又はマーケット・メイク活動との関連で行われる取引であって、顧客、利用者又は取引相手が必要とする範囲を超えないことが合理的に想定されるように設定されたもの
- ③リスク軽減のためのヘッジ活動で個別又は全体のポジション、契約その他の保有と関連付けられたもの
- ④顧客のため (on behalf of customers) に行われる売買等
- ⑤一定の法令等に基づく小規模事業投資会社投資や公益 (public welfare) 促進投資など
- ⑥保険会社による法令等を遵守した一般勘定取引 (general account)
- ⑦純正な管理、信託又は投資助言サービス (bona fide trust, fiduciary, or investment advisory services) の提供としてのヘッジ・ファンド等の組成・販売であって、一定の要件を満たすもの (後記(7)も参照)
- ⑧外国会社 (米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く) による専ら合衆国外における自己勘定取引
- ⑨外国会社 (米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く) による専ら合衆国外におけるヘッジ・ファンド投資等 (米国居住者に対して持分が募集又は販売されないものに限る)
- ⑩その他、所轄する連邦銀行当局、証券取引委員会 (SEC)、商品先物取引委員会 (CFTC) が、銀行等の安全性・健全性、合衆国の金融の安定性の促進・保護の観点から、規則によって定める活動

○上記⑧⑨があるため、外国会社 (例えば、日本の銀行) については、専ら米国外で活動する限り、規制の対象とはならないと考えられる。逆に言えば、米国に現地法人や支店を有する外国会社 (例えば、日本の銀行) の場合、専ら米国外で活動しているとは言えないため、規制の影響を受ける可能性があるということになる。

○なお、これらの「許容される活動」であっても、次のいずれかに該当する場合は、適用除外は認められない (同 13 条(d) (2))。つまり、自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資等が禁止される。

- ◇銀行等とその顧客、利用者、取引相手との間で、重要な利益相反を生じる場合
- ◇直接又は間接に、ハイリスク資産又はハイリスク取引戦略への重要なエクスポージャーが生じる場合
- ◇その銀行等の安全性、健全性に脅威をもたらす場合
- ◇合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす場合

### (7) 軽微なヘッジ・ファンド投資などの適用除外

○銀行等がヘッジ・ファンド等の組成・販売を行うに当たっては (前記(6)⑦参照)、一定の要件の下で、ヘッジ・ファンド投資等の禁止 (及び規制) について適用除外が認められている。即ち、次のいずれかに該当する場合には、その影響が軽微であるとして、銀行等によるヘッジ・ファンド投資等が認められることとなる (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d) (4))。

◇ファンド設立時における他の投資家を募るための一定の初期投資（いわゆるシード投資）

◇軽微な投資（de minimis investment）

○ただし、こうした特例措置が認められるためには、次のような規制に服さなければならない（同前）。

①他の投資家を探すこと……銀行等の投資を次の②の水準まで減少させるため、積極的に他の（銀行等と関係を有さない）投資家を探すなければならない。

②投資規模の制限

(a) ファンドの設立から1年以内にファンド持分の保有割合を3%以下まで減少させなければならない。

(b) ファンド持分が銀行等にとって重要でない（immaterial）水準でなければならない。……具体的な水準は監督当局が規則によって定めるが、いかなる場合でもファンド投資の合計がTier I 自己資本の3%を超えてはならない。

③自己資本……自己資本規制上、ファンド投資は銀行等の資産及び自己資本（tangible equity）から控除される。

## (8) 施行時期

○自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等の禁止に関する規定の施行については、次のようなスケジュールが予定されている。

①金融安定化監督協議会による検討・勧告

……ドッド・フランク法制定（enactment）から6ヶ月以内（ドッド・フランク法619条による銀行持株会社法13条(b)(1)）

②所轄する連邦銀行当局、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）による規則制定

……前記①から9ヶ月以内（同13条(b)(2)）

③規定の施行

……次の(a)(b)のうち、いずれか早い時期（同13条(c)(1)）

(a) 前記②から12ヶ月

(b) ドッド・フランク法制定から2年

○なお、実際の適用に当たっては（前記③の「規定の施行」から）2年間の猶予措置が講じられている（同13条(c)(2)）。更に、FRBは、規定の目的に合致し、公益を損なわない限り、（1回につき）1年を超えない範囲で猶予期間の延長を行うことができる（同前）。再延長を何回か行うことは可能だが、その場合でも延長期間の合計が3年（当初の猶予期間を合わせれば5年）を超えることは認められない（同前）。

○その他、流動性の乏しいファンド（illiquid funds）については、別途、猶予期間の延長の特例が設けられている（同13条(c)(3)）。

### 3. 規模の制限（大規模金融機関の集中制限）

#### (1) 概要

- ドッド・フランク法の下、金融機関は、その負債が金融機関全体の負債の 10%を超えるような合併等を行うことが、原則、禁止される。具体的には次の通りである（ドッド・フランク法 622 条による銀行持株会社法 14 条(b)項）。

金融機関は、取引の完了後における当該金融機関の連結総負債が、全ての金融会社の直近年末における連結負債合計額の 10%を超える場合には、その他の会社に対して、合併又は統合、全部又は実質的に全部の資産の取得、その他支配権の取得を行ってはならない。

- これは、従来の「預金の市場シェアの上限規制」、即ち、連邦レベルでの預金シェアが 10%を超える銀行の合併等を禁止する規制（U. S. Code § 1842（銀行持株会社法 3 条） d (2)）をモデルとしたものと考えられる。
- なお、ドッド・フランク法の文言上、禁止されるのは、あくまでも合併などの企業結合が対象として定められている。ある金融機関が単独で負債を増やしていった結果、10%を超える場合については、文言上、規制の対象とはされていない。
- ただ、この規制については、後述するように金融安定化監督協議会の検討・勧告に基づき、FRB が細目に関する規則やガイドラインなどを制定することが予定されている（ドッド・フランク法 622 条による銀行持株会社法 14 条(d)、(e)）。こうした問題（合併等によらず負債を増加させるケースなど）についても、FRB による規則制定などを通じて事後的に何らかの方向性が示される可能性があるものと思われる。

#### (2) 規制の対象（「金融機関」）

- 「大規模金融機関の集中制限」の規制対象となる「金融機関（financial company）」としては、次のものが定められている（ドッド・フランク法 622 条による銀行持株会社法 14 条(a) (2)）。前記 1. (2)の自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資の禁止の規制対象よりも広範な金融機関が対象とされている。

- ①預金保険制度の対象となる預金の取扱金融機関
- ②銀行持株会社
- ③S&L 持株会社 (a saving and loan holding company)
- ④上記①を支配する会社
- ⑤FRB が監督する非銀行金融機関 (※)
- ⑥銀行持株会社法上、「銀行持株会社」として取り扱われる外国銀行・外国会社

(※) いわゆるシステムック・リスクに影響を及ぼすような大規模金融機関として FRB の監督下に置かれる非銀行金融機関のこと。

#### (3) 「負債」

- 「大規模金融機関の集中制限」の規制において基準とされる「負債（liabilities）」は、次のよう

に計算することとされている（ドッド・フランク法 622 条による銀行持株会社法 14 条(a)(3)）。

$$\text{「負債」} = (\text{i}) - (\text{ii})$$

- (i) 規制自己資本 (regulatory capital) から控除されるエクスポージャーの調整を行った合計リスク加重資産 (total risk-weighted asset)
- (ii) 合計規制自己資本 (total regulatory capital)

○なお、この算式は米国金融機関を想定したものである。外国金融機関については、米国でのオペレーション (the United States operation) に関わるリスク加重資産、規制自己資本に基づいて計算することとされている（同前）。

#### (4) 適用除外

○「大規模金融機関の集中制限」の規制についても一定の場合には適用除外が認められている。具体的には、次の場合には、FRB による事前の書面による承認 (the prior written consent) を要件に、負債シェアが 10% 超となる合併等が認められる（ドッド・フランク法 622 条による銀行持株会社法 14 条(c)）。

- ① 支払不能 (default) 又はその危険に陥っている銀行の買収等の場合
- ② 連邦預金保険法 13 条(c)に基づく、FDIC による（預金取扱金融機関等の）法的支援手続に基づく支援措置に関わる場合
- ③ 合併等による当該金融機関の負債の増加が軽微 (de minimis) である場合

#### (5) 施行時期

○「大規模金融機関の集中制限」に関する規定は、ドッド・フランク法制定の翌日から施行されている（ドッド・フランク法 4 条）。ただし、細目を定める規則などについては、次のようなスケジュールが設けられている。

- ① 金融安定化監督協議会による検討・勧告  
……ドッド・フランク法制定 (enactment) から 6 ヶ月以内（ドッド・フランク法 622 条による銀行持株会社法 14 条(e)(1)）
- ② FRB による規則などの制定  
……前記①から 9 ヶ月以内（同 14 条(e)(2)）