

# 域外適用と銀証分離の交錯

——グローバル金融法制の新潮流——

藤 川 信 夫

はじめに

米国金融改革法はボルカー・ルールを中心に広範な内容、規則委任等からなり、成立後も多くの議論と影響を巻き起こしている。大きな問題意識として同法の包括的課題を念頭に置きつつ、域外適用と外国会社の影響等を切り口に焦点を絞り、金融資本市場と揺れ動く現下の国際金融規制の帰趨および実践等につき検討を進める。紙幅の制約もあり、域外適用の修正内容、破綻法制、英国金融改革等の詳細、さらに域外適用の理論的統一性などは別稿にて考察する予定である。

## 第一章 ドッド・フランク法とボルカー・ルールの制限

### 1. ドッド・フランク法の主旨

二〇一〇年七月二日成立したドッド・フランク法 (Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)<sup>(1)</sup> は、  
今次の金融危機後の対応としてボルカー・ルール、店頭デリバティブ改革、ヘッジファンド規制、コーポレート・ガ  
バナンス改善、消費者・投資家保護等、多くの課題に対処せんとする<sup>(2)</sup>。その包摂する範囲は広く、大きな変革を目論  
むものである<sup>(3)(4)</sup>。方向性、十分性などにつき、米国共和党や金融業界の巻き返しやロビー活動から内容が骨抜きになり  
つつあるとも伝えられ、他方では不十分で一層の強化が求められ、規制の整合性などを指摘する見解<sup>(5)</sup>も出される。

### 2. ボルカー・ルールの規制対象と業務範囲制限ならびに適用除外

ドッド・フランク法における業務内容・範囲に関する規制としては、ボルカー・ルールならびにデリバティブ取引  
規制がある。

#### (1) ボルカー・ルールの規制概要

ボルカー・ルールでは、銀行とその持株会社・グループ会社に対し、自己勘定トレーディング、ヘッジファンドな  
らびにPEファンドの出資等につき、リスクヘッジ目的、顧客依頼取引等の例外はあるが、原則禁止する。ポール・  
ボルカー元FRB議長の起案による同ルールは、銀行の業務範囲を制限し、預金保険制度のセーフティネット<sup>(6)</sup>で保護  
された銀行が高リスク業務を行い、金融機関の規模が大き過ぎてつづせないTBTFF (Too Big To Fail) 問題となら  
ないように規模拡大に制限を加える。このうち業務範囲規制は、銀行または銀行を保有する金融機関が顧客サービス

と関係のない自己勘定取引業務を行うことの禁止およびヘッジファンド（HF）、プライベート・エクイティ・ファンド（PE）の投資、スポンサー行為の禁止を内容とする。規模規制は、既存の預金シェアの上限規制を補完するものとして大規模金融機関の負債の市場シェアの過度の拡大に対してより広範な制限を課する<sup>6</sup>。規制対象行為は、第一に業務範囲規制については自己勘定取引の禁止（六一九条(b)）、HFおよびPEへのスポンサー行為・投資の禁止（六一九条(c)）、HFまたはPEの投資マネージャー・アドバイザーに就いている金融機関による当該ファンドとの取引制限（六一九条(e)）、以上の規制行為を行うFRB監督対象ノンバンクに対する資本要件等の引上げ（六一九条(f)）、第二に規模規制については、合併後の総負債が全対象金融機関の負債合計の一〇%を越える合併等の禁止（六二〇条）である。

## (2) 適用除外規定の概要

ドッド・フランク法第六一九条においては、ボルカー・ルールの適用除外を定める。第六一九条(b)自己勘定取引の禁止につき、政府関係機関の債務等に対する適用除外として、自己勘定取引の禁止は以下の取引には適用しない。(i) 合衆国又は合衆国の機関の債務（合衆国または合衆国の機関が完全に保証する債務を含む）、(ii) 連邦政府抵当金庫（Ginnie Mae）、連邦住宅抵当公庫（Fannie Mae）、連邦住宅金融紙当会庫（Freddie Mac）の債務、パーティシペーションまたはその他の金融商品（それらの機関が完全に保証する債務を含む）、(iii) 州または州の機関の債務。海外の行為に対する適用除外として、外国法により設立され業務の大半を米国外で行う会社または海外業務の中で付随的に発生するもの以外は米国内で業務を行っていない会社が完全に米国外で行う行為に対しては、自己勘定取引の禁止を適用しない（当該会社が米国法ないし州法により設立される会社に支配されている場合は除く）。

第六一九条(c) H EまたはP Eへのスポンサーの禁止につき、海外の行為に対する適用除外として、外国法により設立され業務の大半を米国外で行う会社または海外業務の中で付随的に発生するもの以外は米国内で業務を行っていない会社が完全に米国外で行う行為に対しては、H FまたはP Eへのスポンサー・投資の禁止を適用しない(当該会社が米国法ないし州法により設立される会社に支配されている場合は除く)。

第六一九条(f)一定のノンバンク金融会社に対する資本要件の引上げにつき、政府関係機関、小規模企業投資会社、公共の福祉に関連する取引・投資に関する適用除外として、追加資本等の賦課は以下に関連する取引については適用しない。(i)合衆国又は合衆国の機関の債務(合衆国または合衆国の機関が完全に保証する債務を含む)、(ii)連邦政府抵当金庫、連邦住宅抵当公庫、連邦住宅金融紙当金庫の債務、パーティーシジョンまたはその他の金融商品(それらの機関が完全に保証する債務を含む)、(iii)州または州の機関の債務、(iv)小規模企業投資法に基づく小規模企業投資会社に対する投資、(v)専ら公共の福祉を増進するために行われる投資。

銀行持株会社法 (the Bank Holding Company Act of 1956 (BHC)) 第一三条(b)の集中の規制につき、(c)破綻銀行の処理等に関連する場合等の適用除外として、集中規制は以下の取得には適用しない。(i)破綻又は破綻の危機にある銀行の取得、(ii)F D I C (Federal Deposit Insurance Corporation 連邦預金保険公社)の支援に基づく取得、(iii)当該金融会社の負債のごく僅かな増加しかもたらさない取得。

### (3) 業務範囲制限

ドッド・フランク法第六一九条により一九五六年銀行持株会社法第一三条が追加され、ボルカー・ルール (Volcker Rule) が定められ、全ての銀行と持株会社・グループ会社を対象に自己勘定トレーディング、ヘッジファンドならび

にプライベート・エクイティ（未公開株PE）ファンドの出資等につき、リスクヘッジ目的、顧客以来取引等の例外はあるものの原則禁止する。ただしヘッジファンド並びにPEファンドへの出資については当該ファンドの受入出資金の3%以下、かつ出資者である銀行等のTier1資本の3%以下の金額に限り許可する。また大規模合併の禁止を図り、具体的には合併後の負債合計が金融機関全体の負債合計の10%を超える場合と基準を定める。

ボルカー・ルールでは、銀行の業務範囲を制限し、大規模金融会社の規模の抑制を目的とする。預金保険制度により保護される銀行が高リスク業務を行い、TBTTFとならないよう規模拡大に制限を加える。銀行、銀行持株会社および子会社の自己トレーディングは禁止されるものの米国財務省証券、エージェンシー債、地方債等の取得・処分、引受け並びにマーケットメイク関連の証券等の取得・処分、リスク緩和のためのヘッジ業務、顧客のための証券等の取得・処分は適用除外となり、当初案に比して適用除外の範囲は拡大する。銀行等によるヘッジファンドおよびPEファンドに対する投資（エクイティ、パートナーシップその他所有権取得）、スポンサーも禁止されるが、一定の許容範囲がある。

許容範囲として、①銀行等が真のトラスト、フィデューシャリー、投資顧問サービスを提供し、②ファンドは当該サービスを提供するために組成・募集され、またはサービスの提供を受ける顧客に対してのみファンドの組成・募集が行われ、③僅かな額の（de minimis）投資を除き銀行等がファンドのエクイティ、パートナーシップその他の所有権を持たない場合で、④連邦準備法二三A条・二三B条を遵守する等の条件を満たす場合にヘッジファンド等の組成・募集（スポンサーを含む）が認められる。③について、(a)銀行等がエクイティ等を保有していてもシードマネーである場合、(b)ファンドを設立し一年以内に償還・売却・希薄化により所有権が3%以下となる場合、(c)銀行等にとって重

大ではないものとして投資金額を合計して銀行等の Tier1 資本対比 3% 以内の場合が該当する。

(4) 規模規制—合併・統合等の禁止と銀行持株会社等—

同ルールの別の側面として、取得する金融機関の負債の合計負債総額が前年末の全金融機関の負債総額（連結ベース）の一〇%を超える場合、他の金融機関との合併、統合、全資産又は主要資産の取得もしくは経営権取得が禁止される。対象として預金取扱機関、銀行持株会社、貯蓄金融機関持株会社、預金保険対象機関を支配する会社、ノンバンク金融会社、外国銀行、銀行持株会社としての取り扱いを受ける外国会社が挙げられる。金融機関が破綻または破綻危機にある場合、連邦預金保険法に定める預金取扱機関の破綻処理の場合、承継時の負債増加が僅かな場合は、FRB (Federal Reserve Board 連邦準備制度理事会) の事前同意を得て負債シェア制限の適用の免除規定が設けられる。

第二章 ボルカー・ルールの域外適用および適用除外・延期と影響

3. ボルカー・ルールの適用除外・延期

(1) ボルカー・ルールにおける銀行事業体

ボルカー・ルールにおける銀行事業体は預金保険対象銀行または貯蓄金融機関、預金保険対象銀行または貯蓄金融機関を支配する会社、一九七八年国際銀行法 (International Banking Act of 1978) において銀行持株会社として取り扱われる会社、上記会社のいずれかの関連会社または子会社である。

(2) ボルカー・ルールの適用除外と規制強化

ボルカー・ルールは規制強化を図るものであるが、当初提案よりも適用除外の範囲を拡げる一方、マククリー・レ

ピン修正を反映した規定により、逆に規制が一層強化された面もある。規制強化の面としては、①顧客等との間に重大な利益相反が生じる場合、②リスクの高い資産等に対する重大なエクスポージャーが直接・間接にもたらされる場合、③金融機関の安定性と健全性に脅威をもたらす場合、④米国の金融の安定性に脅威をもたらす場合は、自己トレーディング・ヘッジファンドに係る禁止の適用外でも制限が加えられる。FRB監督下のノンバンク金融会社に対して自己トレーディングならびにヘッジファンド等に関する禁止規定は適用されないことを明確にし、ボルカー・ルールが銀行システムの安全性の維持を主目的として業務制限を加える主旨が明確となった。この点も骨抜き論などの根底にあるか。今後の規則策定等により各定義が明確にされる。

### (3) ボルカー・ルールと米国外許容活動

ボルカー・ルールにおいては米国外適用の免除規定を設け、自己勘定取引に関してもっぱら米国外において(solely outside the US)行われる場合、米国設立の銀行等により間接・直接に支配された銀行等でない限りは適用除外になる。ヘッジファンド等の投資・スポンサーについても、米国外で行われ、所有権が米国居住者に向けて募集・売却されず、米国設立の銀行等によって直接・間接に支配された銀行等でない限りは適用除外になる。米国銀行等の海外拠点については、自己トレーディング、ヘッジファンドに係る禁止が適用される可能性があることが指摘される。

### (4) ボルカー・ルールの適用延期

ボルカー・ルールは、法律成立日から六カ月以内に効果的適用のために行うカウンスルの調査完了後九カ月以内にFRBを含む銀行規制当局が具体的な規則を策定することになる。同ルールが有効になるのは最終規則公表から一二カ月後、法律成立日から二年後のいずれか早い時期と定められ、移行期間として二年間の適用猶予があり、同ルール

適用は早くも四年後、最大約七年後となる。

規制の強弱・変化から、ドッド・フランク法の帰趨を巡って種々の議論がされる。私見であるが、全般的に一概に強化されているとか、逆に骨抜きにされていると即断できるものでなく、領域・分野による跛行性があり、適用延期期間も長く、作成中のSEC規則など時間経過も踏まえて判断すべきものといえる。

### 第三章 ドッド・フランク法の域外適用と一律規制・外国銀行の扱い

#### 1. 域外適用の可能性

米国外金融機関への影響として、ドッド・フランク法などの新規制による負担は一般的に米国外事業に限定され、その意味では国内法であり、M&A取引などに関しても同様である。従って、米国外企業が世界的競争において不利益を受ける可能性があり、他方で米国外政府が米国基準の一部を採用する可能性もある。

ボルカー・ルールの域外適用の可能性については、同ルールはドッド・フランク法成立から二年後または米国金融安定監督カウンスル(FSOC)が定める最終規則公表から一二月後のいずれか早い時期に施行される。適用範囲について、米銀は自己勘定取引の場所に関わらず適用されるが、非米銀(外国銀行)については米国内で実施された取引あるいは米国外の取引でも米国居住者を相手とする取引には適用される。

米国以外の市場参加者の懸念として米国外法の域外適用の問題があり、米国の裁判所および証券取引委員会が証券諸法の規定を域外適用した例は多く存在する。二〇〇二年サーベンス・オクスリー法(米国企業改革法 Sarbanes-Oxley Act 上場企業会計改革及び投資家保護法 SOX法)が実質的に域外適用となっている事例もあり、ドッド・フランク法も

本邦金融機関に実質的に域外適用される可能性があるとの見方も出される。

## 2. ボルカー・ルールの一律規制―外国銀行と銀行持株会社―

米連邦準備制度理事会（FRB）から二〇一一年二月八日公表の提案では外国銀行における重要な銀行持株会社（significant bank holding companies）の対象について一律に直近年度末の連結総資産五〇〇億ドル以上の銀行とするが、外国銀行に対しては、①規制のコスト・便益の観点から、連結総資産ベースの判断に代えて米国拠点の連結総資産が一定水準以上の場合に適用すること、②グループの資本構成上、中間持株会社（Lower Tier BHC）は除き、最上位レベル（Top Tier）の銀行持株会社のみを対象とすれば重要な銀行持株会社に対するエクスポージャーの報告を行う際にエンティティ（Entity）等の明確化が可能となること、③外国銀行が銀行持株会社ステータスを有しない場合、重要なノンバンクに該当するかの判定が行われ、最上位に位置する会社の資産を基準とした判定が行われない可能性がある<sup>(8)</sup> があること等が示される。

ボルカー・ルールに対しては極端な制限、禁止行為は銀行がその環境に応じて行う施策、手段、方法を狭め、かつ各市場そのものが縮小され、逆に銀行経営の安全性、健全性並びに社会の健全性を損なうリスクがあることが指摘される<sup>(9)</sup>。特に外国銀行に対するボルカー・ルールの適用に関して、ドッド・フランク法第六一九条(d)(4)(I)の域外適用の例外条項などの細則策定に際し、法文上は米国BHC（銀行持株会社）法上の免許を有する米国外の銀行が、米国外で行うファンドへのLP（リミテッド・パートナーシップ）持分投資についても当該ファンドのLP持分が米国で売却される場合は同ルールの対象となる可能性があり、米国外の銀行が米国外で（solely outside the United States）事業を運営する場合は同ルールの対象外であることを明確化されたい旨も述べられる<sup>(10)</sup>。

### 3. ボルカー・ルールの域外適用

邦銀など米国で活動する外銀に対して域外適用されるべきではない旨が述べられ、理由として、① *Morrison v. National Australia Bank Ltd* ケース (後掲・*Morrison* 事件) を引き合いに出し、ドッド・フランク法一七一条 (コリンズ修正条項) の条文と意図に反すること、② 外銀もしくは親会社に対し不要なコスト負担を強いること、信用リスクに關し先進的内部格付手法 (AIRB Advanced Internal Ratings-Based Approach) へ移行した銀行はもはやバーゼルⅠにもとづくリスクベースの自己資本フロアの計算を必要とされていないこと、③ バーゼル銀行監督委員会の合意である自己資本規制に關する母国基準の尊重という長年のFRBの方針から逸脱し、同様の環境におかれた米銀と外銀は同様の規制下に置かれるべきとの内国民待遇 (National Treatment) の方針とも合致すること等を挙げる。<sup>(11)</sup>

また、① 米国外に本店を置く外国金融機関が米国外で事業を運営する場合、同ルールの対象外であることを明確化されたいこと、② 過度の規制による顧客利便性、経済成長、金融サービス発展への影響を最小化することも重要で、ホーム・ホスト両国の監督当局が従来以上に緊密に連携して対応するよう配慮されたいこと等が述べられる。<sup>(12)</sup>

## 第四章 ボルカー・ルールの銀行経営など実体的影響

### 1. ボルカー・ルールと銀行経営

ボルカー・ルールに關し、JPモルガン・チェースは対応策として資産運用事業部内に自己勘定取引部門のトレーダーで構成する新たな代替部門を新設する方針である。コスト増加の懸念もあり、同法はノンバンク金融会社による自己勘定取引は規制しないが、ノンバンクには銀行持株会社より厳格な自己資本、流動性、レバレッジ、リスク管理

等の規制が適用され、コスト上昇は避け難い。金融規制強化の潮流は今後も後戻りはせず、金融規制が市場に及ぼす影響について全体が同一の方向性を向くことによるリスク増幅、政治・経済環境による適用のさじ加減の変化の可能性も指摘され、運用の厳格さなどの面の影響が注視されよう。

## 2. 我が国の金融機関への影響

ボルカー・ルールの邦銀等に与える影響をまとめると、①一定の我が国の金融機関邦銀が有する米国事業に対する同ルールの適用の直接的影響、②我が国の金融機関と競争関係にある世界の金融機関に対する同ルールの影響、③我が国が同ルールを日本法に組み入れることを決定した場合の潜在的な影響である。<sup>13)</sup>

### (イ) 米国事業に対する影響

我が国の金融機関は米国事業を除き、ボルカー・ルールにより一般的には直接影響を受けることはなく、邦銀及び銀行持株会社の米国子会社及び支店について同ルールの対象となり、自己勘定取引の制限、HFおよびPEに対する投資およびスポンサーとなることの制限を受ける。証券会社または保険会社等の我が国の金融機関が米国市場にとり非常に重要であることを理由として金融安定監督協議会により金融システム上重要であると指定される可能性があり、同ルール上の活動禁止はされないものの自己資本規制、その他の活動に関連する要件等の数値制限の対象となる可能性はある。

我が国のノンバンク金融会社による米国事業規模は限定的であり、事業の大幅拡大がない限り、我が国企業が米国の金融システム上重要であると指定される可能性は低いとみられる。銀行業以外の我が国金融機関にとり大きな影響としては米国内において非常に重要な買収または投資が抑制される可能性があると考えられる。<sup>14)</sup>

### 3. 海外の競合他社に対する影響

大手の国際的金融機関の多くは米国を本拠とし、ボルカー・ルールにより国際的な活動が制限される。米国銀行・証券会社グループ、潜在的にはその他の海外金融機関においても国際的な自己勘定取引及びファンド関連活動について売却または規模縮小を求められ、結果として将来における事業機会の制限を余儀なくされることになろう。このように我が国金融機関等においては、ボルカー・ルールによる競争環境面等の実体的影響の大きさを認識することになる可能性がある。即ち、我が国法制の動向にも関わるが、米国金融機関に対する制限は我が国の金融機関にとり好機となる可能性がある。①米国を本拠とする金融機関が米国外において営業及び資産を売却する場合、入札者として参加できる可能性がある。②我が国の金融機関は新興市場における自己勘定取引等、米国の金融機関により残された市場の空白を活用できる可能性もある。③また米国を本拠とする金融機関におけるトレーダー、ファンド・マネージャー等の社員は米国金融機関から必要とされない、または十分なキャリアの展開が期待できないと判断する可能性があり、人員採用の上で有利な立場となる可能性がある。④この他自己勘定取引及びファンド関連活動の一部は米国から米国以外の金融センターに移動することになるとみられ、ボルカー・ルールに従う米国金融機関にとってはこうした市場での競争において制限を受けるが、米国会社により支配されない銀行等にとっては市場における金融商品取引、ファンド関連活動について米国市場よりも自由に活動でき、金融機関は活動が米国の金融商品や投資に関連している場合でも活動の一部をオフショアに移す可能性が考えられる。

### 4. 我が国の法に対する影響

ボルカー・ルールの与える世界的な影響として同ルールを米国外において適用させる意向が働くことが考えられ、

我が国を始め他の法域における法律の動向に対して影響を与える可能性がある<sup>15)</sup>。米国規制当局が各国規制当局に対しボルカー・ルールまたは各国版ルールを実施するよう促し、同ルールによる米国金融機関の国際競争力低下の影響を減少せんとすること、米国内実施に伴い自国の金融セクターのリスク削減を企図する各国立法者やオピニオン・リーダーが米国先例に従うことを主張すること、更にはバーゼルⅢのリスク・ベース自己資本等の基準の改定プロセスにおいて、規制当局はリスク・ベース自己資本等の要件の性質、計量値の決定に当たりボルカー・ルールの規制数値を参考にするといった可能性がある。

## 第五章 ボルカー・ルールの域外適用の差別的跛行性と修正

### 1. 域外適用と差別的跛行性

ボルカー・ルールに関しては、第一に、金融規制のクロスボーダーな影響について適切な考慮を行うことの重要性、影響を受ける国との協調の必要性が指摘される。第二に、外国の銀行グループに属する米国外の拠点に対してボルカー・ルールが直接に適用されること、規制適用除外証券が米国債等に限定され、日本国債及び他のソブリン債市場に対して深刻な悪影響が生じ得ること、短期の為替スワップ取引に対する規制により米ドルの資金調達が困難になること、米国外のファンドに対する投資決定に対して不確実性を生じさせることが懸念として言及され、米国に都合のよい内容として一律・域外適用に対する懸念・修正要求が出される。

ドッド・フランク法第七一六条のスワップ・プッシュアウト条項 (swap pushout provision) に関して、米国内銀行と比較して外国銀行が差別的取り扱いを受けることも指摘され、意図せざる帰結ともなり得る論点である<sup>16)</sup>。同ルールで

は米国事業を有する邦銀は対象となるが、外国銀行の米国外活動は一般的に影響を受けないと考えられること、連邦準備銀行の特別融資枠を利用できる邦銀や外国銀行の米国支店は禁止の例外措置を利用できるかは明確でないこと、我が国の事業を有する米国銀行への影響は若干異なる等の跛行性があることが注視される。

## 2. 域外適用に対する修正

### (1) 域外適用と懸念

米国の監督当局（連邦準備制度理事会（FRB）、通貨監督庁（OCC）、預金保険公社（FDIC）および証券取引委員会（SEC））から二〇一一年一月七日に公表されたボルカー・ルール案の市中協議文書に関して、日本国債の取引等に悪影響を及ぼすことの懸念が発出されている（二〇一一年二月二十八日金融庁<sup>(17)</sup><sup>(18)</sup>）。我が国市場に対する潜在的影響は深刻で日本国債の取引等邦銀の関連コストが増加し、米国銀行の我が国現地法人の撤退に繋がる懸念が表明される。域外適用を控えることあるいは支配および関連会社の定義を修正し外国の銀行グループに支配される米国外のジョイントベンチャー・現地法人を含まないことが要請され、外国の銀行グループに属する米国外の拠点に対して同ルールが直接適用されること、規制適用除外証券が米国債等に限定され、日本国債及び他のソブリン債市場に対して深刻な悪影響が生じ得ること、短期の為替スワップ取引に対する規制により米ドルの資金調達が困難になること、米国外のファンドに対する投資決定に対し不確実性を生じさせること、ドッド・ فرانク法七一条スワップ・プッシュアウト条項に関して米国内銀行と比較し外国銀行が差別的取り扱いを受けることが指摘される。当初の意図通り、預金保険非対象の外国銀行支店等も免責条項を含め、米国内銀行と同様の取り扱いが確保されることが求められる。

## (2) 域外適用に対する修正

ボルカー・ルールの域外適用に関する具体的な修正も求められている<sup>(19)</sup>。極端な制限・禁止行為は銀行の施策等を狭め、円滑な金融仲介機能の発揮を妨げる懸念があり、本規制案は対象範囲の広さから、域外金融機関の収益、組織体制に重大な影響をもたらすことが想定される。米国一国の規制強化により、逆に金融システム全体の安定性が損なわれ世界経済の回復の腰を折る可能性がある。過度な域外適用、米国以外の政府債への適用、為替フォワードや通貨スワップ等への適用は各国国債市場の安定的消化を脅かし、米ドル資金供給源の減少等の市場流動性低下に繋がり、グローバルな実体経済への悪影響をもたらす怖れがある。国内法により国際的な金融システムの不安定化を招くことは許されず、同ルールはSIFIs規制、バーゼルⅢ規制等の金融危機の再発防止に向けた取り組みと矛盾・不整合が生じない形で定められるべきである。修正要求の内容は多項目かつ詳細に亘るが、ここでは自己勘定取引の禁止および反証可能な推定について考察しておきたい。

### (1) 反証可能な推定

自己勘定取引に関する反証可能な推定 (Rebuttable Presumption) 規定<sup>(20)</sup>は削除すべきである。トレーディング勘定とバンキング勘定の区分は各国毎に相違があり、各国当局が監督する。外国銀行組織が米国監督当局に反証を示すことは外国銀行に対し必要以上のコストを求めることとなり、公平でない。銀行が行うヘッジ取引の保有期間を一律に制限するのではなく、相当する所要資本から計算されたリスク許容度やポジション枠等を設定する等、リスク管理手法の高度化を促すことが合理的である。

(ロ) 例外的に許容される自己勘定取引

例外的に許容される自己勘定取引の要件について、引受は、顧客等が必要とする範囲を超えないことという要件は回避すべきである。マーケットメイク (market making activities) は、簡略化・明確化が望まれる。許容されるリスクヘッジ (risk mitigating hedging activities) 取引につき、時価評価損益がヘッジ対象の債券や貸出の時価評価損益を上回る場合に正当なヘッジでないとの推定規定は、銀行から重要なヘッジ手段を奪うことになりかねず、削除すべきである。ルール案はヘッジ取引の操作性が低下し、市場流動性の低下を引き起こす可能性があり、許容されるヘッジ取引の要件の見直しが必要である。文書化要件について、ルール案はマーケットメイク活動やヘッジ取引等規制免除取引に関する報告が義務付けられ、収益以上の管理コストが必要となる事例も想定され、銀行経営の圧迫要因となる。

(ハ) その他許容取引とすべき対象取引

第一に、米国以外の政府債等について、ルール案では米国債、エージェンシー債、州債等の地方債のみが例外の対象となるが、投資資金の米国集中などの流れが助長される可能性がある。一定条件 (FRBの適格担保の政府債、G20諸国発行の国債、流動性の高い上場商品等) を満たす外国政府債等および原資産とするデリバティブ取引を適用除外に追加すべきである。第二に、米国政府債券を原資産とするデリバティブ取引は許容されるべきである。第三に、取引所取引は現物取引市場の安定にも寄与し、流動性確保のために米国銀行組織への委託も含めて許容取引とし、適用除外にするべきである。第四に、関連会社間取引とヘッジ取引について、マーケットメイクもしくはリスクヘッジの種類で、明示的に規制対象外とすべきである。米国外本支店を相手方とする取引の場合 (邦銀本店と同NY支店間の取引等) の他、米国内支店同士の取引 (邦銀NY支店と同LA支店との取引等)、米国子会社との取引も許容取引とする。第五に、

許容される米国外取引として、米国一国の規制を域外適用すべきでなく、ルール案実施により米国外に所在する外国銀行事業体が米国または州法に基づき設立された銀行事業体またはかかる銀行事業体の米国外子会社もしくは支店を相手方とすることのみをもって、外国銀行事業体の所在国を勘定店として行う取引において正当な活動の制限等不利益を被るべきではない。主要金融機関間ではクロスボーダー取引が広範に行われ、許容される米国外取引の範囲を制限することは現実的でなく広く設定することが必要である。

更に、ルール案の適用は米国内の活動拠点に限定すべきである。<sup>21</sup> 特に米国域外取引（外国銀行の米国外拠点と外国銀行の米国外拠点で締結されたような外国銀行の米国外拠点間で締結された取引）、および外国銀行の米国外拠点と米国金融機関の米国外拠点で締結された取引に関して、外国銀行に対し許容取引の対象とすべきである。同様の観点から、取引の発生場所（米国内外）、当事者（米国居住者（米）―米国非居住者（非）、米―米、非―非）、当事者の取引特性（母国ルールのトレーディング勘定、バンキング勘定）の二つに分け、米国内、米―米、トレーディング勘定同士の全要件を充足する場合のみ禁止対象とすることも考えられる。米国外で行われたトレーディング（trading solely outside of the United States）の要件のうち、米国の非居住者であること（No party to the transaction is a resident of the United States）の要件は不要とすべきである。<sup>22</sup> 米国外で行われたトレーディングの要件のうち、取引に関わる人物が物理的に米国にいないこと（No personnel of the banking entity that is directly involved in the transaction is physically located in the United States）の要件は明確でなく、削除すべきことも指摘される。

### 3. スワップ規制のクロスボーダー適用

ボルカー・ルール以外にスワップ規制のクロスボーダー適用に関しても、Non-U.S. スワップ・ディーラー（SD）

が U.S. Person との間でデイーリングを行う事実のみをもって登録義務および米国規則への準拠義務を課する域外適用ガイドランス案に対し異論が出され、域外適用が焦眉の急の課題となっている。<sup>(23)</sup>

## 第六章 ドッド・フランク法の証券取引法に関する域外適用

### 1. 米国証券法の域外適用

ドッド・フランク法では米国証券法の域外適用を許容する明文規定が置かれ、従前の米国証券法に関わる司法判断を覆す可能性もあり、米国進出の邦銀等の影響も大きく、米国証券法に内在する潜在的リスク、訴訟リスク等に関する検討が必要となる。ドッド・フランク法九二九条 P は詐欺禁止条項違反を主張して SEC、米国政府に対する訴権を認め、一般私人にも提訴権を認めるかが議論される。<sup>(24)</sup>

### 2. モリソン事件における行為・効果基準と米国最高裁の域外適用否定

#### (1) 行為・効果基準

米国では証券法の域外適用は肯定されてきたが、二〇一〇年六月最高裁判所は Morrison v. National Australia Bank 事件<sup>(25)</sup>で域外適用を原則的に否定する立場を示した。しかし、同年七月ドッド・フランク法において、米国証券法の域外適用を許容する明文規定が置かれた。域外適用否定の立法意思推定、立法目的に照らし厳格に国内行為を判断すること、非米国有価証券発行体の訴訟リスク軽減への寄与、同法による行為・効果基準の復活ならびに私人への提訴権付与等である。米国連邦第二巡回区控訴審は行為・効果基準により裁判管轄権を有しないと判断したが、最高裁は同じ結論ながら立法意思から法律解釈するアプローチを採る。

## (2) 最高裁の判断

最高裁は、議会の立法意思が明確に存在する場合に限り法律が域外適用されると判断し、国内行為の存在を主張するのみでは必ずしも法律が国内で適用されることにならないとの判断を示している<sup>(26)</sup>。Foreign-Cubed (外国証券取引所詐欺) 事件に多岐の影響を及ぼし、米国内で事業を営む非米国発行体において、米国証券法に關係する潜在的リスクが制限されることになろう。<sup>(27)</sup>

### 3. ドッド・フランク法九二九条Pの概要

ドッド・フランク法九二九条Pは一九三四年法を改定し(一九三三年証券法、一九四〇年投資助言者法の改定も含む)、同法の詐欺禁止条項の違反を主張してSEC又は米国政府が提起する以下の訴訟について米国連邦地方裁判所に管轄権を賦与する。①証券取引が米国外で行われ、外国投資家のみが関与する場合であっても違反行為を形成しているきわめて重要な構成部分が米国内で行われている場合、②米国外で行われた行為により、米国内に実質的な影響を及ぼすであろうことが予見可能な場合。

行為・効果基準の復活であり、連邦議会による域外適用の立法意思は明白であるため、Morrison 事件の判例法理からも域外適用が否定されることはない。ドッド・フランク法九二九条Pは海外証券詐欺事案について米国裁判所に訴え出る権利をSECと米国政府に付与するが、一般私人による米国内での訴訟提起は規定していない。同条を拡張適用して海外証券詐欺事案について一般私人にも米国裁判所に訴える権利を認めるべきか否かを判断するための調査をSECが行うものとする。私人への訴訟提起権付与については、クラスアクションを容易に起こせることも懸念される。

## 第七章 英国新金融改革と金融機関経営—リングフェンスとボルカー・ルールの相似—

### 1. キヤメロン連立政権による金融監督体制—金融規制強化、リテール分離の検討—

英国において二〇一〇年五月一日保守党・自由民主党の連立政権が発足し、六月下旬にオズボーン財務相が新金融監督体制を発表している。<sup>(28)</sup> 同年七月二六日英財務省が新監督体制に関する協議文書を公表した。新しい金融監督体制の形は二〇一一年六月一六日英財務省「ホワイトペーパー：金融改革に向けた青写真」で明確になっており、マクロ的観点から金融システム全体を監視するマクロ・プルデンシャル監督機関としてBOE内に金融監督政策委員会(FPC Financial Policy Committee)を新設する。金融サービス機構(UK-FSA Financial Service Authority)を個別会社の監視・監督を担当する健全性監督機構(PRA Prudential Regulation Authority)、消費者保護および市場参加者の行為規制を担当する金融行為監督機構(FCA Financial Conduct Authority)に分割する。その上でPRAをBOEの傘下におくことを主要内容とする。

二〇一一年五月一九日UKPSAとBOEは共同で報告書「イングランド銀行と健全性監督機構：銀行監督へのアプローチ」を公表しているが、主な内容として第一に、①PRAの規制・監督アプローチの基礎をなす原則、②PRAの規制対象機関(預金取扱金融機関、生損保・再保険会社、投資会社)、③PRAのリスク管理フレームワーク、④PRAの先進的な判断重視の(Judgement-led)監督アプローチ、⑤判断重視モデルを支える政策立案アプローチ、⑥会社認可、個人の承認に関するアプローチを提示している。第二に、大規模金融機関の破綻を容認し、当該金融機関の破綻処理の実行可能性(resolvability)を評価するため再生・破綻処理計画(RRP Recovery and Resolution Plans)の策定

状況を最重要視することを表明している。第三に、事前介入フレームワーク (PIF Proactive Intervention Framework) の仕組みを提示し、PIFは規制対象金融機関の状況を五段階 (low risk, moderate risk, material risk, imminent risk, resolution/winding-up underway) に分けて早期対応を図らんとする。

他方、こうした新金融監督体制に対しては、二〇〇九年銀行法 (Banking Act 2009)、二〇一〇年金融サービス法 (Financial Service Act 2010) によりUK-FSAを中心とする適切な監督体制が構築されたことに相反すること、金融政策委員会との利益相反関係になりかねないことなどから、批判的な評価も出されている。<sup>(29)</sup> このほか、キヤメロン連立政権の金融規制強化としては銀行課税導入、報酬規制等がある。

## 2. 銀行独立委員会 (ICB) による英国金融システム改革

二〇一〇年六月銀行業務に関する独立委員会 (ICB Independent Commission on Banking) が英国銀行の組織・業務構造の検討、銀行システム改革と競争促進を目的に設置され、同年九月一二日金融システムや金融機関組織のあり方に関する最終報告書 (ICB Final Report Recommendations) を公表し、英国の銀行ストラクチャーの改革を図るリテール・リングフェンスならびに英国銀行に一層の損失吸収力改善を求める第一次損失吸収能力 (PLAC Primary Loss-absorbing Capacity) による新資本規制が提示される。

第一に金融機関組織について、①リテール預金の優先的保護のため、大手英銀グループのリテール銀行部門をホールセールおよび投資銀行に法人格を分け別会社 (ring fenced bank) とする。②リングフェンスで保護されるリテール銀行部門 (リングフェンス銀行) の組織については、取締役会は過半数を独立取締役で構成し、独自に財務報告や情報開示を行う等他部門と独立したガバナンス体制を構築する。③ホールセールおよび投資銀行部門のリスクから厳格に

遮断される。④一方リングフェンス銀行はホールセールおよび投資銀行部門との情報・専門知識・ブランド・業務インフラの共有、協働営業 (one-stop-shopping サービス提供) は容認される。第二に資本力の増強について、大手英銀グループ (システム上重要な銀行) に対しては、バーゼルⅢが求める最低自己資本を上回る追加的資本を求める。また全銀行 (all banks) に対して金融グループ連結でコア[Tier]比率一〇%以上を要求とする。大規模なリングフェンス銀行 (large ring-fenced banks) に対して最低一〇%の普通株自己資本を義務づけ、最大一二%の普通株自己資本を要求する。

### 3. リングフェンス改革の展望

政府がICBの提案を受け入れた後、二〇一九年を完全適用の最終期限として法規則の整備が行われる<sup>30)</sup>。ドッド・フランク法、バーゼル規制同様、内容は急進的ながら、今後の展開には紆余曲折も予想される。

ICB最終報告書はリテール・リングフェンスに加え、英国独自の銀行の資本規制を提案し、バーゼルⅢ、G-SIBの資本サーチャージを踏まえ、一層の要求を英国銀行に求める。英国大規模銀行は規制資本とベイルイン債を合わせ、リスクアセット比一七%—二〇%の水準が要求され、コモンエクイティ[Tier]とコンティンジェント・キャピタルを合わせリスクアセット比一九%水準を求めるバーゼル資本規制に接近する。バーゼルⅢの域内適用とのハーモナイゼーションが議論となる。

### 4. 新金融規制改革の波及

英国は金融危機後に先進国としては初めての厳格な銀証分離規制を提示したことになり、各国のリテール預金保護に波及する可能性もある。ICBの金融システム改革による金融機関経営への影響をみると、大手英銀のリテール銀行部門の別会社化により、リテール銀行部門の業務が厳格に制限され、トレーディング業務撤退の可能性も出てこよ

う。ホールセール・投資銀行部門はリテール預金を引当てにしたリスクを取れないこととなり、ホールセール・投資銀行部門資産のファイナンスが課題となる。ホールセール・投資銀行部門の調達コストが上昇、利益が圧迫され、貸出等の抑制、大手英銀の競争力低下、投資銀行部門の格付けが低下する可能性もあろう。

ICB提案のリテール・リングフェンス並びにPLACの実現により、英国においてユニバーサル・バンクはビジネス・モデルの根本的变化を余儀なくされよう。他方、要求されるベイルイン債の水準、リングフェンス・バンクの禁止業務に関する資産のファンディング等の問題もあり、ICB提案の実現可能性には疑問も否めず、今後の動向が注視される。

#### 5. ボルカー・ルールとの相似

ICBはリングフェンスの設計として、資金仲介、決済サービス提供は重大な機能であり不要としつつ、不必要なリスクをもたらし、破綻処理を複雑にして銀行救済の可能性を高める業務はリングフェンス・バンクに認めるべきでないとする。一方、銀行ストラクチャーの改革に伴うコスト最小化を図るべく、銀行のバランスシートに制約を設けフレキシビリティ喪失を防止する必要性も指摘する。個人や中小企業向けのクレジット供与についてはリングフェンス・バンクに制限を設けない方針を示している。ホールセール・投資銀行業務に関連して、ボルカー・ルールは銀行によるプロップ・トレーディング (prop trading 自己勘定取引) の禁止、HFやPEへの投資の禁止を打ち出している。高リスク業務からリテール預金を保護するため、ホールセール・投資銀行業務の一部に直接的に制限を加える規制といえる。

他方、ICBはボルカー・ルールではリングフェンスの目的の全部を達成できないと判断し、ボルカー・ルール型

規制の英国への導入には否定的姿勢を示している。理由として、①ボルカー・ルールで禁止される業務以外のホールセール・投資銀行業務について、解体する際の複雑性が引き続き残り、納税者サポートなしに当局が継続的に必要な業務を維持させることが困難となること、②リングフェンス・バンクと金融システムの相互連関性、金融市場のパフォーマンスと銀行のパフォーマンスの相関性を削減するため、マーケット・リスクやカウンターパーティ・リスクを増大させるトレーディング及びその他の業務を行うべきでないこと、③リングフェンス・バンクは、ホールセール・投資銀行業務を行うことなく实体经济における金融仲介機能を効率的に行うことができること、④ホールセール・投資銀行業務の複雑性を排除することで、リングフェンス・バンクの経営管理、モニタリング、監督が容易になることを指摘・評価している。リングフェンス・バンクの義務化サービス、禁止サービスを踏まえて、ICBは英国銀行のリテール・商業銀行部門の大半はリングフェンス・バンクとなり、ホールセール・投資銀行部門は非リングフェンス・バンクとなることを想定する。

## 第八章 域外適用と銀証分離など金融機関経営の課題と展望

1. ドッド・フラנק法を中心として、域外適用のほか適用除外・延期などの考察を行い、金融・資本市場、我が国法制に与える影響、ボルカー・ルールとリングフェンス・バンクの比較なども検討した<sup>31)</sup>。ユニバーサルバンキングとは逆に銀証分離の方向に働く規制強化であるといえよう。住宅市況の低迷、規制強化に伴う高リスク取引の縮小から、本格的な収益回復の道筋がみえない現状で、米国では利益の源泉をコスト圧縮に頼り、業務単位での統合により業務を絞り、業界再編の進展も予想される。域外適用などを背景に、再編コスト圧縮と銀証分離の整合的な動向とい

えよう。またドッド・フランク法下における米国金融監督体制をみると、旧来の監督機関はほぼそのまま残り、新しい機関が増えてより複雑に、さらに縦割りになったといえる。メガバンクなどは多くの機関と繋がることになり、当初の目標が果たして達成できるのか、疑問なしとしない。<sup>(32)</sup> 規制強化に合わせて、既に銀行経営面では、パークレイズ、ドイツ銀行などでは米国の金融持株会社から銀行業務を分離して本社直轄とし、持株会社構造再編を進める動きが出つつある。銀証分離の現実化がユニバーサルバンクにおいて進展しつつあり、規制強化に対する動きが始まっている。他方、我が国では銀行持株会社の下で一定の銀証分離を図りつつもなど金融コングロマリッド指向を弱めていない。各国間には規制の整合性を図る前提段階での相違も窺える。同法は広範囲で、多くが今後の規則制定に委ねられ、実質的域外適用など我が国の金融業界ならびに法制度に与える影響は少なくない。金融業界などのロビー活動の他、一律規制への米国内外の官民挙げての反駁もあり、今後の帰趨は読みにくい。リングフェンス・バンク規制は、T B T F 問題に対する破綻処理計画主体から銀証分離に向けた事前規制への揺り戻しともとれ、また外国銀行への影響なども議論されているが、不透明な部分も多く、今後の規制と影響の方向性はみえにくい局面となっている。

2. リーマン危機後はT B T F 問題によるモラルハザードへの対処からリビング・ウィル (Living will 生前遺言・整理計画) 等の破綻処理法制を整え、破綻を前提とした事後処理策も策定してきたが、一時的に沈静化しつつあるとはいえ、欧州債務危機はソブリン債を抱える銀行のバランスシートの劣化による貸出低下・金融危機の再来等へと連環する危機感も募る中、英国 I C B 等の改革は事前予防策にも再度原点回帰してリテール部門については破綻の完全回避を目論むことで方向性の修正を図り、政府の資本増強支援などを前提とせず自助努力による法規制のミックスチャーによる実効性確保をめざす施策を採らんとするといえようか。

規制強化の限界とモニタリング・通常監督および市場規律の重要性が唱えられ、金融庁検査のみならず、金融危機対応では日常監督の担い手として、ソフトロー、中央銀行の役割が英国改革や我が国でも重視されつつある。欧米の規制モデルが完全でないことも判明し、アジアなど地域的一体性を持たせた規制体系の発信も必要である。<sup>33</sup><sup>34</sup>

3. 欧州債務危機による金融機関の影響等も絡み、金融資本市場が複雑で神経質な展開をみせる中、同法の先行きも不透明感に拍車がかかるように見える。内容面で骨抜きになりつつあるとはいえず、従前の規制緩和からの転換であることは大きな意義を持つ。今後の法実践に影響を与える要因として、域外適用等クロスボーダーに関連する各国からの反発と金融業界などのロビー活動は分けて考えざるを得ないが、金融業界等の反発は諸悪として全て排除すべきということもまた極論であろう。金融規制法としての性格上、法理念先行でなく実体経済からの回復状況、欧州危機関連など現実の金融業界を取り巻く環境変化も考慮しつつ、時間をかけて慎重に対応せざるを得ない面もある。同法の制定過程などをみると、シティバンクのヒヤリングでも指摘があった通り、必ずしも適切とはいえない難しい面もある。業界からの反発なども、恣意性の強い部分は除外するが、大いに価値を有する部分もある。内容面から精査して一定の修正を図るなど、個々に当否を分けて検討していくことが望まれよう。また同法は修正条項や解説部分も多く、金融業界からは複雑さと曖昧さに不満の声も上がっている。順守内容の明確化が求められている。<sup>35</sup>

4. 米国の規制強化の方向性について、システムミック・リスク規制は大規模であることに批判的なものといえ、既存債権者の責任を追及する形で納税者負担の軽減に意を用いる。このため、平時における規制を厳格化し、危機の顕在化局面での救済には否定的となる。平時の大規模金融機関の監督・規制では、自己資本・流動性規制をバーゼルⅢ並水準に定め、リビングウィル策定義務なども規定する。有事の大規模金融機関の監督・規制については公的救済制

限、納税者負担の最小化を図る。実際の金融危機発生時には、救済を否定する安定化策を策定することになる。銀行の倒産手続きには存続を前提とする更正型破綻処理手続き（コンサベータシップ conservatorship）、清算型手続き（レシーバシップ receivership）があるが、ドッド・フランク法においてはSIFIsの危機時にはモラルハザードの観点からコンサベータシップ方式は採用せず、清算が前提であり、税金が公正に使用されることを議会が米国民に示したといえる。公的支援策の発動を限定的とし、代わって銀行の債権者、株主、経営者に対して、遡及しての給料返済措置であるクローバック導入、あるいは破綻しないSIFIsからコストとしての金融取引税などの徴収を図らんとする。このため近時は米国大手銀行の格付け低下が顕著となり（二〇一二年四月以降）、社債債権者等に対する負担の増加を反映するものであるが、銀行側としても早急なビジネスモデルの再構築を迫られるものとなろう。もつとも、ドッド・フランク法の適用延期・免除措置など不透明さが増すにつれ、大統領選挙なども挟み、法内容が当初と異なるものとなる可能性も残される。

5. ドッド・フランク法の適用除外、域外適用等の問題は国内法の域外適用（extraterritorial application）の問題であり、独占禁止法あるいは証券取引法の域外適用と関連して論じられてきたところでもある。<sup>(36)</sup> 域外適用に関しては、国際的適用が可能な場合であっても国際的エンフォースメント権限（執行管轄権）の考察が必要となる。立法管轄権と異なり執行管轄権を外国領土内で行使することは被行使国の同意がある場合を除き、外国法令に基づく報告・資料提出命令や検査権限を行使することは許容されないと考えられ、国際的エンフォースメントの実効性確保のために外国当局との国際的情報交換が必要な要素となる。<sup>(37)</sup> 私見であるが同法について、外国当局が日本の当局に対して情報提供を要請して日本当局が情報提供する場合は、同法の域外適用における現実的な今後の成り行きの一つとも想定され、

公開情報は任意の提供が可能ではあるが、要請に応じる場合に新たに関係者からの情報収集などが必要な場合は法的な根拠が求められ、同法が域外適用を通じて外国に実質的な法定立を強いることになるとされる<sup>38</sup>所以であろう。

域外適用に関しては、二〇一一年七月一日英国賄賂防止法 (UK Bribery Act) が施行されるなど、近年は独占禁止法以外にも金融政策、海外不正行為防止など種々の分野において課題となつていくが、基準となる法益など横断的な理論的整理、比較法的検討など十分になされていくとはいえない状態である。域外適用の限界として、他国の経済政策と衝突し、その国に対する干渉となり、国際法違反となる可能性が指摘される<sup>39</sup>。ボルカー・ルールの域外適用等に關しても参考となろう。今後は司法権・司法判断の域外適用、執行・エンフォースメントを含め、国際管轄権の議論とも併せて、理論的統一性確立と法秩序形成に向け、解決に向けた模索が続くものとみられる。

6. 膨大な内容を擁するドッド・フランク法ゆえに、国内法ながら域外適用などの影響と反発、ロビー活動他の抵抗、理論面の詰め甘さ・曖昧さなどから規則制定への依拠及び適用延期・除外などの措置が多いことといった法制度面のジレンマがあり、ボルカー・ルールをみても、流動性低下・資本コスト上昇、規制の少ないシャドー・バンキングへの資金流出、海外資本市場との競争不利、個別金融機関のリスク・マネジメント制約から予想外のシステムック・リスクが熟成されかねないなど、規制導入によるパラドックスの更なる現出が懸念されるところである。シャドー・バンキング規制にシフトするにしても、規制強化の連鎖に堕しかねない。

他方では、欧州債務危機の深刻化が並行して進んでおり、特にEUでは金融・経済・財政について一体化した具体的な検討が求められる。同法の実質的域外適用等の関連からも法制度の内容の十分な事前開示と議論を尽くし、各国独自のビジネスモデル等も尊重しつつ、米国内外において法導入・適用と金融機関側の影響を逐一、実証分析や経済

状況等も踏まえて、十分な開示と着実なモニタリングにより導入を進め、自主規制などソフトローとのミックスを図っていくことが実効性を持ったあり得べき法規範形成に向けた観点から求められていこう。<sup>(4)</sup>

- (1) 小立敬「米国における金融制度改革法の成立―ドッド・フランク法の概要―」野村資本市場クォーターリー(二〇一〇年夏号)一二七―一五二頁参照。関雄太・神山哲也「ボルカー・ルールに関する調査・提言を公表した米国金融安定監督カウンシル(FSOC)」(二〇一一年冬号)六五―七八頁。
- (2) 同法の分量は一六章、一三〇〇頁にも及び、実施のため膨大な細目整備も続けられる。
- (3) Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP, “Volcker Rule-Proprietary Trading” 2012 February 20, “How Dodd-Frank Applies Outside the U.S.” 2012 January 16
- (4) 松尾直彦『Q & A アメリカ金融改革法―ドッド・フランク法のすべて―金融財政事情研究会(二〇一〇年十二月)、鈴木博「米国の金融規制改革法と金融機関経営―大規模金融機関の経営の視点から―」農林金融(二〇一一年一月)。
- (5) 米国でも金融消費者庁とFRBの指揮・権限の統一性・整合性に疑問が呈される。MIT Sloan School of Management Professor Simon Johnson “The Dodd-Frank Act: Did It Go Too Far or Not Far Enough?” March 17, 2011, GWU Law School
- (6) 三谷明彦「Too big to fail問題と金融規制」みずほ総研論集(二〇一〇年号)一一五六頁。
- (7) HGおよびPEの定義は、一九四〇年投資会社法三条(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及び適切な連邦銀行当局が決定するそれと類似のファンド(similar fund)として規定される。
- (8) 全国銀行協会「米連邦準備理事会(FRB)による『主に金融業務に従事する』ことこの定義および『重要な』ノンバンク・銀行持株会社の定義」に係る提案に対するコメント(二〇一一年三月三〇日)。
- (9) 全国銀行協会「米国ボルカー・ルールに対するコメント」(二〇一〇年十一月五日)(一律適用)。
- (10) ドッド・フランク法六一九条(d)(4)(I)の域外適用の例外条項によれば、ボルカー・ルールは、「外国金融機関による、米国

外のみで持分 (ownership interest) が売却される PE・HF に対する、米国外での (solely outside the United States) 投資には適用されないとあるが、“solely outside of the United States”の具体的な定義が必要である。

- (11) 全国銀行協会「米国ドッド・フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法による自己資本規制のプロアール改正等に係る市中協議文書に対するコメント」(二〇一二年二月三日) (域外適用)。
- (12) 全国銀行協会「米国ボルカー・ルールの経過期間に係る FRB 提案に対するコメント」(二〇一二年一月七日)。
- (13) セオドア・A・パラダイス、杉山浩司、ダニエル・E・ニューマン「米国金融規制改革法案の重要ポイントと国際的な金融機関に与える影響」商事法務 (二〇一〇年八月) 一―一四九頁。
- (14) U.S. Legal Developments by Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP 「ドッド・フランク・ドッド・フランク法におけるボルカー・ルール Part I, Part II」。
- (15) ポール・ボルカー自身、ボルカー・ルールの内容を他の法域における規制当局に対して積極的に働きかけている。
- (16) 本条項起草者も、預金保険非対象の外国銀行支店等を適用除外条項から除くのは意図しない結果との議会証言をしている。
- (17) 金融庁「ボルカー・ルール(案)に関する米国当局宛のレターについて」(二〇一二年一月二二日)。
- (18) 米国当局は規制対象の日本国債を除外する方向で最終調整に入っている。二〇一二年七月二五日日本経済新聞。
- (19) 全国銀行協会「米国ボルカー・ルール施行規則に係る市中協議文書に対するコメント」(二〇一二年一月二三日)。
- (20) ある勘定が対象金融ポジション以外で、当該対象銀行エンティティの保有期間が六〇日以下である対象金融ポジションの取得のために用いられる場合、あらゆる事実および状況にもとづき、当該対象金融ポジションが個別にまたはカテゴリーとして掲げる目的のために取得されたものでないことを当該銀行エンティティが示すことができる場合を除き、当該勘定はトレーディング勘定と推定される。
- (21) ルール案で許容されるマーケットメイク等の取引の判断に当たり、米国当局が米国外取引を含め全取引を監視する必要があるが、外国銀行の非在米拠点の行為を把握することは、米国外拠点での行為は母国当局が適切な監督を行い、実態上不可能である。

- (22) 外国銀行が外国において米国銀行とデリバティブ取引を締結した場合の当該外国銀行、米国外でのトレーディングを行うことを目的とした米国設立銀行の海外現地法人にもルール案が適用されるべきではない。
- (23) 全国銀行協会「米国CFTC」スワップ規制のクロスボーダー適用」に係る市中協議文書に対するコメント」(二〇二二年八月二十八日)。
- (24) 大橋宏一郎「米国証券法の域外適用に関する最近の動向」金融財政事情(二〇二二年二月七日) 四八―五〇頁参照。
- (25) *Morrison v. National Australia Bank, Ltd. No.07-0583-cv* (2d Cir. 2008). *foreign-cubed* 訴訟(外国人原告らが外国の証券取引所で外国会社の株式を購入した有価証券に関する訴訟) について、第二巡回区控訴裁判所が初めて審理したものである。「米国連邦第二巡回区控訴裁判所、外国発行人会社の証券訴訟について判断」モリソン・フォースターLLP(二〇〇八年一月一日)。
- (26) *Morrison* 事件の原告は、ナショナル・オーストラリア銀行の子会社による虚偽記載の原因は米国で発生し、虚偽記載は同行によりSECへの証券届出書に盛り込まれ、一九三四年法第一〇条(b)による訴訟は国内行為に基づく請求であると主張した。最高裁は法令の真の目的を判断すると共に、申立ての国内行為が議会が法律制定時に意図した目的に沿ったものかを判断するには該当法(一九三四年法)の条文を検討しなければならない。一九三四年法は詐欺行為自体を処罰するものではなく、国内証券取引所に登録された証券又は国内証券取引所に登録されずに国内で売買された証券に関連した詐欺行為を処罰するものである。*Morrison* 事件の詐欺行為は法律が目的とする行為でなく、証券販売は米国内で発生したものでないから申立ての国内行為は請求を起こすには十分とはいえないと判示した。
- (27) 二〇〇七年SECのルール(12g3-2(b))が改正され、スポンサーなしADRプログラムが急増し、当該プログラムに関連する発行体の米国における行為は存在しないため非米国発行人が懸念すべき訴訟リスクは小さくなるはずである。大橋宏一郎・前掲五〇頁。
- (28) みずほ証券・漆畑春彦「英キャメロン政権の金融規制改革」証券経済学会(二〇二一年一月二七日) 参照。
- (29) 英国 Warwick 大学法学部 McEldowney 教授は以下の問題点を指摘する。①金融危機後に前政権下で施行された二〇〇九

年銀行法、二〇一〇年金融サービス法 (Financial Service Act 2010) によりUK-FSAを中心とする適切な監督体制が構築され、UK-FSAの流動性規制 (二〇〇八年十二月公表) に見るような先進的規制を導入したにも関わらず、UK-FSAを廃止、BOEに監督権限を集中させる体制とすることには違和感がある。②現連立政権が公表した金融監督体制は監督当局のあるべき機関構造 (institutional structure) に重点を置き、規制の適用、規制の効果などの政策分析に基づくものでない。③BOEが規制権限を適切に行使できる能力を有しているのか疑問がある。④BOEにマクロ・ミクロのプルデンシャル政策決定権限を集中させる新体制では政策の機動性は高まるものの、金融システムの安定に係るBOEの政策判断の透明性の保証の点で疑問がある。McEldowney, John F. (2011) *The precautionary principle and protecting the public interest in the UK. In: Managing risk in the financial system.* Edward Elgar, Cheltenham, p. 7. ISBN 9780857933812

(30) 小立敬「リテール・リングフェンス、PLACによる英国銀行改革―独立銀行委員会の最終報告書―」野村資本市場クォーターリー二〇一一年秋号一―二四頁、同「リテール銀行のリングフェンスを提案する英国独立銀行委員会の中間報告書」二〇一一年春号。

(31) ドッド・フランク法におけるM&A規制につき、拙稿「米国ドッド・フランク法における銀行持株会社ならびにM&A取引規制等にかかる考察」日本法学第七八巻第一号 (二〇一二年六月) 六五―九二頁。

(32) 関雄太「欧米金融規制改革の行方とグローバル金融システムの課題」早稲田大学大学院ファイナンス学科講演 (二〇一二年五月八日)。

(33) 上村達男「金融危機―日本発のメッセージ (早稲田大学GCOE宣言) 《金融危機―日本の評価軸を欧米に問う―》 (二〇〇九年八月八日)。

(34) アジア開発銀行河合正弘・清水啓典発言「アジア経済圏における金融／資本市場の発展に向けた課題とわが国金融機関が果たすべき役割」全国銀行協会金融調査研究会シンポジウム (二〇一二年三月九日)。

(35) FRBタロー理事は二〇一二年三月二三日ドイツ銀行が資本規則の適用を免れるため米子会社の銀行持株会社の法的地位を変更したことに対応し、FRBは米国内の外国銀行に適用するルールを検討すると述べている。二〇一二年三月二三日

REUTERS。

(36) 小寺彰「独禁法の域外適用・域外執行をめぐる最近の動向―国際法の観点からの分析と評価」ジュリスト一二五四号(二〇〇二年) 六六頁。

(37) 金融庁による金融商品取引業者等の主要株主に対する報告・資料提出命令権限と検査権限(金商法五六条の二第二項)に  
関して、松尾直彦「金融商品取引法の国際的適用範囲」東京大学法科大学院ローレビュー VOL.6 (二〇一一年九月) 二七六  
―二八六頁。金融商品取引規制当局間で行う情報交換に、①日本の当局が外国の当局に対して情報提供を要請して当該外国の  
当局が当該情報提供をする場合、②日本の当局が外国の当局に対して自発的に情報提供をする場合、③外国の当局が日本の当  
局に対して情報提供を要請して日本の当局が当該情報提供をする場合、④外国の当局が日本の当局に対して自発的に情報提供  
をする場合がある。①②④については金商法に特段の定めはない。③の法的な根拠につき、金商法一八九条を根拠条文として  
示される。情報交換の枠組み(証券MOU (Memorandum of Understanding))の合意には多国間MOU、二当局間MOUの  
類型がある。法的拘束力のない意図表明文書として位置づけられ、法一八九条等国内法令の許容範囲内でのみ実施される。

(38) 松尾直彦「アメリカのドッド・フランクリン法の日本の金融機関と企業への影響」法と経済のジャーナル Asahi Judiciary  
(二〇一〇年二月一日)。

(39) 一九三四年米証券取引所法一〇条(b)・規則10-b-5の域外適用において、米国の裁判所は属地主義の拡張として、主観的  
属地主義および客観的属地主義を根拠としている。独禁法の域外適用は、行為と効果の関係が具体的に明白なものでないこと  
から、客観的属地主義により正当化されない。域外適用の限界として、他国の経済政策と衝突し、その国に対する干渉となり、  
国際法違反となる可能性を指摘され、規則10-b-5の域外適用に関する司法判断に疑問を呈される。清水章雄「米国の証券取引  
規制と国際法―一九三四年証券取引所法一〇条(b)および証券取引委員会規則10b-5の域外適用―」早稲田法学会(一九八〇年  
三月)二二―二二〇頁。域外適用全般の問題に関しては、別稿において考察を深めたい。

(40) 元金融庁長官・五味廣文「金融規制と自己規律―金融危機に学ぶ―」証券経済学会講演(二〇一二年九月二三日)。市場  
の信認の回復と自由の両立のためには規制による自由の制限でなく、自己規律の欠如が呼び込む過剰規制が問題であり、金融

を实体经济に呼び戻す環境作りの重要性を唱えられる。

〔本稿は二〇一一年度日本大学法学部研究費（共同研究）の研究成果の一部である〕