

米国金融規制改革とボルカー・ルール

メタデータ	言語: ja 出版者: 静岡大学人文学部 公開日: 2011-06-28 キーワード (Ja): キーワード (En): 作成者: 鳥畑, 与一 メールアドレス: 所属:
URL	https://doi.org/10.14945/00005742

論 説

米国金融規制改革とボルカー・ルール

鳥 畑 与 一

はじめに：米国金融規制改革法と「ボルカー・ルール」

2010年7月14日に1929年の世界恐慌以来の抜本的な金融規制改革法とされる「ウォールストリート改革・消費者保護法」(Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, H.R.4173、以下金融規制改革法)が米国で成立した。2009年6月に米政府によって提示された『金融規制改革案』¹の提示以来、上下両院でその法案化が取組まれ、12月には下院版が成立していた金融規制改革法は、2010年1月にオバマ大統領によって突然提案されたいわゆる「ボルカー・ルール」²によって大きな注目を浴びて来た。それは「ボルカー・ルール」の内容が、それまでG20金融サミットで議論されて来た金融規制の内容とも異なり、かつ欧州で支配的なユニバーサル・バンキングにも大きな影響を与えかねないばかりか、金融自由化のなかで展開されて来た米大手金融機関の証券化を軸とした金融ビジネスモデルの大きな変容を迫るものであったからであった。この「ボルカー・ルール」は、米金融界の猛烈なロビー活動や共和党の反対で一定の後退を余儀なくされたが、金融規制改革法上院版に盛り込まれた後、米議会上院・下院の調整を経て最終的に法として実現に至ったのである。

¹ Department of the Treasury, FINANCIAL REGULATION REFORM - A NEW FOUNDATION : Rebuilding Financial Supervision and Regulation, June 2009.

² 「米国納税者が大きすぎて破綻させられない巨大銀行の人質に再びならないために」と題してオバマ大統領によって発表された「ボルカー・ルール」と名付けられた新規制案は、①預金保険下にある銀行がヘッジ・ファンド(私募で大規模な資金を集め、債券等を対象に極めて投機的に運用されるファンド)やプライベート・エクイティ・ファンド(未公開株式企業や不良債権を対象に短期的に運用されるファンド)を保有すること、またそれに対して投資または後援(sponsoring)することを禁止する、②銀行自身が顧客の注文に基づかない自己勘定での自己利益追求の資産売買取引(Proprietary trading)を行うことを禁止する、③銀行負債の量的規制を預金以外の市場債務に対しても課するというものであった。③の部分は、1994年リーグル・ニール州際銀行業務並びに支店設置の効率化法(Riegle-Neal Interstate Banking and Branching Efficiency Act)で預金に課された上限10%の量的規制を預金以外の市場債務にも適用しようというものである。これらはP.ボルカー米経済再生諮問会議議長(元FRB議長)の名を取って「ボルカー・ルール」とされるが、銀行の市場債務の量的規制の部分はボルカー自身の発案ではない(Financial Times紙2010年2月12日付でのボルカー発言)。オバマ大統領の新規制案は、「大きすぎてつぶせない銀行」問題対策として「ボルカー・ルール」を③で補強する形で出されたものである。本稿では、「ボルカー・ルール」を①と②の内容を指すものとして使用する。

金融規制改革法は、「100年に一度の金融危機」と称される深刻な経済危機³を引き起こした米巨大金融機関の投機的金融活動に大きな制限を加えうる内容となっている。「金融システムの安定性に対して重大な脅威を与える巨大金融機関」に対する米準備制度理事会（米国の中央銀行、以下FRB）の監督権限強化や金融界の自己負担による破綻処理システム確立による「大きすぎて破綻させられない銀行」のモラル・ハザード（救済を前提に利益最優先で無謀な投機活動を拡大する行動）の根絶や、デリバティブ取引や証券化に対する規制強化、ヘッジ・ファンドの登録制による情報開示の徹底などによって「影の銀行制度」と呼ばれた無規制の金融活動の根絶を目指しているのである。また消費者保護局の創設や支払い能力を無視し一方的に借り手を破綻に追い込んでいく略奪的金融の規制強化など消費者金融市場における消費者保護の強化なども盛り込まれている。これまでの規制緩和の流れを断ち切り、市場原理主義から脱却した金融規制強化へと大きく転換するものと言える。

またG20サミットでも、巨大金融機関が備えるべき自己資本の質と量の強化や格付け機関や金融機関の報酬制度の規制などの取組みが進んでいる。このような金融規制強化の取組みの中で、米国における「ボルカー・ルール」の提案は、国際的にも大きな波紋を与えて来たのである。欧州のユニバーサル・バンキングをモデルにした銀証分離を廃止した金融総合サービスの展開や、各種債権の証券化商品やデリバティブ取引などをハイレバレッジで資産運用する巨大金融機関の金融ビジネスモデルの大きな変容を迫るものだったからである。

本稿では、「ボルカー・ルール」に焦点を当てて米国金融規制改革法の意義と課題について検討するなかで、「ボルカー・ルール」が単なる金融システムの危機再発の防止に留まらない、金融自由化を通じた金融の投機化によって破壊されて来た金融の公共性の復活にとって大きな意義を有するものであること明らかにしたい。

1. 「ボルカー・ルール」とその目的

(1) 「ボルカー・ルール」とは何か

「ボルカー・ルール」は、ポール・ボルカー米経済再生諮問会議議長（元FRB議長）の名を由来とするように、P・ボルカーがG30（各国金融監督当局者や主要金融機関関係者などによって構成された非営利の民間組織）議長としてまとめたレポート（『金融改革-金融安定化のための枠組み』（以後G30レポート）で提案されたものであった⁴。

G30レポートでは、「今回の危機が明確に示唆することは、少なくとも金融システムにおいて大きな存在となり、金融システムの維持において大きな責任を負っている非常に巨大で複雑な銀行組

³ 「100年に一度」という形容が正確かについては議論の余地が残るが、少なくとも1929年の大恐慌（Great Depression）に比肩するものとして、大不況（Great recession）という表現が定着しつつあるように思われる。

⁴ Group of Thirty, Financial Reform - A Framework for Financial stability, January 15, 2009

織に一層厳しい健全性規制と監督が課せられるとともに、そのリスクテイクの活動の種類と範囲に対して新しい制限が課せられる必要があるということである」として、強固な破綻処理制度の整備、レバレッジ規制、自己資本強化とともに、「巨大で金融システム上重要な銀行は、著しい高リスクと深刻な利益相反を生じさせている資産売買活動を行うことを制限されるべきである。また銀行や投資家から資金を受け入れているヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドなどの私的ファンドの後援や経営は通常禁止されるべきであり、そして大口の資産取引は厳しい自己資本と流動性の規制を受けるべきである」という勧告（勧告1－b）を行っていたのである⁵。

このように「ボルカー・ルール」は、「大きすぎて破綻させられない」存在に巨大化かつ複雑化し、投機的金融活動によって巨大損失を出したにもかかわらず巨額公的資金で救済せざるを得なかった米巨大金融機関に対する規制強化策として打ち出されたものであった。金融規制改革法では、最終的に銀行持ち株会社とその子会社による、①ヘッジ・ファンドとプライベート・エクイティ・ファンドに対する出資と後援の禁止（保有という表現は消えた）、②自己勘定による自己利益目的での資産売買取引の禁止として盛り込まれたのである。ここでの後援（sponsoring）はファンドのジェネラルパートナー（実際に資産運用を担当し無限責任を負う）、経営者・受託者としてファンドの経営に関与すること、企業名を共有することを意味し、また資産売買取引は株・債券、オプション、商品、デリバティブ取引その他の金融商品の売買や取得・配分を意味するものとされている⁶。この規制ルールが厳格に適用された場合、後述するように、近年の巨大金融機関の「プリンシパル・インベストメント」と呼ばれる投資銀行業務の中核的活動が大きく制約され、そのビジネスモデルの変容を根本的に迫られることになったと言える。

(2) 「ボルカー・ルール」の後退

しかし、「ボルカー・ルール」は、それを盛り込んだ上院案と盛り込んでいない下院案の一本化の過程で規制強化に反対する共和党の一部議員の賛成を獲得するために「骨抜き」（water down）を余儀なくされた。第1に、商業銀行とヘッジ・ファンド等との関係が完全に禁止されるのではなく、銀行の中核的自己資本の3%までのヘッジ・ファンド等への投資が認められた（併せてファンドの所有権3%内の出資も認められた）。この結果、表1に見るように、バンクオブアメリカで47億ドル、ゴールドマンサックスでは21億ドル以上のファンド向けの投資が可能となった。これまでの高収益のファンド向け投資額の大幅な縮小が迫られる金融機関と影響が限定される金融機関へと明暗が分かれたとされるのである⁷。今後の中核的自己資本増資による投資可能額の増大も含めて、

⁵ 前掲G30レポート、P27-28参照。

⁶ Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act, 111th Congress HR.4173, Title VI Improvements to Regulation of Bank and Savings Association Holding Companies and Depository Institutions参照。

⁷ Daniel Indiviglio, "Dodd-Frank Bill's Volker Rule a Win for Big Banks, The Atlantic電子版, July 15, 2010参照。

表1 中核的自己資本の3%

単位：億ドル

	中核的自己資本	出資可能額
Bank of America	1550	47
JPMorgan	1310	39
Citi	1190	36
Goldman Sachs	680	21
Morgan Stanley	490	15

注：2010年第1四半期の決算報告書（Q1）のデータに基づく

商業銀行とヘッジ・ファンド等との連携がかなり温存されることになったと言える。

第2に自己勘定で自己利益のために禁止とされていた資産取引についても、①米国債や公的機関の関わるモーゲージ債の取

引、②引受業務やマーケットメイキングのために必要な限りでの取引、③リスク軽減のために必要な取引は認めるなど多くの例外規定が設けられた。さらに禁止される、または認められる商業銀行の資産取引の具体的な内容についても、金融安定化監視審議会（今回設立されることになった監督機関）が調査の上、具体化される予定であり、その運用もFRBなどの監督機関に委ねられることになっている。サブプライムローンの膨張期において、求められた規制のために有する権限を有効に活用しなかったと批判されたFRBの実績や、米金融機関の国際競争力維持を求める国内金融界の圧力の大きさを考えた場合、資産取引規制が大きく形骸化させられる可能性を残したと言える。

何よりも「ボルカー・ルール」の国際化については目処が立っていないとされる。金融規制改革法はその国際標準化を目指すことをFRB等に求め、その進捗状況を米国GAO（Government Accounting Office）が調査の上、議会に報告を行うことを定めている。しかし、米国議会上院公聴会では、金融監督当局からユニバーサル・バンキング（商業銀行業務と投資銀行業務を一体的に行っている金融機関）を採用している国の反対のため「国際的金融規制の枠組みの一部に組み込まれそうにない部分」として「ボルカー・ルール」が挙げられているのである⁸。「ボルカー・ルール」が米国内での適用にとどまった場合、高収益を求めて投機的な金融活動が米国外に移転することでその実効性は大きく制限されることが予想される。このように現時点では、その「骨抜き」によって、「ボルカー・ルール」が米欧大手金融機関や投機的な国際的金融活動にどのような影響を現実を与えるかについては不透明な部分も残されている。本稿では、本来の「ボルカー・ルール」を念頭にその意義について論じることとする。

2. 「ボルカー・ルール」の意義

(1) TBT銀行問題対策としてのボルカー・ルール

「ボルカー・ルール」は、預金保険システムや中央銀行の最後の貸し手機能、そして様々な政府の公的救済によって守られた「金融システムの安定性に重大な影響を与える銀行」が、「今日の利

⁸ Statement by D.K.Tarullo, U.S.Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Hearings “Continuing Oversight on International Cooperation to Modernize Financial Regulation” July 20, 2010参照。

益は私のもの、明日の損失は社会の負担」というモラル・ハザードを深刻化させて一層の過剰な投機的金融活動に拍車をかけ、社会的損失（金融危機の発生や損失の納税者への転嫁）を拡大するというT B T F（Too Big To Fail）銀行問題への対策として打ち出されたものであった。米国内では昨年、公的保護によって信用力を高めているT B T F銀行とその他の中小銀行との競争条件の格差が拡大し、コミュニティ銀行（資産10億ドル以下の地域銀行）の経営悪化による地域金融衰退を促進していることや、収益回復した銀行が巨額の成功報酬を復活させつつあることへの批判が高まっていたのである⁹。例えば、公的救済がなければ破綻していたとされるシティグループの経営陣は平均642万ドルの高額報酬を2009年に受取っていたが、このような高額報酬の復活に対する国内の批判が高まっていたのである¹⁰。また、投資銀行の多くが「救済合併」によって商業銀行に吸収され、または商業銀行に転換したことによって、商業銀行自身の投資銀行化が金融システムの安全性に与える影響の大きさが懸念されていた。投機的金融活動による利益を膨大な成果報酬として先取りしておきながら、その投機のつけに対して巨額の税金投入をせざるを得ないほど「大きすぎて破綻させられない」存在にまで巨大化・複雑化した金融機関をどう規制監督するかは、危機を繰り返さないために金融監督当局に課せられた中心的課題だったのである。

今回の金融規制改革法でもT B T F銀行問題対策として総資産500億ドル以上の巨大金融機関に対する自己資本、レバレッジ、流動性などのF R Bによる規制強化や巨大金融機関から徴収した清算ファンドを活用した秩序だった破綻処理システムの確立で公的資金導入を回避しつつ、金融機関の自己責任を取らせる措置が盛り込まれている。これに加えて、「ボルカー・ルール」は、商業銀行自身から自己勘定での資産売買取引やヘッジ・ファンドなどを利用した過剰なリスクテイクを制限することで商業銀行自身の健全性・安全性を高めようというのである。それは、ハイリスク・ハイリターン投資銀行業務を継続したい金融機関に対しては、商業銀行業務からの撤退を迫ることで、「大きすぎて破綻させられない銀行」を消滅させようという試みとも言えるのである。

(2) 資産取引規制の意義

ところでボルカーが銀行業務と証券業務（投資銀行業務）を分離したグラス・スティーガル法（以下G S法）を高く評価し、商業銀行業務と投資銀行業務の分離の提唱者として知られていたため、今回の「ボルカー・ルール」が商業銀行業務と投資銀行業務の兼営を禁じたG S法の復活版であるとの指摘がある。しかし「ボルカー・ルール」自体は、商業銀行業務と投資銀行業務の単純な分離

⁹ CEPR, The Value of the “Too Big to Fail” Big Bank Subsidy, Dean Baker and Travis McArthur, 2009年9月参照。

¹⁰ 米財務省、“Proposed Compensation Payment and Structures for Senior Executive Officers and Most Highly Compensation Employees”、2009年10月。

を目指すものではなく、投資銀行業務の中でもとりわけ今回の金融危機の原因となった複雑な証券化ビジネスや資産売買業務などプリンシパル投資と呼ばれる自己資金での資産運用やヘッジ・ファンド等を通じたハイリスクな金融活動を切り離そうというものであり、株・債券の発行引受業務やM&Aに対するアドバイス業務などの伝統的投資銀行業務（証券業務）を切り離そうとするものではない。

90年代以降、米金融機関は伝統的銀行業務（預金貸付業務）や伝統的投資銀行業務から、各種債権を担保にした証券化商品の組成・販売業務や株・債券から通貨、企業、コモディティ（原油など一次産品を対象にした金融商品）、デリバティブ取引に至るまであらゆる金融商品への投資や売買を自己資金で行うことで高収益を挙げるビジネスモデルに移行してきた。表2に見るように、ゴールドマン・サックスの場合、2000年から2007年に総収益は166億ドルから460億ドルに急増するが、伝統的投資銀行業務からの収益の比率は32・4%から16・4%に半減し、逆に資産売買・プリンシパル投資と呼ばれる自己資金での資産運用の比率は39・9%から67・9%に増大しているのである。2008

表2 ゴールドマン・サックスの収益構造

単位：100万ドル

	2000年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年
総収益	16,590	24,782	37,665	45,987	22,222	45,173
①投資銀行業務	5,371	3,671	5,629	7,555	5,185	4,797
②資産売買・プリンシパル投資	6,627	16,362	25,562	31,226	9,063	34,373
③資産管理・証券サービス業務	4,592	4,749	6,474	7,206	7,974	6,003
総税引前利益	5,020	8,273	14,560	17,604	2,336	19,829
報酬	7,773	11,758	16,457	20,190	10,934	16,193
総営業経費	11,570	16,965	23,105	28,383	19,886	25,344

資料：GoldmanSachs、決算報告書（10K）各年度版より

注：①投資銀行業務は、アドバイス業務や株等の発行引受業務を指す。

②資産売買・プリンシパル投資は自己資金による各種金融商品に対する投資やデリバティブ取引、外為などの売買業務を指す

③資産管理・証券サービス業務は、顧客資産の運用やヘッジファンド等のファンド向けの証券貸しなどの各種サービスの提供を指す

年の222億ドルから2009年の452億ドルへの急速な収益回復局面では伝統的投資銀行業務の収益比率が10・6%にまで低下しているのに対して資産売買・プリンシパル投資の比率は76・1%にまで高まっているのである。

この資産売買・プリンシパル投資を中心としたビジネスモデルの特徴は、レポ取引（買戻し条件付きの証券売却で証券担保の短期資金の借入れ手段として機能）での資金調達など短期の市場性資金に依存して自己資本の20-30倍のハイレバレッジで非流動的資産での運用を行うという点にある。例えばリーマン・ブラザーズの場合、サブプライム金融危機を好機と見てプリンシパル投資を積極的に行った結果、純資産が2006年第4四半期2689億ドルから2008年第1四半期には3967億ドル

に急増し、レバレッジは31倍に達したとされる¹¹。しかし自己資本の30倍を超える資産運用が翌日または数日中に返済期限が来るレポ取引による短期資金に依存していたため、その資産劣化により資金繰りが行き詰まる一方で株価暴落による資本市場からの出資金調達困難化で短期間に破綻に追い込まれていくのである¹²。ハイレバレッジのゆえに自己資本に対する利益率は高めることができるが、保有資産の劣化や信用不安によって資産売却やレポ取引による短期資金調達が行き詰まるとたちまち崩壊する資産取引を軸としたこのビジネスモデルは、リーマン・ブラザーズに特異なものではなく投資銀行共通の構造だったのである。「ボルカー・ルール」はこのような資産売買・プリンシパル投資を中心としたハイリスクな投資銀行業務の脅威から商業銀行を守ろうというものであり、企業の資金調達サポートを行う伝統的投資銀行業務の分離を迫るものではないのである。

(3) 金融自由化と金融の変質

1999年のGS法廃止以降、シティバンクとトラベラーズ（保険会社）の合併によるシティグループ誕生に象徴されるように米大手銀は、M&Aを通じて金融コングロメリット化を一気に推し進めてきた。そこで展開されたのは、GS法の廃止は「全く新しい金融サービス機関を生み出す」（グラム上院議員、法案提唱者、）との指摘通り、単なる商業銀行業務と投資銀行業務を金融グループとして総合的に展開するということにとどまらず、証券化ビジネスというそれまでにない新しい金融活動の推進であり、資産売買・プリンシパル投資といったハイリスク・ハイリターン金融活動の拡大であった¹³。つまり銀行貸出または株・債券の発行引受・販売といった伝統的業務ではなく、

¹¹ 『リーマン・レポート』と呼ばれる米国連邦破産裁判所の特別調査報告書（Lehman Brothers Holdings Inc. Chapter 11 Proceedings Examiner Report, アントン・バルカス特別調査官、2010年3月）は、この資産膨張の過程で流動性の低い資産の比率が32.3%から44.0%を占めるに至り、危機下における資産売却による資金調達が極めて困難なものにしたとする。リーマンブラザーズは、金融危機下での信頼維持のためレバレッジを引下げ十分な流動性を保有しているように見せかけるために、調達資金の105%以上の担保証券を提供した場合に、資金調達ではなく証券売却と見なされバランスシートの資産から除外することを認めた会計ルールを利用して資産を会計上約500億ドル圧縮する操作を行ったとされる。

¹² Andrew Ross Sorkin著*TOO BIG TO FAIL* (2009年)によれば、米投資銀行下位から順次、ヘッジ・ファンド、銀行等の資金回収による資金枯渇が進み、リーマン・ブラザーズの破綻後には、モルガン・スタンレーも急速な資金枯渇で破綻寸前まで追い込まれた。必死に出資先を求めるモルガン・スタンレーに対し三菱UFJ銀行からの出資も休日に合意が達し送金が間に合わないために90億ドル記載の1枚の小切手が振り出されることで急場をしのいだとされる。この過程で、米金融当局はゴールドマン・サックスやシティグループ等に合併を行うよう執拗な圧力をかけたが、両投資銀行は銀行持ち株会社化を選択したのであった。ゴールドマン・サックスとの合併を迫られたシティグループのパンデット会長はガイトナーNY連銀総裁に「預かった預金をヘッジ・ファンドや資産取引勘定に注ぎ込む金融機関は望ましくない」として拒否したとされる。

¹³ 米国で金融自由化を推進してきた大手銀の最大の狙いはGS法の廃止であったが、米大手銀はM&Aによる総合金融機関化を目指す取組みのなかでその制限を次々と形骸化させ、最終的には1999年のグラム・リーチ・ブレイ法（GLB法：1999年銀行現代化法、上院では90対8で可決）で銀行持ち株会社を通じた業務分離の垣根を撤廃したのであった。GLB法の可決は、米金融界の発展を妨げていた時代遅れの規制廃止の「成功と勝利」(ドッド上院議員、現銀行委員会委員長)とされ、「1929年恐慌が繰り返されるという懸念を劇的に払拭した」とも称賛された（ケリー上院議員、元民主党大統領候補）のであった。

各種ローンを基にMBS（住宅ローン担保証券）などの証券を組成し、さらに証券を元に債務担保証券（CDO）と呼ばれる2次証券を組成・販売することや、またSIVと呼ばれる投資目的会社を多数創設しMBSやCDOへの自己資金での資産運用、そしてクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）などデリバティブ取引によるトリプルA格の証券の「偽装」などによる複雑に絡み合った金融活動を通じた収益の拡大だったのである¹⁴。投資銀行のビジネスモデルが、従来の企業の株・債券発行の引受業務やM&A業務に対するアドバイス業務など自らはリスクを取らない金融サービスから、資産売買業務やプリンシパル投資など自己資金での商業用不動産、ハイリスク向け高金利貸出（レバレッジ貸出）、未公開株に対する投資や資産売買業務など自らリスクを取るハイリスク・ハイリターン型の金融ビジネスへと大きく変化してきたのである。

従来の投資銀行業務は、企業の株・債券の発行による資金調達のサポート業務であり、それ自体実体経済に必要な資金を供給するという生産的な金融活動を担うものと言えた。しかし自己資金によるプリンシパル投資や資産売買業務は、金融資産のみならず穀物・原油商品の売買による投機的利益の追求や、様々な貸出債権などを担保に証券化を繰り返すなど実体経済とは関わりが薄いマネー転がしによる利益追求という性格を深めていくのである。証券化ビジネスでは、担保となる各種債権の売買が行われ、それを元にした幾層もの証券化商品の売買が繰り返されることで、まさに「マネーがマネーを生み出す」取引を通じて膨大な手数料利益が追求され、その過程でヘッジされるべき実体経済のリスク量の数倍のCDSなどのデリバティブ取引が行われるなど実体経済とは乖離した投機的金融活動が肥大化していった。またこのような証券化商品を組成するために必要な高利回りローンを調達するために投資銀行は商業銀行や住宅ローンのブローカーに対して高額かつ高金利の貸出に対して成功報酬を与えることで、サブプライム層に象徴されるハイリスク層への杜撰な貸出を奨励して行ったのである¹⁵。

また投資銀行のヘッジ・ファンド化と指摘されるように、資産売買・プリンシパル投資の拡大は投資銀行の投機的活動拡大とヘッジ・ファンドとプライ・ベート・エクイティファンドの活動の一体化をもたらしてきた。具体的には銀行自身に対する自己資本規制等の諸規制を回避するために、銀行の投機的金融活動の相当部分を自らヘッジ・ファンドなどを租税回避地（タックスヘブン）に創設したり、独立系のファンドに出資したり、様々な業務提携を行うに委ねることで展開して来たのである¹⁶。この結果が「影の銀行制度」（Shadow Banking System）と呼ばれる規制外の金融活

¹⁴ 今回の金融危機において投資銀行や格付け機関がどのような役割を果たしたかについては、U.S.Senate Committee on Homeland Security and Government AffairsのPermanent Subcommittee on Investigationが4月に4回に渡って行った公聴会、Wall Street and The Financial Crisis: The Role of Investment Banks, April 27, 2010などを参照されたい。

¹⁵ 同上上院公聴会 Wall Street and the Financial Crisis: The Role of High Risk Home Loans, April 13, 2010参照。

¹⁶ 大手金融機関とヘッジ・ファンドとの連携については、IFSL, HEDGE FUND各年版が詳しい。

動の肥大化であり、金融危機を発生させた震源地とされる部分の拡大であったのである。

そして看過できないのは、このような変質した投資銀行業務がG S法廃止によって商業銀行業務の在り方をも変質させてきたことと言える。証券化の材料として貸付けを行う、その貸付けリスクが証券化を通じて投資家に転嫁されることで借り手の支払い能力を無視した略奪的な貸出が膨張することで、貸し手と借り手の共通利益が失われ、金融の公共的性格が崩壊させられてきたと言えるのである。

(4) ボルカー・ルールと金融の公共性

米金融規制改革法における「ボルカー・ルール」の提案を、金融危機を再び繰り返さないことやT B T F銀行問題をどう解決するかとの視点のみで評価することはできない。「銀行が顧客に奉仕するというその中核的使命に全く背を向けていることをこれ以上容認できない」（2010年1月ホワイトハウス声明）とされるように、金融システムの中核としての銀行の公共性、社会的機能の復活をどう実現するかという意図が込められているのである。

今回のサブプライム危機に始まる金融危機の重要な特質の一つは、経済活動に必要な資金を適正に配分するという金融システムの社会的機能が麻痺した点にある。そして雇用なき景気回復と同じように金融機関の収益回復が中小企業や個人そして環境投資などへの銀行の貸し渋り深刻化のもとで進行している点にある。その背景にある金融自由化の結果、商業銀行と投資銀行の垣根撤廃による金融機関のコングロマリット化とその下での投資銀行の投機的金融活動の影響の高まりによる商業銀行本来の公共性・社会的機能が衰退してきたことがあるのである。実際、P・ボルカーは、この間の金融自由化の下での金融革新が金融の効率性を通じた経済の活性化や21世紀の課題解決に必要な分野への適切な資金供給という社会的機能の強化に貢献せず、短期的な利益追求のための規制回避の手段ばかりを開発してきたのではないかという批判を行っている¹⁷。

ボルカーは、以前から商業銀行業務と投資銀行業務の兼業を禁止したG S法の廃止に象徴される金融自由化に対する批判的論者として知られていた。例えば、G30レポート発表直後の議会証言¹⁸では、商業銀行業務と投資銀行業務の本質の違いを無視した兼業が生み出す利益相反問題に警鐘を發している。個人やあらゆる規模の企業そして政府に本質的な金融サービスを提供する商業銀行業務は本来顧客との継続的取引を重視したものであるが、短期的資産売買を中核とする投資銀行業務はそれと相いれないというのである。そして商業銀行の安定性・継続性を保証し、利益相反を防止するために、商業銀行のヘッジ・ファンドなどとの取引や自己資金での資産売買など危険なリスク

¹⁷ Times Online, " 'Wake up, gentlemen', world's top bankers warned by former Fed chairman Volker, December 9, 2009参照。

¹⁸ Statement of P. Volker Before the Joint Committee, February 26, 2009.

テイクは規制されるべきというのである。

このように「ボルカー・ルール」の根底にあるのは、預金を基に貸付を行う商業銀行業務と資本市場における資産売買などを収益源とする投資銀行業務は元来「水と油」の関係であり、その兼業は預金の投機的金融活動への投入による預金者保護の否定という利益相反を生み出し、銀行破綻による金融システムの機能マヒによる甚大な社会的被害を生み出すという認識と言える。

商業銀行業務は顧客との長期的取引関係に基づくリレーションシップ・バンキングを基本とするのに対して、投資銀行業務は金融商品の短期間の売買というトランザクション・バンキングを基本とするのであり、その統合は銀行のリレーションシップ・バンキングの機能を衰退させる危険性を持っている。投資銀行業務に対する商業銀行業務の従属は、銀行業務におけるハイリスク・ハイリターンの追求や短期的企業評価による借り手の選別を進めるのであり、とりわけ中小企業や個人向け金融における高金利貸出の志向を高める結果となる。また景気後退期における企業収益の低下はリスクの高まりとして貸し渋りを促進し、不況を一層悪化させるという悪循環を結果するリスク管理手法を標準化させるのである。

このように衰退させられてきた金融の公共性復活の観点からGS法の復活が、例えば、グリーン・ニュー・ディール政策の提唱者からも主張されてきた。グリーン・ニュー・ディール・グループのコーリン・ハynesは、金融危機、環境危機、エネルギー危機の三つの危機（トリプル・クラッシュ）を克服するために、資本を公共的優先度の高い環境の持続可能性に貢献する領域に低金利で振り向けるなど利益優先ではなく社会的価値を優先した金融の仕組みを構築する必要があるとして、その具体策として「我々は巨大な銀行・金融グループの強制的分離を要求する。小口向け銀行業務は企業向け金融や投資銀行業務から分離されるべきである」としてGS法復活による巨大金融コングロマリットの解体を主張しているのである。この主張においても、商業銀行業務と投資銀行業務の一体化の下で資金がハイリスク・ハイリターンの領域に短期的利益優先で配分され、低収益部門への低金利での長期的資金配分が衰退してきたという認識がある。すなわち「繁栄し、かつ公正な社会は、低金利での資金供給を必要としている。低金利が民間産業の繁栄を促進するのである。投資活動の拡大は手ごろに利用できる金融しだいであり、それは低金利金融である。環境的に持続可能な金融は、低金利金融である。金利負担が半減すれば、より多くの再生エネルギー事業や公共交通事業などの投資プロジェクトが可能になるのである」と主張されるように、社会的に有用な分野に低金利で安定的な資金を供給していくためには、投機的金融活動からの銀行活動の解放が必要とされるのである¹⁹。「金融は、グローバル経済の支配者ではなく、人々の貯蓄を健全に取扱い生産的で持続可能な投資に提供する奉仕者としての役割に復帰すべきである」という金融の公共性・社会的

¹⁹ A Green New Deal - The first report of the Green New Deal Group, 2008, Part 2 Renewal of the financial system参照。

機能復活に向けた狙いが、「ボルカー・ルール」に込められていると言える。

3. ボルカー・ルールをめぐる国際的議論

(1) TBTF問題に対する国際的議論

この「ボルカー・ルール」による商業銀行から投機的な金融活動を切り離す提言は、TBTF銀行の問題に対する対応策として国際的な金融改革の議題の一つとして活発に議論が行われて来た。しかし具体的な方向性としては、レバレッジ規制や自己資本規制、デリバティブ取引規制、報酬規制、破綻処理ルールの整備そして包括的な金融監督の強化を通じて対応しようとするのがG20金融サミットで主流であり、「ボルカー・ルール」に対しては異論が多く国際合意とはなっていなかったのである。

例えば、英国金融サービス機構（FSA）は2009年3月に「ターナー調査報告」（The Turner Review : A Regulatory response to the global banking crisis）を出し、それに対する各国金融監督当局等の意見・提案を集約した「ディスカッション・ペーパー」（2009年3月、9月、10月）を公表しているが²⁰、このなかでTBTF銀行問題の解決が国際金融監督当局に課せられた重要課題であることを強調しつつ、商業銀行業務と投資銀行業務の分離の是非について検討を行っている。すなわち、TBTF銀行問題の対応策として一定の支持を集めている完全に商業銀行業務と投資銀行業務を分離したNarrow banking approach（預金銀行の業務を決済業務や安全資産での運用に限定させるもの）の検討を行うなかで、「伝統的な小売商業銀行業務を行い、預金保険の恩恵を受け、最後の貸し手機能を受けられる銀行は、危険なトレーディング活動を厳しく規制されるべき」という主張は、欧州で受け入れることは困難なもとで一部の国だけでの実行は実効性に乏しいとする。さらに、この規制が金融革新や効率的な金融を阻害する危険性が高いとして否定され、金融機関に対する自己資本規制・流動性規制の強化やレバレッジ規制、報酬規制などを通じて過剰なリスクテイクを抑制しつつ、「大きすぎても破綻させられる」国際的な破綻処理制度の整備などが好ましい方向性として支持されるのである。ここでは、「顧客企業は広範な金融サービスを提供しうる巨大でグローバルな銀行を必要としている。銀行活動の制限は規模と範囲の経済性を損ない、銀行と顧客企業のリスク分散を制限するのである」として金融コングロマリットの存在が、国際経済活動に取って不可欠の機能を提供しており、証券化ビジネスは全面否定されるべきではなく、その適切な機能は銀行のリスク管理・リスク分散に貢献するとの基本的認識が示されるのである。

この「ターナーレビュー」で示された方向は、G20金融サミットでの金融規制案に反映されるな

²⁰ 英国FSA, Discussion Paper : A regulatory response to the global banking crisis, March 2009, A Feedback on The Turner Review : A regulatory response to the global banking crisis, September 2009, Turner Review Conference Discussion Paper, October 2009.

ど国際金融改革に大きな影響を与えているが、英国財務省の「金融市場改革報告書」(Reforming Financial Markets, 2009年7月)も「英国政府は、しばしばグラス・スティーガル・アプローチと呼ばれている規制を通じて金融機関の活動に対して公式の制限を課す提案より英政府提案(自己資本規制強化を軸にした方向)の方がより有効であると信じる。同様に英政府は銀行の規模に制限を課すことも支持しない。危機は、銀行が大規模であろうが小規模であろうが、単純であろうが複雑であろうが、破綻し金融システムに脅威を与えることを示した。預金銀行から資産取引などの他の金融活動を切り離すことが銀行の安全性を高め、金融システム上の脅威を減少させるという証拠は存在しない。さらに国内外で有効な分離規制を課すことが困難であるばかりか、金融の効率性を損なうだろう」として銀証分離方式には明確な反対の立場を明らかにしている。

しかし、この銀証分離方式に対する否定的な見解に対して様々な見解が英国F S Aに寄せられ、大きな論争点となってきた。「Turner Review Conference Discussion Paper」(2009年10月)では、「このモラルハザード問題に対して広範な政策提起がなされてきた。これらには、システム上重要な金融機関に対しての上乗せ資本規制、再生・清算計画の作成、国際的な銀行に対する自己資本と流動性の規制強化、そして小売銀行の資産売買業務を制限するナローバンキング・アプローチなどがあるが、適切な手段の全体像については依然として国際的には明確な合計が形成されていない」なかで、依然として「銀行から投資銀行業務の一部または全てを分離することは可能であるし望ましいという活発な議論がなされてきた」と指摘する。そして今後解決されねばならない重要問題の一つとして、T B T F銀行のモラルハザードの深刻化に対応するために銀行からの資産取引の分離を行うことの是非が取り上げられているのである²¹。

(2) 米国内におけるボルカー・ルールをめぐる議論

この意味で、有力ではあるが国際金融改革の主流派と対立する意見をオバマ大統領は選択したのであり、それはまた、これまでの金融自由化の根底部分は維持しつつ金融規制強化で対応しようという流れと、金融自由化の根底部分にメスを入れようという流れとの闘いの反映と言える。現実に米国内でも、米銀のビジネスモデルにまで踏み込んだ規制を求める意見は活発に行われてきた。ロバート・ライシュ(カリフォルニア大バークレー校教授、クリントン政権時の労働長官)は、①「大きすぎてつぶせない銀行」を生み出さない、②銀行の利益を長期的利益と連動させる、そのためには③GS法復活による銀証分離が必要であるとの観点から、オバマ政権の金融改革案の不徹底を批

²¹ ここでは、商業銀行業務と投資銀行業務の分離の方式には、①預金を政府債券などの安全資産のみに投資させるextreme narrow banking方式、②預金銀行の貸出先を制限するintermediate narrow banking方式、③預金銀行の資産売買業務を制限するseparating commercial from investment banking (new Glass-Steagall)の三つの選択肢があるとし、第3の選択肢が最も魅力が高いとしつつも、その実現性に疑問を呈するのである。

判し、その不徹底の背景にウォールストリートの猛烈なロビー活動とその資金提供に依存した米議会選挙のあり方を指摘している²²。

また、ジョセフ・スティグリッツ(コロンビア大学教授、前世界銀行副総裁)も『FreeFall』(2010年)で、「Too big to fail」な金融機関問題に対するオバマ政権の規制改革案は不十分であり、「GS法は金融改革の試金石である」として「連邦政府がGS法の改定版を再び制定すべきことは明らかである。政府のセーフティネットを含めて商業銀行としての恩恵を享受しているいかなる金融機関もそのリスクテイクの能力を厳しく制限されるべきであることに選択の余地はない。商業銀行と投資銀行の活動を融合させることには、あまりにも多くの利益相反その他の問題が存在している。GS法の廃止で約束された恩恵が幻想であり、そのコストがGS法廃止の批判者の予想をはるかに上回っていることが明らかである。」として「TBTF銀行は、伝統的銀行業務という退屈な活動に強制的に戻されるべきなのである」と主張するのである。さらにブレイディ元財務省長官ら5人による「ボルカー・ルール」に対する支持声明(2月22日、ウォール・ストリート・ジャーナル)も出されている。

一方で、E.コリガン(前NY連銀総裁)は、TBTF銀行問題の解決は国際合意であり再び国民負担による救済は繰り返されるべきではないとしつつも、G20金融サミットや米財務省・議会在これまで行ってきた規制改革案で十分と主張する。ここでも金融コングロマリットが経済に大きな貢献をなしていると立場から「賢明に経営され監督されている巨大で統合的な金融機関が、経済成長、生活水準と雇用創造の増大という公共政策の目的達成に中心的な役割を果たす金融仲介において建設的で不可欠の役割を果たすと信じている」として「ボルカー・ルール」も含めた銀行から投資銀行業務等を分離する提案のマイナス面の大きさを指摘するのである²³。これらの「ボルカー・ルール」への反対意見は²⁴、①金融革新によって商業銀行業務と投資銀行業務が一体となった金融サービスが普及してきたのであり、このような総合的な金融サービスの提供を行う金融コングロマリットの存在を否定することはできない、②金融コングロマリットの形成の結果、規模の経済性と範囲の経済性に基づく金融の効率化が進んで来たのであり、その否定は経済の活性化に否定的影響を与える、③証券化やデリバティブ取引などはリスクの分散によって金融システムの安定性を高める効果があるのであり、そのリスク分散の制限は金融システムの不安定性を高める、④欧州においてはユニバーサルバンキングが一般的であり、米国のみ規制は米銀の国際競争力を低下させる、⑤危機は純粋な投資銀行によってもたらされたのであり、商業銀行業務と投資銀行業務を統合した金融コ

²² Robert Reich, "Who's Killing Financial Reform" February 4、<http://robertreich.org>参照。

²³ U.S.Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs, Hearing on Implications of the 'Volcker Rules' for Financial Stability参照。

²⁴ ハル・スコットハーバード大教授の米上院銀行委員会公聴会での証言(2月4日)のほかピエール・コリンチャス・カリフォルニア大パークレ校准教授の金融危機調査委員会公聴会(2月26日)での証言(Interconnectedness of Financial Institutions; Too Big to Fail)などがある。

ングロマリットによって引き起こされたものではない、という論拠に集約できる。しかしこれらの論拠はいずれもこれまでの金融の自由化や金融ングロマリット化を推進してきた理論の繰り返しであり、今回の金融危機の真摯な分析と反省を踏まえたものとは到底言えない主張である²⁵。危機の引き金となったのがベア・スターンズ社やリーマン・ブラザーズ社などの投資銀行であったとは言え、それが展開した資産売買・プリンシパル投資や証券化ビジネスの展開においては、銀行貸出の証券化やそれに対するCDSによる保証、そして販売におけるヘッジ・ファンドなどの活用、さらにはレポ取引による資金調達など、商業銀行業務と投資銀行業務の複雑な一体化こそが危機を生み出したのである。

終りに

「ボルカー・ルール」の真の実現には多くの困難が横たわっている。大手金融機関の収益源であるビジネスモデルの縮小を迫るものであり、投機的金融活動の収益拡大に基づいて膨大な成果報酬を謳歌してきたウォール・ストリートのある方を覆す可能性を有するが故に、猛烈なロビー活動による反対の対象とされ、現に多くの後退を余儀なくされたのであった。また、今後の実際の運用についても大きな困難が予想されるのである。

また「ボルカー・ルール」自身も、商業銀行業務と投資銀行業務の不完全な分離案であり、非銀行化した投資銀行やヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドなどによる投機的金融活動を禁止するものではない。商業銀行に対しては投機的金融活動の制限を要求するものであるが、そこから切り離された投機的金融活動に対しては自己責任（市場原理）の貫徹を求めているにすぎないのである。しかし、真に投機的金融活動を制限し、金融の公共性・社会的機能を復活再生させるとともに金融システムの安定性を強化するためには、商業銀行業務の投機的な投資銀行業務からの完全な分離だけでなく、投資銀行やファンド等による投機的金融活動に対しても直接規制の強化が必要であるが、それは「ボルカー・ルール」の射程外にあるのである。

²⁵ 第1に規模の経済性や範囲の経済性については一定の規模や複雑度に達した時には規模の不経済性や範囲の不経済性が利益を上回るようになるというのが、Simon Johnson（2月4日上院公聴会）が示す実証研究の成果である。Too big to manageやtoo complex to manageが問題となった今回の金融危機で規模の経済性等の観点からの主張は説得性を失っている。また第2に今回の「ボルカールール」の提案は商業銀行業務と投資銀行業務の分離を定めたグラス・スティーガル法の単純な復活ではなく、銀証分離方式への批判をそのまま「ボルカールール」批判に向けることはできない。