

2012年9月13日  
ミュンヘン四極会合

8. 2012年8月2日付Securitization Forum of Japan (SFJ)意見書

小野傑報告日本語抄訳  
**グローバルな金融規制と日本の金融市場慣行**  
**— ボルカールールの域外適用との関係 —**

金融法委員会  
小 野 傑

**目 次**

問題の所在	3
域外適用を正当化する理論	4
金融関連で近時日本に対する域外適用が問題となった事例	6
近時の金融関連事例-(1)イラン制裁関連	7
近時の金融関連事例-(2)日本の金融機関に対する銀行口座凍結命令の事例	7
近時の金融関連事例-(3)FATCA(Foreign Account Tax Compliance Act)の事例	7
ボルカールールとは	8
日本の金融慣行	10
ボルカールールに対する日本の対応	11
国際ルールの国内法規化における抵触の事例-証券化のリスクリテンション規制	11
シャドーバンキング規制における国際ルールと国内規制との関係	12
まとめ	13

**資 料**

- 2012年5月24日付連邦地裁決定
- 2012年4月27日付全銀協意見書
- 2012年6月21日の日米共同声明
- 2009年12月9日付金融審基本問題懇談会報告書
- 日本の金融慣行に関連する図表  
(1)資金循環、(2)民間法人の負債構成、(3)銀行貸出と国債残高の推移、(4)預貸率の推移
- 2012年1月13日付全銀協意見書
- 2011年12月28日付金融庁・日銀による意見書

## 問題の所在

金融機関の活動がボーダーレス化し、一方各国の金融機関に対する法的規制が強化されるにつれ、金融関連法が域外適用され、それが問題を生むという事態はある程度不可避な状況である。なお、ここで域外適用とは、金融機関、金融制度との関連においては、ある国の金融規制が当該国外において行われた行為に対して適用する場合だけでなく、直接・間接に他国の金融機関にも適用される場合も含むこととする。

この場合であっても、自然犯の場合のように、両国において等しく違法とされている場合であれば、ことさら大きな問題とはならない。しかしながら、金融関連規制の場合には、規制の目的や制度の趣旨において異論が無い場合であっても、金融の慣行そのものが各国の文化や歴史に根差し、実際には異なることから(例、住宅ローンのオリジネーションについて、ファニーメイ等 GSE が存在し、担い手がモーゲンバンカーであり、当初より流動化を前提とする米国の状況と、銀行の主要な業務として、また重要な収益源として住宅ローン貸付が営まれる日本の状況とは異なるものがある。)単純に域外適用するということになれば、両国間において軋轢が生じることになる。

現在、ドッド・フランクリン法(DFA)のボルカールールがもたらしている日米間における軋轢は、まさにこの場合に該当する。ボルカー氏は、従来から、商業銀行の金融システム上の重要性、預金・決済など基本業務の重要性、個人・法人に対するリレーションシップ志向の重要性を訴え、商業銀行が、ヘッジファンド投資等のリスク業務に従事することを禁止すべきという主張を行っていた。ボルカールールとは、こうしたボルカー氏の主張を体現した DFA 中の規定である。

ところで、米国のイラン経済制裁と同様、ボルカールールは米国の独自の考えを押しつけるものとして各国から批判され、日本でも同様に批判的な見解が太宰を占める。しかし、ユニバーサルバンキングシステムの下、根本的に受け入れ難いとする欧州の考え方と日本では実は異なる面があることは留意する必要がある。すなわち、日本は明治以来外国の優れた法制を参考にし、国内法規化してきたという歴史を有する。とりわけ、金融や証券分野においては、米国の制度をこれまでも大いに参考とし、古くは日本の銀行制度など、またグラススティーガル法による銀証分離や、米国の証券法及び証券取引所法を参考とした旧証取法など、特に米国の制度を参考とし、国内法規化してきたという歴史を有する。DFA は、金融改革という観点から、様々な分野を取り込んだ膨大な法律であるが、ボルカールールについては、銀行を本来の商業銀行の姿に戻すことを主眼とするものであり、日本における金融機関の役割と符合するものであり、法の趣旨そのものが相容れないということではない。もちろんしかしながら、後述するように種々の問題が存在する。

以下においては、まず、近時のモリソン判決も含め域外適用に関する議論を紹介する。また、金融資本市場関連で近時問題となったイラン制裁の事例、日本の金融機関の口座凍結の事例、域外適用が軋轢を生じた場合の解決策として参考となる FATCA の事例を紹介する。

次に、ボルカールール及びその関連で日本の金融慣行の特色について紹介する。また、日本はボルカールールに対しては日銀、金融庁、銀行協会など官民で反対の意見表明を行ってきたが、日本において問題とした点など紹介することとする。

なお、DFA は多くの領域をカバーし、その中には G20 での議論と重複し、国際ルールとされた G20 の議論の米国内法規化であると言えるテーマも多い。ではその場合は問題無いかと言えば、他国の国内法規化と不整合が生じ、域外適用と同様な事態が発生している例がある。米国等で利用された OTD(Originate to distribute)モデルが、結果として審査基準を甘くし、サブプライム問題の原因の一つとなったという検証から提案された、証券化のオリジネーター又はスポンサーに対する 5%のエクスポージャー継続保有の義務付けがその例である。伝統的な域外適用の議論とは異なる様相で軋轢が生じており、国際ルールがより包括的かつ具体的に規定しなければならないことを示すものであるが、一方、各国の金融慣行と異なるきめ細かい国際ルールそのものも問題である。現在、シャドーバンキング規制が議論されているが、まさにその例である。以下ではこれらの事例も紹介することとしたい。

## 域外適用を正当化する理論

議論の出発点としてまず、域外適用を正当化する根拠に関する議論を簡単に紹介し、併せて金融規制との関連について触れることとしたい。

### ① 属地主義、主観的属地主義、客観的属地主義

属地主義とは、問題となる行為が開始から結果の発生まで一国の領域内で完結する場合に規制を及ぼす考え方である。なお、この関連で国内で開始し、国外で完成した行為に適用される属地主義を主観的属地主義、逆に、国外で開始し、国内で完成した行為に適用される属地主義を客観的属地主義と呼び、いずれも域外適用正当化の根拠とされている。客観的属地主義については、国内における行為の完成をどのように捉えるかにより、域外適用の適用の幅が拡大することとなり、軋轢も生じやすいこととなる。金融機関の活動についても、それが元来国外の行為であってもある国の国内において「完成」したと考えられる場合、当該国の金融関連法制適用の正当化の根拠となり得ることとなる。

## ②属人主義

域内、域外を問わず、実行者の国籍または内国民性を基準として管轄権を認め域外適用を正当化する根拠であり、刑事法の分野においては当然の法理とも考えられる。金融関連法制に関連して述べると、例えば、米国に支店や子会社を有する金融機関の場合、属人主義によって、それら支店や子会社に及ぶ。なお、その結果域外における当該金融機関の本社、本店その他グループ会社にも他国の規制が及ぶことにもなれば、軋轢が生じることにもなる。

## ③保護主義

安全保障や経済秩序など、重要な国益に関することを理由として、国籍や所在地を問わず、域外適用を認める考え方である。保護される法益を幅広く捉えた場合、また他国と保護される法益について考え方が異なる場合、やはり軋轢を生じる状況ともなる。後述する FATCA の事例の場合、米国外における米国人及び米国会社の所得の捕捉という趣旨においては属人主義であり、また、それ自体は正当化可能ではあるが、その目的の為、域外の外国の金融機関に多大な義務を課する点で問題が生じることになる。

## ④効果理論

競争法の分野で発展した法理であるが、行為の効果が当該国内で発生する場合、管轄権の行使を可能とする法理である。米国で発展した法理であるが、自国利益を守ることはどの国家にとっても関心事であることから、とりわけ競争法の分野において、幅広く受け入れられている。日本の独禁法当局も、かかる法理を採用していると考えられるが、一方において海外の域外適用を強く批判してきた立場から、効果理論を積極的に利用し、独禁法の域外適用を認めるという傾向ではない。

## ⑤普遍主義

国際社会の普遍的な利益の侵害を理由とし、管轄権を認める原則であり、わかりやすい事例としては、海賊行為や、ジェノサイドなどが挙げられる。

## ⑥経済制裁

上述した法理とは観点異なるが、近時のイランに対する経済制裁のように、とりわけ米国において経済制裁法を域外においても適用する理由として用いられている。他国が同じポリシーを有し、かつ同じ制裁手段に訴えない場合、軋轢が生じることとなる。

## ⑦2010年6月の米国最高裁モリソン判決とDFAの対応

米国の裁判所は行為効果基準により、i, 外国人投資家が、ii, 外国の会社に対し、iii, 外国証券取引所で売買した証券についての証券詐欺に対して、米国証券法の域外適用を認めてきた。しかし本件では、従前の立場を変更し米国最高裁は立法意思から解釈すべきと

し、法が域外適用について明確に示してなければその意思はないものとして、域外適用を認めないとした。これにより米国でスポンサー付きの ADR を発行していても、世界中で取り引きされているその株式について米国での訴訟リスクは制限されることになり、またスポンサーなしの ADR ではさらに訴訟リスクは軽減されることになった。ところが、その後成立した DFA は、1934年証券法の詐欺禁止条項について、i, 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も、違反行為の極めて重要な構成部分が米国内で行われている場合、または ii, 米国外で行われた行為により、米国に実質的な影響を及ぼす場合、米国の裁判所の管轄権を認め、行為・効果基準が復活した。

## 金融関連で近時日本に対する域外適用が問題となった事例

金融関連の法律の域外適用に関して、2つの場面が考えられる。1つは日本の金融関連の法の域外適用に対する日本法上の考え方であり、もう1つが外国の金融関連の法の日本の金融機関に対する適用に対し、日本法上どのように考えるかという点である。前者について、金融関連規制ということになると、金商法や貸金業法、更に利息制限法などの域外適用が問題となる。以下では後者について検討する。

なお、従前の域外適用の議論そのものには該当しないが、域外適用の場合と同様な軋轢が生じ得る場面として、G20等で合意された金融関連の国際ルールの国内法規化にあたっての問題がある。即ち、日本における金融の状況と相容れなくても国際ルールであるということから単純に国内法規化が図られる場合、金融実務との齟齬を生じることになる。ある国の金融関連規制の域外適用が問題を生じる場合、二国間協議により相手国の実情に合わせた解決が可能であるが、国際ルールの場合、国際ルールとしての整合性・包括性と各国の事情という問題が生じることになる。

近時の事例では、国際ルールではないものの、IMFにおいて、“*Capital requirements. Capital requirements should reflect banks’ actual risk profiles, and higher capital levels may be necessary for certain types of institutions. The distinction between capital requirements for internationally-active banks (8 percent of RWA) and domestically-active banks (4 percent of RWA) could be reconsidered, based on the principle that comparable capital levels are required from banks with similar risk profiles*” (2012年7月10日付 IMF レポート 21頁)と、BISの自己資本規制とはその目的趣旨において本来無関係であり、そのため国内基準が設けられている日本の地銀や信金信組に対して、BIS規制の適用を要請している状況がある。国際業務を行わない日本の地銀、信金信組の状況からすれば、仮に同じ基準が採用されるようなことがあれば、上述したような状況が生じることとなる。

#### 近時の金融関連事例-(1)イラン制裁関連

イランの経済制裁強化を狙った 2012 年国防授權法 (National Defense Authorization Act for Fiscal year 2012) が 2011 年 12 月米国議会を通過、2012 年 2 月には大統領署名により成立した。同法はイラン中央銀行 (CBI) を含むイランの金融機関と取引を行う外国金融機関の米国金融機関とのドル決済を禁止するもので、既に日本はイランに対する経済制裁としてイランの他の金融機関との決済を禁止し CBI に絞っていたが、日本の金融機関の CBI との間の原油代金決済が制裁条項に抵触し、米国内でのドル決済が禁止されるおそれが生じた。なお、イラン原油輸入を大幅に削減した国の金融機関は同法の適用除外であるため、日米間で協議がなされ、2012 年 3 月には日本と EU の 10 カ国が適用除外とされ、6 月には輸入国はほぼ全て適用除外となり、すなわち同法の目的は達成されたことになった。

#### 近時の金融関連事例-(2)日本の金融機関に対する銀行口座凍結命令の事例

公法の域外適用とは異なる裁判の事例であるが、2012 年に発生した金融関連の事例で、日本の金融機関にあるイランの原油決済の為のイラン政府の銀行口座に対し、米国の裁判所が日本国内の口座も含め凍結命令を発した事例である。イラン制裁とは関係なく、1983 年に発生したレバノンでのテロ事件に関し、被害者がイラン政府に対し損害賠償請求を求めた裁判の執行としてなされた措置である。凍結を認めた州の裁判所の決定に対して、連邦地方裁判所は、米国法は属地主義を定めた executive order の趣旨から米国外には適用しないと、凍結命令の解除を命じた。(資料 1、2012 年 5 月 24 日付連邦地裁決定参照)

#### 近時の金融関連事例-(3)FATCA (Foreign Account Tax Compliance Act) の事例

米国においては居住者の全世界所得課税方式が採用されていることから、居住者の納税回避行為撲滅のため海外金融資産所得を捕捉する目的で導入されたのが FATCA である。本来であれば、租税条約による情報交換制度或いは租税情報交換協定 (Tax Information Exchange Agreement) により情報の収集を図るべきところ、第三者である海外の金融機関に対し、情報提供義務を課し、また、その為のコンプライアンス整備を求め、これが達成できない場合、実質ペナルティとも言える、30%の源泉徴収義務を課するというものである。すなわち、FATCA は、米国外の金融機関に対して、①自社グループが管理している口座の中に米国人が開設したものがないかどうかを検証すること、②検出された場合には、米国税務当局 (内国歳入庁) に、毎年、口座開設者の氏名、残高等を報告すること、など様々な義務を課し、③こうした検証手続きを行わない米国外の金融機関に対し、米国源泉所得等の支払時に 30% という懲罰的な源泉徴収を行うことを求める。

なお、域外適用との関連で FATCA により採用された手法は、FATCA は米国国内法である以上、立法管轄権は米国以外への国に及ぶとしても執行管轄権が米国以外に及ばないことから、FFI 契約を締結し、FFI との間に一種の委託関係を構築するアプローチである。しかしながら、FFI にとって、FFI 契約は国と民間企業との間での契約に過ぎないもので、契約上の義務の履行に当たっては、それぞれ活動する国の法制に沿ってこれを行わなければならないという制約がある。また FFI と FFI の顧客との法的関係は、当該顧客の居住国の法律によって規定されることが原則であるため、FFI 契約の義務の履行に伴い、FFI と顧客との間で紛争が生じた場合は、当該国での法律によって処理されることで、FFI に過大な法的リスクおよびレピュテーション上のリスクが生じることになる。

日本の金融慣行との関連で言えば、FATCA で確認対象としている預金等の口座数は、閾値の設定にも関わらず、他国の金融機関対比なお相当数に上り、これは、FATCA で期待される効果に対し、FFI に課される事務負担が相対的に大きくなることを意味しており、現在想定されている検出手続を、IRS の期待に応じて疎漏なく実施することは、わが国金融機関にとって、相当の経営上のプレッシャーとなる。一方日本の全人口 128,062 千人に対し、米国籍保有者は 52 千人 (0.04%) に過ぎず、特定米国人が租税回避行為を行うリスクは極めて低いと考えられる。(資料 2、2012 年 4 月 27 日付全銀協意見書参照)

FATCA については、既にヨーロッパ諸国と米国との間での協定が成立していたが、2012 年 7 月、日米間における二国間の協定が成立し、租税条約実施特例法に基づく質問調査権の活用等、既存の日本法上の枠組みの中で解決が図られ、FATCA 対応にかかる日本の金融機関の実務負担は相当程度が軽減されることになった(資料 3、2012 年 6 月 21 日の日米共同声明参照)。すなわち、①原則日本の金融機関は米国当局との間で FFI 契約を締結する必要がなくなり、②今後、租税回避行為のリスクの低い日本の金融機関等の追加指定等がなされることとなり、③日本の金融機関に対する支払いについて FATCA 所定の米国源泉徴収義務が免除され、また非協力的口座保有者等に対するパススルーペイメントに対する源泉徴収が不要となり、④日本の金融機関は、FFI 契約上求められる非協力的口座保有者の口座の閉鎖を行う必要がなくなった。

#### ボルカールールとは

ボルカールールとは、商業銀行の投資銀行化によるシステミックリスク増大を阻止する目的で、自己勘定売買業務の禁止及びヘッジファンド (HF) やプライベートエクイティファンド (PEF) のスポンサーリング及び投資の禁止を定めたものである。なお、注意すべき点は、①投資銀行は預金を扱う子会社等がない限り自己勘定取引は禁止されず、②ヘッジ取引やマーケットメイク業務の一環として行われる業務は例外とされ、③公共債は自己勘定取引禁止の例外とされているが、ここで公共債とは、米国債、(合衆国関係機関が発行す

る)エージェンシー債、政府支援機関(ジニーメイ[GNMA]、ファニーメイ[FNMA]、フレディマック[FHLMC])債券、州・地方政府債券等を指す。ボルカールールが導入された場合、これを回避するためには①自己勘定取引業務やヘッジファンド、プライベート・エクイティ業務のスピンオフ、ないしは、②業態転換(銀行持株会社形態からの離脱等)等の対応が必要となるものと思われる。

なお、ボルカールールの域外適用について、①自己勘定取引の禁止については外国会社(例えば、日本の銀行など)による専ら米国外での活動は、原則、自己勘定取引禁止規制の対象とはならないが、米国の銀行等の支配下にない、業務の大部分を米国外で行っている、売買の当事者に米国居住者が含まれない、売買の担当者が米国内に存在しない、売買の執行は米国外で行われているなどの要件を満たす必要がある、また、②ファンド投資等の規制については、外国会社(例えば、日本の銀行など)による専ら米国外での活動についても、原則、ヘッジ・ファンド投資等禁止規制の対象とはならないが、米国の銀行等の支配下にない、投資等の活動は専ら米国外でのみ行っている、そのファンド持分等が米国居住者に対して募集・販売されていない、そのファンド持分等の募集・販売に関与している子会社・従業員が米国内に存在しない(米国内で組成されていない)などの要件を満たす必要がある。解釈や運用次第では、例えば邦銀が、東京に所在する米銀支店・子会社を相手方として取引を行う場合であっても、「米銀」が相手方であることを理由に、ルールの適用対象となってしまう恐れもある。

ところで日本においては、元来預金で調達した資金を貸付に当て、この預貸率の向上を図ることが金融機関にとって必要とされ、自己資金の運用はその余資について国債投資を中心とするというのが金融慣行であり、市場から調達した資金を積極的に自己勘定で投資を行う欧米型の銀行とは異なり、ボルカールールの趣旨自体は日本の金融慣行に沿うものである。しかしながら規制の内容や適用範囲等が不透明な中では、民間の金融機関としては、その対応に苦慮し、最悪の状況を前提として保守的に対応せざるを得ず、その結果、金融取引のあらゆる側面で委縮効果をもたらすおそれもあり、また公共債から日本の国債が排除されるなど日本の金融慣行に不利な内容が規定されており、そのまま適用されれば種々の問題が生じることになる。

ヨーロッパにおいては従前からユニバーサルバンキングシステム(ユニバーサルバンキングと言っても証券や保険を銀行の子会社とする英国と大陸諸国とは異なり温度差はある。)がとられ、銀行自体が自ら投資銀行業務も含む業務を遂行しているが、ボルカールールはまさにこうしたユニバーサルバンキングシステムとは相容れないものであり、当然のことながら、ヨーロッパの諸国からも強い反対意見が表明されている。また、ボルカールールは銀行の収益に与える影響が大きいことから、米国のみ導入では米金融業の国際競争力に及ばず影響が大きく、国際的ルールとして導入が求められることになる。

ボルカールールは、バーゼル委員会の自己資本規制とは全く異なる角度からの国際ルールの提案とも言える。

## 日本の金融慣行

日本の金融慣行について紹介することとしたい。日本の金融機関は、メガバンク、地銀を問わず、資金調達に占める預金の割合が高く、資金調達基盤が安定しており、銀行部門が、中長期的な視野に立って企業の価値創造を安定的に支援していくことを可能とするものであり、この点は日本の金融業の強みであり、特色であると考えられる。資金調達面において市場性の資金の取り入れは限られ、市場における流動性の枯渇が引き金となった今般の金融危機が日本の金融機関にほとんど影響しなかった理由でもある。他方、高度成長期から安定成長期への移行、企業等の資金需要の弱さを背景にして、銀行部門において預金の規模が貸出の規模を上回り、その結果国債保有額が多額に及ぶという構造的な特徴につながっている。また、我が国の金融業は、収益性や自己資本の水準といった点に脆弱性を有していると指摘されることもあるが、金融業の収益水準は、業務の内容やそのリスクの程度等によって決まるものであり、どのような収益水準を目指すかは、本来、各金融機関によって判断されるべきことである。同時に、金融業の収益は経済全体の収益によって決まる面があるため、経済全体の収益性が低い状況では、金融業の収益性だけを高めることは難しい。(資料 4、2009 年 12 月 9 日付金融審議会金融分科会基本問題懇談会報告—今次の金融危機を踏まえた我が国金融システムの構築—参照)

資金循環という観点からしても、銀行部門を通じた資金の流れが大きな比重を占める。すなわち、①個人の金融資産に占める預金の割合が約 5 割を占める一方、②企業の資金調達のうち銀行部門等からの借入れの割合が 3 割強に上ることに加え、③社債・CP(コマーシャル・ペーパー)市場において銀行部門の保有する割合はそれぞれ 5 割弱・3 割強となっている。なお、銀行法等において金融業は公共的・公益的な性格を有するものと位置付けられており、その社会的責任を適切に遂行していくことが求められている(資料 5、日本の金融慣行に関連する図表参照)。

なおバーゼル委員会に対する意見表明の中で銀行協会もこうした点を強調し、「安定貯蓄性向の高い我が国では、リテール預金を背景とした銀行経営が一般的である。金融機関のビジネスモデルは、各国の経済のあり方を反映して多様であることや各金融機関の組織体系等に起因する相違等を踏まえ、実質的な公平性の確保を図るべきであり、安定貯蓄性向の高い我が国では、リテール預金を背景に、必ずしも高収益ではないが中長期的に着実な成長を目指す銀行経営が一般的である。マクロプルーデンスの下での危機管理や、適切なリスク管理ができていたため、本邦では、今般の金融危機において、シャドウバンキングの問題などを起こすことなく、その影響や傷は浅いものに留まった。」と述べている。

## ボルカールールに対する日本の対応

前述したように、ボルカールールそのものが投資銀行化した欧米の金融機関の商業銀行化を目的としているという観点からは、日本の金融慣行に沿うものではあるが、実際に提案されている内容は、日本の金融制度、グローバルな金融システムや経済に与える影響は大きく、受け入れ難い内容であり、以下のような趣旨の反対の意見表明がなされた。すなわち①過度な域外適用、②米国以外の政府債への適用、③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な消化を脅かし、米ドル資金供給源の減少等といった市場流動性低下に伴い、グローバルな実体経済への悪影響をもたらしかねないものである。また、日本という観点だけでなく、グローバルな視点でも問題あるとし、④このように米国の国内法によって国際的な金融システムの不安定化を招くことにもつながること、⑤SIFIs 規制、パーゼルⅢ新規制など金融危機の再発防止に向けた取り組みとの矛盾や不整合が生じること、が指摘された。(資料 6、2012 年 1 月 13 日付全銀協意見書、資料 7、金融庁・日銀による 2011 年 12 月 28 日付ボルカールールに対する意見書参照)

ボルカールールについては本来 2012 年 7 月から適用される予定であったが、米国内外における調整という観点から、2012 年 4 月 19 日に、ボルカールールの適用を当初予定の 2 年後(2014 年 7 月 21 日)とする旨、米連邦準備制度理事会により発表され、その適用自体が延期された。また、その後、8 月 7 日に、米下院金融委員会の委員長が金融業界に、ボルカールールの代替案を示すよう要請したと言われている。

なお、「日本の金融機関に対する影響」という観点からは、8 月 3 日には、ボルカールールの対象から日本国債が除外される可能性が高まっているとの報道がある。

## 国際ルールの国内法規化における抵触の事例-証券化のリスクリテンション規制

DFA は、ボルカールールの他にも多岐にわたり新たな規制の枠組みを提供するものであり、その多くが国際ルールとして G20 で合意されたものと制度の趣旨において符合するものであるが、国際ルールの国内法規化のためのアプローチが異なったことから、国内法規化間で抵触する事例が生じている。証券化におけるリスクリテンション規制(risk retention requirement)である。

“risk retention requirement”とは、証券化取引のオリジネーター・スポンサー等に一定量のリスク保有を直接的にまたは事実上義務付ける規制で、組成販売(originate-to-distribute)モデル、すなわち、売却または証券化することを前提にローンを貸し出し、または、買い集めるという、米国に見られたビジネスモデルに基づく証券化取引における

当事者のインセンティブの歪みを是正するために提案された方策であり、G20 において合意された国際ルールである。しかしながらその国内法規化に当たって、米国において DFA において導入されたリスク保有義務付規制は、証券化取引を行う者に対する行為規制としたうえで、一定の要件を満たす住宅ローン、商業不動産担保ローン、オートローン等を適用除外とするものであるが、一方、欧州連合では、銀行に対する自己資本比率規制としてリスク保有義務付規制が導入済みであり、その結果、同じ国際ルールの国内法規化であっても、相互に相容れない制度が併存する状況となり、調整が極めて困難な状況になっている。

ところで、リスクリテンション規制との関係で日本の証券化の慣行はどうかというと、ボルカールールと似たところがあり、元来、日本の証券化商品は、市場の慣行としてオリジネーターが劣後部分を保有するのが極めて一般的であって、その意味では、リスクリテンション規制と符合しこれに対する強い反対の必要はない。とは言っても、例えばある金融機関が、ある種のローンビジネスを全て中止し、他の金融機関に全て売却を図り、その際買収資金を証券化によってまかなう場合など、全ての場合においてリスクリテンション規制が当てはまる状態ではなく、従って、ストラクチャーの自由度・柔軟性を損なうリスクリテンション規制の国内法規化に対して市場は強い懸念を有しており(資料 8、2012 年 8 月 2 日付 SFJ 意見書参照)、当局もこれまで海外の動きを静観していたが、現在国際ルールの包括的適用という観点から導入が検討されつつある状況である。

なお近時は、リスクリテンション規制の有効性について疑問視する考えも台頭し、例えば、米国では、連邦準備理事会(FRB)の 2010 年 10 月の報告書では、画一的なリスク保有義務付けは適切ではなく、意図している効果も得られず、資産クラスや商品の種類別にその資産の特性やパフォーマンス、証券化に関する業界慣行、証券化商品の構造が異なっていることを踏まえ、リスク保有義務付け規制を導入するとしても、少なくとも資産クラス毎に異なる規制とすべきと述べる。こうした FRB の指摘を踏まえ、その後考案された規制案は、広範な適用除外規定を設ける等の措置がとられたものと考えられる。なお、日本においても規制が無ければスクリーニングが行なわれるにも拘わらず、規制の導入がそのインセンティブを喪失させ、厚生水準も低下する可能性があることを示したと述べる見解も公表されている。

## シャドーバンキング規制における国際ルールと国内規制との関係

シャドーバンキングとは一般に銀行以外の投資銀行、投資ビークル、ヘッジファンドのようなレバレッジを用いた貸付投資主体を指す。では、なぜその規制が必要とされたかと言えば、今回の金融危機は金融機関のシステムリスクの問題だけではなく、その枠外のこうしたシャドーバンキングに適切な規制がなされなかったために市場型のシステム

クリスクが発生したという反省からである。

この問題に対して DFA が採用したアプローチは、①銀行に対する間接規制としてのボルカールール、②シャドーバンキングに対する直接規制として、ヘッジファンドに対する SEC への登録義務、報告義務、③シャドーバンキングが行う取引に対する規制として、デリバティブに対する中央清算機関による清算義務等、である。他方、英国ではシャドーバンキング規制として、前述の証券化におけるリスクリテンション規制と同様、銀行を使つての間接規制である。なお日本については、①ボルカールールとの関係で述べたように、日本の金融慣行からボルカールールの日本の銀行への規制は必要なく、②また直接規制ではヘッジファンドの登録義務は既に導入済みで、③取引規制の点では、デリバティブの中央清算機関は導入済みで、また証券化のリスクリテンション規制の面では、前述したように証券化慣行として存在するので問題なく、シャドーバンキング規制導入は必要ない状況である。

ところが、事態を複雑にする状況が現在生じている。2010 年の G20 での議論を受け、金融案定委員会 (FSB) は 2011 年、これまでの各国の対応は不十分と国際的に整合性のとれた包括的な規制アプローチが regulatory arbitrage を防ぐためにも必要との観点から、銀行を通じての間接規制、シャドーバンキングに対する直接規制、証券化、MMF 等に対する取引規制等を打ち出したことである。こうした国際ルールの目的自体を否定するわけではないが、多くの問題をはらむことになる。すなわち、①そもそも十分に各国のシャドーバンキングの実態を把握しないまま議論が進みルールが出来る場合の各国間の軋轢、②そもそもシャドーバンキングという言葉からも分かるように実態把握の困難性と、把握できたとしても各国それぞれ状況異なることが判明し、それを国際ルールで整合的に扱う困難性、③また既に導入された或いは不必要と導入が見送られた国内ルールとの関係、④にも関わらず国際ルールが出来あがり国内規制化された場合、今度は国内の金融市場慣行との不整合の問題である。国際ルールが包括的整合的具体的になるにつれ、個別の国では修復が困難な状況が生じることになる。

仮に実態を十分把握していない状態で規制強化を図れば、場合によっては、実態とはかけ離れた必要以上の規制強化につながりかねない。例えば、欧米ほどシャドーバンクの規模が大きい日本の金融セクターにおいて、追加的な規制コストを求められるだけでなく、シャドーバンクを通じた信用仲介機能に悪影響を与える可能性さえ考えられる。

## まとめ

金融関連の法規において、競争法の分野とは異なる様相において、域外適用の結果、当該国と相手国の利害が対立する状況が生じる。この場合域外適用を求められた相手国と当

該国との間の協議に委ねられることになるという慣行が徐々に形成されつつあるように思われる。

今日より問題となっているのが、グローバルな金融規制の導入にあたって見られる、国際合意と国内事情との相克である。各国が「総論」としては合意したグローバルなルールを、今後「各論」として自国の国内法規制体系の中に取り込んでいく過程では、既存の国内法規制体系や自国の「国益」との矛盾・抵触を調整し両立を図ることが必要になる。国内法規制ににあたって国内慣行との関係において、できる限り抵触や軋轢を生じないようにする為、十分な協議を重ねることは、実効性のある規律を導入する為には、必要不可欠なことと考えられる。

我が国は従来、「グローバル規制」設定プロセスにおいては、やや「受け身」的な立ち位置に身を置くことが多かったように思われるが、特に金融危機後の新たなグローバル規制を考える際には、危機の影響を最も受けた米欧の主張に対し、金融危機の直接的な影響が少なかった日本が積極的に声を上げることが、適切なバランスを図る上で必要であるように思われる。