

# 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

藤 川 信 夫

## 第一章 ドッド・フランク法の主旨ならびに論点

### 1. はじめに―ドッド・フランク法と問題意識―

オバマ大統領は包括的な金融制度改革を図るため、二〇一〇年七月二一日ドッド・フランク・ウォールストリート改革及び消費者保護法（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）に署名、同法が成立している。同法の包摂する範囲は広く<sup>①</sup>、大きな変革をもくろむ内容であるが、米国金融業界のロビー活動などにより、骨抜きにされつつあるとも伝えられる<sup>②</sup>。他方では不十分として更なる強化を求め、規制の整合性等を指摘する見解も出される。

域外適用、外国金融機関への影響等、今後の方向性、充分性など不透明な部分も多く、同法成立後も多くの議論と影響を巻き起こしている<sup>(31)</sup>。本稿はかかる大局的な問題意識の下に、検討対象としては銀行持株会社ならびにM&A取引規制等の新たな切り口に絞り込み、揺れ動く同法の展開と帰趨ならびに実践、影響等につき考察を行うものである<sup>(32)</sup>。

## 2. ドッド・フランク法的主旨

同法の主な内容は、危機再発防止のためシステミック・リスクを把握するシステミック・リスク・レギュレーター設置、金融機関の規模が大き過ぎてつぶせないというToo big to fail (TBTF) 問題への対応、店頭デリバティブ (Over the Counter Swaps Markets) 改革、ヘッジファンド (Hedge Fund) 規制、銀行・保険規制改善、格付機関規制強化、証券化市場規制、役員報酬等コーポレート・ガバナンス改善、消費者・投資家保護強化等の多くの課題に対処せんとするものである。

- (1) 同法は一六章、一三〇〇頁に及ぶ大部な分量であり、多様な実施スケジュールの組み合わせ、今後の膨大な細目規定へ委任・整備が特徴である。
- (2) 適用除外規定のほか、適用延期につき、ボルカー・ルールは最終規則発出日の二ヶ月後 (二〇一二年一〇月)、または同法成立二年后 (二〇一二年七月) の早い日に施行されるが、最長五年間の移行期間があり、二〇一七年七月まで猶予される可能性もある。流動性のないファンドはFRBの判断により最大五年間の適用延長が可能であり、適用時期は最長で二年后となる。

(31) Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP "How Dodd-Frank Applies Outside the U.S." January 16, 2012, "Fund Investing and Sponsoring under the Volcker Rule" December 13, 2011, "Proprietary Trading under the Volcker Rule" February 20, 2012, David Skeel"

The New Financial Deal understanding the Dodd-Frank act and its unintended consequences" April 21, 2010.

(4) 同法の概要に関して、小立敬「米国における金融制度改革法の成立―ドッド・フランクリン法の概要―」野村資本市場クォータリー(二〇一〇年夏号)二七―五二頁参照、以下同。松尾直彦『Q&Aアメリカ金融改革法―ドッド・フランクリン法のすべて―』金融財政事情研究会(二〇一〇年二月)、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) 筆者は二〇一一年二月一日から四月三〇日まで日本大学本部海外派遣研究員(短期A)として米国 George Washington University Law School で在外研究(客員研究員)を行い、その後従前の勤務先である日本政策投資銀行 New York Representative Office の協力を得て米国金融市場の調査を行った。同大学での C-CLEAF and Professor and E\*TRADE Bank General Counsel John Buchanan host American Enterprise Institute for Public Policy Research Fellow Peter J. Wallison and MIT Sloan School of Management Professor Simon Johnson "The Dodd-Frank Act: Did It Go Too Far or Not Far Enough?" March 17, 2011, FCC-Burns#505 等関連の研究、二〇一一年一月一七日同大学シンポジウムでの法案作成者 Dodd 委員長自身の講演会等参照。

## 第二章 銀行持株会社とマクロ・プルーデンス規制

### 1. システミック・リスク一元化

ドッド・フランクリン法では危機再発防止の観点から、マクロ・プルーデンス (Macro Prudence) を担うシステミック・リスク規制機関として金融安定監督カウンシル (Financial Stability Oversight Council FSOC) が設置され、連邦準備制度理事会 (Federal Reserve Board FRB) が勧告権限を有する。システミック・リスクの評価、情報収集・分析を行う金融調査庁 (Office of Financial Research) を財務省内に設ける。

## 2. 銀行持株会社と Too big to fail 問題ならびに厳格なプルーデンス規制

金融機関の規模が大き過ぎてつづせない (T B T F) 問題の対処として、F R B は事前予防の観点からシステムック・リスクをもたらし得るシステム上重要な金融機関 (Systemically Important Financial Institutions SIFIs)<sup>7</sup>、即ち総資産五〇〇億ドル以上の銀行持株会社ならびにシステム上重要なノンバンク金融会社を対象に厳格なプルーデンス規制 (Enhanced Prudential Standards 高度健全性基準) を課し、ボルカー・ルールを導入する。システムック・リスク発生の事後対応として連邦預金保険公社 (F D I C) による秩序だった清算手続き (orderly liquidation) を組み込む。厳格なプルーデンス規制により破綻確率を引き下げ、納税者負担を回避しつつ清算する方針である。レバレッジ (leverage)、金融資産の量・質、負債の量・質、オフバランス取引によりリスクに晒されている与信額であるオフバランス・エクスポージャー等に応じ規制が厳しくなり、F R B は資本構成・リスク、複雑性、金融業務、規模等を考慮し、個別金融機関・カテゴリー別に規制する。SIFIs が T B T F な金融機関になるインセンティブを減じることが狙いであろう。

義務的・高度健全性基準にはリスクベースの自己資本規制・レバレッジ制限<sup>8</sup>・流動性規制、統合的リスク管理 (E R M)、レゾリューション・プラン (破綻処理計画、リビング・ウィル)<sup>7</sup> 及び信用エクスポージャー報告書、与信集中制限がある。またコンテンツメント (強制転換条項付) キャピタル規制<sup>8</sup>、ディスクロージャー強化、短期債務制限等の任意的・高度健全性基準は、カウンシルの勧告を踏まえ F R B が具体的に検討する。清算回避のための納税者資金の使用禁止、破綻処理コストの金融機関からの徴収、F E D (米国連邦準備銀行) の個別緊急融資の禁止を内容とする。金融システムにリスクを及ぼしうる破綻リスクが生じた場合、F D I C 主導の綻処理手続きを開始、F D I C ・ F E D

の勧告に基づき財務長官が裁判所に手続開始を申し立てる。金融機関側の整理計画として、破綻時を想定した生前遺言（リビング・ウィル）の当局宛提出・定期的更新を義務付ける。またSIFsに対する資本・レバレッジ・流動性等の健全性要件の加重をFSOCがFEDに勧告する。

(6) レバレッジ規制は金融安定の重大な脅威とカウンスルが判断する場合負債株式比率 (Debt to equity ratio) が15:1に制限され、与信集中は関係会社以外に対し自己資本（株主資本＋剰余金）の二五%以内の制限が加わる。ベース、悪化、最悪化の各シナリオでのストレステスト、破綻計画修正が求められる。

(7) SIFsを対象に連邦倒産法チャプター11等に代替する破綻処理手続きである。

(8) 法律成立日から二年以内にカウンスルが議会に提出する報告書によりFRBが規則化を検討する。

(9) 短期債務制限は、自己資本（株主資本＋剰余金）対比における制限が加わる。

### 第三章 銀行持株会社ならびに合併・統合などM&A取引規制

#### 1. 合併・統合ならびに銀行持株会社制限

ドッド・フランク法はSIFsを対象にシステミック・リスクをもたらず場合、リスク緩和を目的として当該金融機関に対し合併等の制限、資産売却、当初の合併などを解消するブレイク・アップを命じる権限を規定する。なお米国ではM&Aのブレイク・アップに関して、競合関係にある買収提案がされれば経営陣は株主価値最大化を図る義務があり（レブロン基準）、情報開示などウインドーショップを通じて好条件の交渉に応じるが（フィデュシヤリー・アウト条項）、提案を拒否された買収者に損失が生じる場合には当該損失を賠償する合意をする場合もある（ブレイク・

アップフィー条項)。次に金融安定監督カウンシルの三分の二以上の賛成により、FRBは他の会社との統合・合併の制限、金融商品等の提供の禁止、一部業務の禁止、制限の賦課、さらに不十分と判断される場合、資産ならびにオフバランス項目の売却・譲渡を求める。金融危機時に銀行持株会社として待避した投資銀行につき、ホテル・カリフォルニア (Hotel California) 条項も規定され、総資産が五〇〇億ドル以上で不良資産買取プログラム (TARF) により資本注入された銀行持株会社が地位を返上する場合、ノンバンク金融会社として引き続きFRBの厳格なブルードェンス規制を受け、ボルカー・ルールによる追加的自己資本、量的制限が課される。またノンバンク金融会社の規制防止が規定され、カウンシルはFRB要請により、ノンバンク金融会社の非指定会社につき、金融業務(外国会社は米国の金融業務)が米国の安定に脅威となり、SIFIsの枠組み適用を免れるべく組織される場合、金融業務を指定し厳格な規制下に置く。<sup>10)</sup>

## 2. 銀行持株会社等ならびに合併・統合等の禁止

(1) ボルカー・ルール等による業務範囲の制限 同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、全銀行と持株会社を対象に自己勘定トレーディング、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ (PE) ファンド出資等につき原則禁止する。ヘッジファンド等の出資は受入出資金の三%以下かつ出資者の銀行等の Tier1 資本三%以下に限り許可する。預金保険制度で保護される銀行が高リスク業務を行い T B T F とならないように業務範囲の制限による巨大金融機関の規模抑制を目的とする。米国財務省証券、エージェンシー債等の取得・処分・引受、マーケットメイカー間の気配提示による相対取引であるマーケット

トメイク関連証券や顧客依頼の証券等の取得・処分、リスク緩和のためのヘッジ業務は例外となり、当初案に比し適用除外の対象範囲が明確となる。銀行等によるヘッジファンド等の投資、スポンサーも禁止されるが、一定の許容範囲<sup>⑩</sup>があり、外国銀行組織の米国外のみ (solely outside the US) の行為等も適用除外される<sup>⑪</sup>。政治的圧力等による骨抜き化が進んでいる点は問題となろう。また業務縮小に関連して、第七一六条ではスワップ・プッシュアウト条項 (swap pushout provision) が設けられ (リンカーン・デリバティブ押出条項)、銀行が連邦支援 (federal assistance) を受ける場合にスワップ・エンティティ (swaps entities) の分離を求め、デリバティブ業者に対する連邦支援<sup>⑫</sup>を禁ずる。連邦支援対象とならない限りデリバティブ (金融派生商品) 業務は制限されず、FRB監督下の持株会社の一部としての保険加入預金金融機関の関係会社は禁止対象から外れている。

(2) 銀行持株会社と合併・統合等の禁止 ボルカー・ルールは大規模合併の禁止を図り、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、預金保険対象機関の支配会社、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。取得する金融会社の負債との合計負債総額が前年末の全金融会社の負債総額 (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、全資産または主要資産取得、経営権取得が禁止される<sup>⑬</sup>。金融機関が破綻または危機にある場合、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の事前同意により負債シェア制限適用の免除規定が設けられる。

(10) 中間持株会社設置も命じる。ノンバンク金融会社としてFRBの厳格な監督下に置かれる。ブレイク・アップに関して、近藤浩「MBOの死角第三回 利益相反」日経ビジネス (二〇〇七年八月二三日)。

(11) 許容範囲としては、①銀行等がトラスト、フィデューシヤリー、投資顧問サービスを提供し、②ファンドは同サービス提

供のために組成・募集、またはサービズ提供を受ける顧客に対してのみ組成・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保有しない場合で、④連邦準備法23 A条・23 B条を遵守する等の条件を満たす場合、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の僅かな額の投資について、(a) 銀行等がエクイティ等を保有してもシードマネーである場合、(b) ファンドを設立後一年以内に償還・売却・希薄化により所有権が3%以下となった場合、(c) 銀行等にとって重大ではないものとして投資金額合計が銀行等の Tier1 資本対比3%以内の場合が該当する。前掲・小立敬一三八—一四〇頁。de minimis exception につき、Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP "Registration of OTC Derivatives Dealers" June 4, 2012.

- (12) 米国外活動に関する重要な例外として、銀行持株会社法第四条(c)項(9)号または四条(c)項(13)号に基づく自己勘定取引規定があり、銀行持株会社が、①外国法に基づき設立され、事業の大部分が米国外で行われる場合、②海外事業に伴う事業を除き米国内で事業を行わない場合に適用される。例外規定は銀行事業体が米国内に設立された銀行事業体により直接的・間接的に支配される場合は利用できない。邦銀が米国外において取引を行う場合、米銀行事業体により支配されない限り例外規定を利用できる。solely outside the US の例外は後述のスーパー23 Aにはない。Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP.
- (13) 連邦支援にはFRBのデイスカウント・ウインドウ、クレジット・ファシリティ(連邦準備法一二三条(3)項は除外)、FDIC提供の預金保険、債務保証等が規定される。
- (14) 負債は実際は自己資本比率の分母のリスク・アセットから規制資本を控除してシェアが算定される。外国金融機関では米国のオペレーション関連のリスク・アセット、規制資本の数字が用いられる。

#### 第四章 ドッド・フランク法のM&A取引における影響と検討

##### 1. ドッド・フランク法とM&A規制

以下では論点の多いボルカー・ルールの中でもM&A関連規定に絞って金融業界への影響等を具体的に検討したい。

近年連邦規制法<sup>15)</sup>では the Garn-St. Germain Act of 1982, the Riegle-Neal Act of 1994, the Gramm-Leach-Bliley Act of 1999 等が制定され銀行経営に変革をもたらしている。同法は銀行の M & A 取引を支配する重要な条項を含み、第一義的には M & A 取引奨励よりも取引遂行の規制上の障壁となる<sup>16)</sup>といえよう。将来の買収者に十分な資本・管理要件を課し、負債と預金の集中に対する制限を確立して監督当局がシステムミック・リスクを惹起する取引を制限する方向に導いている。他方、かかる障壁とは反対の方向に同法の他の様相が変化をもたらす可能性もあり、資本への制約、小規模銀行の生存を困難化するコンプライアンス関連経費増加等も挙げられる。かかる側面は議会は制定時には意図しないとしても、産業再編と経済状態の成熟さの中で、銀行の新たな M & A 活動の主導的役割を果たすこととなる<sup>17)</sup>。

(15) Steven J. Pilloff, Board of Governors of the Federal Reserve System Staff Study No. 176, Bank Merger Activity in the United States, 1994-2003 (2004).

(16) ヌンズ・フランク法の M & A 規定に関して、"Bank M&A in the Wake of Dodd-Frank" Michael J. Aiello and Heath P. Tarbert The Banking Law Journal Editor-in-chief Steven A. Meyerowitz Volume 127 Number 10 November/December 2010, pp909-923 を参照した。以下同。

(17) Matt Monks, Consolidation Wave May Swamp 25% of Banks Within 5 Years, American Banker (2010).

## 2. ドッド・フランク法における M & A 取引規定

(1) 自己資本規制の重複——十分な資本化・管理要件の改正——ドッド・フランク法の M & A 関連規定で第六〇七条は重要な影響を与える可能性がある。別州の銀行支配権を獲得する場合、銀行持株会社に十分な資本化・管理要件

(well-capitalized and well-managed requirements) を課すべく一九五六年銀行持株会社法 (the Bank Holding Company Act of 1956 (BHC)) を改正し<sup>(18)</sup>、また一九六〇年銀行合併法 (the Bank Merger Act of 1960 (BMA)) 改正により被保険者の預金機関に対し各州間の合併につき資本・管理要件を充足し規制当局の許可を求める<sup>(19)</sup>。従前は Bank Holding Company Act (BHCA) / the Bank Merger Act (BMA) による適切な資本・管理要件を充足することで済んだところ、十分な管理要件は当局の裁量を伴うが、必要とされる資本比率は柔軟性に乏しいため厄介な面がある。また第一七一条コリンズ修正 (Collins Amendment) に係るが、自己資本規制の重複がみられ、同法第一章では SIFIs 及び監督対象ノンバンク金融会社、コリンズ修正では米国銀行持株会社、さらにバーゼルⅢでは国際的に活発な銀行及び銀行持株会社がその対象となる<sup>(20)</sup>。コリンズ修正では銀行に対する現在のレバレッジ及びリスクベース自己資本規制につき<sup>(21)</sup>、十分な資本と判断される比率は最低リスクベース自己資本比率のうち、Tier1 自己資本比率六・〇%、合計自己資本比率一・〇%、最低レバレッジ比率は五・〇%となる (同法以前は各四・〇%、八・〇%、四・〇%)。監督当局は慣習法上、合併・買収に先立ち自己資本比率の要求をすることもあろうが、同法は更に不文律でデファクトな制限を高める懸念がある。Tier1 資本の定義が狭隘化し、十分な資本化条件は障壁となりかねず、M & A 戦略を企画する銀行に対して相当な負担を課すこととなる<sup>(22)</sup>。

(2) 集中制限 T B T F 問題の収束と軌を一にし、被保険者の預金機関、F S O C 指定の SIFIs に対して第六二二条は集中制限 (Concentration Limits) 規定を設ける<sup>(23)</sup>。債務に対する全体的制限として、結果的に総計で米国預金債務の一〇%以上を持つ場合、買収・合併が禁止される。現在 B H C A は一〇%超を保有する場合銀行持株会社による州際銀行の買収を制限するが、銀行の合併、銀行持株会社による B H C A 上の銀行ではない預金保険対象機関の州際

買収、貯蓄金融機関持株会社による預金保険対象機関の州際買収にも拡大適用される。同法六一三条ではB H C A、B M A、持家所有者ローン法令 (the Home Owners' Loan Act) を改正し、各州間の買収・合併はいかなる預金金融機関もF D I Cの被保険預金の一〇%以上を支配できない旨を規定する。同法はM & A取引が債務不履行あるいは危機にある預金金融機関を包含する場合、買収がF D I C支援を得て達成される場合、監督当局の集中制限の限度額引上げを認める。<sup>(23)</sup> M & A取引が当該制限にかかることは直ちに考えにくいとはいえ、集中制限は銀行業における大規模合併をより複雑なものとするようになる。

(3) システミック・リスク・ファクター 大規模合併防止の意図された障壁として、B H C A第三・四条によりF R Bは競争、金融、管理・監督等の各要因から銀行とノンバンク買収の防止権限を有する。<sup>(24)</sup> B M AはO C C (米国通貨監督庁)、O T S (貯蓄機関監督局)、F D I C及びF R Bに関し同種の内容を規定する。<sup>(25)</sup> ドッド・フランク法では、貯蓄金融機関を統括するO T Sは、国法銀行監督当局であるO C Cに統合され、連邦レベルの保険業監督当局であるF I O (連邦保険局) が財務省の中に設けられることになる。また、同法は、システミック・リスク・ファクター (systemic risk factor) の要因を加えB H C A・B M Aを修正する。監督当局は提案された買収・合併、再編が全米の銀行業務・金融システムの安定性に与える大きな集中したリスクの程度を考慮し獲得対象の企業・資産規模が一〇〇億超の金融持株会社買収に対しF R Bの事前承認を要求する。<sup>(26)</sup> 同等の大手銀行間取引では集中制限と併せてシステミック・リスク・ファクターの問題が生じ、さらにオーバーナイト (翌日物) 資金市場の決済システム等安定性の問題が先鋭化する場合はかかる制限によりM & A取引が複雑になる可能性がある。伝統的銀行取引よりも高リスクと認識されるノンバンクの合併等も同様であろう。<sup>(27)</sup>

(4) ノンバンクの合併モラトリアム (moratorium on nonbank banks) 銀行のM & A市場では正規の金融機関ならびに商業会社 (commercial company) によるノンバンク買収の比重が大きい。<sup>(28)</sup> 立法担当者が商業会社が銀行関連の厳格規制を回避して銀行業務分野に参入するとして異を述べる所以である。<sup>(29)</sup> 猶予期間として、銀行が商業会社により支配される場合、産業銀行、クレジットカード銀行、信託銀行に関して新しいFDIC保険の三年間の猶予期間が賦与される。<sup>(30)</sup> ノンバンクが商業会社により直接的、間接的に支配される全取引において適用される。<sup>(31)</sup> 商業会社は本質的に非金融活動の収益が一五%超であることが要件となる。<sup>(32)</sup> 同法では支配の変更があり、八五%以上が非金融収益である会社により産業銀行、クレジットカード銀行、信託銀行が設立される場合、規制当局が許可を与えないことを規定する。<sup>(33)</sup> デフォルト危機にあるノンバンク買収ではモラトリアムの例外があり、また支配の変化が二つの商業会社の間的大型合併として起こる場合、モラトリアムは撤廃される可能性がある。かかる限定された例外はあるが、モラトリアムの存在はノンバンク子会社売却に関する取引につき、M & AのBidder (入札者) として規制を受ける持株会社と商業会社の双方において、複雑な局面を現出する要因となろう。

(5) 資本制約 ドッド・フランク法の挑戦的な様相は資本・負債への制約を課すことで、金融危機の主因を銀行の僅少資本と考え、議会の予測可能な救済策としてより多くの資本と少ないレバレッジの保有を要請する。同法第一七一条のコーリンス修正において、<sup>(34)</sup> 監督当局に預金金融機関・持株会社に対する一律で最小リスクベースの資本・レバレッジ要求基準策定を求める。被保険貯蓄金融機関に適用可能な必要条件よりも量的に低くてはならず、規制対象の持株会社に適用される資本・レバレッジ要件がFDIC監督下の子会社銀行に適用される最も厳しい比率と完全に同一であることを要求する。従前、持株会社はTier1として認定される信託・優先出資証券 (trust-preferred securities

TruPS)、累積的優先株 (cumulative preferred shares) 発行を享受したが、FDICは預金取扱金融機関にはかかるオプシオンを認めない。全米で約一五〇〇億ドルのTruPSがあり急速な排除は困難なため、一五〇億ドル以下の資産規模の金融機関に対して恒久的な適用免除とし、大規模な金融機関に対しては段階的廃止 (グラントファザリング) ルールを提供する。潜在的に破滅的な結果となることを回避するが、段階的廃止によつては追加資本を求める金融機関において意味をなさない可能性もある。TruPSの新規発行はTier1の非適格資本となり、金融機関の株主に必ずしも魅力的といえず、基本的な普通株式等に回帰することとなる。現状の証券市場においては償還自体も容易でない<sup>(36)</sup>。同法は監督当局に対し、金融システムにリスクをもたらす金融活動を対象に強化された資本要件の賦課を求めるが、デリバティブ・証券化商品、金融保証、有価証券の貸借・買戻等も含まれ、手続きが煩雑な自己資本増加を強いることとなる。同法第六一六条では被保険貯蓄金融機関及び規制される持株会社に対しカウンター・シクリカル (景気変動抑制的) な資本水準を要求し、金融危機の回復過程にある金融機関の負担は大きい<sup>(37)</sup>。長期的・堅固な観点から、持株会社が子会社の貯蓄金融会社に金融危機時の金融支援を図ることが意図され、厳格な資本・レバレッジ要件は銀行セクターの収益性低下をもたらさそう。経済規模拡大による収益性追求こそM&Aの誘因であり、同法はM&A規制の強化を図る意図を有するものである。反面、長期的には銀行セクター間のM&Aの促進要因となることも指摘され、新要求水準を充足できない金融機関には、自らの売却がFDICの財産管理から逃れる唯一の手段となる可能性もある<sup>(38)</sup>。

(18) Bank Holding Company Act of 1956 § 3(d)(1)(A), 12 U.S.C.A. § 1842(d) (2001), amended by Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. 111-203, § 607(a), 124 Stat. 1376 (2010), Another provision of the Bank Holding Company Act

- of 1956, § 40(D), 12 U.S.C.A. § 18430(2001), amended by Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 606(a), 124 Stat. 1376 (2010).
- (19) Federal Deposit Insurance Act of 1950 § 44(b)(4)(B), 12 U.S.C.A. § 1831u(b) (2001), amended by Dodd-Frank Act, § 607(b).
- (20) セオドア・A・バラダイス、杉山浩司、タニエル・E・ニーマン (Davis Polk & Wardwell LLP) 「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)。
- (21) FDIC Rules and Regulations § 325.103(b)(1)(i)-(iv), 12 C.F.R. § 325.103 (pursuant to Federal Deposit Insurance Act of 1950 § 38, amended by Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991, Pub. L. 102-242, § 131, 105 Stat. 2236).
- (22) Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 622, 124 Stat. 1376 (2010).
- (23) Federal Deposit Insurance Act of 1950 § 18(c)(13)(B), 12 U.S.C.A. § 1828(c) (2001), amended by Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 623(a), 124 Stat. 1376 (2010).
- (24) Bank Holding Company Act of 1956 § 3-4, 12 U.S.C.A. § 1842-1843 (2001).
- (25) Bank Merger Act of 1960, 12 U.S.C.A. § 1828(c) (2001).
- (26) Bank Holding Company Act of 1956 § 3(c)(7), 12 U.S.C.A. § 1842(c) (2001), § 4(k)(6)(B), 12 U.S.C.A. § 1843(k) (2001), amended by Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 604(e)(2), 124 Stat. 1376.
- (27) 地域銀行 (regional and community banks) 間の典型的合併とは関連はなからぬか。
- (28) Marcuro A. Harjoto, Ha-Chin Yi, & Tosporn Chotigear, Why Do Banks Acquire Non-Banks?, *Journal of Economics and Finance* (April 16, 2010).
- (29) Examining the Regulation and Supervision of Industrial Loan Companies, Before the S. Comm. on Banking, Housing, and Urban Affairs, 110th Cong. (Oct. 4, 2007).
- (30) 支配権制限に類似の制限があるが、債務不履行の危険性及び銀行支配会社の一定の買収に関する例外がある。BHC Aに関するGOA調査により財務相提案が抜け穴を塞ぐものになっていた。
- (31) BHC A第4条(K)により定義され Gramm-Leach-Bliley Actにおいて追加されている。

- (32) Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 603(a)(2), 124 Stat. 1376 (2010).
- (33) Bank Holding Company Act of 1956 § 4(k), 12 U.S.C.A. § 1843(k) (2001). For definition of “commercial company”, see Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 602, 124 Stat. 1376 (2010).
- (34) Jennifer Salauric & Joseph Wilcox, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Emerging Issues Regarding Trust Preferred Securities, 13(3) SRC Insights 8 (First Quarter 2009).
- (35) Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 171(b)(4), 124 Stat. 1376 (2010).
- (36) Jeff Horwitz, Redeeming Trusts Is Attractive But Not Always Feasible, American Banker (2010).
- (37) Bank Holding Company Act of 1956 § 5(b), 12 U.S.C.A. § 1844(b) (2001), amended by Dodd-Frank Act of 2010, Pub. L. 111-203.
- (38) FDICの問題リストに資産規模四〇〇億ドル以上の八一九金融機関がある(二〇一〇年六月三〇日時点)。

### 3. ドッド・フランク法によるM&Aの促進要因

(1) ドッド・フランク法のM&Aへの影響 ドッド・フランク法はM&A取引の一層の困難化を意図するにも拘わらず、結果的に業界再編、M&Aを進める可能性もある。銀行業界への同法の影響は深遠といえ、金融危機後の厳しい経済状況の中、Gramm-Leach-Bliley of 1999等近時の連邦規制後の新たなM&A取引の方向性を形成することも想定される。

(2) 基本に戻る禁止令 同法の基本に戻る禁止令 (back-to-basics prohibitions) はリスクのある非伝統的業務への集中が金融危機の要因として指摘され、不合理なリスクを保有するとみなされる特定活動を大規模金融機関から除外することを主眼とする条項が含まれる。特にボルカー・ルールでは、負債性資本投資 (divestments) を分離し、当該事業分野から資金を引き上げ伝統的的事业分野に再注力するにつれ、間接的に伝統的貸付部門のM&A取引を促

進することが考えられる。<sup>(40)</sup> 同ルールの与えるインパクト等は不明確な面もあるが、議会の明確な意図 (Congress's unambiguous intent) としては銀行ならびに銀行持株会社に対し、かかる業務部門の分離を図らせるもので、<sup>(41)</sup> 小規模金融機関は被保険預金業務を扱い、同ルールで活動が制限されて相対的に業務の継続性に疑問が生じ、最終的には売却 (debank) を選択することが多くなるよう。

(3) Too small to succeed TBTF 問題につき、監督当局の指揮、権限賦与のための二三〇〇ページに及ぶ法規、五〇〇以上の規則制定により、金融部門に対する規則遵守の経費増加、規模利益を伴う共同体銀行 (community banks) における不利益発生等が懸念され、<sup>(42)</sup> 規模の経済の問題は消費者金融でも顕在化する。<sup>(43)</sup> 同法は権限の強い金融消費者保護庁 (Consumer Financial Protection Bureau CFPB) を創設し、自立・継続した予算、規則制定とエンフォースメントの機能を担う。<sup>(44)</sup> 一〇〇億ドル以下の資産の共同体銀行と地域金融機関 (regional institutions) は CFPB の直接の監督からは原則として外れるが、実質的に CFPB 規則は全金融機関に及び、小規模金融機関は消費者に焦点を当てるため不均衡による影響が大きい。共同体銀行で抵当ローン等に関する規制上の負担が増加しよう。

(4) 経済状態 (Economic Conditions) 金融危機の経営混乱状態から改善していれば同法の影響はさほど問題とならないが、現実には多くの金融機関が破綻の瀬戸際にあり、法令面以外に経済状態が銀行業界を合併へと指向させる要因となってくる。第一に、特定資本と不良資産の対比を示すテキサス比率 (Texas Ratio) をみると一〇〇%以上の金融機関は四五一、総資産は二三九〇億ドルにも達し、<sup>(45)</sup> こうした金融機関は M & A の対象となりかねない。第二に、法令に伴う経営コスト増は歴史的に銀行の経営行動をより挑戦的なものとする。第三に、健全な銀行は M & A を指向し、強い財務基盤を保有する保守的銀行が地理的な勢力拡大を図り証券市場の停滞した評価を逆に利用する。<sup>(46)</sup> PE は

中小銀行買収を図るべく地域金融強化を図る傾向にある。米国は新興国に比較して人口比で銀行数が多く、八〇〇〇にも及ぶ銀行、貯蓄金融機関を抱え産業として過剰供給状態ともみられ、合併・統合を制限する同法によりM&A等の業界再編がむしろ促進されるとも考えられる。

- (39) Letter from Jeffrey Merkley & Carl Levin, United States Senators, to Federal Reserve Board, Securities and Exchange Commission, Commodity Futures Trading Commission, Federal Insurance Commission, Office of the Comptroller of the Currency (Aug. 3, 2010).
- (40) Dodd-Frank Act, Pub. L. 111-203, § 619, 124 Stat. 1376 (2010).
- (41) Heath Tarbert, The Vagaries of the Volcker Rule, International Financial Law Review (Sept. 2010).
- (42) Press Release, U.S. Chamber of Commerce, U.S. Chamber Says Congress 'Failed' in Its Attempt to Reform Financial System (Jul. 15, 2010).
- (43) Neil B. Murphy, Economies of Scale in the Cost of Compliance with Consumer Credit Protection Laws: The Case of the Implementation of the Equal Credit Opportunity Act of 1974, Journal of Bank Research (1980).
- (44) Title X – Bureau of Consumer Financial Protection, § 1001-1100H (created to implement and enforce federal consumer financial law).
- (45) Keeffe, Bruyette & Woods, Banks: Bringing Back the KDW Takeover List 7 (Jun. 30, 2010).
- (46) PriceWaterHouseCoopers, Transaction Services, On the road again - Transactions in an opportunistic market: US Financial Services M&A - An analysis and outlook 14 (2010).

#### 4. 銀行持株会社ならびにM&A規制による戦略的策定への影響

(1) 戦略的策定の影響 ドッド・フランク法で規制対象が複雑に分化し、各項目間で規制内容も絡み合う。同法

### 第Ⅵ章 (Dodd-Frank Act - Title VI: Improvements to Regulation of Bank and Savings Association Holding Companies and

Depository Institutions) では一九五六年銀行持株会社法 (Bank Holding Company Act of 1956) の改正等の形で、いかにして大規模金融持株会社 (large financial holding companies (FHCs)) が規律され、いかなる条項に基づき被保険貯蓄機関を保有できるか等が規定される<sup>(47)(48)</sup>。非伝統的銀行をも対象とし、グループ間取引を通して規制を行い、新しい貸付制限は国法銀行 (national bank)、州法銀行 (state bank) の活動をも対象とす。FRB は、全ての FHC と銀行持株会社に対する金融機能規制機関 (functional regulators) として新たな規制の展望を提供している。一定の子会社の活動も銀行の指図による場合は制約を受け、銀行とノンバンクの各金融業務の戦略的統合 (a new strategic framework for integrating banking and non-bank financial service) を創造する。大型 M & A 取引に関する全体的基準が変化し、今後は同法による変化を踏まえた CEO による新たな戦略的考察が求められる。

(2) 今後の方向性 ドッド・フランク法と従来の金融規制法との相違点は M & A 取引遂行上の障壁を引き上げていることであるが、十分な資本化・管理要件等の制限規定にも関わらず、統合・再編の動向は今後確実な傾向になる。同法による銀行資本強化、厳格な規制、監督強化とコンプライアンス遵守の負担などへの圧力に伴い、代替手段のない金融機関においては M & A の対象となる以外に選択肢がなくなる。現下の経済情勢がかかる傾向に拍車をかけ、結果的に M & A の急速な増加をもたらすことが予想される。

(47) Financial Services Management "Holding-Company Powers, M&A" Cite Dodd-Frank Act Public Law No: 111-203 Title VI Recommended Distribution CEO, CFO, Corporate Planning, Risk Management, etc.

(48) Samuel C. Thompson, Jr. "Mergers, Acquisitions and Tender Offers: Law and Strategies" Volume 3 Chapter 17 M&A involving Bank Holding Companies, Including Impact of the Dodd-Frank Act. 2010.

## 第五章 連邦準備法第23 A及び第23 B条制限の修正—スーパー23 A・23 B—

1. 第23 A・23 B条による制限及び域外適用 銀行持株会社のグループ経営に大きな影響を与える規定として、連邦準備法 (Federal Reserve Act) 第23 A条 (ファイヤー・ウォール規制) 及び第23 B条 (アームズ・レングス・ルール) による制限がある。第23 Aの対象取引は、関連会社に対する信用供与、関連会社証券への投資、関連会社からの資産購入である。関連会社との対象取引は資本金及び剰余金の一〇%に制限され、全関連会社との間でも二〇%に制限される<sup>49)</sup>。第23 B条は、関連会社との取引に関して市場条件で行うことを義務付けている。第23 A及び第23 B条は、米国の支店または代理店による一定の取引以外は、米国外銀行には適用されない。

2. 許容される活動に対する追加的制限・制限の修正—Super section 23 A・23 B— 許容される活動に対する追加的制限に関し、ボルカー・ルールによる第23 A及び第23 B条の制限の修正 (Super section 23A・23B) として、レボ (債券貸借) 取引、証券貸出及びデリバティブが含まれ、銀行または関連会社によって助言されるファンドが関連会社に含まれるように対象範囲が拡大する。銀行等がヘッジファンド等の投資顧問となる場合には第23 A・23 B条が適用されることになる。このほか担保維持要件の強化、金融子会社との取引に関する特別な取扱いの廃止、適用免除を定めるFRB権限の修正・縮小、FRBが相殺契約に基づく価格変動リスクに晒された信用エクスポージャー (credit exposure) の計算を決定すること、第23 A及び第23 B条は貯蓄金融機関には連邦準備制度加盟銀行として拡大適用されること等が規定される。

(a) 許容される活動に対する追加的な自己資本規制等の定量的制限 銀行事業体の自己勘定取引禁止、ヘッジフ

アンドへの投資、スポンサーの禁止には多くの例外があるが、規制当局は銀行事業体の安全性・健全性の保障のために適切である場合、分散投資に関する要件を含め、追加的自己資本規制等の定量的制限を課すことが求められる。<sup>(1)</sup>

(b) 助言先ファンド、運営先ファンドとの取引に対する連邦準備法第23 A・23 B条による制限 ボルカー・ルールはヘッジファンド、P Eの間で一定のビジネスを行う銀行事業体に対し、第23 A・23 B条の制限を拡大適用する。ボルカー・ルールにおいて、銀行事業体によるファンドとの一定取引は、銀行事業体自体が銀行でない場合、ファンドが関連会社でない場合のいずれも第23 A・23 B条制限の対象となる。銀行事業体が直接的または間接的にヘッジファンドまたはP Eの投資マネージャー、投資アドバイザーまたはスポンサーを務める場合、当該銀行事業体・関連会社はファンドとの間でローンまたはデリバティブ等の第23 A条対象取引が禁止される。第23 A条制限はファンドを組成、募集する場合の銀行事業体にも適用される。第23 B条制限は、銀行事業体が直接的、間接的にファンドの投資マネージャー、投資アドバイザー、スポンサーを務める場合、ファンドを組成・募集する場合に適用され、銀行事業体・関連会社は当該ファンドとの全取引に関して第23 B条の市場条件の要件の対象となる。このため銀行によるファンドに対する資産売却は第23 A条制限の対象とはならないが、市場条件で行われなければならない。F R Bは、銀行事業体がヘッジファンドまたはP Eの間で主要な仲介業務を行うことを可能とするため、第23 A条による対象取引禁止に関して適用免除を規定できるが、一定要件として同ルールのその他の要件を遵守していること、当該取引が銀行事業体の安全かつ健全な運営状況を阻害しない旨のF R Bによる判断などが求められる。ルール回避行為防止として規制当局はボルカー・ルール遵守の確保のため、内部統制及び記録保存に関するルールの制定が求められ、銀行事業体または金融システム上重要なノンバンク金融会社が同ルールの要件の回避行為としての投資、活動を行ったと考え

る場合、活動の中止または投資の処分を命じなければならない。

(49) 全ての信用供与取引は、有担保でなければならない。日中の信用供与、一定の担保付ローン及び一定の流動資産の購入の適用免除規定がある。

(50) U.S. Legal Developments by Ted Paradise, Davis Polk & Wardwell LLP.

(51) 追加的自己資本規制の判断において、シード投資またはその他僅少な投資に関する例外に基づく銀行事業体の既存投資額は、当該銀行事業体の資産及び有形株主資本から控除される。控除額は投資対象のヘッジファンドまたはPEのレバレッジに基づいて増加する。

## 第六章 ドッド・フランク法の帰趨と展開ならびに我が国への影響

1. 意図されない潜在的な帰結とジレンマ・パラドックス 銀行持株会社、それを前提とするM&A規制強化は短期的にM&A取引を停滞させるが、長期的視点に立てばM&Aの促進という逆方向に作用しかねないことを述べた。ボルカー・ルールの主旨は金融危機の再発を予防する観点からT B T Fな銀行の出現を抑制し、本来の伝統的業務に回帰させ、ためにM&A取引も規制強化せんとする。規制強化により銀行統合・デリバティブ部門の買収等は従来以上の規制がかかるが、皮肉にも現実にはToo small to succeed等から逆の事態を惹起しかねない懸念を内包することになる。こうした事象はドッド・フランク法の他の局面でも至る所でみられる。当初の目論見と逆に作用しかねない点で規制強化の意図されない潜在的な帰結、パラドックスの例であり、ジレンマともいえる。

シテイグループ(NY)ヒヤリングにおいても、規制強化のジレンマならびにパラドックスが指摘された。<sup>(52)</sup> 法文の

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(藤川)

詰めの甘さから自動車ローン等周辺業務への影響が生じ、かかる副作用を制限せんとすると本来の規制効果が薄まる。ジレンマを抱える。規制強化するほど、規制のかららないヘッジファンド、規制の緩い他国（シンガポール、リヒテンシュタイン）へ資金が逃避し、ますますコントロールしにくくなるという、意図されない潜在的な帰結<sup>55)</sup>としてのバドックスも有する。米国は日欧と異なり銀行依存度が低いため、規制をかけやすい事情もある。米国における現場のリスクテイクに関する市場全体の姿勢につき、金融規制改革の対応よりも、足下の金融緩和策の結果、短視眼的としても、皮肉にも市場全体ではよりリスクテイクする方向に回帰する状況も窺える。

同法は規制緩和の流れにあつた米国金融法制史上、金融危機の再発防止に向け、大きく規制強化へ舵を切るものであるが、金融業界や共和党の巻き返し・ロビー活動等から実体は骨向きになりつつあること、FEDと消費者保護庁の管轄の一貫性のなさ等が問題として指摘される。適用除外・段階的適用等も多く、実効規定の大部分は今後のSEC等細則整備に委ねられ長期間を要することなども相俟つて、方向性が交錯し、最終的な具体性がみえてこない嫌いがある。広範囲な内容を網羅し、二〇〇二年米国企業改革法 (Sarbanes-Oxley Act SOX 法) 改革、内部通報者保護等にも関連するが、その実、未達事項としての積み残した領域、規制内容が逆に弱まった事項なども存在する。バンドワゴン (Bandwagon 便乗政策) 条項、意図されない潜在的な帰結等も加わり、法全体の視野を一層不透明にしている所以である。コーポレート・ガバナンス改革などは、バンドワゴン条項の代表であろう。役員報酬関連では、ゴールデン・パラシュート (Say-on-golden Parachutes) 規定など、M&Aとガバナンスの結合した領域の規定もあり、概念の新鮮さが窺える。

2. 域外適用等の検討―差別的跛行性と我が国への影響― ドッド・フランク法の規制強化につき「出口」を考え

ると、同法は基本的には国内法であるが、米国進出の我が国大規模金融持株会社には適用が及び、更に外国金融会社の取扱い、域外適用の可能性等影響が不明な点が多々ある。<sup>(54)</sup> 先進諸国のコンバージェンス (Convergence) をもたらし、各国の国内法整備を促す等の予測も出される。<sup>(55)</sup> ①私見であるが、同法の規制強化とSECのクロスボーダー (国際的) M & A規則改訂は、一見すれば方向性が逆とも思えるが、相互作用・関連性が問題となり、域外適用が認められれば敷衍してグローバル・スタンダードとしてコンバージェンスする結果、米銀の海外進出・業容拡大には協働して有利に働く局面もあるうか。②ボルカー・ルールにつき、外国銀行グループに属する米国外拠点に対し直接適用されること、規制適用除外の証券が米国債等に限定され、日本国債や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等につき、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。<sup>(56)</sup> ③スワップ・ブッシュアウト条項に関して、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が指摘される。意図せざる帰結ともなり得る論点である。<sup>(57)</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こと等の跛行性がある。④更には Foreign-cubed 訴訟に関して米国証券法の域外適用を原則否定する二〇一〇年六月連邦最高裁判所 Morrison 事件と、詐欺禁止条項違反を主張してSEC、米国政府に対し訴権を認め域外適用を許容する同法第九二九条P規定の関連も新たな議論となるう。<sup>(58)</sup> 行為・効果基準を復活させ、連邦議会による域外適用の立法意思は明白であるため判例法理からも域外適用が否定されることはない。一般私人にも提訴権を認めるかが問題となる。他方、我が国等からは各国の事情、ビジネスモデルに合致した規制体系の維持の重要性等が反論として述べられる。日欧では米

国と異なり金融市場の銀行機能の比重が大きく経済停滞の実際上のリスクは少なくない。金融グローバル市場の共通性を通じ、一定の法規制統一に向けた影響はやむを得ない面もあるが、逆に当該国の *Procyclicality* (景気循環増幅効果) を拡大する結果となつては本末転倒である。我が国において、金融危機の発祥地である米国発の規制強化の流れに対する異論が強く唱えられる所以でもある。

3. ガバナンス改革の停滞 金融危機防止には規制面のみならず、モラルハザード、利益相反問題等に絡み、経営陣の自主的ガバナンス改革を進めさせるための枠組みが両輪として不可欠となる。取締役会のリスクガバナンス機能強化が求められ、CRO (Chief Risk Officer)、リスク委員会等が統合的リスク管理 (ERM) の要として重要な役割を担う。独立報酬委員会の設置義務、公開会社の委任状勧誘規制強化等を図り、基本的に米国外国企業は非適用であるが、インセンティブ報酬の枠組みの開示義務及び過大な枠組みの禁止は外国銀行持株会社を含む預金金融機関持株会社にも適用され、報酬返還ルールも米国外場の本邦企業は対象となる。反面では皮肉なことに同法実施と軌を一にして経営判断原則適用による取締役責任の軽減など (Cii基準<sup>⑧</sup>)、米国のガバナンス改革停滞の動きが指摘される。今次金融危機の要因の複雑さ、対応の困難さを反映していよう。

4. ドッド・フランク法の帰趨と今後の展望―国際的資金管理との協働の必要性など― 今次の金融危機後、各国規制機関の国際協調体制構築の必要性が<sup>⑨</sup>つとに強調されたが、先進諸国における金融緩和を背景としたリスクテイク増大の方向性は、国際的な資金フローを通じて新興国への資金流入をもたらし、新興国におけるアセット・バブルを引き起こしかねない。私見であるが、(一)でも *Procyclicality* と同種の問題が生じることになる。民間ベースの金融機関に対する規制策のみならず、資本流入サイド (新興国) ならびに流出サイド (先進国) の双方からの政策対応を

I M F (International Monetary Fund 国際通貨基金) などが管理し、国際的な安定的な資本通貨策を確立させる必要性がある。I M Fは規制機関でない点に限界もあり、資本フローがもたらすベネフィットのみならず、負の側面についてのセーフガード措置に関して、国際的な国家間合意が必要となる<sup>(84)</sup>。

同法は広範囲で息の長い、S O X法以上に後世に大きな影響力を保持しうる立法事項といえよう。しかしながら、あまりに多くの規制強化の立法事項を網羅的に保有し、批判に対する回答形式で条文が策定され、F S O Cカウンスルでの協議・見解が提示されるなど、即断的導入を前提としない部分も多く見受けられる。また法内容の最終内容確定までには時間を要するため、その間に現状の理念を変化させるような経済・財政状態の変化が現出しないとも限らない。域外適用等の影響から各国の異論も出され、現時点で一定の結論に固めることもすぐわかない面がある。規則制など実践局面において、規制強化と緩和の動きの交錯した不透明で神経質な展開を見せつつあるが、米国の債務上限問題に伴う格付低下、欧州財政問題の悪化・ユーロ危機など、大枠としての世界経済全体の停滞・不透明感、方向性のなさを反映してもいよう。ドッド・フランク法の制定経緯、複雑さのほか、意図されない潜在的な帰結の存在等も相俟って、今後は事前に開示の充実を図るとともに、事後の法執行状況の逐次のモニタリング等を強化しつつ、法定の趣旨を損なわぬよう丁寧な導入を図らざるを得ないのが実情であろう。域外適用や実質的法規範形成などを通じて、欧州のユニバーサル・バンキング、銀証の一定の分離を保ちつつ独自のグループ展開を図る我が国の銀行持株会社体制などに対しても大きな変革をもたらす可能性はある。バーゼル銀行監督委員会のB I S III、英国キャメロン連立政権の新金融改革(Ring Fence Bank)の進展等も合わせて、今後の動向が注視され、コンバージェンス・一体性のある真に実効的な改革に向けて各国が協働していくことが望まれる。

(52) Citigroup (New York) における筆者ヒヤリングによる (二〇一一年五月二日)。先方は債券営業部 Director Kenn Kiriara、日本政策投資銀行 New York Representative Office (青貝忠所長) の協力を得た。ドッド・フランク法は、当初は金融危機を引き起こした経営陣に対するサンクション (sanction) 等のニュアンスも強く、必ずしも精通した人間により策定されたとはいえないこと等が指摘される。

(53) 経済的見地からは貸付コストの減少による景気後退長期化、金融仲介コストの増加、金融市場のオフショアへのシフト、銀行からヘッジファンドへの人材流出、不利な立場にある人々に対するアクセスによる危険性の高い貸付の促進、デリバティブに関する流動性の低下、大手銀行の利益の減少など。

(54) 紙幅の制約等から残された問題である域外適用、ガバナンス等の更なる検討は別稿を期したい。

(55) 松尾直彦教授・弁護士「アメリカのドッド・フランク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) 参照。同法は、①米国当局に対して外国との協議を義務付け、協議を通じて我が国の金融規制が影響を受ける可能性がある *GIS's* 規制、CFTC 及び SEC などデリバティブ規制ほか。②外国の金融規制が相応するものでない場合、米国市場へのアクセスを禁止・制限する規定を置き事実上外国に対して相応する金融規制制度を求める。同「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。

(56) クロスボーダーの公開買付及び合併を規定する SEC 規則 (一九九九年) は、遅延及び費用を強いるのみならず、米国会計基準に準拠した登録届出書を提出する必要性が企業間の合併を妨げるなど、非米国企業に煩瑣であり、二〇〇八年九月改訂により米国投資家による海外取引への参加能力を高める。

(57) 米国債は自己勘定取引でも引受・マーケットメイク、リスク・ヘッジ等の取引は規制されない。

(58) 短期為替スワップ取引規制により米ドル資金調達困難化、米国外ファンドに対する投資決定に不確実性を生じさせる等も懸念として挙げられる。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)。日本国債等邦銀の関連取引コストが増加し米国現地法人撤退に繋がりがかねない。域外適用の抑制、支配及び関連会社の定義を修正し外国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・現地法人の除外、自己勘定取引の禁止に関するトレ

「ディング勘定の反証可能な推定規定 (Reputable Presumption) の削除が望まれる。全銀協「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」(二〇一二年一月三日)、同「米国ボルカー・ルールに対するコメント」(二〇一〇年一月五日)(一律適用)、同「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コメント」(二〇一二年二月三日(域外適用))。

(59) 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議会証言し、当初の意図通り外国銀行支店等も免責条項を含め米国内銀行と同様に扱うことが望まれる。

(60) Morrison v. National Australia Bank, Ltd. No.07-0583-cv (2d Cir. 2008), 「米国連邦第二巡回区控訴裁判所、外国発行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)、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(二〇一一年二月七日) 四八―五〇頁。

(61) Choongsoo Kim, Governor, Bank of Korea "Financial Integration, Financial Stability, and Central Banking, Asian Market Integration and Financial Innovation", Financial Service Agency, Government of Japan, February 10, 2012, 金融調査研究会「安定的な経済成長のためのブルーデンス政策のあり方」(二〇一〇年二月二〇日)。

(62) 松嶋隆弘教授・弁護士は、経営判断の原則の意義と根拠につき、「第一に経営の性質である。……第二に、経営判断に関する裁判所の審査能力の問題……事後的な事情に基づき取締役の結果責任を負わせることとなつてしまい、不当である。そして第三に、経営判断の失敗に関するリスクは取締役を選任し、経営につき委任した株主に負わせるべきである。」と述べ、前提となる事実の認識に誤りがある場合につき、経営判断などとはとてもいえない事例、ミスを隠そうとする事例、意思決定の過程につき企業経営者として不合理なものがなかったかとされた事例の三類型を示し、整理して切り込まれる。金融危機における米国投資銀行の経営判断のあり方について、示唆に富む。松嶋隆弘『税理士のための中小企業の内部統制』日本税理士会連合会推薦・ぎょうせい(二〇〇八年五月) 三五―四四頁参照。

(63) 二〇〇九年シテイグループ判決(デラウェア衡平裁判所)では、金融機関取締役に対しても事業会社取締役に対すると同様の経営判断原則を適用する手法(CB基準)が示され、多くの株主訴訟が却下される。変動幅の大きい金融市場におい

て、平時の経営判断原則の適用に批判的な見解も出される。松浦肇「足踏みするアメリカのコーポレートガバナンス改革」金融財政事情 (二〇一〇年一月八日)。吟味の基準そのものへの疑問ではなく、適用を図る前提に対する疑念ということになる<sup>66</sup>。In re Citigroup Shareholder Litig. 964 A.2d 106, 122 (Del.Ch. 2009), Joseph W. Cooch "In re Citigroup Inc. Shareholder Derivative Litigation: In the Heat of Crisis, Chancery Court Scrutinizes Executive Compensation" 2011.

(64) 高村泰夫世界銀行日本理事室理事代理、野村宗成 IMF 日本理事室審議役他 (二〇一一年 IMF 世銀春総会の評価と今後の課題) ワシントン DC 開発フォーラム研究会 (於世界銀行本部 Washington DC 二〇一一年四月二十八日)。国際通貨システム (IMS) の分析としてサーベイランス、資本フロー、流動性の三点から検討する。包括的でバランスのとれた資本フローへの対処に関するアプローチが重要になる。各国別の状況と金融面統合の利益を踏まえつつ、資本流出につながる政策と資本流入への対処策の双方についての勧告を含むべきである。IMF に対し、世界的な流動性、資本勘定の管理に関する加盟国の多様な経験、国境を越えた資本フローの自由化、国内の金融市場の発展を深く分析するよう強く促すとしている。

〔本稿は、二〇一〇年日本大学海外派遣研究員 (短期 A) の研究成果の一部である〕