

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スル（FSOC）

関 雄太、神山 哲也

■ 要 約 ■

1. 米国金融安定監督カウンスル（FSOC）は、2011年1月18日、銀行による自己勘定トレーディング及びヘッジファンド等への投資・スポンサー業務の禁止に関する調査・提言を公表した。今回の報告書は、米国大手金融機関のビジネスや収益性に相当の影響を与える可能性があるボルカー・ルールの具体的なルールメイキングの第一歩といえる。
2. 本報告書で第一の注目点は、自己勘定トレーディングの禁止規定に関して、許容されるトレーディング活動に挙げられたマーケットメイク、ヘッジ取引、引受業務に対する追加的な制限を求める明確な記述がなされなかったことである。すでに昨年夏以降、多くの大手金融機関が、自己勘定トレーディング部隊について、スピンオフ、転籍、閉鎖などの対応をとり始めているが、現時点でFSOCが考える規制範囲と、金融業界の関係者がボルカー・ルールの明確な禁止対象と認識していた範囲にはそれほどずれがなかったと言える。一方で、依然としてグレーゾーンが残されていると見る声もあり、今後の規則策定論議は引き続き注目されよう。
3. 第二の注目点は、FSOCが今後、自己勘定トレーディング禁止規定を確実に執行し、監督していくための原則とフレームワークを示したことである。許容されないトレーディング活動を特定するための手法として挙げられた収益ベース指標、収益対リスク指標、在庫指標、顧客フロー指標は、将来の監督行政のガイダンスとして活用される可能性を持っている。また、定性面では、ボルカー・ルールの遵守を確保していくために、銀行側に内部管理体制の整備を求めると同時に、取締役会の関与やCEOによる監査証明（Attestation）の開示を義務化することが提案された。これらの提案が実施されると、被規制側の金融機関には相当の規制対応コストがかかる可能性がある。
4. ヘッジファンド等への投資・スポンサー業務の制限については、従来の路線どおり、善意の顧客サービス促進のためにヘッジファンド・プライベートエクイティファンドを組成・提供すること、もしくはシードマネーの提供など僅少な範囲での投資が許容される方向が示された。しかし、私募ファンドの定義、銀行持株会社における関連会社の範囲、あるいは銀行と関連会社の間の取引に関するアームズ・レングス・ルールなどの点では、やや曖昧さが残っており、今後の関連規則の策定に注目が集まろう。
5. 今後、関連する規制当局は、2011年の4月から6月にかけてボルカー・ルールに関する規則案を作成、2011年10月21日までに最終規則の採択を目指すことになる。

I はじめに

米国金融安定監督カOUNシル（Financial Stability Oversight Council、以下 FSOC）は、2011年1月18日、第三回目の会合を開き、（銀行による）自己勘定トレーディング及びヘッジファンド・プライベートエクイティファンド（以下 PE ファンド）投資の禁止に関する調査・提言（Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading and Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds）を公表した¹。

2010年7月21日に成立した金融制度改革法（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、以下ドッド・フランク法）により、米国におけるシステム・リスク規制当局として新たに設置された FSOC は、ドッド・フランク法の実施に向け、最初に取り組むべき業務として、①システム上重要なノンバンク金融会社の指定（2011年4月までに指定プロセスと基準に関する最終規則を策定）、②ボルカー・ルールの実施と規則策定に関する調査と銀行規制当局への勧告（2011年1月22日までに公表）、③証券化商品規制における定量保有義務に関する調査（2011年1月までに公表）を進めていた²。1月18日には上記3つの課題すべてに関する文書が発表されたが、このうち、ボルカー・ルールに関する調査・提言は、大規模金融会社の集中度制限に関する報告と、自己勘定トレーディング・ヘッジファンド等への投資・スポンサー業務の禁止規定に関する調査・提言の2冊に分けて発表された³。本稿では、後者の調査・提言に焦点を当て、内容を概説する。

II 今後の規制策定における注目点：許容範囲の明確化はなされるのか

今回の報告書は、米国大手金融機関のビジネスや収益性に相当の影響を与える可能性があるボルカー・ルールの具体的なルールメイキングの第一歩といえる。FSOC は、報告書の作成にあたり、2010年10月にボルカー・ルールに関する調査の告示と情報提供依頼（Request for Information）を公表した⁴。FSOCによれば、11月5日までに集まったコメントは8,000件を超え、うち1,450件は金融サービス業、市場参加者、議会、世論のさまざまな立場を示す個別の意見であったという。また、FSOC スタッフがさまざまな団体等と会合を重ねた中では、多くの意見が、ボルカー・ルールの実施に際して、①規制当局が投機的トレーディング等の行為が禁止されることを明確にすること、②用語を明確化しルー

¹ www.treasury.gov/initiatives/Documents/Volcker%20sec%20%20619%20study%20final%201%2018%2011%20org.pdf 参照。

² 小立敬・磯部昌吾「米国金融安定監督カOUNシルの初会合」『野村資本市場クォータリー』2010年秋号ウェブサイト掲載版参照。

³ 大規模金融会社の集中度制限は、元々はポール・ボルカー元 FRB 議長の発案でないため、ボルカー・ルールは、厳密に言えば、自己勘定トレーディングおよびヘッジファンド等の投資・スポンサー業務の禁止を指す。関雄太「銀行の自己勘定トレーディング業務・合併の制限を求めたオバマ大統領」『資本市場クォータリー』2010年春号ウェブサイト掲載版参照。

⁴ “Public Input for the Study Regarding the Implementation of the Prohibitions on Proprietary Trading and Certain Relationships with Hedge Funds and Private Equity Funds” http://www.treasury.gov/initiatives/Documents/2010-25320_PI.pdf

プホールをなくすこと、③銀行等に対し許容される行為の明確なガイダンスを与えることを期待していたという。

79 ページにわたる本報告書の中で、第一に注目されたのは、自己勘定トレーディングの禁止規定において、明確に禁止される自己勘定トレーディングと、許容されるトレーディング活動との間には一種の線引き (FSOC はブライトラインという言葉を用いている) がなされることが示唆され、しかも許容される活動として分類されたトレーディング (マーケットメイク、ヘッジ取引、引受業務) に対して追加的な制限を求める記述がされなかったことである。というのは、自己勘定トレーディング (Proprietary Trading) の定義がやや曖昧であるため、事前には、いわゆる「グレーゾーン」の一部にも、明示的な制限が導入されるのではないかなどの憶測もあったからである⁵。米国では、すでに昨年夏以降、多くの大手金融機関が、「社内ヘッジファンド」などと呼ばれていたトレーディング・デスクについて、スピノフ、アセットマネジメント部門への転籍、閉鎖・解雇などの対応をとり始めているが、現時点で FSOC が考える規制範囲と、金融業界の関係者がボルカー・ルールの明確な禁止対象と認識していた範囲にはそれほどずれがなかったとすることができよう。一方で、依然としてグレーゾーンが残されたと見る声もあり、今後の規則策定論議は引き続き注目されよう⁶。

第二の注目点は、その一方で、規制当局が今後、自己勘定トレーディング禁止規定を確実に執行し、監督していくための原則とフレームワークを示したことである。特に、許容されないトレーディング活動を発見・特定するための定量的な手法として、①「初日損益 (Day One Profit & Loss)」などの収益ベース指標 (Revenue-based Metrics)、②「収益対バリュー・アット・リスク比率 (Revenue-to-Value at Risk)」などの収益対リスク指標 (Revenue-to-Risk Metrics)、③「在庫日数 (Inventory Aging)」などの在庫指標 (Inventory Metrics)、④「顧客発取引比率 (Customer-Initiated Trade Ratio)」など顧客フロー指標 (Customer-Flow Metrics) が提案されたことは、将来、現実的な監督行政のガイダンスとして活用される可能性を持っており、注目される。また、定性面で、当該規定のコンプライアンスを確保していくために、銀行側に内部管理体制の整備を求めると同時に、取締役会の関与や CEO による監査証明 (Attestation) の開示を義務化することが提案されたのは、金融業界関係者にとってはやや意外であったようである。これらの手法は、サーベンス・オクスレー法の施行の際にも活用されたものだが、前述の定量的な監督手法の導入とあわせて考えると、仮にボルカー・ルールの適用範囲がそれほど広いものにならなかったとしても、被規制側の金融機関には相当の規制対応コストがかかることを想像させるものといえよう⁷。

第三に、ヘッジファンド・PE ファンドへの投資・スポンサー業務の制限に関する規制

⁵ 例えば Elisa Martinuzzi “Volcker Rule Favors European Investment Banks, JPMorgan Says”, *Bloomberg*, 2011/1/12 など。

⁶ Cheyenne Hopkins and Donna Borak “Few Trees to Be in a Forest of FSOC Reports”, *American Banker*, 2011/1/19, Victoria McGrane and Aaron Lucchetti “Oversight Plan Seen to Lack Specifics”, *Wall Street Journal*, 2011/1/19 など。

⁷ Ian Katz “Volcker Rule Should Require Bank CEOs to Certify Compliance, Panel Says”, *Bloomberg*, 2011/1/19, Tom Braithwaite and Aline van Duyn “Tough rules backed on US bank trading”, *Financial Times*, 2011/1/18 など参照。

については、従来の路線どおり、善意の顧客サービス促進のためにヘッジファンド・PEファンドを組成・提供すること、もしくはシードマネーの提供など僅少な範囲で投資することが許容される方向が示された。しかし、私募ファンドの定義、銀行持株会社における関連会社の範囲、あるいは銀行と関連会社間の取引に関するアームズ・レングス・ルールなどの点では、やや曖昧さが残っており、今後の関連規則の策定に注目が集まろう。

今後、関連する規制当局は、本報告書のレビューなどに基づき、ボルカー・ルールに関する規則案を作成することになる。最終規則は、2011年10月21日（FSOC調査の期限から9ヶ月以内）までに採択すべきこととされており、2011年4月から6月に規則案が発表されるものと考えられる。

以下、自己勘定トレーディングとヘッジファンド等への投資・スポンサー業務に分けて、FSOCの提言内容を概観する。

III 自己勘定トレーディング

1. 規制の概観

ドッド・フランク法の第619条（いわゆるボルカー・ルール）は、バンキング・エンティティ（以下、銀行）⁸による自己勘定トレーディングを一定の「許容される活動（permitted activities）」を除いて禁止している。

許容される活動としてボルカー・ルールで認められているのは、マーケットメイク関連の活動、リスク低減のためのヘッジ取引、引受業務、顧客に代理しての取引、政府証券の取引、特定の保険業務、特定のオフショア取引など、市場の流動性向上等に寄与する、金融市場に不可欠な仲介機能である。その中でも、FSOCは特に、①マーケットメイク、②ヘッジ取引、③引受業務を、ボルカー・ルールで許容されない自己勘定トレーディングとの区別が困難なものと捉え、それらを識別する目安を提案している。その一方で、許容されない自己勘定トレーディングを識別するための枠組みを提案している。これらは、監督当局⁹による規則策定において、ボルカー・ルールで禁止される自己勘定トレーディングを定義するに当たり、グレーゾーンとなる部分について指針を示したものである。

なお、ボルカー・ルールでは、米国籍の銀行の海外拠点での自己勘定トレーディング（上記「特定のオフショア取引」）が許容されない自己勘定トレーディングとなるか否か

⁸ ドッド・フランク法では、バンキング・エンティティについて、連邦預金保険法の対象となる機関、当該機関を支配する会社、1978年国際銀行法における銀行持株会社、これらの機関の関係会社もしくは子会社、と定義されている。本稿では便宜上「銀行」とする。

⁹ 本報告書が提言を行っている対象となる監督当局は、通貨監督局（OCC）、連邦預金保険機構（FDIC）、連邦準備制度理事会（FRB）、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）である。

が不明確であったが、本報告書においても、この点は明確にされていない¹⁰。

2. 許容される自己勘定トレーディングの目安

1) マーケットメイク

ボルカー・ルールでは、マーケットメイク関連の活動が自己勘定トレーディングから除外されると同時に、マーケットメイク関連の活動が顧客やカウンターパーティーの合理的に予期される短期的な需要を超過しないよう制度設計をすることが求められている。即ち、ボルカー・ルールで許容されない自己勘定トレーディングをマーケットメイクと見せかけて行うことを防止することを求めているわけである。例えば、FSOC は、顧客の需要を予期しての在庫証券の積み増しは、許容されない自己勘定トレーディングとの識別が困難になり得るとしている。というのも、顧客の需要が見込まれるということは証券の値上がりが見込まれるということであり、値上がりを見込んで在庫を積み増すという自己勘定トレーディングと外見上は同じになるからである。

そこで FSOC は、ボルカー・ルールで許容されるマーケットメイクについて、下記の目安を検討することを監督当局に提言している。

(流動性の高い資産について)¹¹

- ・ 継続的な売り・買いの気配値を提示し、かつ、継続的に売り・買いを行う者であることを表明していること
- ・ 流動性を供給するべく、類似したパターンで金融商品の売りと買いを行っていること
- ・ 売りと買いの両方の市場価格と一致もしくは近似した気配値を継続的に提示していること
- ・ 広く閲覧可能で広範に提供された気配値を提示していること

(流動性の低い資産について)

- ・ セカンダリー市場において金融商品を投資家へ販売もしくは投資家から購入していること
- ・ 市場における売り・買いの両方で流動性を提供する意図があり、かつ可能である者であることを表明していること
- ・ 取引の規模とリスクが顧客の流動性および投資の需要と比例していること

¹⁰ 詳細については、小立敬「ボルカー・ルールの法制化に向けた動き」『資本市場クォーターリー』2010年春号ウェブサイト掲載版参照。なお、本報告書は「(ボルカー・ルールは)米国外での非米国主体(non-U.S. entities)による自己勘定トレーディングを制限しない。これらの主体はディスカウント・ウィンドウ・ローンもしくは連邦預金保険の適格対象ではない」とだけ述べている。

¹¹ 流動性の高い資産について FSOC は、SEC の空売り規制に関するリリース (SEC Release No. 34-58775 (October 14, 2008)) から引用している。

- ・ 直ちに解消できる、あるいはヘッジ・アウトできるポジションを持っていること。一般的に、長期的に保有し、利益・損失が生じる可能性のあるポジションを構築していく活動はマーケットメイクには含まれない

2) ヘッジ取引

ヘッジ取引についてボルカー・ルールは、リスクを低減するもののみ、許容される自己勘定トレーディングとみなしている。FSOCによると、銀行がマーケットメイクにおいて、ポジションの一部あるいは全部をヘッジしなかったり、リスク量に相応しないヘッジを行ったりすることにより、許容されない自己勘定トレーディングと実質的に同じ効果を生み出し得るとしている。そこでFSOCは、リスクを低減するヘッジ取引の目安として、下記を監督当局が検討するべきだとしている。

- ・ ヘッジ取引は、銀行の既存エクスポージャーが抱える主なリスクが低減するよう行われるべきであり、それらのエクスポージャーに起因する利益や損失を相殺するものでなければならない。また、ヘッジ取引は銀行のエクスポージャー変化に応じて調整されなければならない
- ・ ヘッジ取引は、銀行のポジションそのものに変更がなくとも、市場環境の変化がヘッジの有効性に影響を与える場合は、調整される必要がある
- ・ 重要なリスクの変化に対しては、トレーディング・デスクのヘッジ方針と合致したヘッジ取引の変更で対応すべき

3) 引受業務

引受業務についてもボルカー・ルールは、顧客やカウンターパーティーの合理的に予期される短期的な需要を超過しないよう制度設計をすることを求めている。FSOCは、許容されない自己勘定トレーディングが、証券発行後のセカンダリー市場における流動性を供給するための取引として行われることなどを懸念しているという。そこでFSOCは、引受業務の一環で行われる取引と許容されない自己勘定トレーディングとを識別するべく、下記の要素を監督当局が考慮することを提案している。

- ・ 発行体の資金調達を支援するものであること
- ・ デュー・デリジェンスを行っていること
- ・ 市場環境について発行体に助言し、届出書の作成を支援していること
- ・ 一般への販売のために発行体から証券を買い取っていること
- ・ 投資銀行のシンジケートを組成もしくはそれに参加していること
- ・ 発行後のセカンダリー市場を提供するべく取引を行い、価格発見機能の向上に貢献していること

3. 禁止される自己勘定トレーディングを識別する枠組み

1) 明白な自己勘定トレーディング

FSOC は、上記のようなグレーゾーンの自己勘定トレーディングではなく、ボルカー・ルールで明白に禁止される自己勘定トレーディングについても、監督当局が基準を作成すべきだとしている。明白な自己勘定トレーディングとは、既に幾つかの投資銀行がボルカー・ルールの適用を先取りしてスピノフもしくは閉鎖しているトレーディング・デスクが行っていた業務であり、銀行の自己勘定を用いて将来の価格変動から利することを目的に組織化されて行われるものだとしている。また、それ以外にも、こうした明白な自己勘定トレーディングには下記の特徴があるとされている。

- ・ 取引戦略から利益を得ることのみを目的に、トレーディング活動を行うべく組織化されていること
- ・ 正式なマーケットメイク義務や対顧客エクスポージャーがないこと（もしくはトレーディングの水準と相応しない対顧客エクスポージャーがあること）
- ・ マーケットメイク、その他顧客との接点のある業務から物理的もしくは機能的に分離されていること
- ・ セルサイドのアナリスト、ブローカー、ディーラーと取引をしたり、そのサービスの提供を受けたりしていること
- ・ 他のブローカー・ディーラーが提供するリサーチもしくはソフトダラー・クレジットを受け取り、活用していること
- ・ 報酬体系がヘッジファンドその他私的な資金プールの運用担当者と類似していること

2) コンプライアンス体制のプログラム化

FSOC は、こうした明白な自己勘定トレーディングを識別するアプローチとは別に、禁止される自己勘定トレーディングを識別するべく、下記の枠組みを監督当局に提案している。これらの枠組みの関係については、何れも相互に補強するものであり、より包括的な規制の枠組みを実現することができるものだとしている。

(1) 方針と手続き

FSOC は、許容されるトレーディング活動のみが行われることを確保するべく、監督当局に対し、銀行に内部方針と手続きの策定を求めることを提言している。特に、許容される全てのトレーディング活動について、下記の事項を含むミッションおよび戦略の策定が必要だとしている。

- ・ 個々のトレーディング・ユニットもしくはプロフィット・センターの任務

- ・ 収益を上げる方途、ポジションのヘッジ手法に関する記述
- ・ トレーディング・ユニットもしくはプロフィット・センターの活動項目の一覧
- ・ 対応する顧客属性の詳細
- ・ 顧客ベースに典型的な活動の記述
- ・ 取引が認められた商品のタイプの一覧
- ・ リスク・テイクを行う者の報酬の方針に関する記述

(2) 定量的統制

FSOC は、銀行がトレーディング活動をモニタリングし、リスクの種類と水準が上記の方針と手続きに一致したものであることを確保するべく、監督当局に対し、銀行に定量的な統制手段の採用を求めることを提言している。その切り口として、FSOC は以下の項目を挙げている。なお、FSOC はここで定量的な統制手段の切り口は示しているものの、具体的な数値基準の設定は関係当局に委ねられた形になっている。

- ・ 社内におけるリスクや金融商品の承認体制を確立し、全てのトレーディング活動が社内の方針および手続きと合致することを確保すること
- ・ 収益分析の手続きを確立し、トレーディング活動の特性（損益の主因など）を見極めること。対象となる収益源としては、各種手数料やスプレッドなど顧客取引に起因する収益、市場の変動に伴う収益、日々の収益のボラティリティなどが挙げられている
- ・ リスク制限を確立することにより、リスク・テイクを制約し、許容されない自己勘定トレーディングが行われないようにすること。リスクの計測指標としては、バリュー・アット・リスク（VaR）モデル、ポートフォリオのストレス・テスト、市場変動に対する損益の変化率が挙げられている
- ・ ストップ・ロス制限を確立し、それに抵触した場合のレビューや、該当するトレーディング活動の停止のきっかけとすること

(3) CEO と取締役会の責任

FSOC は、銀行の取締役会および CEO がボルカー・ルールへの遵守に責任を負うことについて、監督当局に検討することを強く求めている。取締役会についてはコンプライアンス・プログラムの承認や遵守状況の監督など、CEO については当該プログラムの執行やその有効性に関する取締役会・監督当局への報告などを例示している。また、取締役会、CEO とともに、ボルカー・ルール遵守の担当者を任命し、必要な人員に研修を行うことも求められるとしている。

もう一点、FSOC が監督当局に検討を強く求めているのは、銀行のコンプライアンス体制が継続的に有効であることについて、CEO が監査証明を開示することである。これは、サーベンス・オクスレー法に規定された CEO の財務諸表の有効性に関する

監査証明と同様のコンセプトであるが、本報告書では、どの媒体で認証するかは明示されていない。

(4) 記録保持・報告システムと独立したチェック

FSOC は、銀行によるトレーディング活動の記録保持・報告システムの構築を監督当局が検討することを提案している。これは、ボルカー・ルールの遵守状況の確認および監督当局への報告を目的としたものである。ここでは、取引レベルのデータも保存すべきだとされている。また、社内もしくは社外の監査やコンサルタントなどが遵守状況をチェックすることも、コンプライアンス体制のプログラム化に含まれるとしている。

3) 定量的指標の分析・報告

FSOC は、コンプライアンス体制の構築に加え、銀行が定量的指標を分析し、監督当局に報告することについても、監督当局に検討することを強く求めている。これにより、ボルカー・ルールの違反が生じたことを示す傾向や出来事に監督当局が気づくことができ、銀行やマーケット・セグメント、トレーディング戦略の間のデータ比較を可能にして監督プロセスを強化することができるとしている。FSOC は、識者や市場関係者の意見を集約した結果、下記の4つの指標が最も妥当だとしている。ただし、現実のトレーディングの複雑性に鑑みると、①いずれか一つの指標だけでは誤った結論に至る恐れがある、②あくまでも問題が生じた可能性のある領域を特定するための目安であり、それだけで包括的かつ決定的なものとは言えない、③資産の種類によって各指標の有効性が異なり得る、という留意点も示している。

(1) 収益ベース指標

FSOC は、マーケットメイク活動における収益は、許容されない自己勘定取引を識別する適切な指標だとして（ただし、市場価格の変動の影響を受けることや、流動性の低い資産には適用が困難であることも指摘）、下記の3つを例示している。

- ・ ヒストリカル収益比較：トレーディング・デスクの直近期の収益とヒストリカルな傾向とを比較し、前者が突出していれば、許容されない自己勘定トレーディングに従事していた可能性がある
- ・ 初日損益比較：あるポジションの初日の損益と全ポジションの損益を比較し、前者の方が高ければアップフロントの спреッドで利益を得るマーケットメイクとされる可能性が高くなる
- ・ ビッド・オファー／決済比率：あるポジションの初日の損益と当該日の全てのトレーディング活動を比較し、継続的な気配値が不在の市場でもマーケットメイカーとしてオファーを出しているか確認する

(2) 収益対リスク指標

FSOC は、高い回転率で利益を生むマーケットメイクは、ポジションの値上がりで利益を生む自己勘定トレーディングと比べてリスク 1 単位当たりの収益が高いことを前提として、収益とリスクを対比する指標が、許容されない自己勘定トレーディングを識別するのに有効（ただし、高頻度売買（HFT）などには適用が困難であることも指摘）として、下記の 4 つを例示している。

- ・ 合計取引日に占める利益が出ている日の比率：マーケットメイクは自己勘定トレーディングと比べて継続的に利益を出す傾向があるため、この比率が高ければマーケットメイクを行っているという目安になる
- ・ シャープ・レシオ：超過収益の標準偏差に対する比率を計測し、その数値が低い自己勘定トレーディングを識別する
- ・ 収益対 VaR 比率：銀行の VaR と 1 ドル当たり利益を比較し、利益に対するリスクがより高い自己勘定トレーディングを識別する
- ・ VaR：監督当局の精査が必要な分野の識別に資する

(3) 在庫指標

FSOC は、銀行のマーケットメイクがボルカー・ルールの規定する「合理的に予期される短期的な需要」を満たす意図で行われているか否かを示す指標として、在庫の回転率と日数を挙げている。

- ・ 在庫回転率：日々取引される資産と在庫として留め置かれる資産との比率を算出することにより、顧客の需要を大幅に超過する資産を在庫として留め置いている場合には、在庫の値上がり益を追及した自己勘定トレーディングを行っている目安になる
- ・ 在庫日数：在庫日数を計測することにより、顧客の短期的な需要を満たすため以外の目的で資産を保有しているか否かを判別する

なお、FSOC は、資産の種類に応じて上記の計算を調整することも認められるとしている。例えば、流動性の低い資産や複雑な資産については、そのバリュエーションを決定する要因に応じた在庫回転率の計算が認められ、また、満期の異なる資産については、それを調整することも認められるとしている。

(4) 顧客フロー指標

FSOC は、顧客発の取引（相手方に勧誘をしていない取引であり、例えば銀行営業担当者の顧客から来る注文などが該当）の割合も、トレーディング活動の定量分析の対象に加えている。ただし、トレーダー発の取引も、マーケットメイクやヘッジ取引

の一環で行われるものであり、それ自体は許容されない自己勘定トレーディングに該当するものではない。そのため、下記に例示する指標は、許容されない自己勘定取引を識別することに焦点を当てた上記3指標と異なり、顧客発の取引とトレーダー発の取引の相対関係に焦点を当てたものであり、上記3指標を補完するものと言える。

- ・ 顧客発取引比率：顧客発の取引とトレーダー発の取引の比率であり、両者が密接に相関することが求められる
- ・ 顧客発フロー・在庫比較：トレーディング・デスクの在庫と平均的な顧客発の取引とを比較し、ほとんどの場合、前者が後者に相応なものであることが求められる
- ・ 収益・顧客発フロー比率：トレーディング・デスクの収益と顧客発フローの比率であり、両者の間の高い相関が求められる

FSOC は、上記の②コンプライアンス体制のプログラム化、③定量的指標の分析・報告に加え、当局による定期的な検査などの監督強化、違反活動の停止などの制裁措置の強化といった規制・監督面からも、許容されない自己勘定トレーディングを取り締まるべきだとしている。

IV ヘッジファンド・プライベートエクイティファンド投資の制限

1. 規制の概観

ボルカー・ルールにおけるヘッジファンド・PE ファンド投資の制限は、銀行に対して、ヘッジファンドまたは PE ファンドの所有権 (equity, partnership, or ownership interest) を持つこと (acquire or retain) あるいは支援すること (sponsor) を禁ずるものである (ドッド・フランク法 1851 条(a)(1)(B)項)。

この規定は、自己勘定トレーディングの禁止規定と同様、①連邦政府のサポートが得られる銀行業務を自己資本を使った投機的な活動から分離すること、②銀行と顧客の間の潜在的な利益相反を減じること、③FRB に監督される銀行及びノンバンク金融会社のリスクを低減することという目的を持っている。

一方、銀行が善意の (bona fide) 信託、受託者、投資助言サービスなど「カスタマー・フォーカス・アドバイザー・サービス」の提供者となるなど、金融仲介機関として重要な役割を果たしえることから当該規定にもいくつか適用除外が設けられた。すなわち、カスタマー・フォーカス・アドバイザー・サービスを促進するために、ヘッジファンド・PE ファンドを組成・提供 (organize and offer) もしくは (影響の僅少な範囲で) 投資することが許容される。具体的には、下記の7つのケースにおいて、銀行はヘッジファンド・PE ファンドを組成・提供もしくは投資することが認められる。

- ① 銀行が事業の一部として善意の信託、受託者、投資助言サービスを提供する場合
- ② 当該ファンドが、上記のようなサービスあるいは顧客のためだけに組成・提供される場合
- ③ 銀行が、僅少な投資（de minimis investment）の範囲を超えて当該ファンドの所有権を持たない場合
- ④ 銀行が当該ファンドの負債もしくはパフォーマンスを保証したり、引き受けたりしない場合
- ⑤ 銀行がファンドと同じ名義もしくはその変形を共有しない場合
- ⑥ 銀行の役職員が、当該ファンドへのサービス提供に直接関与しない限り、当該ファンドの所有権を持たない場合
- ⑦ その他、一定の条件が相当する場合

なお、僅少な投資（de minimis investment）とは、当該ファンドの全所有権（創設から一年後時点での）の3%を超えない、あるいはこれらのファンド投資の合計額が当該銀行のティア1資本の3%を超えない範囲での投資のことである。

また、ドッド・フランク法は、銀行が独立したヘッジファンド・PEファンドに対してプライム・ブローカレッジ・サービスを提供することは禁じていない。一方で、プライム・ブローカレッジ・サービスの相手先であるファンドに対して、銀行が投資・スポンサー業務等を提供する場合には、上記の制限に加え、連邦準備法 23B 条によるいわゆるアームズ・レングス・ルールが適用される。

2. 適用のための原則

本報告書は、ヘッジファンド等への投資・スポンサー業務制限規定の適用に際し、下記の3つの原則を設定している。

- ① 銀行が直面するリスクを低減するため、銀行がヘッジファンド・PEファンドに投資できる能力に対して相当の制限を加えるべきである。
- ② 銀行は、善意の信託、受託者、投資助言サービスを顧客に提供する限りでは、ヘッジファンド・PEファンドの組成・提供もしくは投資業務を許容される。
- ③ 銀行とヘッジファンド・PEファンドとの関係が、自己勘定トレーディング禁止条項を迂回するためにファンドを使うものであってはいけない。

3. 禁止される活動の適用

本報告書は、当該規定を適用する上で、規制当局が①ヘッジファンド・PEファンドの定義の範囲と②現時点で銀行にサードパーティのヘッジファンド・PEファンド投資を許

容している既存の権限の制限という2つの問題を検討すべきとした。

まず、ボルカー・ルールにおけるヘッジファンド・PE ファンドの定義は、投資会社法の適用除外を規定している同法第3条(c)(1)項または第3条(c)(7)項、もしくは連邦規制当局が定める同様のファンド規制に従うものとされる。投資会社法第3条(c)(1)項と第3条(c)(7)項は、米国のヘッジファンド・PE ファンド市場において幅広く使われている規定で、実務に即した定義といえる。一方で、ドッド・フランク法の審議時以来、多くの関係者がベンチャーキャピタルファンドをボルカー・ルールの規制対象から除外すべきと主張している。FSOC は、パブリックコメントでも寄せられたこの主張の意義を認める方向で、SEC 等の規制当局に対して、ベンチャーキャピタルファンドの規制上の定義をヘッジファンド・PE ファンドと区別すべきか、あるいはヘッジファンド・PE ファンドの定義を狭めるべきかどうか、検討するよう提言している。逆に、投資会社法第3条(c)(1)項と第3条(c)(7)項による定義に包含されないが、実質的にヘッジファンド・PE ファンドの性質を有するファンドが銀行に組成される可能性もあり、FSOC は「連邦規制当局が定める同様のファンド規制」によって、こうしたグレーゾーンが調整されることを期待している。

4. 許容される活動の適用

本報告書では、許容されるヘッジファンド等への投資・スポンサー業務について、以下の4つの課題をあげ、留意点などを論じている。

- ① 「顧客」要件：ボルカー・ルールは「カスタマー・フォーカス・アドバイザー・サービス」を促進するためのヘッジファンド等への投資・スポンサー業務を一部容認する一方で、顧客（カスタマー、クライアント）の定義をしていない。そこで本報告書は、規制当局に対して、銀行の活動に即して「顧客」「顧客リレーションシップ」に関する定義を明確すべきとする。
- ② フィーダーファンド：フィーダーファンドとは、第三者が作ったファンドをマスターファンド（もしくはマザーファンド）として、そのファンドを主要投資対象とするファンド（ベビーファンドとも呼ばれる）のことである。フィーダーファンドやファンド・オブ・ファンズの構造を使って銀行が顧客にヘッジファンド等を提供する場合には、当該ヘッジファンド等の投資に関わるリスクは顧客が負担していることになるため、ボルカー・ルールの規制対象としなくてもよいという考え方をとれる。しかし、当該ヘッジファンド等と銀行がすでにビジネス上のリレーションシップを有している場合には利益相反の可能性が生じるため、本報告書は、規制当局はこの点に留意して規則策定を行うべきとしている。
- ③ 僅少な投資：本報告書は、銀行を重大なリスクにさらさない、自己勘定トレーディング禁止条項の抜け道を作らないというヘッジファンド等の投資・スポンサー業務制限の精神に鑑み、規則策定において「投資額」の計算法などの点に注意を払うべきとす

る。例えば、実際に投資された金額（Invested Capital）と投資を約束した金額（Committed Capital）の違い、ファンドに残ったキャリド・インタレスト（成功報酬）の取扱い方、合成エクスポージャー（オプションなどを活用してヘッジファンド等と同様なポジションを保有すること）の制限、銀行の役職員のファンド投資の条件などである。

- ④ 関連会社取引の禁止：前述のように、ヘッジファンド等への投資・スポンサー業務制限においては、連邦準備法 23A 条・23B 条にある銀行と関係会社との取引に関する規制が関係してくる。ところが、ドッド・フランク法以前には、銀行がスポンサーしているすべてのヘッジファンド等が関連会社（Affiliate）と取り扱われていたわけではない。本報告書は、今後は関連会社取引の定義を再検討して、銀行とヘッジファンド等との取引を厳格にすべき、さらには単に関連会社取引の量を制限するのではなく、取引自体が禁じられることを明確化すべきとしている。

5. 「バンキング・エンティティ」の明確化

ボルカー・ルールにおける「バンキング・エンティティ（銀行）」という用語は、子会社（Subsidiary）・関連会社（Affiliate）を含む概念となっているため、明示的に投資・スポンサー業務が認められるファンドであっても、当該ファンドが関連会社ということになってしまうと一種の循環定義（Circular Definition）状態となってしまう。パブリックコメントでもこの点に関する指摘が多かったため、本報告書では、規則策定に際し定義の明確化を求めている。

6. 規制遵守のモニタリング

本報告書は、ヘッジファンド等の投資・スポンサー業務制限規制についても、自己勘定トレーディングと同様、銀行の取締役会による規制遵守の責任と管理体制構築、CEO による監査証明（Attestation）の実施を求めている。