

発表されたボルカー・ルール規則案

神山 哲也、関 雄太

■ 要 約 ■

1. 2011年10月11、12日、FRB、FDIC、OCC、SECは、ドッド・フランク法のボルカー・ルールに係る共同の規則案告示を発表した。ボルカー・ルールは、銀行による①自己勘定取引の禁止、②ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンドへの出資等の禁止、からなるが、今般の規則案では、前者が極めて複雑かつ争点の多いものとなっている。
2. 自己勘定取引の禁止について規則案は、マーケット・メイキングやヘッジ取引などが許容されるための要件を定める一方、その遵守を担保するための詳細なコンプライアンス・プログラムの具備、各種指標の計測・レポーティングを求めている。また、ヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドへの出資等の禁止においても、そうしたファンドへの投資顧問サービスの提供やローンの証券化などが許容されるための要件を定める一方、同様のコンプライアンス・プログラムの具備を求めている。
3. また、外国銀行への適用除外に関しては、米国法準拠の銀行が保有しないことに加え、取引の相手方が米国居住者ではないこと、ファンドが米国居住者に販売されていないこと、取引が完全に米国外で行われること、米国外事業が米国内事業より大きいこと、などを要件としている。

はじめに

2011年10月11日および12日、連邦準備制度理事会（FRB）、連邦預金保険公社（FDIC）、通貨監督庁（OCC）、証券取引委員会（SEC）は、「自己勘定取引およびヘッジファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの特定の持ち分および関係の禁止および制限」に関する共同の規則案告示（以下、規則案）を発表した。これは、2010年7月21日に成立したドッド・フランク法第619条におけるボルカー・ルールの施行に係る細則を規定するものである。

規則案は、その内容を解説する前文で215ページ、規則案本文で83ページ（付属文書、当局別の雑則含む）、合計298ページに及ぶものであり、また、パブリック・コメントを求める設問も394に及ぶ。ドッド・フランク法では、金融安定監督カウンスル（FSOC）

によるボルカー・ルールに関する調査・提言から 9 か月以内に関係当局が規則を制定することが求められているが¹、同調査・提言は 2011 年 1 月 18 日に発表されたため、最終規則は 2011 年 10 月 18 日までに採択されなければならないはずであった。また、パブリック・コメントの期間は通常よりも長い 90 日間をとり、2012 年 1 月 13 日に定められた²。こうした経緯はボルカー・ルール規則案における争点がいかに多く、その策定が困難を極めたかを物語っていると言えよう。

なお、規則案を巡っては、4 当局による発表の前週にアメリカン・バンカー紙から前文のリーク文面（205 ページ）が出されていたが³、その内容は、今般 4 当局で幾つかの設問が追加されたことや、一部細部の説明が追加もしくは削除されたことなどを除き、内容面では同一のものとなっている。こうしたリーク情報が出ること自体、何者かが規則案発表を促す意図があった、規則案の内容に何らかの影響を与えようとした、などの指摘がなされており、如何にボルカー・ルールに対する関心が高いかが伺われる。

以下では、ボルカー・ルールの概観および規則案の内容、各方面の反応について紹介する。

規制の全体像

ボルカー・ルールは、上記規則案の題名にもあるように、バンキング・エンティティによる自己勘定取引やヘッジファンド、プライベート・エクイティ（PE）ファンドへの出資等の禁止・制限を規定するものである。ここでいうバンキング・エンティティとは、FDIC 付保対象行、それを支配する会社、1978 年国際銀行法第 8 条に基づき銀行持株会社として扱われる会社⁴、これらの子会社または関係会社、を指す。リテール顧客の預金を預かる銀行が高リスクの取引を行うことを防止することが規制の目的と言えよう。

上記の通り、ボルカー・ルールは大きく分けて、自己勘定取引の原則禁止、ヘッジファンドや PE ファンドへの出資等の禁止、に分かれる。後者については、今般発表された規則案においても目新しいものはさほど多くなく、また、争点も比較的少ない一方、前者の自己勘定取引の禁止については、そもそも禁止される自己勘定取引とマーケット・メイキングなど許容される取引との線引きが困難と以前から指摘されており、規則案の内容も極めて複雑かつ争点の多いものとなっている。

¹ FSOC による調査・提言については、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スル（FSOC）」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号参照。

² 行政手続法上、連邦当局による規則策定に係るパブリック・コメントの期間は 30 日以上とされているが、大統領令 13866 では 60 日以上とされており、通常は 60 日の期間が採られることが多い。

³ “Cheat Sheet: Details of the Long-Awaited Volcker Rule” *American Banker*, October 5, 2011

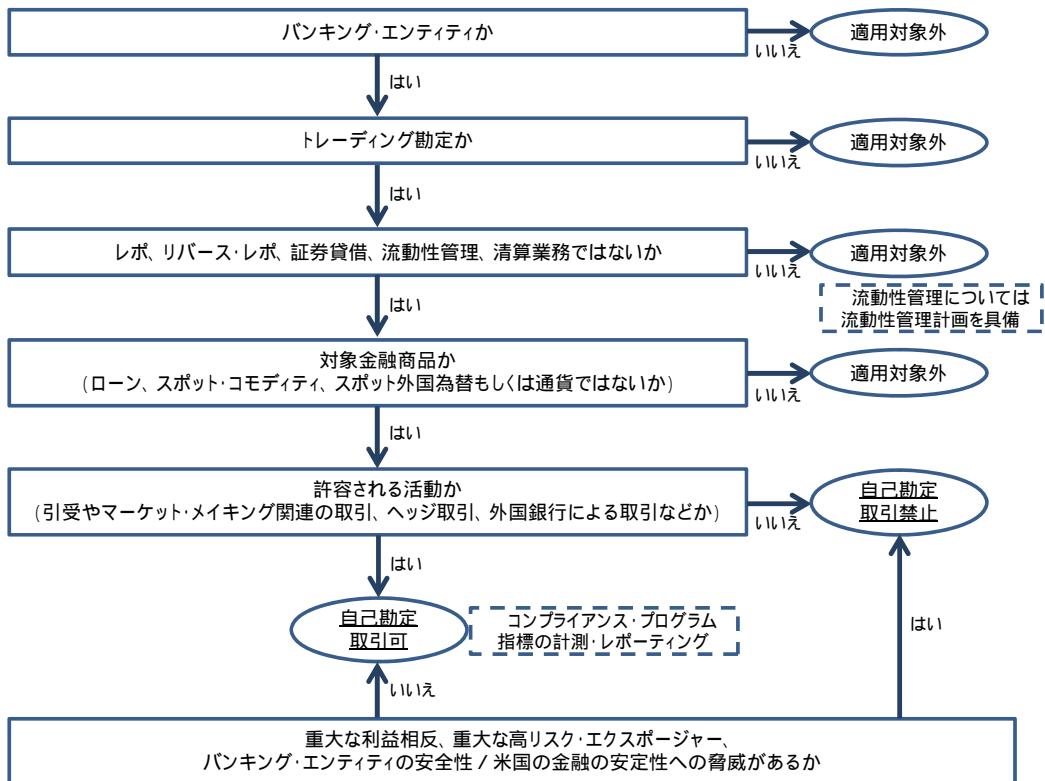
⁴ 米国に支店や代理店を有する外国銀行等を指す。

自己勘定取引

ドッド・フランク法において自己勘定取引は、バンキング・エンティティ（図表 1）がプリンシパルとしてトレーディング勘定（図表 1）において行う証券、デリバティブ、コモディティ先物売り契約、それらのオプション、その他当局が認める金融商品の取引とされる。また、トレーディング勘定は、主に近々（near term）に売却すること、もしくは、短期的な価格変動で利益を得るべく転売することを目的として上記金融商品を保有する勘定とされる。そのうえで、許容される（自己勘定取引の禁止適用除外の）活動として、以下の 6 取引を規定する（図表 1）。

- 米国債やエージェンシー債の取引⁵。
- 引受やマーケット・メイキングに関連した取引。
- リスク低減のためのヘッジ取引。
- 顧客に代理して行う取引。
- 保険会社の一般勘定における取引。
- 米国法に準拠するバンキング・エンティティが直接・間接に保有しない外国銀行による米国外取引。

図表 1 ボルカー・ルールにおける自己勘定取引の区分



（出所）野村資本市場研究所作成

⁵ 外国債については明記されていない。

上記に該当する場合であっても、以下のバックストップ条項に該当すると関係当局に認められた場合は許容される取引とはされない(図表1)。

- 顧客等と重大な利益相反が生じる取引。
- バンキング・エンティティが高リスクの資産もしくは投資戦略への重大なエクスポージャーを持つことになる取引。
- バンキング・エンティティの安全性・健全性を脅威に晒す取引。
- 米国における金融の安定性を脅威に晒す取引。

1. トレーディング勘定

規則案は、上記ドッド・フランク法の規定について更に具体的な要件を定めている。まず、トレーディング勘定か否かを判定するために下記の3基準を定めており、このうち一つにでも該当すればトレーディング勘定とされる(図表1)。

- 目的基準：以下の目的の場合はトレーディング勘定。
短期転売 / 短期的値動きの利益獲得 / 短期アービトラージ益の実現 / 左記ポジションのヘッジ
- 市場リスク資本規制基準：市場リスク資本規制に基づきリスク・ベース資本を算定する勘定。
- ステータス基準：バンキング・エンティティが以下の何れかであればトレーディング勘定。
SEC 登録の証券もしくは地方債証券ディーラー / 当局登録した政府債ディーラー / CFTC 登録のスワップ・ディーラー / SEC 登録の証券派生スワップ・ディーラー / 米国外でディーラー、スワップ・ディーラー、証券派生スワップ・ディーラーとしての業務を行う者

目的基準における「短期」について規則案は、保有が60日以内であれば短期と推定するとしている。但し、バンキング・エンティティが事実・状況に基づいて反証できる場合は、この限りではない。また、保有が60日以上であっても、市場リスク資本規制基準やステータス基準に該当する場合はトレーディング勘定となる。

上記3基準に該当しても、以下の場合はトレーディング勘定とはされない(図表1)。

- レポもしくはリバース・レポに起因するポジションを取るための勘定。
- 証券貸借取引に起因するポジションを取るための勘定。
- 善意の流動性管理目的の勘定。
- CFTC 登録のデリバティブ清算機関もしくは SEC 登録の清算機関であるバンキング・エンティティが清算業務に起因するポジションを取るための勘定。

なお、上記「善意の流動性管理」とされるには、下記5つの基準を満たす流動性管理計画を具備しなければならず、検査時に当局のレビューを受ける(図表1)。

- 流動性管理目的で利用される特定の金融商品、その特性、それが利用される状況を承認するものであること。
- 流動性管理のための取引であり、短期の転売など上記「目的基準」の項目のためでないことを要求するものであること。
- ポジションが高い流動性を持ち、短期の値動きによる損益発生を想定しないことを要求するものであること。
- 近々のファンディング・ニーズと一貫した水準にポジションを制限するものであること。
- 監督当局が監督上求める流動性管理と一貫したものであること。

2．対象金融商品

自己勘定取引禁止の対象となる金融商品について、ローン、スポット・コモディティ、スポット外国為替もしくは通貨を適用対象外としている（図表1）。即ち、これらであれば自己勘定取引を行える。

3．許容される活動

自己勘定取引禁止における「許容される活動」は、認められる自己勘定取引と認められない自己勘定取引を区分するものであり、ボルカー・ルールにおいて最も注目されていた点と言える。以下では、その中でも最も争点の多いマーケット・メイキングとヘッジ取引、わが国金融機関にも直接関係のある外国銀行に係る規定について概観する（図表1）。

（マーケット・メイキング）

許容される自己勘定取引としてのマーケット・メイキングに該当するためには、まず、バンキング・エンティティが継続的もしくは定期的にロングもしくはショートのポジションで売り・買いに応じる者であることを表明している必要がある。上場市場など流動性の高い市場では、継続的に気配値を提示することや、取引のパターンが売りと買いでほぼ同じ規模となること、気配値が市場価格に近似していることなどが求められる。それに対して店頭市場など流動性の低い市場では、気配値の提示は定期的であれば足り（継続的である必要はない）、また、取引の規模とリスクが顧客等のヒストリカルな流動性や投資ニーズに相応したものであることが求められる。

また、合理的に予期される顧客等のニーズを超過しないこと、金融商品の種類ごとに求められるディーラー登録をしていること、コンプライアンス・プログラムを具備すること（後述）などが要件として規定されている。

更に、許容される自己勘定取引を識別するために、規則案の付属文書において、下記6基準が示されている。

- リスク管理：

顧客に仲介サービスを提供するのに過度なリスクを取っていないか。

指標としては、バリュー・アット・リスク（VaR）、ストレス VaR、VaR とポートフォリオ損益の差、リスク要因感応度に着目する。
- 収益源：

顧客からの収入ではなく自己ポジションの値動きから利益を得ていないか。

指標としては、包括的損益、ポートフォリオ損益、フィー収入と費用、スプレッド損益などに着目する。
- リスク対収益：

リスクに対して収益が過大／過小ではないか、収益が一定していないか、収入のボラティリティが高いか。

指標としては、 $\frac{\text{包括的損益}}{\text{ポートフォリオ損益}}$ の対ボラティリティ比率、包括的損益の要因分解、 $\frac{\text{包括的}}{\text{ポートフォリオ損益}}$ に基づく収益性の低い取引日数、 $\frac{\text{ポートフォリオ損益}}$ の非対称性／尖度などに着目する。
- 対顧客活動：

顧客に流動性を提供するための取引システムを経ずに取引していないか、合理的に予期される近々の顧客ニーズを超過したポジションを取っていないか。

指標としては、 $\frac{\text{対顧客取引比率}}$ 、 $\frac{\text{在庫リスク回転率}}$ 、在庫日数に着目する。
- フィーやコミッションの支払いとスプレッド：

顧客からのフィーやコミッション、スプレッドで収入を得る以上に、他の金融仲業者への支払いを経常的に行うなどの費用を生み出していないか。

指標としては、受取・支払いスプレッド比率などに着目する。
- 報酬インセンティブ：

自己勘定のリスクテイクのインセンティブを与える報酬体系になっていないか。

値動きに起因する利益に基づく報酬を行っていないかなどを見て判断。

（ヘッジ取引）

ヘッジ取引が許容される活動となるためには、まず、個別もしくはアグリゲート・ポジションから派生する市場リスクやカウンターパーティー・リスクなど各種リスクを低減するものでなければならない。そのうえで、以下の要件を満たす必要がある。

- 取引がヘッジしようとするリスクと合理的に相関していること。
- 重大なエクスポージャーを持つリスクを新たにつくるものではないこと。
- 継続的な見直し、モニタリング、管理に服すること。
- 従事する職員の報酬体系が自己勘定におけるリスクテイクを助長するものでないこと。

- コンプライアンス・プログラムを具備し、レポーティング要件を満たすこと（後述）。

また、ヘッジ取引時に求められるドキュメンテーションとして、リスク低減の目的、ヘッジ取引が低減しようとする個別もしくはアグリゲート・ポジションのリスク、ヘッジ取引を行う組織の階層、がある。組織内において、ポジションを保有する階層とヘッジ取引を行う階層が異なる場合は、追加のドキュメンテーションが求められる。

なお、「アグリゲート・ポジション」について規則案前文では、ポートフォリオベースでのヘッジが認められることと説明されている。例えば、複数のトレーディング・デスクを合算したリスクを対象としたヘッジ取引を行うことができる。しかし、その場合でも、コンプライアンス・プログラムを遵守する必要がある。

(外国銀行)

外国銀行の自己勘定取引が許容される活動となるためには、以下の要件を満たす必要がある。

- 外国銀行が米国法に基づき設立されたバンキング・エンティティによって直接・間接に保有されていないこと。
- 取引の相手方が米国居住者ではないこと。
- 取引が完全に米国外で行われること。即ち、取引に直接関与する従業員が物理的に米国にいないこと、取引が完全に米国外で執行されること（米国におけるブックイングとリスク管理も認められない）。
- FRB 規則における外国銀行組織（foreign banking organization）の場合は FRB 規則に則って取引を行っていること。そうでない場合は、米国外総資産が米国内総資産を上回っていること、米国外収益が米国内収益を上回っていること、米国外純利益が米国内純利益を上回っていること、のうち2つを満たすこと。

なお、「取引に直接関与する従業員」については、純粋に事務的な（purely administrative, clerical, or ministerial function）業務に従事する者は一般的に含まない、とされる。しかし、何を以て純粋に事務的とするかは明記されていない。

4 . コンプライアンス・プログラムとレポーティング

ボルカー・ルールの対象となる取引を行うバンキング・エンティティは、それが許容される活動であるか否かに関わらず、コンプライアンス・プログラムを具備する必要がある⁶。

⁶ ボルカー・ルールの対象となる活動を一切行わないバンキング・エンティティについては、そうした活動を行うことを予防する方針と手続きを具備すれば済む。

コンプライアンス・プログラムは、トレーディング・ユニットのレベルで適用され、下記の要素から成る（図表1）。

- 内部方針と手続き：
バンキング・エンティティの活動が法・規則を遵守するよう、その活動を文書化、説明、モニタリングするよう設計されたもの。
- 内部統制：
違反が生じ得る分野を特定し、禁止される活動の発生を防ぐよう設計されたもの。
- コンプライアンス・プログラムに係る責任とアカウントビリティ：
法・規則の遵守に係る責任とアカウントビリティを明確化するもの。
- 独立テスト：
コンプライアンス・プログラムの有効性に関するテスト。社内でも監査部門など独立性のある部署によるものであれば可。
- 研修：
コンプライアンス・プログラムを効果的に運用できるよう、トレーディング担当者とマネージャー、その他適切な職員に対する研修。
- レコード・キープ：
法・規則の遵守を示す記録の保持。5年間以上保持しなければならない、また、当局の要請に応じて速やかに提出しなければならない。

コンプライアンス・プログラムは、自己勘定取引だけでなく、後述するヘッジファンド、PE への出資等にも適用される。また、グローバル連結ベースでトレーディング資産・負債が 10 億ドル以上、もしくは 総資産の10%以上の場合は、より詳細な項目が規則案の付属文書 C に規定されている⁷。

なお、FSOC による調査・提言に盛り込まれていた CEO によるコンプライアンスの認証については導入が見送られ、その妥当性について設問の形態でパブリック・コメントを募っている。

上記コンプライアンス・プログラムと並行して、許容される活動を行うバンキング・エンティティは各種指標を計測し、当局へ報告しなければならない。全部で 17 の指標があり、許容される活動に従事するトレーディング・ユニット、グローバル連結ベースでトレーディング資産・負債が 10 億ドルもしくはそれ以上、50 億ドル未満のバンキング・エンティティにおいて許容されるマーケット・メイキングに従事するユニットに適用、グローバル連結ベースでトレーディング資産・負債が 50 億ドルもしくはそれ以上のバンキング・エンティティにおいて許容されるマーケット・メイキングに従事するユニット、各々に適用される指標がある（図表2）。

ブルームバーグ・ガバメントによると、上記 に該当するのは 13 社であり、1,020 の銀行持ち株会社のトレーディング資産および負債の 98.4%を占める。また、 に該当するの

⁷ トレーディング資産・負債の定義付けはなされていない。

図表 2 計測・レポーティングが求められる指標

	許容される活動に従事	マーケット・メイキングに従事 規模:10~50億ドル (VaRのみ)	マーケット・メイキングに従事 規模:50億ドル~
VaR、ストレスVaR			
VaRとポートフォリオ損益の差			
リスク要因感応度			
リスクおよびポジション制限			
包括的損益			
ポートフォリオ損益			
フィー収入と費用			
スプレッド損益			
包括的損益の要因分解			
受取・支払いスプレッド比率			
包括的/ポートフォリオ損益に基づく 収益性の低い取引日数			
ポートフォリオ損益の非対称性/尖度			
包括的損益/ポートフォリオ損益の ボラティリティ			
包括的損益/ポートフォリオ損益の 対ボラティリティ比率			
在庫リスク回転率			
在庫日数			
対顧客取引比率			

(出所) 野村資本市場研究所作成

は12社、 に該当するのは995社だという⁸。

指標の集計は日次ベースで行い、当局への報告は月次ベースで月の終わりから30日以内に行わなければならない。また、上記レコード・キープの規定により、記録は5年間保持しなければならない。なお、規則案前文では、規則施行後2年の間、報告される指標の有用性について分析し、必要に応じて変更を加えていくとしている。

ヘッジファンド、PEファンドへの出資等

ドッド・フランク法では、バンキング・エンティティがヘッジファンドまたはPEファンドに対する持ち分、パートナーシップ、その他保有利益を取得・保持することやスポンサーとなること(以下、出資等)を禁じている⁹。ここでいうヘッジファンド、PEファンド(以下、対象ファンド)は、1940年投資会社法における投資会社としての登録義務を免除されるファンド、規制当局が規則で定める類似のファンドを指す¹⁰。自己勘定取引の禁止と同様、ここでも対象ファンドに関連して、バンキング・エンティティに許容される活動が下記の通り規定されている。

- 小規模事業投資会社、公益促進を主目的とした投資、公認歴史的建造物再生等への投資。
- 下記全ての要件を満たす対象ファンドの組成・販売。

⁸ “Constraints Seen for Market Makers Under Volcker Rule on Trading” *Bloomberg*, October 17, 2011

⁹ スポンサーとされるには、バンキング・エンティティが、 ファンドのジェネラル・パートナー、マネージング・メンバー、トラスティ、コモディティ・プール・オペレーターであること、 何らかの手法でファンドの役員、トラスティ、経営陣の過半を選定ないし支配すること、 マーケティングその他の目的でファンドと同様の名称を用いること、のうち何れかを満たすことが要件となる。

¹⁰ なお、ドッド・フランク法および規則案において、ヘッジファンドとPEファンドは同一の規制を課されており、両者の相違を反映した規定はない。

善意の信託、受託者、投資顧問サービスを提供すること / 僅少な投資を除いて対象ファンドに出資等をしないこと / 役職員が対象ファンドに出資等をしていないこと / 対象ファンドの損失は投資家が負うことを書面で開示することなど。

- 米国法に準拠するバンキング・エンティティが直接・間接に保有しないバンキング・エンティティが完全に米国外で行う出資等であり、対象ファンドの保有利益が米国居住者に販売されないこと。

ここでいう「僅少な投資」に該当するには、バンキング・エンティティによる対象ファンドへの投資を希釈化するべく外部投資家を積極的に求めていくことなどに加え、定量要件として、対象ファンド設立後 1 年以内に、当該ファンドの総保有利益の 3% 以下に減少させること、当該投資がバンキング・エンティティのティア 1 自己資本の 3% を超えないこと、が求められる。

また、バンキング・エンティティが対象ファンドの投資顧問やスポンサーである場合、もしくはその組成・販売を行う場合、当該対象ファンドとの取引は原則として禁じられるが、一定の要件を満たす場合¹¹、当該対象ファンドが出資等を行う対象ファンドとのプライム・ブローカレッジ業務は認められる¹²。

なお、対象ファンドへの出資等についても、自己勘定取引規制と同様、顧客との利益相反が生じないことなどを求めるバックストップ条項が適用される。また、コンプライアンス・プログラムについても自己勘定取引規制と同様だが、より詳細なものが求められる要件として、対象ファンドに 10 億ドル以上投資していること、10 億ドル以上の価値のある対象ファンドのスポンサーもしくは投資顧問となっていること、が規定されている。指標の計測・レポートは対象ファンドでは適用されない。

規則案は、全体的に上記規定を定義や範囲などにおいて補完するもので、自己勘定取引に係る規定ほどの争点を含むものではない。以下では、その中で主要なものを取り上げる。

1. 定義

- 対象ファンド：

商品取引所法におけるコモディティ・プール、対象ファンドと同様の要件を備える海外で設立・販売されるファンド、関連規制当局が規則により類似するとしたファンドを追加。

- 保有利益：

規則案では、エクイティ証券やオプション、ワラント、信託、パートナーシップなどとされており、議決権の有無は問わず、保有利益のデリバティブ・ポジションも含むとさ

¹¹ 一定の要件は、バンキング・エンティティが組成・販売する対象ファンドに係る制限を遵守すること、CEO がコンプライアンスを認証すること、FRB がバンキング・エンティティの健全性等との整合性を認めること。

¹² プライム・ブローカレッジ業務について規則案では、カストディ、清算、証券貸借、取引執行、ファイナンス、データ、業務、ポートフォリオ・マネジメントの支援、が例示されている。

れている。また、バンキング・エンティティが対象ファンドの投資顧問等である場合は、キャリード・インタレスト（パフォーマンス連動報酬）は含まれない。

2．許容される活動

許容される活動について規則案では、組成・販売する対象ファンドに投資顧問サービスなどを提供する際における技術的な要件（僅少な投資の定量要件の算定等）や、外国銀行による対象ファンドへの出資等に関する詳細な要件が定められている。外国銀行に関する規定は上記の自己勘定取引における外国銀行に係る規定に準ずるが、自己勘定取引規制では米国居住者が取引の相手方でないことが求められているのに対し、ファンド規制では対象ファンドの保有利益が米国居住者に販売（offered for sale or sold）されていないことが求められる、事務的な業務に従事する者に対する適用除外について、ファンド規制では、顧客リレーションシップを持たないこと、清算・決済やファンドの記録作成・保持が含まれることが前文において明記されていること、という違いがある。また、規則案では下記についても許容される活動に含まれるとしている。

- ローン証券化：

対象はローン、ABS 組入ローンに係る契約上の権利や資産、金利もしくは外国為替デリバティブ。
- 下記活動に関連する対象ファンドへの出資等：

ジョイント・ベンチャー / M&A ピークル / 流動性管理を行う完全子会社 / ABS 発行体。

規則案に対する評価

規則案を巡っては、関係当局からの公表以前にリーク情報が出回っていた時期から、各方面より様々な批判が寄せられている¹³。

多く見られるのは、ボルカー・ルールが奨励するはずであった金融機関による対顧客ビジネスが制約されかねないというものである。マーケット・メイキングを行うには、許容される活動の要件を満たし、それを担保するためのコンプライアンス・プログラムの具備、指標の計測・レポーティング義務を負うことになる。また、許容される活動としてのマーケット・メイキングの範囲が立法意図を超えて過度に狭いと指摘もある。そのため、法の趣旨からして適切なものを含めて、対顧客ビジネスの代表格であるマーケット・メイキング全般が減少すると言われている。また、対顧客ビジネスという観点では、金融機関が保有できるヘッジファンド、PE ファンドが制約されることにより、個人顧客に提供できる商品の品揃えにも影響が生じかねない、という指摘もある。

¹³ コメントの出所は、前掲注 7 記事、公式プレスリリース、筆者インタビュー、“Volcker rule could change bank profit dynamics” *InvestmentNews*, October 16, 2011、“Taking a Bite Out of ‘Volcker’” *The Wall Street Journal*, September 22, 2011。

マーケット・メイキングの減少に伴う資本市場全体への影響を懸念する声も多い。即ち、マーケット・メイキングの減少により市場の流動性が低下しかねず、それが投資の抑制、投資収益率の低下、信用供与の制限、企業の資本コストの増大に繋がり、ひいては経済成長と雇用創出を阻害する、といった懸念である。この点については、JP モルガン・チェースのジェイミー・ダイモン CEO の「米国は世界で最も深く広範で透明性のある資本市場を有しており、これにより投資家は低コストで取引をできる。ポール・ボルカーも理解してくれていれば良かったのだが…」という発言が言い得ているものと思われる¹⁴。

金融機関の経営への悪影響も懸念されている。即ち、コンプライアンス・プログラムや指標の計測・レポーティングによるコスト増や、トレーディング業務の縮小による収益性低下が生じかねない、というものである。例えば、格付機関のムーディーズは、大きなマーケット・メイキング業務を有するバンク・オブ・アメリカ、シティグループ、ゴールドマン・サックス、JP モルガン、モルガン・スタンレーにとってはクレジット・ネガティブだとしている。アナリストの中には、金融業界全体にとって年間 21 億ドルのコスト増になる¹⁵、銀行の債券デスクの収益は 25% 低下し得る、といった指摘もある。また、トレーディング・デスクの報酬に制約がかかることになるため、トレーダーがヘッジファンドなどより報酬の高いセクターに行く可能性を指摘する向きもある。

金融機関の経営への影響については、ボルカー・ルール支持者からは、ポートフォリオ・ベースのヘッジができるのであればどのような自己勘定取引でもできてしまう、許容される活動の範囲が広すぎる、といった意見も聞かれる。その一方で、規則案における許容される活動の要素とコンプライアンス・プログラムの負担の要素を比べると、後者の方がはるかに大きいとするコンサルタントの見方もある。確かにドッド・フランク法および規則案では、ポートフォリオ・ベースのヘッジが認められているし、自己勘定取引の禁止から除外される活動も規定されているが、それらがボルカー・ルールで禁止される自己勘定取引でないことをコンプライアンス・プログラムで縛りをかけられることになるため、金融機関としては制約的要素の方が多いものと思われる。

また、金融業界の競争環境を歪めるとの指摘も多い。即ち、米国のバンキング・エンティティによる自己勘定取引が禁止され、許容される活動についても厳格な縛りがかかることにより、オーダー・フローが米国外/銀行外に流出する、というものである。その結果、金融危機時に銀行持株会社に転換したゴールドマン・サックスやモルガン・スタンレーが多大な影響を被ると指摘されている。ゴールドマン・サックスについては、ヘッジファンドや PE ファンドへの出資等の制限も痛手になると見られており、同様の規制が既に導入されていたとすれば、同社にとって 7 億ドル、年間利益の 9% を失っていたであろうと指摘するアナリストもいる。他方、ジェフリーズ・グループ、DE ショー、シタデルなどは、銀行からのビジネス移転による利益を得ると言われている。この点については、

¹⁴ ダイモン CEO の発言は、2011 年 10 月 13 日の 2011 年第 3 四半期決算発表のカンファレンスコールにおけるもの。

¹⁵ SEC がオーディット・トレイル・システム（不適切な取引活動を探知するためにリアルタイムで株式取引を監視するシステム）の導入に係る金融業界の年間負担増の金額として SEC が採用した 21 億ドルの推計値を採用している。

例えば DE ショー自身、ボルカー・ルールにより大手行と競争できるようになり、自分たちにとっては好ましいとしている。

ルールそのものの瑕疵を指摘する向きもある。例えば、バーゼル の流動性カバレッジ・レシオでは短期資産の保有が奨励される一方、ボルカー・ルールは短期資産の保有を制限しており、グローバル金融規制と矛盾している、そもそもボルカー・ルールで定義される自己勘定取引をその他取引と明確に線引きすること自体が不可能、金融セクターのリスク低減を図ったボルカー・ルールが、結局は金融セクター内で銀行から他にリスクをシフトさせたに過ぎない、といった指摘がなされている。

今後の注目点

その後、FRB など関連 4 当局は、パブリック・コメント受付期間を当初予定から 30 日間延長し、2012 年 2 月 13 日を締め切りとした。金融業界が、コメント作成には十分な時間が必要と求めていたことに配慮したものであり、最終的には相当数のコメントが寄せられるものと見られている。さらに、日本の金融庁やカナダ金融監督庁が、米銀の自己勘定取引縮小によって米国外の国債など証券市場の流動性に悪影響が及ぶ可能性があるとのコメントレターを米国当局に送付したことが明らかとなっており、海外の市場関係者を巻き込んだ議論も展開されつつある¹⁶。こうした中、2012 年 1 月 18 日には、連邦議会の下院金融サービス委員会において、ボルカー・ルールの影響に関する公聴会が開催された。商品先物委員会 (CFTC) のゲイリー・ゲンスラー委員長が、他の 4 当局の動きに合わせてボルカー・ルールの規制化を進めていくことを表明したほか、業界団体が作成したボルカー・ルールの影響に関する調査の妥当性をめぐって議論が闘わされるなど、ボルカー・ルールの行方を巡る注目は高まる一方である¹⁷。

今後の注目点としては、以下の 3 点が挙げられよう。第 1 に、最終規則までの間に内容がどの程度変更されるかである。今般発表された規則案を巡っては、当局間でも意見の折り合いがつかない部分が多かったことが指摘されている。例えば、FDIC が CEO のコンプライアンス認証の導入を求めたのに対して OCC が反対したこと、ドッド・フランク法では共同で規則策定を行うことになっている商品先物取引委員会 (CFTC) がコスト・ベネフィット分析の不十分さ、デリバティブ規制の作業などを理由に今回の規則案に連名しなかったこと¹⁸、どこが最初に採択するか一悶着あったこと、などが報じられている。合意形成に至らなかった部分は全て設問として盛り込まれ、その結果が 394 に及ぶ設問数になったという¹⁹。このため、今般の規則案は最終形からは遠く、全体の骨格が変更されることはないものの、変更を加える余地は多分にあると思われる。

第 2 は、FRB 監督ノンバンク金融会社の扱いである。ドッド・フランク法では、FRB

¹⁶ “Japan and Canada warn on Volcker rule impact”, *Financial Times*, January 11, 2012 など参照。

¹⁷ “Regulators Defend ‘Volcker Rule’”, *Wall Street Journal*, January 19, 2012 など参照。

¹⁸ その後 CFTC は 2012 年 1 月 11 日に別途、ボルカー・ルール規則案を公表している。

¹⁹ “Volcker Rule Divides Regulators” *The New York Times DealBook*, October 16, 2011

監督ノンバンク金融会社について、それが自己勘定取引やヘッジファンド、PE ファンドへの出資等を行う場合、追加的な自己資本規制および定量的規制に服するとしている。FRB 監督ノンバンク金融会社を巡っては、各当局が規則案を発表したのと同日の 2011 年 10 月 11 日、FSOC より第 2 次規則案告示とガイダンスが発表されているが、ボルカー・ルールの規則案では FRB 監督ノンバンク金融会社の扱いについては触れられていない。

第 3 は、域外適用の問題である。規則案では、外国銀行の実務面で適用の是非が必ずしも明確でない部分がある。例えば、対象ファンドにおける外国銀行に係る適用除外の要件として、当該ファンドが米国居住者に販売されていないことが求められるが、何を以て「販売されていない」とするか、規則案では明確になっておらず、最終規則における明確化ないしリーガルな解釈が待たれるところとなっている。

第 4 は、施行のタイミングの問題である。ボルカー・ルールの施行日は、最終規則採択の 12 か月後もしくはドッド・フランク法制定の 2 年後の早い方とされているが、後者の方が先に来ることが確実となったため、2012 年 7 月 21 日が施行日となる。施行日から 2 年間は移行期間として、その間に違反ポジションを処分すれば良いことになっており、FRB は更にそれを最大 3 年（流動性の低いファンドについては更に 2 年）延期することができる。他方、コンプライアンス・プログラムについては移行期間が適用されないため、2012 年 7 月 21 日までにバンキング・エンティティはそれを具備しなければならない。最終規則の採択は早くても 2012 年 3～4 月と目されているため、コンプライアンス・プログラムの最終形が判明してからそれを具備するまでの期間は短い。規則案前文では、コンプライアンス・プログラムの段階的導入の是非について設問があり、何らかの措置が講じられる可能性があるものと思われる。