

ボルカー・ルールの簡素化と見直しを巡る議論

岡田 功太

■ 要 約 ■

1. 米国通貨監督局（OCC）は 2017 年 8 月、ボルカー・ルールに関する情報提供依頼書（ボルカー・ルール意見書）を公表した。ボルカー・ルールは、銀行に対して、①自己勘定取引の禁止、②プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンド（対象ファンド）への出資等の制限、③これら業務に対するコンプライアンス規定の整備を要請しており、預金保険などの公的なセーフティネットの恩恵を受けている銀行は、貸出やマーケットメイキング等の対顧客ビジネスに特化すべきという基本理念を有する。
2. ボルカー・ルールは、ドッド=フランク法（2010 年ウォール街改革・消費者保護法）の中でも、金融規制強化の象徴として位置づけられている。その一方で、同ルールの規則は難解であり、解釈に多大な時間を要すること、同ルールにおいて禁止されている自己勘定取引と、許容されているマーケットメイキング等の業務を明確に区分するのは容易ではないこと、法の趣旨を超えて銀行以外の幅広い主体を規制対象としていること等、批判は絶えない。
3. そこで、ボルカー・ルール意見書は、行政手続きによって、ボルカー・ルールを簡素化した上で、本来の政策目的に沿った形に改正することを目的としている。市場参加者からは、トレーディング勘定の定義の変更、自己勘定取引の禁止除外要件の柔軟化、外国銀行の外国ファンド投資の要件変更等が提言された。しかし、当該提言は、ボルカー・ルール策定時の議論と類似しているため、市場参加者も従来と同じ主張を繰り返しており、同ルールの見直しに関する議論は噛み合っていない。OCC が市場参加者に求めたボルカー・ルールを改正すべき説得力のある定量的な論拠を示すには至らなかった。
4. それでも、連邦準備制度理事会（FRB）のジャネット・イエレン議長をはじめとする政府高官は、ボルカー・ルールの実態は政策目的と整合的でない部分があるため、改正する必要があるという問題意識を持っている。業界団体も、ボルカー・ルールの規定は、趣旨に反して過度に複雑であると主張している。今後、行政当局によって変更可能な点を中心にボルカー・ルールの改革が進展することが注目される。

I 批判が絶えないボルカー・ルール

ボルカー・ルールは、銀行に対して、①自己勘定取引の禁止、②プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンド（対象ファンド）への出資等の制限、③これら業務に対するコンプライアンス規定の整備を要請している。ボルカー・ルールは、預金保険などの公的なセーフティネットの恩恵を受けている銀行が、組織内部に有するプライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドのような機能を通じて、巨額で危険な賭け事を行っていたという考え方に基づいている。その基本理念は、預金を通じて資金調達を行う銀行は、貸出やマーケットメイキング等の対顧客ビジネスに特化すべきというものである。したがって、ボルカー・ルールは、単に自己勘定取引や対象ファンドへの出資等の業務を制約するだけでなく、構造改革を求めており、銀行の組織及びビジネスの在り方、実務遂行のプロセスの変更等、幅広い分野に影響を及ぼした。

ボルカー・ルールは、ドッド=フランク法（2010年ウォール街改革・消費者保護法）の中でも、金融規制強化の象徴として位置づけられている。一方で、規制当局が策定した規則（ボルカー・ルール最終規則）は難解であり、解釈に多大な時間とリソースを要することから、長い間、実務家を悩ませてきた¹。ボルカー・ルール最終規則が設定する規制対象範囲は広く、米銀だけではなく、非米銀（外国銀行）やファンド等の銀行ではない主体が同規則に服する場合がある。実務上、禁止されている自己勘定取引と、許容されているマーケットメイキング等の業務について、明確に区分することは容易ではないが、ボルカー・ルール最終規則は、それを求めている。プライベート・エクイティ・ファンドやヘッジファンドに関する定義について、法の趣旨を超えて幅広く定義してしまっているため、個人投資家向けファンド、上場ファンド（ETFやREIT等）、ベンチャーキャピタル・ファンド等が規制対象になる場合がある²。他にも、ボルカー・ルール最終規則は域外適用の問題を孕んでおり、米国外で行われた自己勘定取引や、外国銀行による外国ファンドへの投資活動にも影響する。

批判が絶えない中、通貨監督局（OCC）は2017年8月、情報提供依頼書（ボルカー・ルール意見書）を公表した³。同意見書は、ボルカー・ルールを改正する絶好の機会として位置づけられている。本稿は、同意見書に寄せられた市場参加者のコメントを中心に議論の整理を図る。

¹ 詳細は、岩井浩一「ボルカー・ルール最終規則の概要」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号を参照。

² 詳細は、小立敬「ボルカー・ルールにおけるファンド投資の制限と邦銀のファンド投資との関係」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号（ウェブサイト版）を参照。

³ Office of the Comptroller of the Currency, “Notice Seeking Public Input on the Volcker Rule,” August 2017.

Ⅱ ボルカー・ルール意見書の目的

1. 難解なボルカー・ルールの規定の簡素化

ボルカー・ルール意見書は、第一に、ボルカー・ルールを簡素化した上で、本来の政策目的に沿った形に改正することを目的とする。連邦準備制度理事会（FRB）のダニエル・タルーロ元理事は 2017 年 4 月、ボルカー・ルールは複雑すぎるという金融業界の主張はもっともだと述べた⁴。同氏は、商業銀行の自己勘定取引を禁じることは概念としては正しいが、実態は当局の意図を正確に反映した規則になっていないと述べた上で、別の方法を考えるべきであると主張した。ジャネット・イエレン FRB 議長は 2017 年 6 月、米連邦公開市場委員会後の会見において、「ボルカー・ルールの実行は、率直に言って複雑であり、規制の負担を減少させる方法の模索に前向きである」と述べた⁵。FRB の金融規制担当であったダニエル・タルーロ氏の退任後、一時的に、その役割を引き継いでいたジェローム・パウエル FRB 理事は 2017 年 6 月、ボルカー・ルールについて、政策目的に沿った形で、同ルールを改善する余地があると言及した⁶。つまり、ボルカー・ルールは過度に複雑であり、本来の趣旨から逸脱している側面があるということは、規則を策定した規制当局者も認めている。

2. 米財務省の改革提言との整合性

第二に、ボルカー・ルール意見書は、米財務省による金融規制改革提言を踏まえた上で、同ルールの改正を目指すものである。スティーブン・ムニューシン財務長官は 2017 年 6 月、「銀行及び信用組合の経済的機会を創出する金融システム」と題する報告書（米財務省報告書）を公表した⁷。米財務省報告書は、預金取扱金融機関に係る金融規制改革提言であり、トランプ政権発足以来、初めて示された具体的な金融規制改革の青写真である。同報告書は、金融規制緩和の背景として、①低成長の経済サイクルを打破すること、②より一層、消費者・企業の与信需要に応じること、③市場の流動性を維持すること、④規制の影響・負担を評価することの 4 点を示した。ボルカー・ルール意見書は、米財務省報告書が示した方向性に基づいて、特に、①同ルールの規制対象のエンティティの範囲、②自己勘定取引、③対象ファンド、④コンプライアンス規定の 4 分野に焦点を当てて、市場参加者に対してコメントを求めている。

⁴ Governor Daniel K. Tarullo, "Departing Thoughts," April 2017.

⁵ Transcript of Chair Yellen's Press Conference June 14, 2017 (<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20170614.pdf>)

⁶ Remarks by Jerome H. Powell Member Board of Governors of the Federal Reserve System at the Salzburg Global Seminar June 26, 2017 (<https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/powell20170626a.pdf>)

⁷ 詳細は、岡田功太「米財務省による金融規制改革提言に関する考察」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号（ウェブサイト版）を参照。

3. 行政手続きによるボルカー・ルールの改正

第三に、ボルカー・ルール意見書は、議会の承認が必要な法改正を伴わない行政当局の規則の改正で可能な点の抽出を目指す。ボルカー・ルールは、ドッド＝フランク法 619 条に規定されている。FRB、OCC、連邦預金保険公社（FDIC）、証券取引委員会（SEC）、商品先物取引委員会（CFTC）の 5 つの米国当局は、同法の要請に基づき、2013 年 12 月に共同でボルカー・ルール最終規則を公表した。つまり、ボルカー・ルールは、主に「ドッド＝フランク法 619 条」と「ボルカー・ルール最終規則」の 2 つの枠組みから構成されている。ボルカー・ルール意見書は、法の目的に明確に沿った形に規則を改正することを目指しており、「ボルカー・ルール最終規則」の改正を主眼としている。図表 1 は、本稿で取り上げる市場参加者から寄せられた主なコメントである。各分野において、合計で 10 項目あるコメントのうち、6 項目はボルカー・ルール最終規則の改正によって変更可能であり、4 項目は議会審議を経たドッド＝フランク法 619 条の改正が必要である。

図表 1 ボルカー・ルール意見書に寄せられた主なコメント

ボルカー・ルールの構成分野		コメント内容	改正の対象
エンティティの範囲	銀行エンティティの定義	連結対象ではない会社や、銀行エンティティによって定期的に管理または運営されていない会社の除外	法改正
	外国銀行の外国ファンド投資 (SOTUS 要件)	規制された外国ファンドを銀行エンティティの定義から除外	規則改正
対象ファンド	対象ファンドの定義	短期的な投機を行うファンドへの規制対象の限定	法改正
	シード期間に関する要件	シード期間に関する不透明な規制当局の方針の明確化	法改正
	外国公募ファンドの要件	外国公募ファンドが対象ファンドの適用除外となる要件の簡素化	規則改正
	対象ファンドから除外されるファンドの拡大	ファミリー・オフィスによる資産管理ビークルに銀行エンティティが融資を出来ない場合があり、同ビークルを対象ファンドから除外すること	規則改正
自己勘定取引	トレーディング勘定の定義	目的テストにおける「短期」の 60 日基準の削除または変更	規則改正
	自己勘定取引の禁止除外要件の柔軟化	RENTD 要件（詳細は後述）の変更	法改正
	米国外で行われた取引に関する要件 (TOTUS 要件)	TOTUS 要件における「米国に所在していないこと」等の削除	規則改正
コンプライアンス規定		プリンシパル・ベースの報告への変更	規則改正

(出所) ボルカー・ルール意見書より野村資本市場研究所作成

III ボルカー・ルールの規制対象となるエンティティの範囲

1. 銀行エンティティの定義と規制対象範囲

ボルカー・ルール意見書に寄せられた市場参加者の主な意見を以下に示す。ドッド=フランク法 619 条における銀行エンティティとは、①連邦預金保険制度の対象となる預金保険対象機関、②預金保険対象機関を支配する会社、③1978 年国際銀行法 8 条の下で銀行持株会社としての扱いを受ける会社、④それらの子会社、関連会社を指す。この定義のうち、「1978 年国際銀行法 8 条の下で銀行持株会社としての扱いを受ける会社」とは、米国に支店等を有する外国銀行を指す。つまり、ある邦銀が米国に支店等の営業拠点を有する場合、銀行エンティティに該当し、その邦銀は日本国内で行う業務を含めて、原則として銀行全体がボルカー・ルールの対象となる。また、「預金保険対象機関を支配する会社」における「支配」とは、議決権の 25%以上を保有することを指す。

そのため、ボルカー・ルールを遵守しなければならないエンティティの対象は広い。国際銀行協会（IIB）⁸は、数千に及ぶ非米国の銀行エンティティがコンプライアンス規定の策定を求められていることを指摘しており、また、日本の金融庁及び日本銀行⁹は、IT システムを運営する銀行エンティティの子会社や関連会社にも影響が及んでいると指摘する。ルールの実態と政策目的が乖離していることから、多くの市場参加者はボルカー・ルールの対象となるエンティティの範囲の修正を提言している。例えば、証券業金融市場協会（SIFMA）は、連結対象ではない会社や、銀行エンティティによって定期的に管理または運営されていない会社については、ボルカー・ルールの対象外にすることを提言している¹⁰。ただし、当該提言は、銀行エンティティの定義の変更に対応するため、議会審議を経たドッド=フランク法 619 条の変更が必要である。

2. 外国銀行による外国ファンド投資に関する提言

ボルカー・ルール最終規則は、SOTUS（Solely Outside of the United States）要件を設けており、本来的には外国銀行による外国ファンドへの投資は域外適用であるということを認めている¹¹。SOTUS 要件とは、「米国外でのみ投資」が行われ、かつ投資家に米国居住者が含まれていないファンドは、ボルカー・ルールの対象外とするものである。しかしながら、たとえ SOTUS 要件を満たしていても、ファンド投資が少数出資ではなく、所有・支配として認められるレベルの場合には、当該外国ファンドはボルカー・ルールの対

⁸ Institute of International Bankers, “Re: Proprietary Trading and Certain Interests in and Relationships With Covered Funds (Volcker Rule); Request for Public Input, Docker ID OCC-2017-0014,” September 2017.

⁹ Financial Services Agency Government of Japan, Bank of Japan, “Re: Notice Seeking input on the Volcker Rule,” September 2017.

¹⁰ The Securities Industry and Financial Markets Association, “Re: Volcker Rule; Request for Information,” September 2017.

¹¹ 前掲脚注 2 論文を参照。

象となる可能性がある。つまり、ボルカー・ルールは、米国外における外国ファンドの投資活動にも影響を及ぼしている。SOTUS 要件の把握は、実務上、対応負担が大きい。同要件における「米国外でのみ投資」という定義が不十分であるため、銀行エンティティは、外国ファンドの運用者の所在地、アドミニストレーター of 所在地、ファンド of 登録地等が「米国外」であることを把握しなければならない。また、外国ファンドがファンド・オブ・ファンズ形態であった場合、親ファンド及び子ファンドの両者について、同様に「米国外」であることを把握する必要がある¹²。

この様な対応は、本来は不必要であり、対象ファンドへの出資等の制限というボルカー・ルール of 政策目的から乖離しているため、実務家による批判は多い。例えば、投資会社協会 (ICI) は、「規制された非米国ファンド (all regulated non-US funds)」を銀行エンティティ of 定義の対象外とすることを提言している¹³。これは、非米国ファンドが母国当局によって規制されている場合、ボルカー・ルールが規制対象とする必要はないという考え方に基づくものである。なお、FRB は 2017 年 7 月、主にボルカー・ルール of 規制対象となる米国外における外国銀行が out 資等を行っているファンドについて、規制の見直しを行うことを念頭に、2018 年 7 月まで法的な執行を行わない方針を明らかにした¹⁴。

IV 対象ファンドへの出資等の制限

1. 短期的な投機を行うファンドへの規制対象の限定

ボルカー・ルールが対象ファンドへの out 資等を制限している理由は、第一に、銀行のベイルアウト (公的資金による金融機関 of 救済) of 抑止である。2008 年 of 金融危機時において、BNP パリバが巨額 of 損失を計上し、ベアー・スターンズが破綻した要因は、組織内部で運用されていたヘッジファンド of 急速な運用実績 of 悪化であり、その可能性 of 排除を目的とする。第二に、自己勘定取引禁止 of 補完である。ファンド of 仕組みを通じて、銀行エンティティが、間接的に自己勘定取引を行っているのと同様の能力を有することを制限している。

ルール of 目的は明確である一方で、規制対象であるプライベート・エクイティ・ファンド及びヘッジファンドに、適切かつ統一された定義が存在しないため、対象ファンド of 把握は複雑である。ドッド＝フランク法 619 条は、対象ファンドを「1940 年投資会社法 of 下、3 条 (c) 項 (1) または (7) に基づいて、投資会社としての登録を免除されている発行者および連邦規制当局が規則で定める類似ファンド」と定めた。つまり、対象ファン

¹² Simpson Thacher & Bartlett LLP, “Volcker Rule; Request for Information(Docket ID OCC-2017-0014),” September 2017.

¹³ Investment Company Institute, “Re: Proprietary Trading and Certain Interests in and Relationships With Covered Funds (Volcker Rule); Request for Public Input,” September 2017.

¹⁴ Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Deposit Insurance Corporation, Office of the Comptroller of the Currency, “Statement regarding Treatment of Certain Foreign Funds under the Rules Implementing Section 13 of the Bank Holding Company Act,” July 2017.

図表 2 対象ファンドから除外されるファンド

1	外国公募ファンド
2	完全子会社
3	ジョイント・ベンチャー
4	M&A のためのピークル
5	海外年金・退職年金基金
6	保険会社の特別勘定
7	銀行が保有する生命保険
8	ローンの証券化
9	適格 ABCP コンデュイット
10	適格カバード・ボンド
11	小規模企業投資会社及び公益投資ファンド
12	登録投資会社
13	レシーバシップ・コンサーベーターシップに関する発行者
14	その他（当局が適切と認めた発行体）

(出所) ボルカー・ルール最終規則より野村資本市場研究所作成

ドは、①少人数私募ファンド及び適格投資家向け私募ファンド（ファンドの籍は無関係）、②適格投資家向けコモディティ・プール、③米銀または米銀が支配する銀行における米国外でのファンドと定義されている。その上で、ボルカー・ルール最終規則は、対象ファンドから除外されるファンドとして、図表 2 の示す 14 種類のファンドを限定列挙した。

除外されるファンドの範囲が限定されてしまった結果、ボルカー・ルールの趣旨に反して、米国外の ETF や REIT 等の上場ファンド、個人投資家向けファンド、ベンチャーキャピタル・ファンド等が、対象ファンドとして規制対象に含まれるケースが散見された。この問題は、当初より、ドッド＝フランク法成立を主導したクリストファー・ドッド元上院議員が懸念していた点であり、過去 8 年間にわたって問題視されている¹⁵。そこで、SIFMA は、本来の政策目的に沿うよう、対象ファンドの定義を変更する必要があると提言している。具体的には、対象ファンドの定義を「短期的な取引を行っているファンド」に限定することを提言した。「短期的な取引を行っているファンド」とは、短期的な価格変動から収益を上げることが主目的としたファンドであり、キャッシュ・マネジメントのために、結果的に短期的な取引を行うものは対象外である。これは、長期投資を目的とした資産運用商品は、資本市場の発展及び経済成長・雇用創出に寄与しているため、ボルカー・ルールの対象外とすべきだからである。ただし、対象ファンドの定義の変更は、議会審議を経て、ドッド＝フランク法 619 条を改正しなければならない。

2. 米当局による不透明なシード期間に関する要件

ボルカー・ルールは、銀行エンティティに対して、ファンドに対する少数の出資と、一定期間のファンドに対するシードマネーの提供を許容している。ドッド＝フランク法 619 条は、その要件として、①銀行エンティティが取得・保有するすべての対象ファンドの持

¹⁵ 156 Cong. Rec. S5904 (daily ed. July 15, 2010)

分の価値の合計は、銀行エンティティの Tier1 資本の 3%を超えないこと、②銀行エンティティは、「ファンド組成日から 1 年以内」に、対象ファンドの持分がファンド持分の総数または総価値の 3%を超えないようにすること等を挙げている。「ファンド組成日から 1 年以内」とは、シード期間（ファンドが外部投資家にとって魅力的な運用実績を伴うまでの育成期間）を指し、銀行エンティティは FRB の承認を得ることで、同期間を最大 2 年延長することができる。

ICI は、再三にわたって、米規制当局に対してシード期間の延長または当該要件の変更を要請してきた。一般的には実務上、シード期間は 3 年以上なければ、投資家は当該ファンドの運用実績が魅力的か否か判断できないためである。FRB が登録投資会社及び外国公募ファンドのシード期間に関する方針を示したのは、2015 年 7 月 16 日であった¹⁶。これは、ボルカー・ルール最終規則のコンプライアンス遵守期日（2015 年 7 月 21 日）の約 1 週間前であり、ファンドのシード期間に関する実務的な対応は困難を極めた。ICI は、改めて、ボルカー・ルール意見書において、シード期間に関する不透明な規制当局の方針について懸念を示した。SIFMA は、前述のように、対象ファンドの定義を短期的な投機を行うファンドに限定することで、シード投資によって組成されたファンドによる長期投資が促進されると述べた。

3. 実務対応が困難な外国公募ファンドに関する規定

ボルカー・ルール最終規則は、外国公募ファンドを対象ファンドの適用除外としている。その条件として、①米国外で組成・設立されていること、②発行者の母国において個人投資家に対する持分の勧誘・売出が認められていること、③米国外で 1 回または複数回の公募を通じて専ら（ファンドの持分の 85%）米国非居住者に売出されていることの 3 点を挙げている。しかし、ICI は、③の要件は達成困難であると指摘する。例えば、あるファンドが米国外において、販売会社を通じて複数の投資家に提供されていると仮定する。その場合、スポンサーは販売会社の協力を得られなければ、当該ファンドにどの程度の米国居住者が存在するのか把握できない。また、スポンサー及び販売会社が、各投資家の居住地を常に把握し、互いにその情報を継続的に共有するには、実務上の困難を伴う。

そこで、ICI は、ファンドが、①米国外の法に準拠して組成されている場合、②個人投資家に対して広く提供されている場合、③公募投信として規制を受けている場合については、ボルカー・ルールの対象外とすることを提言している。一方、SIFMA は、外国公募ファンドの適用除外要件について、当該ファンドの発行体が、①米国外で運営されている、かつ、②米国以外に居住する個人投資家（non-U.S. retail investors）に提供する権限を有する、という規定に変更すべきであると主張している。これらの提言は、ボルカー・ルール最終規則の変更によって実現可能である。

¹⁶ FRB ウェブサイト (<https://www.federalreserve.gov/bankinfo/volcker-rule/faq.htm#16>) を参照。

4. スーパー23A 条項による弊害

ボルカー・ルールは、銀行エンティティと対象ファンドの関係を遮断することで、システムリスクの顕在化を抑止することを目指しており、同ルール最終規則において、「スーパー23A 条項 (Super 23A provision)」が規定されている。スーパー23A 条項とは、銀行エンティティと、同エンティティが投資マネジメント、投資助言、スポンサー等を行う対象ファンドの間で、連邦準備法 23A 条が規定する取引を原則禁止する。連邦準備法 23A 条が規定する取引とは、融資、発行する証券の購入・投資、資産買取等を指す。ただし、プライム・ブローカレッジ取引（主にヘッジファンドに対するカスタディ、清算、証券貸借サービス、取引執行サービス等）については、例外的に許容規定が設けられている。

SIFMA によると、銀行エンティティは、数千本の対象ファンドの取引について、スーパー23A を遵守しているのかモニターしている。その中で、富裕層の資産を管理するファミリー・オフィスによる資産運用ビークルの取扱いが問題視されている。例えば、銀行エンティティが、当該ビークルのトラスティーまたは投資アドバイザーの役割を担っている場合、スーパー23A によって、当該ビークルに融資等を行うことができない。SIFMA は、この状況はボルカー・ルールの政策目的から逸脱しているとして、ボルカー・ルール最終規則を変更し、ファミリー・オフィス向けの資産運用ビークルを対象ファンドから除外することを提言している。

V 自己勘定取引

1. トレーディング勘定の 60 日間基準

自己勘定取引とは、ボルカー・ルール最終規則において、「トレーディング勘定に関して、銀行エンティティが取引の主体（プリンシパル）として、一つあるいは複数の対象金融商品の売買に従事すること」と定義されている。「トレーディング勘定」とは、目的テスト、マーケット・リスク・キャピタル規則テスト、ステータス・テストの3つの条件を満たす全ての勘定を指す（図表 3）。そして、目的テストにおいて自己勘定取引としてみなされる保有期間である「短期」とは 60 日間の基準が妥当とされている。

実は、多くの市場参加者は、60 日間基準が金融機関の市場仲介機能を抑圧していると考えており、SIFMA は 2 つの選択肢を提言している。第一に、60 日基準の変更である。自己勘定取引の規定は、銀行エンティティによる融資業務を対象としていない。しかし、融資時のブックのヘッジ取引については、ボルカー・ルールの対象となる。万が一、そのヘッジ取引の期間が 60 日以下であった場合、「短期」と認識されてしまうことから、60 日間基準は取引の目的を考慮すべきである。

第二に、60 日基準の削除である。SIFMA は、トレーディング勘定の定義をビジネス部門ごとに分ける必要があると考えている。銀行エンティティの金融仲介業務、リスク管理、

図表 3 トレーディング勘定に関する3つのテスト

目的テスト	以下の目的で対象金融商品の売買を行う ① 短期の売買 ② 短期の価格変動から利益を得る ③ 短期の裁定利益を実現する ④ 上記①から③の取引で発生するポジションをヘッジする
マーケット・リスク・キャピタル規則テスト	銀行エンティティがマーケット・リスク・キャピタル規則に従って、リスクベース資本を算出している場合、同規則の対象ポジションである対象金融商品の売買を行うための勘定
ステータス・テスト	銀行エンティティがディーラー、スワップ・ディーラー、証券スワップ・ディーラーである場合、如何なる取引目的であれ、登録が求められている業務に関連して対象金融商品の売買を行うための勘定（米国外も同等）

(出所) ボルカー・ルール最終規則より野村資本市場研究所作成

ALM を行っている部門と、短期の価格変動から利益を得ることを目的とした部門の 2 つである。これは、現行のトレーディング勘定の規定が、ボルカー・ルールが禁止しようとする自己勘定取引以外にも影響しているためである。SIFMA の提言を採用した場合、前掲図表 3 の 3 つの条件は撤廃される。その結果、目的テストにおいて規定されている 60 日基準も削除される。

2. 自己勘定取引の禁止除外要件の柔軟化

ドッド=フランク法 619 条は、自己勘定取引禁止の除外要件として、「マーケットメイキングのための在庫の金額、種類、リスクが合理的に予想される顧客や取引相手等の短期的な需要を継続的に超過しない」ことを規定している。すなわち、RENTD (Reasonably Expected Near Term Demand) 要件である。銀行エンティティの各トレーディング・デスクは、RENTD 要件遵守を目的としたポジション規定を社内に設けて対応することで、マーケットメイキングの在庫を一定量以上、保有することを抑制している。

しかし、顧客が銀行エンティティとブロック・トレード（大口取引）を希望している場合、RENTD 要件が社内で規定された在庫量を超過する可能性がある。また、同要件における「顧客や取引相手」の定義が不透明である点も問題視されている。例えば、ある銀行エンティティが、その関連会社のトレーディング・デスクと取引する場合、お互いにとって「顧客」と言えるのか不明確である。多くの市場参加者は、RENTD 要件が硬直的であるが故に、マーケットメイキング業務に弊害をもたらしており、市場流動性に悪影響を及ぼしていると指摘する。これは、ボルカー・ルールの基本理念に反する。そこで、SIFMA は、RENTD 要件を「あらゆる市場参加者との取引について、銀行エンティティのリスク許容度を超えないこと」という規定に変更し、マーケットメイキングの在庫量の要件を柔軟化することを提言している。ただし、当該提言通りに RENTD 要件を変更するには、ドッド=フランク法 619 条の改正が必要である。

図表 4 TOTUS 要件

1	取引の主体として、売買を行う銀行エンティティ（当該売買のアレンジ、交渉、執行を行う銀行エンティティまたは関係会社における従業員を含む）が米国に所在していない、または米国法に基づいて設立されていないこと
2	取引の主体として、売買の意思決定を行う銀行エンティティ（関係する従業員を含む）が米国に所在していない、または米国法に基づいて設立されていないこと
3	ヘッジ取引も含めて、米国に所在するまたは米国法に基づいて設立された支店・子会社による直接のまたは連結ベースで取引の主体として行う売買とはみなされないこと
4	売買を行う銀行エンティティに対して、米国に所在するまたは米国法に基づいて設立された支店・子会社から直接・間接にファイナンスが提供されていないこと
5	下記を除き、米国エンティティとまたは米国エンティティを通じて売買していないこと
	● 米国に所在する米国エンティティの従業員が売買のアレンジ、交渉、執行を行っていない場合、当該エンティティの外国オペレーションによる売買
	● 清算代理人またはデリバティブの清算機関を通じて直ちに売買が清算・決済される場合、取引の主体として行動し関連法人ではない市場仲介者との売買
	● 取引所または類似の取引ファシリティにおいて売買が匿名によって行われ、清算代理人またはデリバティブの清算機関を通じて直ちに売買が清算・決済される場合、エージェントとして行動し関連法人ではない市場仲介者との売買

(出所) ボルカー・ルール最終規則より野村資本市場研究所作成

3. 米国外で行われた自己勘定取引に関する要件

米国に支店等を有する非米国銀行は、母国で行う業務も含めて銀行全体がボルカー・ルールの対象になり、自己勘定取引が禁止されることになるが、免除規定もある。すなわち、TOTUS (Trading Outside of the United States) 要件である (図表 4)。

非米国銀行が TOTUS 要件を満たすには、特に、①売買のアレンジ、交渉、執行 (arrange, negotiate or execute) を行っている銀行エンティティ等が米国に所在していないこと、②米国エンティティとまたは米国エンティティを通じて (with or through any U.S. entity)、売買していないことを示す必要がある。これに対して、IIB は、ボルカー・ルール最終規則を改正し、当該 2 点に関する文言の削除を提言している。TOTUS 要件における「米国に所在していないこと」の明示は、非米国銀行の米国拠点のオペレーション上、遵守することが困難な場合があり、米国外の取引活動の減退等の影響が顕在化する可能性があるためである。

VI コンプライアンス規定

SIFMA のメンバーである銀行は、ボルカー・ルールに対応するため、平均して社内で 2,500 ページにわたるポリシーや手続きを策定している。そして、同メンバーは平均して 15 の委員会を設立し、ボルカー・ルールに関するコンプライアンス対応に迫られている。ボルカー・ルールが銀行エンティティに求める報告や、コンプライアンス規定の策定は重複が多いため、SIFMA は、同ルール最終規則のコンプライアンス規定のうち、一定規模の銀行等に課されるより厳格な追加基準である「付録 B (Appendix B)」を削除することを提言している。付録 B は、自己勘定取引や対象ファンドについて 100 以上の詳細なコ

図表 5 付録 B の主なコンプライアンス要件
(一定規模の銀行等に課される厳格な追加基準)

1	銀行エンティティの対象となる取引及び対象ファンドの活動と投資を合理的に確認、証券、監視し、報告しなければならない。
2	銀行エンティティの対象となる取引及び投資に、適切な制限を設定し、それを守らなければならない。
3	定期的な独立した調査や検証によって、コンプライアンス規定が有効でなければならない。
4	コンプライアンスの有効な実行に関して、上級管理職等が適切かつ責任あるようにしなければならない。
5	連邦監督機関が銀行エンティティの対象となる取引や対象ファンドの活動及び投資を監視し、検査することが容易でなければならない。

(出所) ボルカー・ルール最終規則より野村資本市場研究所作成

ンプライアンス要件を定めており、銀行エンティティの取締役や CEO に対して、同要件の有効性を検証することを求めている (図表 5)。SIFMA は、付録 B を削除する代わりに、銀行エンティティが自主的に策定したコンプライアンス要件を遵守すればよいというように、プリンシパル・ベースの枠組みに変更することを提言している。

VII ボルカー・ルール意見書を巡る議論の評価

1. 繰り返される市場参加者による主張

実は、今般、ボルカー・ルール意見書に寄せられた市場参加者の提言は、2012 年頃の議論と類似している。OCC、FRB、FDIC、SEC の 4 当局は共同で、2011 年 10 月に同ルールの規則案を公表し、米国内外の市場参加者から 1 万 8,000 件近い意見が寄せられた¹⁷。そこで、下院金融サービス委員会は 2012 年 1 月、「ボルカー・ルールが市場、ビジネス、投資家及び雇用創出に与える影響についての検証」と題する公聴会を開催し、議論の場を設けた。同公聴会に招かれた有識者は、自己勘定取引に関する不明確な定義、市場流動性への影響、規則が意図しない米国外への影響、規制対応の負担等を指摘した (図表 6)。連邦議会は、ドッド＝フランク法 619 条について熟慮する時間が限られていたため、ボルカー・ルール最終規則の策定時に、十分な議論が進展することを期待した。しかし、過去 6 年間、市場参加者は同じ主張を繰り返しており、ボルカー・ルールの見直しに関する議論は噛み合っていない。

¹⁷ 詳細は、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、神山哲也、関雄太「発表されたボルカー・ルール規則案」『野村資本市場クォーターリー』2012 年冬号を参照。

図表6 2012年の下院金融サービス委員会における有職者の主な発言

ダグラス・エリオット氏 (ブルッキングス研究所フェロー)	ボルカー・ルールは、投資に関するリスク特性を無視しており、投資自体を規制することに焦点を当てた規制であり、自己勘定取引の概念が主観的かつ恣意的である
サイモン・ジョンソン氏 (マサチューセッツ工科大学教授)	ボルカー・ルールにおいて禁止される行為と許容される行為の線引きが不明確であり、金融機関に対して、独自のルールやコンプライアンス方針の策定を認めているため、金融機関間の対応の不統一をもたらす可能性がある
SIFMA	マーケットメイキングの規定について、取引毎にボルカー・ルールを遵守しているか否かを分析することは実務上の負担が極めて大きく、結果として市場流動性を低下させ、取引コストの上昇を招く
IIB	米国外で行われる自己勘定取引及びファンド投資業務について、ルールが意図していない域外における影響の顕在化が懸念される
米国商工会議所	①市場流動性の低下と与信へのアクセスの悪化 ②借り手のコスト上昇と不確実性の増大 ③スタートアップ企業の資本へのアクセス機会の減少
フィデリティ・インベストメンツ	①市場流動性の低下 ②株式及び債券市場への影響 ③米国経済及び競争力への影響

(出所) 下院金融サービス委員会より野村資本市場研究所作成

2. ボルカー・ルールによる米国社債市場の流動性に対する影響

そこで、OCC は、市場参加者に対して、データを用いて同ルールを変更すべき説得力のある根拠を示すことを要請した。特に、同ルールが市場流動性に与えた影響に関する計量分析の結果を明示できるか否かに注目が集まった。市場参加者は、少なくとも 2012 年からボルカー・ルールによって市場流動性が低下する可能性を指摘していた。他方で、ボルカー元 FRB 議長は 2012 年 2 月、高い流動性はそれ自体が投機的な取引を促進する側面もあり、流動性は一定程度を超えると、公共の利益になるとは言えないと主張し、ボルカー・ルールによる市場流動性悪化懸念を否定しており、議論は膠着状態に陥った¹⁸。

その後、当該議論が再燃するきっかけとなったのは、2014 年 10 月 15 日に米国債市場で発生したフラッシュラリーであった¹⁹。同日の午前 9 時 33 分から 9 時 45 分の 12 分間に、突如、米国 10 年債利回りは急変動し、過去 25 年間において最大級の日中変動幅を記録した。フラッシュラリー発生時には、特別重要な政策・イベントの発表はなかったため、その発生要因として、金融規制による銀行のマーケットメイキング機能の低下に伴う市場流動性の悪化が指摘された。しかし、2015 年から 2016 年にかけて、数多くの政府高官が、金融規制と市場流動性には関係がないと主張した (図表 7)。

¹⁸ “The Volcker Rule,” *The New Yorker*, 26th July, 2010.

¹⁹ 詳細は、岡田功太「フラッシュラリーを契機とした米国債市場の構造改革」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号 (ウェブサイト版)、同「米国債市場における高頻度取引 (HFT) の台頭と流動性の蜃気楼」『野村資本市場クォーターリー』2016 年秋号、岡田功太、杉山裕一「米国金融市場の構造変化の中で存在感を増すシタデル」『野村資本市場クォーターリー』2017 年夏号を参照。

図表 7 主な米政府高官の金融規制及び米国債市場の流動性に関する発言

バーニー・フランク氏 (元下院議員)	2015年5月	金融規制が米国債券市場の機能を妨げているというのは過言だ
ジャック・ルー氏 (元財務長官)	2015年6月	ドッド＝フランク法によって規則化された金融規制は、米国債市場の流動性に大きな影響を与えていない
ダニエル・タルーロ氏 (元FRB理事)	2015年6月	実は市場流動性は危機以前においてもそれ程高くなかったことに加え、そもそも流動性に関して金融危機以前と比較するのはミスリーディングである
ジャネット・イエレン氏 (FRB議長)	2015年7月	米国債市場における流動性の問題を裏付けるデータは未だ見たことがなく、たとえデータがあったとしても流動性と金融規制の関係を確認できるとは限らない
ウィリアム・ダドリー氏 (ニューヨーク連銀総裁)	2015年9月	米国債取引時の価格変動リスクが高まっていることは確かだが、現時点で流動性が大幅に減少している証拠はなく、たとえ流動性が減少しているとしても、金融規制が原因であるかどうかは不明
ラエル・ブレインード氏 (FRB理事)	2016年3月	金融規制は市場の流動性を低下させた可能性はあるが、その影響を受けているのは大手金融機関ではなく最終投資家であり、マーケットメイキング機能の低下と金融規制の関係性は希薄である
ジェローム・パウエル氏 (FRB理事)	2016年4月	ドッド＝フランク法によって、金融システムは危機以前と比べて安全性、健全性、回復力が高まっており、米国債市場の流動性の問題は同法が要因とは言えない

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

また、財務省及びニューヨーク連邦準備銀行は2016年5月、米国債市場の流動性を測定した結果、同市場における高頻度取引業者の台頭によって高水準であるという見解を示し、SECは2017年8月、ボルカー・ルールによって米財務省証券の取引量が減少したという事実を把握できないと結論付けた²⁰。一方で、FRBのスタッフは2016年9月に論文を公表し、ボルカー・ルールが社債の市場流動性低下に寄与している可能性を示した²¹。つまり、現在の焦点は、ボルカー・ルールに伴う銀行エンティティの社債のマーケットメイキング業務が縮小し、同市場の流動性が低下している可能性について実証することである。しかし、ボルカー・ルール意見書に寄せられたコメントは、60日基準及びRENTD要件は過度に硬直な規定であり、ディーラーの取引活動を抑圧し、結果的に市場流動性を低下させているという従来の主張を繰り返し、定量分析の結果を提示するには至らなかった。

3. 中小金融機関に対する規制負担の軽減

OCCが市場参加者に期待した点として、社債の市場流動性への影響の他に、中小金融機関に対する規制負担軽減に関する提言が挙げられる。トランプ大統領はドッド＝フランク法の撤廃を大統領選の公約として掲げ、2016年7月に公表された共和党の政策綱領も、

²⁰ Securities and Exchange Commission, "Access to Capital and Market Liquidity," August 2017.

²¹ Jack Bao, Maureen O' Hara, and Alex Zhou, "The Volcker Rule and Market-Making in Times of Stress," September 2016.

同法は中小金融機関を押し潰す「民主党のゴジラ法案」と批判した²²。そして、ムニューシン財務長官が提示した米財務省報告書は、ドッド＝フランク法は雇用を創出するどころか、むしろ減少させ、結果的に経済成長が低迷したという考え方に基づいており、中小金融機関の規制負担を軽減し、その結果として中小企業に対する貸出の増加を促すことを目指している。

イリノイ州コミュニティバンク協会（Community Bankers Association of Illinois）は、中小金融機関はシステミックリスクを誘発するような主体ではないため、同金融機関に対するボルカー・ルール適用免除を提言した²³。全米中小銀行連合（Mid-Size Bank Coalition of America）は、市場リスクを伴う資産及び負債が10億ドル未満または連結総資産の5%未満の場合には、自己勘定取引の禁止を除外するよう主張した²⁴。当該提言は、現政権の意向に沿っている。ただし、ボルカー・ルール対応コストの増大によって、中小金融機関の貸出が減少した点について、定量的な分析に基づく実証結果を示すことができれば、より一層、同ルールを改革すべき論拠として説得力が増したと言える。

VIII ボルカー・ルール改革に関する今後の課題

金融規制の改廃を目指すドナルド・トランプ政権の意向を踏まえて、下院は2017年6月、金融選択法案（Financial CHOICE Act）を可決した²⁵。同法案は、共和党のジェブ・ヘンサーリング下院金融サービス委員長が2017年4月に連邦議会に提出したもので、ドッド＝フランク法の改正を目的としており、ボルカー・ルールの完全撤廃を提言している²⁶。しかし、共和党は上院において、法案の安定的な可決に必要な60議席を獲得していないことに加え、上院民主党議員の間に、大手米銀が恩恵を受けるような規制緩和実現に向けた協力的なムードがないことから、金融選択法案の審議を進めることは難しい状況にある。実際に、共和党のマイケル・クレイポ上院銀行委員長は2017年3月、超党派で合意可能な内容の法案を策定することを示唆していたが、本稿執筆時点において、依然として、上院はドッド＝フランク法改正法案を提出していない。つまり、ボルカー・ルール意見書に寄せられたコメントのうち、銀行エンティティの定義の変更、対象ファンドの定義の変更、RENTD要件の柔軟化等については、早期に実現する可能性は低い。

一方で、SOTUS要件の変更、TOTUS要件の変更、トレーディング勘定の定義の変更に関しては、行政手続きによって改正できる可能性があり、実現した場合には、外国銀行を含む大手銀行にとって、難解な規則の解釈等の不必要な負担は軽減する。また、コンプラ

²² 詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ新政権下で注目される金融規制改革の方向性—ドッド＝フランク法と金融選択法案（Financial CHOICE Act）—」2017年冬号を参照。

²³ Community Bankers Association of Illinois, “Regarding: Notice Seeking Public Input on the Volcker Rule-Docket ID OCC-2017-0014,” September 2017.

²⁴ Mid-Size Bank Coalition of America, “Re: -Docket ID OCC-2017-0014-Proprietary Trading and Certain Interests in and Relationships With Covered Funds (Volcker Rule); Request for Public Input,” September 2017.

²⁵ H.R.10 - Financial CHOICE Act of 2017.

²⁶ 2016年9月に連邦議会に提出された金融選択法案の詳細は、前掲脚注22論文を参照。

イアンス規定について、付録 B が削除され、プリンシパル・ベースの報告に変更されれば、必要資料の作成等の煩雑な作業が減り、実務家の負担は軽くなる。

ただし、ボルカー・ルールの改革には反対意見もある。同ルール策定の主要人物であるジェフ・マークリー上院議員（民主党、オレゴン州）と、上院銀行委員会の幹部であるシェロッド・ブラウン議員（民主党、オハイオ州）は 2017 年 9 月、ムニューシン財務長官に書簡を送付し、OCC の動向を牽制した²⁷。その理由は、第一に、上院によって正式承認されていない人物による規則変更は、不適切であるという点である。ボルカー・ルール意見書の公表に踏み切ったキース・ノレイカ氏は、現在、暫定局長であり、ジョゼフ・オッティング氏が正式就任するまでの期間において、一時的に OCC を統率しているに過ぎない。第二に、ボルカー・ルールの改正は、同ルールが市場及び米国経済に影響しているという事実に基づく必要があるという点である。

それでも、イエレン FRB 議長をはじめとする政府高官は、ボルカー・ルールの実態は政策目的と整合的でない部分があるため、改正する必要があるという問題意識を持っている。ムニューシン財務長官は 2017 年 6 月にボルカー・ルールの緩和の必要性に言及し、銀行監督を担うランダル・クオールズ FRB 副議長も 2017 年 7 月に、同ルールの見直しに前向きな姿勢を示した²⁸。業界団体も、ボルカー・ルールの規定は、趣旨に反して過度に複雑であると主張している。今後、行政当局によって変更可能な点を中心にボルカー・ルールの改革が進展するかどうか注目される。

²⁷ U.S. Senator Jeff Merkley of Oregon, “Merkley, Brown Raise Questions About New Attempt To Weaken Volcker Rule,” September 2017.

²⁸ “Meet Randal Quarles, Trump’s Pick to Shake Up the Fed,” *Wall Street Journal*, 28th July 2017.