

## 簡素化及び明確化に向けて第一歩を踏み出すボルカー・ルール

岡田 功太

## ■ 要 約 ■

1. 連邦準備制度理事会（FRB）等の米当局は 2018 年 5 月、ボルカー・ルールの規則改正案に係るパブリック・コメントの募集を開始した。ボルカー・ルールとは、ドッド＝フランク法 619 条（2010 年 7 月に成立）と、同法の要請を受けて策定されたボルカー・ルール規則（2013 年 12 月に最終化）から成る。今般公表されたボルカー・ルール規則改正案とは、後者の改正を目指すものであり、市場参加者から 3,700 を超える意見が提出された。
2. 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求めており、預金保険などの公的なセイフティネットの恩恵を受けている銀行は、貸出等の対顧客ビジネスに特化すべきという考え方を有する。しかし、ボルカー・ルールは、禁止されている自己勘定取引と、許容されている業務を明確に区分するのは容易ではなく、同ルールに対する批判は絶えない。
3. 市場参加者からは、自己勘定取引の禁止除外要件の柔軟化、対象ファンドから除外されるファンドの範囲拡大、銀行の規模に応じたコンプライアンス・プログラムの軽減等が提言された。しかし、米当局が示した規則改正案の中には、市場参加者の反対が強いものも含まれている。例えば、当局は、自己勘定取引の要件に会計テストの導入を提言したが、その結果、銀行が保有するデリバティブや売却目的の証券が自己勘定取引禁止の対象に該当することになり、実務対応の混乱を助長する可能性がある。
4. ボルカー・ルール規則の改正については、今後も十分な議論が必要であり、改正が実現するには時間を要すると見られる。他方、今般の規則改正案の公表は、簡素化及び明確化の実現に向けた第一歩であると評価できる。今後、ボルカー・ルール規則の詳細について議論が進展し、銀行エンティティの実務対応負担を軽減しながらも、ボルカー・ルールの本来の政策目的に適合した形で、同ルールの枠組みの修正につながることを期待される。

## I ボルカー・ルールに関する規則改正案の公表

連邦準備制度理事会（FRB）、通貨監督局（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）は2018年5月、ボルカー・ルール規則の改正案（以下、ボルカー・ルール規則改正案）に係るパブリック・コメントの募集を開始した<sup>1</sup>。ボルカー・ルールとは、ドッド＝フランク法619条<sup>2</sup>（2010年7月に成立）と、同法の要請を受けて策定されたボルカー・ルール規則<sup>3</sup>（2013年12月に最終化）の2つの枠組みから構成されている。そのうち、今般公表されたボルカー・ルール規則改正案とは、後者の規定の簡素化及び明確化を目指すものである。

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。つまり、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、巨額で高リスクの事業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、預金を取り扱う銀行は貸出等の対顧客ビジネスに特化すべきというものである。

理念や政策目的は明確である一方で、ボルカー・ルールに対する批判は絶えない。ボルカー・ルール規則の規定内容は過度に複雑であり、銀行にとって、容認される業務と禁止される業務の区別が困難な場合がある等、必要以上にコンプライアンス負担を高めている側面があるためである。それを踏まえ、ボルカー・ルール規則改正案は、ボルカー・ルール規則の規定内容を簡素化及び明確化することで、銀行の規制負担を低下させることを目的としている。

ボルカー・ルール規則改正案に係るパブリック・コメントの募集は、2018年10月に締め切られ、市場参加者から3,700を超える意見が提出された。本稿は、ボルカー・ルール規則改正案の概要と、それに対する市場参加者の意見について整理を図る。

## II 政策目的に適合した銀行エンティティの対象範囲の変更

### 1. ボルカー・ルールの対象となる銀行エンティティの定義

ボルカー・ルールの政策目的は、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の事業範囲を規制することであるが、実際には、それ以外の幅広い主体に影響を及ぼす。ドッド＝フランク法619条において、ボルカー・ルールの規制対象である銀行エンティティ（Banking Entity）とは、①連邦預金保険制度の対象となる預金保険対象機

<sup>1</sup> OCC, FRB, FDIC, SEC, CFTC, “Proposed Revisions to Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds,” May, 2018.

<sup>2</sup> ドッド＝フランク法とは、ドッド＝フランク・ウォール街改革・消費者保護法の通称である。

<sup>3</sup> 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。

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、関連会社と定義されている。

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。「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。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等、数千に及ぶエンティティが、米国外に所在していたとしても、ボルカー・ルール上のコンプライアンス規定の策定を求められている<sup>4</sup>。このように、ボルカー・ルールは政策目的と規定内容の実態が乖離していることから、過去に多くの市場参加者が銀行エンティティの範囲の修正を要請してきた。例えば、証券業金融市場協会（SIFMA）は、銀行エンティティの連結対象ではない会社はボルカー・ルールの対象外にすることを提言した経緯がある<sup>5</sup>。

今般公表されたボルカー・ルール規則改正案に係るパブリック・コメントにおいて、日本の金融庁及び日本銀行は、およそ自己勘定取引やヘッジファンド及びプライベート・エクイティ・ファンド投資とは関係のない銀行エンティティの子会社や関連会社等については、米国の金融システムに影響を及ぼす主体ではないことから、銀行エンティティの対象外とすることを提言している<sup>6</sup>。

## 2. 銀行エンティティによるファンド投資を巡る問題

ドッド＝フランク法619条の定義に基づくと、銀行エンティティが所有・支配するファンドは、銀行エンティティに定義される。その結果、同ファンドは自己勘定取引の禁止に服するが、同ファンドの通常の事業はポートフォリオに組み入れられた証券の売買であり、それは自己勘定取引に該当する可能性が高いことから、同ファンドは通常の事業を行うことができなくなる。これを「BE成り問題」と呼称する。仮に、銀行エンティティが外国銀行組織（FBO）であり、かつ、同エンティティが所有・支配するファンドが外国ファンドである場合についても、BE成り問題に直面することから、ボルカー・ルールは域外適用の問題を内包している。

そこで、FRB等の米当局は、SOTUS（Solely Outside of the United States）要件を設けている。同要件は、①対象ファンドの所有権が米国の居住者に対して、売出し、もしくは売却されていないこと（マーケティング要件）、②米国に所在する、もしくは米国の州の法

<sup>4</sup> 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.

<sup>5</sup> The Securities Industry and Financial Markets Association, “Re: Volcker Rule; Request for Information,” September, 2017.

<sup>6</sup> Financial Services Agency Government of Japan and Bank of Japan, “Re: Comments on the Proposal to Simplify and Tailor the Volcker Rule,” October, 2018.

律によって組織された支店もしくは関連会社が、直接もしくは間接的に、銀行エンティティの所有権もしくはスポンサーシップの資金源となっていないこと（ファイナンス要件）を条件に、外国ファンドをボルカー・ルールの対象外とするものである。

しかし、SOTUS 要件の遵守は、実務上の対応負担が大きい。例えば、銀行エンティティがファイナンス要件を満たすために、外国ファンドの運用者の所在地、アドミニストレーター、ファンドの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<sup>7</sup>。

以上の指摘を踏まえて、ボルカー・ルール規則改正案は、SOTUS 要件からファイナンス要件を削除することを提言している。それに対して、投資会社協会（ICI）は、ファイナンス要件の削除は措置として十分ではなく、米国外において母国当局の規制を遵守する外国公募ファンドについては、銀行エンティティの対象外とすることを提言している<sup>8</sup>。その理由として、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、当該ファンドはボルカー・ルールの対象となることが規定されており、BE 成り問題に直面するためである。

### III 銀行エンティティによる自己勘定取引の禁止

#### 1. トレーディング勘定の判定要件の変更

ボルカー・ルール規則が禁止する自己勘定取引とは、「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（Financial Instrument）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、短期取引目的テスト、市場リスク資本テスト、ディーラー・テストの3つの条件を満たす勘定を指す（図表 1）。短期取引目的テストにおいて、自己勘定取引として

図表 1 ボルカー・ルール規則における現行のトレーディング勘定を判定するテスト

短期取引目的テスト	以下の目的で対象金融商品の売買を行う勘定 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
市場リスク資本テスト	銀行エンティティが市場リスク資本規則に従って、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
ディーラー・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・ルール規則より野村資本市場研究所作成

<sup>7</sup> Simpson Thacher & Bartlett LLP, “Volcker Rule; Request for Information (Docket ID OCC-2017-0014),” September 2017.

<sup>8</sup> Investment Company Institute, “Re: Proposed Revisions to Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds,” October, 2018.

見なされる「短期」とは、60日間が妥当とされている。しかし、60日基準には批判が多い。例えば、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が、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。

ボルカー・ルール規則改正案は、トレーディング勘定の要件から短期取引目的テストを削除し、新たに会計テストを加えることを提言している。会計テストとは、適用される会計基準（米国会計基準や国際会計基準等）の下、公正価値（Fair Value）が計上される対象金融商品の売買に活用される勘定をトレーディング勘定と判定するものである。つまり、銀行エンティティが保有するデリバティブ、取引目的の証券（Trading Securities）、売却目的の証券（Available for Sale）は、自己勘定取引禁止の対象に含まれる。また、ボルカー・ルール規則改正案は、日次の絶対損益額（Absolute Daily Profit and Loss Threshold）が、過去90日間の如何なる日においても2,500万ドル未満であり、市場リスク資本テストもしくはディーラー・テストに該当しないトレーディング・デスクは、自己勘定取引禁止を遵守していると想定することを提言している。

それに対して、SIFMA、国際銀行協会（IIB）、全米銀行協会（ABA）等、多くの市場参加者は、自己勘定取引の禁止要件に会計テストを導入することについて、強硬に反対している<sup>9</sup>。第一に、銀行エンティティによる全ての株式投資は、米国会計基準の下、会計テストに該当する。しかし、銀行エンティティによる株式投資には、長期的な観点で実施された企業の持分の保有等も含まれており、短期的な売買を想定する自己勘定取引の禁止の考え方に反している。

第二に、売却目的の証券には、米国の銀行持株会社が保有する4,000億ドル以上の投資適格の社債や資産担保証券などが含まれる。そうした証券の取引が自己勘定取引の禁止要件に抵触し、制限されれば、特に金融システムにストレスがかかった際に、市場の流動性を減退させ混乱を助長する可能性がある。

第三に、銀行エンティティが有する有価証券に適用される会計基準として、米国会計基準、日本会計基準、国際会計基準等が考えられる。しかし、それぞれ規定の詳細は異なっており、適用する会計基準によって、ある金融商品の取引が会計テストに該当するのかわか、取扱いに差異が生じる可能性があり、むしろ、実務的対応の観点から負担が増す。

第四に、バーゼル銀行監督委員会によるトレーディング勘定の抜本的改定（FRTB: Fundamental review of Trading Book）との整合性の問題である<sup>10</sup>。FRTBは、原則として、トレーディング勘定に分類されるものとしては、銀行エンティティによる短期間の再売却、短期の価格変動からの利益獲得、裁定利益の獲得を目的とした金融商品を規定し、銀行勘

<sup>9</sup> The Securities Industry and Financial Markets Association, “Re: Comment Letter on the Notice of Proposed Rulemaking the 2013 Final Rule Implementing Section 13 of the BHC Act (the Volcker Rule),” October, 2018. Institute of International Bankers, “Re: Joint Notice of Proposed Rulemaking to the Volcker Rule,” October, 2018. American Bankers Association, “Re: Proposed Revisions to Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds,” October, 2018.

<sup>10</sup> 詳細は、磯部圭吾「マーケット・リスク計測の最終合意の見直しを提案したバーゼル委員会」『野村資本市場クォーターリー』2018年春号（ウェブサイト版）を参照。

定には、それ以外の金融商品を分類するという考え方に則って、マーケット・リスクの計測を目的としている。つまり、FRTB のトレーディング勘定と銀行勘定の分類手法は、会計テストとは異なり、ボルカー・ルールと自己資本規制という二つの規制の間に齟齬が生じることになるため、実務上の混乱が発生する可能性がある。

## 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り、同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いると指摘されていた。

ボルカー・ルール規則改正案は、銀行エンティティが、「内部リスクリミット (Internal Set Risk Limits)」を設定・維持する場合、マーケットメイキング業務に関連する対象金融商品の売買は、RENTD 要件を満たしていると想定することを提言している。内部リスクリミットとは、①トレーディング・デスクのマーケットメイキングに係るポジションの量、タイプ、リスク、②リスク管理を目的としたトレーディング・デスクの商品、金融商品、エクスポージャーの量、タイプ、リスク、③金融エクスポージャー (Financial Exposure) に起因するリスク要因に対するエクスポージャーのレベル、④金融商品の保有期間に基づいて設定される。仮に銀行エンティティが、内部リスクリミットを超過・増額する場合、迅速に FRB 等の米当局に報告する必要がある。

SIFMA、IIB、ABA は、RENTD 要件に代わる内部リスクリミットの導入に賛同した一方で、FRB 等の米当局に対する迅速な報告については、内部リスクリミットにかかわらず、既にコンプライアンス・プログラムにおいて規定されていることから、自己勘定取引の禁止除外要件において報告に係る規定を設けることに反対している。

## 3. 自己勘定取引に該当しない流動性管理目的の取引の範囲拡大

ボルカー・ルール規則は、自己勘定取引に該当しない取引を規定している。その中には、レポ取引、証券レンディング取引、清算活動に関係する取引等が含まれている。実は、ボルカー・ルール規則の規定内容について議論されていた 2012 年頃、外国為替フォワードやスワップが規制対象になると、銀行エンティティのドル資金調達に悪影響を及ぼしかねないとの懸念が示されていた。それに対して、ボルカー・ルール規則は、流動性管理計画

図表 2 流動性管理計画の構成

①	流動性管理目的で利用される証券を特定し、その金額、種類、リスク特性、それが利用される状況を承認するもの
②	特定された証券の売買が流動性管理を目的とするものであり、短期の転売、短期利益の獲得等を目的としていないことを示すもの
③	売買される証券が高い流動性を持ち、短期の値動きにより、相当程度の損益発生が予想されるものではないことを示すもの
④	売買される証券の金額を、流動性管理計画で特定される手法によって推定される短期の調達需要と一貫した水準に限定するもの
⑤	内外政府債取引を許容する規定で禁止されている売買について、当該売買が流動性管理目的であることを確実にするために必要となる文書化された方針・手続き・内部管理・分析及び独立した立場による検証を含むもの
⑥	当局の監督上の要件、ガイダンス、当局が流動性管理に関して期待する水準と一貫したものであること

(出所) ボルカー・ルール規則より野村資本市場研究所作成

に基づいて実施される売買を自己勘定取引には該当しないと規定することで対応した。例えば、図表 2 の⑤が示す通り、外国政府や外国政府機関等が発行する債券の売買については、流動性管理計画に基づく場合には、自己勘定取引に該当しない。しかし、同計画の構成内容は、銀行エンティティが有する流動性、金利、外国為替、その他のリスクの軽減を目的とする ALM (Asset Liability Management) に関連する取引を含めていない。

ボルカー・ルール改正規則案は、流動性管理計画の規定内容を拡大し、銀行エンティティが、ALM の一環として、外国為替フォワード、外国為替スワップ、現物決済の (Physically Settled) クロスカレンシー・スワップの活用を許容することを提言している。これにより、銀行エンティティは、保有を義務付けられる外貨から生じるリスクを管理するために、同取引を行うことができる。

SIFMA は、同提言に賛同した上で、ノン・デリバラブル・フォワードや金利デリバティブについても、流動性管理計画の規定に含むべきであると主張している。ノン・デリバラブル・フォワードは、現物決済のクロスカレンシー・スワップと同様に、主に新興国通貨に関する ALM に活用されており、金利デリバティブについても、銀行エンティティが有する金利及び流動性リスクの低減を目的として活用されているためである。

#### 4. 米国外で行われた自己勘定取引に係る要件

米国に支店等を有する FBO 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。FBO が TOTUS 要件を満たすには、図表 3 が示す 5 項目を満たす必要がある。ボルカー・ルール規則改正案は、第一に、図表 3 の (A) の規定における「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人員 (Any Personnel)」を削除し、その代わりに「関係する人員 (Relevant Personnel)」と規定することを提言している。この変更によって、売買の決定

図表3 TOTUS要件

(A)	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人員を含む）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
(B)	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
(C)	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
(D)	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
(E)	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 <ul style="list-style-type: none"> <li>● 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</li> <li>● 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</li> <li>● 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</li> </ul>

(出所) ボルカー・ルール規則より野村資本市場研究所作成

に関わる関係者のみが、米国に存在してはならないことを明確化する。第二に、図表3の(D)及び(E)の要件の削除を提言している。FBOにとって(D)が規定するファイナンス要件や、(E)が規定する取引カウンターパーティー要件を、常時モニターするコストは不当に高いためである。

IIBは、同提言に賛同している。特に、FBOが取引カウンターパーティー要件を遵守するにあたって、①米国顧客との取引の停止、②米国事業の撤退、③米国を回避するための非効率な取引の回送、④米国の取引所の活用制限等の措置を取ってきたという経緯があり、その結果、米国市場の流動性悪化につながった可能性があることから、IIBはボルカー・ルール規則改正案が示したTOTUS要件の変更は、実務に配慮した改正であるとして評価している。

## IV 銀行エンティティによる対象ファンドへの出資等の制限

### 1. 対象ファンドから除外されるファンドの範囲拡大

ボルカー・ルールは、銀行エンティティによる自己勘定取引だけではなく、対象ファンドへの出資等を制限している。しかし、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は、適切かつ統一された定義が存在しないため、対象ファンドの把握は複雑である<sup>11</sup>。ドッド＝フランク法619条は、対象ファンドを「1940年投資会社法の下、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及び連邦規制

<sup>11</sup> 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。

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・ルール規則は規制対象外のファンドとして、図表4の示す14種類のファンドを限定列挙した。その結果、ボルカー・ルールの趣旨に反して、ベンチャーキャピタル・ファンド等のファンドが、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。これは、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る<sup>12</sup>。

ボルカー・ルール規則改正案は、市場参加者に対して、図表4が示す14種類のファンドの限定列挙は、枠組みとして適切なのか意見を募集した。それに対して、ゴールドマンサックスは、第一に、クレジットファンド（Credit Fund Framework）を加えることを提言している<sup>13</sup>。主として、ローンの組成や債務証券（Debt Instruments）の買取・保有を目的としたクレジットファンドは、場合によってはシンジケートローンの代替となり、クレジット市場の安定に寄与すると考えられるためである。第二に、長期投資ファンド（Long-Term Investment Vehicle Framework）である。銀行エンティティが同ファンドを通じて、スタートアップ企業、インフラ資産、インキュベーター（企業支援者）に投資することは、米国の資本市場の活性化に繋がると考えられるためである。

図表4 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	レシーバーシップ・コンサ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・ルール規則より野村資本市場研究所作成

<sup>12</sup> 156 Cong. Rec. S5904 (daily ed. July 15, 2010)

<sup>13</sup> The Goldman Sachs Group, Inc., “Re: Proposed Revisions to Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds,” October, 2018.

## 2. 外国公募ファンドに関する規定の柔軟化

ボルカー・ルール規則は、前掲図表4の通り、外国公募ファンドを対象ファンドの範囲外としているが、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を挙げている。

しかし、②の「発行者の母国において」という規定は、アセットマネジメント業界における一般的な実務と整合的ではない。欧州では、譲渡可能証券の集団投資事業（UCITS: Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities）が公募ファンドとして一般的であり、ダブリンやルクセンブルクで組成されたUCITSは、EU域内の地域で勧誘・売出されている。これをファンド・パスポートと呼称する<sup>14</sup>。ケイマンでは、日本の個人投資家向け投信に関する規制（Retail Mutual Funds (Japan) Regulations）が規定されており、ケイマンで組成されたユニット・トラスト等は、日本において公募ファンドとして個人投資家に勧誘・売出されている<sup>15</sup>。つまり、日本やEU域内において、勧誘・売出されている一般的な公募ファンドであっても、ボルカー・ルール規則の対象外として認められないケースがある。

③の要件についても、批判が多い。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。加えて、米国外のETF及びREIT等の上場商品は、ボルカー・ルール規則における外国公募ファンドに該当すると考えられるが、その保有比率の85%が米国非居住者であることを常時確認することは、実質的に困難である。

ICIは、以上の問題点を受けて、SECに登録されている米国の投資会社と同様に、母国当局によって規制されている外国公募ファンドについては、無条件にボルカー・ルールの規制対象外とすることを主張している。

<sup>14</sup> アジアにおけるファンド・パスポートの詳細は、関根栄一、野村亜紀子「動き出した中国本土・香港ファンド相互販売制度」『野村資本市場クォーターリー』2015年夏号、野村亜紀子「日本のアジア地域ファンド・パスポート（ARFP）への参加表明」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号、同「再確認すべきアジア地域ファンド・パスポート構想の意義と成功要因」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号、岡田功太「アジアで複数の制度整備が進展するファンド・パスポート構想」『野村資本市場クォーターリー』2014年夏号、同「進展するアジア地域ファンド・パスポート構想」『野村資本市場クォーターリー』2014年冬号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>15</sup> 詳細は、野村亜紀子「海外の投資信託・投資法人制度」『金融庁金融研究センター ディスカッションペーパー』2012年1月を参照。

### 3. スーパー23A 条項による実務上の弊害の解消

ボルカー・ルール規則は、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、システミックリスクの顕在化を抑止するべく、「スーパー23A 条項 (Super 23A provision)」を規定している。スーパー23A 条項は、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（カバード取引）を原則禁止する。カバード取引とは、融資、発行する証券の購入・投資、資産の買取等を指す<sup>16</sup>。

しかし、スーパー23A 条項には、実務上の弊害が伴う。例えば、銀行エンティティが、富裕層顧客の資産を管理するために、当該顧客のファミリー・オフィスにおける資産運用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とするとする。その場合、銀行エンティティが、当該ビークルに対して融資等のサービスを提供しようとしても、カバード取引に該当し、同サービスの提供は禁じられる。

ボルカー・ルール規則改正案は、スーパー23A 条項の免除規定を設けるべきか、市場参加者に対して意見を募集した。それに対して、SIFMA は、スーパー23A 条項の削除を提言している。対象ファンドについては、ボルカー・ルールの規制下にあり、既にシステミックリスク顕在化の抑止の枠組みは存在するため、実務上の弊害が伴っている以上、敢えて、対象ファンドと銀行エンティティの関係を遮断する必要はないという考えに基づいている。

IIB は、スーパー23A 条項は、米国の銀行エンティティにリスクを及ぼす取引のみに、適用されるべきであると主張している。スーパー23A 条項においては、FBO が外国ファンドを支配しており、同ファンドに融資等のサービスを提供する場合においても、同サービス提供がカバード取引に該当する場合がある。それは、明らかに域外適用であることから、IIB はスーパー23A 条項の対象の限定を提言している。

## V 銀行エンティティの規模に応じたコンプライアンス負担

### 1. 銀行エンティティのトレーディングに係る資産及び負債の区分

ボルカー・ルール規則改正案は、銀行エンティティのトレーディングに係る資産及び負債 (TAL: Trading Assets and Liabilities) に基づいて、銀行エンティティを大規模 (significant)、中規模 (moderate)、限定的 (limited) の3段階に分類し、それぞれ負担の異なるコンプライアンス要件を適用することを提言している (図表5)。

大規模な銀行エンティティとは、TAL が 100 億ドル以上の銀行エンティティを指す。FRB によると、大規模な銀行エンティティには 18 行が該当し、米国の金融システムにお

<sup>16</sup> 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。

図表5 銀行エンティティの区別の主なコンプライアンス要件

銀行エンティティの分類	コンプライアンス要件の概要
大規模 (TALが100億ドル以上)	<ul style="list-style-type: none"> <li>自己勘定取引及び対象ファンド投資等に関する文章化された方針・手続き</li> <li>コンプライアンス遵守状況をモニターする内部管理システム</li> <li>コンプライアンスの責任等を明記した管理フレームワーク</li> <li>コンプライアンスの有効性に関する監査</li> <li>トレーディング業務に従事する者の訓練</li> <li>コンプライアンス状況を示す記録の管理</li> <li>CEO宣誓</li> </ul>
中規模 (TALが10億ドル以上100億ドル未満)	<ul style="list-style-type: none"> <li>簡易なコンプライアンス要件</li> <li>CEO宣誓</li> </ul>
限定的 (TALが10億ドル未満)	<ul style="list-style-type: none"> <li>ボルカー・ルール遵守に係る反証可能な推定がされる</li> </ul>

(出所) ボルカー・ルール規則改正案より野村資本市場研究所作成

ける TAL の総額の 95% を占める。中規模な銀行エンティティとは、TAL が 10 億ドル以上 100 億ドル未満（米国金融システムにおける TAL 総額の 3%）であり、限定的な銀行エンティティとは、TAL が 10 億ドル未満（同 2%）の銀行エンティティを指す。また、ドナルド・トランプ政権は 2018 年 5 月、金融規制緩和を目的とした経済成長・規制緩和及び消費者保護法（ドッド＝フランク法改正法）を制定し、同法 203 条は①連結総資産が 100 億ドル未満であり、②TAL の総額が連結総資産の 5% 以下である銀行エンティティについては、ボルカー・ルール規則の適用対象外としている<sup>17</sup>。つまり、中規模及び限定的な銀行エンティティのうち、②を満たす銀行エンティティは規制対象外となる。

SIFMA 及び ABA は、トレーディング業務の規模に応じて、銀行エンティティが負う規制負担は異なるべきであるという考え方に賛同する一方で、大規模な銀行エンティティの TAL の閾値を 200 億ドルに引き上げることを提言している。中規模な銀行エンティティの TAL は、米国金融システムにおける TAL 総額の 3% と少なく、ボルカー・ルール規則改正案が示した区分のバランスは適正ではないことに加えて、仮に、中規模な銀行エンティティが TAL を 100 億ドル未満にコントロールしていたとしても、顧客の需要や市場ボラティリティの拡大によって、大規模な銀行エンティティに該当してしまう可能性があるためである。

## 2. 米銀と FBO で異なる TAL の算出手法に係る議論

ボルカー・ルール規則改正案は、銀行エンティティのうち、米銀と FBO で異なる TAL の算出手法を規定している。米銀の場合、TAL はグローバル連結ベース（on a worldwide consolidated basis）の銀行エンティティ（及びその系列会社と子会社）を対象として、過

<sup>17</sup> 詳細は、岡田功太「中小銀行の規制緩和を主眼としたドッド＝フランク法改正－経済成長・規制緩和及び消費者保護法の成立－」『野村資本市場クォーターリー』2018年夏号（ウェブサイト版）を参照。

去 4 四半期における各四半期末日の合計額の平均値（average gross sum）とする。

他方で、FBO の場合、TAL はトップティアの FBO の合算した米国事業を対象とする。つまり、米国において、FBO が運営、所在、組織する全ての子会社、関係会社、支店が対象となる。ただし、FBO が限定的な銀行エンティティに該当するの否かについては、グローバル連結ベースの TAL を参照する。したがって、トップティア FBO の合算した米国事業の合計 TAL が 10 億ドル未満である一方で、グローバル連結ベースで算出した TAL が 10 億ドルを超える場合、当該 FBO は中規模な銀行エンティティであると判定される。

それに対して、IIB は、FBO が限定的な銀行エンティティに該当するの否か判定する際、合算した米国事業の TAL のみを参照すべきであると主張している。IIB によると、ボルカー・ルール規則の対象になる約 130 行の FBO のうち、大部分の銀行エンティティは、米国外でトレーディング事業を行っているにもかかわらず、TAL の算出参照先がグローバル連結ベースであるが故に、大規模または中規模な銀行エンティティに該当してしまうためである。

### 3. 銀行エンティティに対するコンプライアンス・プログラム

銀行エンティティは、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、平均して 15 の委員会を設立することで、ボルカー・ルール規則が規定するコンプライアンス要件に対応している。同要件の簡素化を図るべく、ボルカー・ルール規則改正案は、第一に、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）」の削除を提言している。付録 B は、自己勘定取引や対象ファンドについて 100 以上の詳細なコンプライアンス要件を定めている。第二に、CEO 宣誓の対象を大規模及び中規模の銀行エンティティとする。CEO 宣誓とは、銀行エンティティの CEO に対して、コンプライアンス要件の有効性を毎年検証すること義務付ける規定である。第三に、限定的な銀行エンティティについては、ボルカー・ルール遵守に係る反証可能な推定（Rebuttable Presumption）をする。すなわち、限定的な銀行エンティティは、実質的に、自己勘定取引の禁止及び対象ファンドに係る要件順守の継続的な証明義務が免除される。

それに対して、IIB は、CEO 宣誓の対象を大規模な銀行エンティティに限定することを提言している。その理由として、FBO について、限定的な銀行エンティティに該当するの否か判定する際、グローバル連結ベースの TAL を参照することから、たとえ米国内でトレーディング事業を展開していなくても、CEO 宣誓の対象になる場合があることを挙げている。SIFMA は、限定的な銀行エンティティについては、ボルカー・ルール遵守に係る反証可能な推定をするのではなく、明確に同ルールの対象外とすることを主張している。反証可能な推定が付与されたとしても、規則において明確に対象外と規定されていない以上、コンプライアンス要件が義務付けられているのと実質的に同義となるためである。

## VI ボルカー・ルール規則改正案に対する評価

ボルカー・ルール規則改正案は、銀行エンティティの実務対応負担の減少という目的を達成すべく、規定の詳細を精査することを目的としている。過去2年間、実現可能性が低いにもかかわらず、ボルカー・ルール規則の抜本的な改廃を進めようとした結果、議論は空転し、政治的資本（ポリティカル・キャピタル）を浪費した。そのような経緯を鑑みれば、ボルカー・ルール規則改正案が、同ルールの見直すべき事項を明確化したことは評価に値する。トランプ大統領は、ボルカー・ルールを規定するドッド＝フランク法の撤廃を大統領選の公約として掲げ、下院は2017年6月に同ルールの完全撤廃を規定した金融選択法案（Financial CHOICE Act）を可決した<sup>18</sup>。しかし、当初から想定されていたように、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はなく、同法案の審議を進めることはできなかった<sup>19</sup>。その後、同法案に代わって、規制緩和を目的として成立したドッド＝フランク法改正法において、ボルカー・ルールの緩和は限定的な内容にとどまった。

連邦議会における審議の進展が見込めない中、OCCは2017年8月、ボルカー・ルール規則に係る情報提供依頼書を公表した<sup>20</sup>。つまり、ドッド＝フランク法ではなく、ボルカー・ルール規則を改正することで、必要な規制の見直しを達成する方向に切り替えた。OCCは、情報提供依頼書の中で、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。しかし、市場参加者は、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。再び、ボルカー・ルールの改正に係る議論は、膠着状態に陥った。

それに対して、今般のボルカー・ルール規則改正案は、同ルールの抜本的な緩和というような実現可能性の低い提言ではなく、同ルールの政策目的に整合的ではない規定について、簡素化及び明確化する方向に舵を切った。同規則改正案が示した規定の見直しは、一見すると、非常に詳細かつ微小な修正であるが、米国金融システムの安定化を図りながらも、銀行エンティティの実務上の対応負担を低減させる可能性があることに加えて、改正の実現についても期待できる。他方で、ボルカー・ルール規則改正案には、トレーディング勘定への会計テストの導入等、金融業界として受け入れ難い提言も含まれている。また、上院民主党議員のエリザベス・ウォーレン氏等は、FRB等の米当局に対して、銀行エンティティによるボルカー・ルール規則の遵守状況に関するデータの開示を求め、それを精

<sup>18</sup> 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。

<sup>19</sup> 詳細は、岡田功太、吉川浩史「トランプ政権による金融規制の緩和に対する期待の醸成—ドッド＝フランク法とフィデューシャリー・デューティー規則の行方—」『野村資本市場クォーターリー』2017年春号（ウェブサイト版）を参照。

<sup>20</sup> 詳細は、岡田功太「ボルカー・ルールの簡素化と見直しを巡る議論」『野村資本市場クォーターリー』2017年秋号を参照。

査した上で、同規則の変更に係る議論をすべきであると主張している<sup>21</sup>。

ボルカー・ルール規則の改正については、今後も十分な議論が必要であり、改正が実現するには時間を要する。すなわち、ボルカー・ルール規則改正案の公表は、簡素化及び明確化の実現に向けた第一歩であると評価できる。今後、より一層、ボルカー・ルール規則の詳細について議論が進展し、銀行エンティティの実務対応負担を軽減しながらも、ボルカー・ルールの本来の政策目的に適合した形で、同ルールの枠組みが修正されることが期待される。

---

<sup>21</sup> “Dem senators call for release of Volcker Rule enforcement data,” *American Banker*, July 30<sup>th</sup> 2018.