

# 米国で観察されるボルカー・ルールの見直し活動

若園 智明

## はじめに

本年六月号の『証券レビュー』で報告したように、現トランプ政権は国内の規制全般の見直しを求めており、金融規制については米財務省が合計六本の報告書をまとめ、個別金融規制の見直しを提言している。

本稿が扱うボルカー・ルールは、金融危機を経て包括的な金融規制改革法としてオバマ政権下で成立したドッド・フランク法（以下、D F法）の

柱の一つであり、銀行事業体（①預金保険対象行、②預金保険対象行を支配する会社、③銀行持株会社等）の自己勘定取引を原則として禁止する規則として注目を浴びた（ただし、米国債や日本などの外国国債、州や地方行政機関の債務等は、自己勘定取引禁止の対象から除外されている。）（この他、ヘッジファンド等との取引を制限）。ボルカー・ルールには批判が多く、連邦議会では特に共和党議員から同規則の修正を意図した複数の法案が提出されていた。前述の米財務省報告書でも、同規則は重要な見直し対象となっている。

本年六月（官報記載版は七月）には、FRB（連邦準備制度理事会）を含む五つの連邦監督機関からボルカー・ルールの修正提案が公開された。同規則の全面的な適用は二〇一五年七月からであるが、本格的な運用から僅か三年で規則の担当機関から公式に修正の必要性が示されたことは注目すべきであろう。

本稿はボルカー・ルールが記す自己勘定取引の原則禁止に焦点を絞り、同規則を巡る議論を整理するとともに、上記の五つの当局による修正提案の主要箇所を概観する。なお、弊所の『証券経済研究』第一〇四号（一二月刊行）では、学術的な先行研究の分析結果なども引用して、より詳細な検討を加えている。合わせてご参照願いたい。

## 一、ボルカー・ルールの要点

DF法（六一九条）は銀行持株会社法に一二条を追加し、銀行事業体の自己勘定取引を原則として禁止し、ヘッジファンド等との関係を制限した。ボルカー・ルールとは、このDF法の条文とともに、同法の命によりFRB、OCC（通貨引委員会）、FDIC（預金保険公社）、SEC（証券取引委員会）、CFTC（商品先物取引委員会）の五つの連邦監督機関が一三年七月に公表した最終規則の総称である。

この最終規則は四つのサブパートと二つの付録から構成される（図表1）。これらの中でサブパートBとDおよび付録Bが現在の修正議論の主な対象となっている。以下で、これらのパートを中心に最終規則の要点をまとめる。

図表1 最終規則の主な構成

サブパート A	権限と定義
1条	権限、目的、範囲および他の権限との関連
2条	定義
サブパート B	自己勘定取引
3条	自己勘定取引の禁止
4条	許容される引受およびマーケットメイキング関連業務
5条	リスク軽減のために許容されるヘッジ活動
6条	その他の許容される自己勘定取引行為
7条	許容される自己勘定取引活動の制約
サブパート C	対象ファンド活動および投資
サブパート D	コンプライアンス・プログラム、違反
20条	コンプライアンス・プログラム、報告
21条	活動もしくは投資の終結、違反に対する懲罰
付録 A	対象取引活動に対する報告および記録保持の要求
付録 B	コンプライアンス・プログラムに対する高度な最小基準

(1) 自己勘定取引の禁止（サブパートB）

サブパートBは、別途指定する「許容される行為」を除き、銀行事業体の自己勘定取引を原則として禁止する。許容される行為として、①引受業務と②マーケット・メイキング関連業務、③その他（リスクヘッジ活動等）が列挙され、それぞれが許容される為の条件を付与している。

このサブパートBに対して、規則が禁止ないしは許容する行為が実務に照らして明瞭ではない点が批判されている。特に「自己勘定取引」および「トレーディング勘定」の定義は、その代表例に挙げられる。サブパートBは、自己勘定取引を「銀行事業体がトレーディング勘定を通じて、証券、デリバティブ、商品先物、その他監督機関が規則によって定める金融商品の売買もしくは取得・売却に主体として従事すること」と定めている。この定義は規則の基盤であるが、個々の業務

をこの定義により区分けすることは容易ではないだろう。自己勘定取引は他の業務との親和性が高く、このような広い意味での定義では、一連の業務において禁止行為のみを実務上明確に区分することは難しい。しかしながら、仮により狭義の定義（例えば、ヘッジファンドの機能）とした場合は、ゴールドマンサックスなどの大手銀行事業体は規則の適用前に該当する業務部門を組織から切り離しており、将来的な防止の効果は期待されるものの、今の時点での規則の意義は喪失する。

それゆえに最終規則は、引受けやマーケット・メイキングなど市場にとって不可欠な機能を「許容される行為」として禁止行為から除外した上で、当局が直接的に禁止行為を監視するのではなく、各銀行にコンプライアンス・プログラムの設置や体制整備を求め、これらの監視や定期報告を活用して管理する形式を採用したと言える。

## (2) 許容される行為の条件（サブパートB）

許容される行為には、下記のような条件が付与されている。

第一に引受業務を行う場合、銀行事業体には合理的に設計された内部コンプライアンス・プログラムの設定と実施、および維持と執行が要求される。さらに各トレーディング・デスクには、①引受業務として売買、管理することが可能な商品・エクスポージャーであること、②顧客等の合理的な期待を含めて、引受けポジションの数量やリスクファクターに関連したエクスポージャーおよび証券保有期間であること、③当該デスクに課された制限の遵守に関する内部統制や継続的なモニタリングおよび分析、④制限を超過する場合のレビューおよび承認手続き等が求められる。

第二にマーケット・メイキング関連業務には、引受業務と同様な内部コンプライアンス・プログラ

ラムとトレーディング・デスクに関する条件が要求されている。このうちトレーディング・デスクに求められる条件は、①関連金融商品の流動性や市場の厚み等から妥当であり、正当な数量かつ市場サイクルを通じて、自己の勘定をもって金融商品の気配値の提示や売買を行なう、もしくは、その他の長短ポジションを形成する意図と能力を持つていること、②マーケット・メイカーとして抱える在庫としての金融商品の数量、種類やリスクが、継続的に顧客や取引相手の合理的な期待における短期的な需要を超えないこと、③定められた制限を超えた場合に、可能な限り速やかに遵守すべき制限まで戻るよう行動すること、である。

これらの中でも特に、トレーディング・デスクに求められる顧客の需要予測（RENTD）は実務上の大きな負担と捉えられ、後述する米財務省報告書やFRB等が共同で公開した規則の修正提

案においても見直し項目に挙げられている。

このように銀行事業体の自己勘定取引に許容される行為には、適切な内部コンプライアンス・プログラムの設定と維持が基盤とされた。次のサブパートDおよび付録Bでは、当該プログラム等の質の確保をはかっている。

### (3) コンプライアンス・プログラムと報告要求

#### (サブパートD、付録B)

サブパートDは、自己勘定取引を行う銀行事業体に設定を求めるコンプライアンス・プログラムに関して、最低限含まれるべき項目（①方針や手段の文書化、②内部統制システム等）を提示するとともに、前年末時点での連結資産規模が五〇〇億ドル以上（外国銀行は米国内での資産）や、監督機関が必要と認めた銀行事業体に対しては、さらに最終規則の付録B（高度な最小基準）を満た

すことも求めている。つまり銀行事業体は、実際には下記の付録Bの基準を採用した内部コンプライアンス・プログラムの保持と管理を条件として、複数の自己勘定取引が可能となると言える。

付録Bでは追加的要件（図表2）が列挙されている。特に四のCEO等による立証や証明が求められている点は注目されよう。

## 二、ボルカー・ルールの評価

本稿ではボルカー・ルールの評価軸として、第一に規則の正当性、第二に規則遵守の容易さ、第三に市場および市場参加者に与えた影響を挙げ、それぞれに若干の考察を加える。

### (1) 規則の正当性

詳細な説明は『証券経済研究』に掲載する拙稿

を参照したいが、DF法にボルカー・ルールが含まれた際に、その条項は二人の議員が提案した「マークリー・レビン修正案」が基礎となった。

この修正案は、銀行の自己勘定取引が金融危機を引き起こしたとの考えに基づくが、これら議員が別途公開した説明は合理的かつ経済的な分析を欠いている。ボルカー・ルールの正当性には疑問がある。

ボルカー・ルールを連邦法に含めるよう連邦議会に要請した当時のオバマ政権内でも、ナイトナー財務長官は商業銀行の自己勘定取引が危機の主因とはみなしていなかった。国家経済会議のサマーズ委員長も同様の考えであり、銀行の投機的行為は追加的な資本要求等で制約すべきと唱えていた。このように、政権内でも異論があったことは留意すべきである。そもそも、ボルカー・ルールの名称（通称）は、元FRB議長のポール・ボ

図表2 付録B がコンプライアンス・プログラムに求める追加的要件

1. 銀行事業体の対象となる取引およびカバード・ファンドの活動と投資を合理的に確認、証明、監視し報告しなければならない。  
これら対象となる取引や投資および、コンプライアンスを遵守しない潜在的な部門のリスクを確認、監視し、即座に正さなければならない。  
銀行持株会社法の13条および本規則により禁止されている、もしくは従っていない活動や投資を防止しなければならない。
2. 銀行事業体の対象となる取引および投資に、適切な制限を設定し、それを守らなければならない。  
そこには銀行持株会社法の13条および本規則の要求に適合した個々の活動や投資の規模や範囲、複雑さとリスクについての制限が含まれる。
3. 定期的な独立した調査や検定にとって、コンプライアンス・プログラムが有効で無ければならない。  
また、調査や検定を含んで、事業体の内部監査、企業コンプライアンスや内部統制機能が有効かつ独立していることが保証されなければならない。
4. コンプライアンス・プログラムの有効な実行に対して、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。  
また、銀行事業体の取締役やCEO（もしくは同等の）は、コンプライアンス・プログラムの有効性を調査（Review）することが保証されなければならない。
5. 連邦監督機関が銀行事業体の対象となる取引やカバード・ファンドの活動および投資を監視し、検査することが容易となるものでなければならない。

ルカーの持論が由来であるが、ボルカー元FRB議長は商業銀行の投機的活動を批判していたものの、危機の中心に自己勘定取引があったとは考えていないようである。この他、前インド中銀総裁のラジャン教授（シカゴ大学）など、現在でも同規則の正当性に批判的な専門家は多い。

仮に規則に十分な正当性が認められない場合、①他の規制により銀行の過剰な投機的行動を抑制する、もしくは②規則の適用範囲の見直しが求められるよう。後述するように、これまで連邦議会に提出された法案には、規則自体の廃止や適用範囲の見直し等が提案されていた。現在の第一五回連邦議会では、一部の小規模地域金融機関を同規則の対象外とする連邦法も成立している。本稿の最後で規則を担当する機関が公開した修正案をみる、トレーディングの規模により規則の適用を考慮する試みも提案されている。

## (2) 規則遵守の容易さ

この評価軸は、主に規則遵守のコスト（コンプライアンス・コスト）が問題となる。当該コストは、①定義の不明瞭さから禁止行為と許容される行為を実務上区分することが容易ではないことと、②コンプライアンス・プログラム等の設置ならびに定期報告が主な要因となる。本稿では規則の直接的コストと呼ぼう。

大手金融機関はボルカー・ルールの施行以前に狭義の自己勘定取引を切り離しており、また、米国債等の売買は禁止行為の対象外であるため規制のベネフィットは限定的となる。一方で先に見たように、ボルカー・ルールが要求するコンプライアンス・プログラムは多くの銀行事業体に一律に適用されてきた。コスト・ベネフィットの観点から考えると、同規則は過剰コストとなり易い性質を持っている。

この第二の軸における再評価では、①定義の見直しと、②遵守コストの妥当性の検討が求められる。本稿の最後で挙げる修正提案では、同規則の直接的コストの軽減がはかられている。

## (3) 市場および市場参加者に与えた影響

ボルカー・ルールが市場や市場参加者に与えた影響については、多くの学術的な先行研究の分析対象となっている。規則による市場流動性の低下や、低下した流動性が資産価値や企業負債の発行費用に及ぼす影響は規制の間接的なコストと呼ぶことが出来る。『証券経済研究』の拙稿では、特に米国の社債市場を対象として①市場流動性、②取引コスト（ビッド・アスク・スプレッド等）、③市場参加者の行動（銀行ディーラーの在庫保有と流動性供給能力等）を対象とする複数の実証研究の結果を整理しているので参照願いたい。



第一に市場流動性に関して。例えばSECの調査のように、<sup>(1)</sup>同規則の適用後も平常時の市場流動性には変化がないと結論する報告がある一方で、平常時でも市場流動性が低下していると報告する研究もある。これらの中で、同規則の適用により格下げとなった（ストレス時の）社債の市場流動性が低下していると指摘する研究は、ボルカー・ルールを担当するFRB等でも注目されている。<sup>(2)</sup>

第二に市場の取引コストに関して。取引の電子化や社債ETFの増加などの市場構造の変化により、一見すると現在の取引コストは低下しているが、適切な処置を用いて観察した場合、ボルカー・ルールを含めた諸規制の導入によって取引コストが大幅に増加しているとの報告がある。

第三に市場参加者に関して。複数の研究が、ボルカー・ルールにより銀行ディーラーの行動が変化したことを指摘している。これらの研究では、

同規則の適用後に銀行ディーラーは社債の在庫保有を避ける傾向にあり、その結果、銀行ディーラーの市場流動性の供給能力が減少（マーケットメイキング能力の低下）していることが報告されている。この他、同規則の適用開始後は①マーケット・メイキングに携わる大手金融機関のディーラー数が減少している、②社債市場の回転率が低下している、などの報告もある。

### 三、米財務省報告書

連邦議会でもボルカー・ルールの再評価が試みられている。例えば、一七年三月に下院金融サブス委員会（小委員会）が開催したヒアリングでは、特に社債市場に与えた影響分析を踏まえながら（前節参照）、同規則の効果が検討された。図表3は、現在の第一一五回連邦議会に提出された

ボルカー・ルールに関連する法案を挙げている。

このうち S2155 は、共和党議員と民主党議員の超党派で提案され、連邦議会を通過した後、本年五月の大統領署名により連邦法として成立している。S2155 はボルカー・ルールに関して、銀行持株会社法を修正し、①連結総資産が一〇〇億ドル未満であり、なおかつ②トレーディング資産・負債が総資産の5%以下の銀行事業体をボルカー・ルールの対象外とした。S2155 の成立により、すでに比較的小規模の地域金融機関は同規則の対象外となっている。

米財務省は金融規制に関連する六本の報告書を公表している。このうち、一七年六月に公表された第一弾報告書「銀行と信用組合」において、ボルカー・ルールの対象範囲の見直しや規則の複雑さへの対処が提案されている。これらの提案を①規則からの除外、②定義の再検討、③規制コスト

の低減に分類し、下記でその要点を記す。

#### (1) 規則からの除外

規則からの除外として、①連結総資産が一〇〇億ドル以下の銀行事業体を規則の対象から除外することを提案している。また②総資産が一〇〇億ドルを超える銀行事業体に対しても、トレーディング資産・負債が一〇億ドル未満かつ総資産の10%未満の場合は自己勘定取引の禁止対象から除外する。これらは連邦法（DF法）の修正が必要であるが、前述の S2155 により類似した施策は実現している。

#### (2) 定義の再検討

禁止対象となる自己勘定取引の定義に関して、①「六〇日未満の保有ポジション」の定義を廃止するとともに、②その判定に用いられる検定方法

図表3 連邦議会に提案された主な法案

第115回連邦議会
◎ S.2155 Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act ○ H.R.10 Financial CHOICE Act ○ H.R.4790 Volcker Rule Regulatory Harmonization Act H.R.5659 Volcker Rule Relief Act

(注) ◎は大統領署名により成立、○は下院のみ通過。

の簡易化を検討する。この他、③許容される行為においてトレーディング・デスクに求められる RENTD（顧客需要予測）の適用の柔軟化や代替手法の検討なども提案されている。

### (3) 規制コストの低減

規制コストに関連して報告書は、①現在の連結総資産が五〇〇億ドル以上の銀行事業体に適用される高度なコンプライアンス・プログラムを、連結ベースでトレーディング資産・負債が一〇〇億ドル以上の銀行事業体に限定する案を示した。さらに、②自己資本や流動性の点で良好な銀行事業体を規則の対象から外し、トレーダーの義務や監視・検査の適用のみとする。上記の S.2155 により小規模の銀行事業体は規則の対象外とされたが、これらの提案は規則が本来の目的とする金融システムの安定性に影響を与える大規模な銀行事業体

に規制の機能を集中させる目的と言えるが、下記の連邦監督機関の提案とも共通する部分が多い。

## 四、連邦監督機関が提示する規則 修正

ボルカー・ルールを担当する五つの連邦機関は、一八年六月に「規則制定案の通知（以下、修正提案）」を公開し（連邦官報への掲載は七月一七日）、銀行持株会社法の修正提案とパブリックコメントの募集を行った。本節ではこの修正提案の要点を整理する。

修正提案は、その最初において「一三年の最終規則には不明瞭で実務上実行が困難と思われる箇所があることを当局は認識している」と記す。この案は規則の全般を見直しの対象とし、約三四〇の質問項目を併記して修正を提案する。パブリック

コメントを受けて、さらなる見直しも予想される。本節では自己勘定取引に関連する修正提案を①トレーディング勘定の定義、②規則の適用対象、③許容される行為に求められる条件、④コンプライアンス・プログラムの要求、に分類し各要点を整理する。

### (1) トレーディング勘定の定義

最終規則は「トレーディング勘定」において、①金融商品の売買の期間（六〇日未満の保有、もしくは購入から六〇日未満でリスクを移転する）（ただし超えた場合でも反証が可能）、②マーケット・キャピタル規則に照らしたトレーディング・ポジション、③ディーラーが用いる総ての勘定の三つの区分をもって禁止行為を判定している。これまで論じたように、最終規則における定義の不明瞭さは規則の遵守を困難とする要因の一つで

あった。

修正提案は①の「期間の区分」を判定の区分から廃止する。その上で新たに、その取引を最終規則が定める会計基準に照らして判断するとともに、九〇営業日内に実現損益か含み損益が二、五〇〇万ドルを超えないことを求める（超えた場合は、規則に違反していないことを証明する必要）。

## (2) 規則の適用対象

最終規則は、銀行事業体およびFRBの監督対象となるノンバンク金融会社を対象とし、<sup>(3)</sup>上記のコンプライアンス・プログラム等が要求される。すでに述べたようにSECISによって小規模金融機関はすでにボルカー・ルールの対象外とされたが、修正提案はトレーディングの規模により銀行事業体を三つのカテゴリーに分類し、特にカテゴリー三の銀行事業体への要求を大幅に軽減する

(図表4)。修正提案によればカテゴリー一に該当する銀行事業体のみで全体のトレーディング資産・負債額の九五%を占めている。同規則が求める主たるコンプライアンス・プログラムの適用を大手銀行事業体に限定する試みであると言えよう。

## (3) 許容される行為に求められる条件

最終規則が定める、引受業務やマーケット・メイキング関連業務などの許容される行為が自己勘定取引の禁止行為から除外される条件の一つが、RENTD（顧客の需要予測）を超えないことであつた。しかしながら、トレーディング・デスクごとにRENTDを計測し遵守することは過大なコスト要因であると指摘されてきた。修正提案は、銀行事業体が独自の手法を用いて各トレーディング・デスクに合わせた内部リスク上限を設

図表4 修正提案が提示する3つのカテゴリー

カテゴリー1：トレーディング資産・負債額が100億ドル以上の銀行事業体 ・6つのコンプライアンス・プログラムの柱（文書化された方針と手法、内部統 制、管理フレームワーク、独立した検査、訓練、記録保持）が求められる。
カテゴリー2：トレーディング資産・負債額が10億ドル以上100億ドル未満の銀行事 業体 ・現規則よりも単純かつ軽減されたコンプライアンス・プログラム等を要求。
カテゴリー3：トレーディング資産・負債額が10億ドル未満の銀行事業体 ・最終規則のサブパートB、C、Dを原則免除。 (サブパートCはカバードファンドとの取引の制約) ・ただし、当局の検査や監査の結果、これらを要求することは可能。

(注) トレーディング資産・負債額は前年度ベースで、子会社・関連会社を含む。ただし、合衆国  
や政府機関の負債や保証を除く。外国銀行（Foreign Banking Organization）は、世界的な連結  
ベースで判断。

定可能とし、同上限を遵守（方針および手法）す  
ることで代替する案を提示している。

#### (4) コンプライアンス・プログラムの要求

修正提案はすべての銀行事業体を対象に最終規  
則のサブパートBが要求するコンプライアンス・  
プログラムの軽減を企画する。図表4で記したよ  
うに、カテゴリー三の銀行事業体は原則として最  
終規則の各サブパートが要求するプログラムを免  
除されるが、カテゴリー二の銀行事業体に関して  
も銀行持株会社法の一三条の要求（コンプライア  
ンス方針、手段等）に留めるまで軽減される。さ  
らに最終規則の付録Bの追加的要件についても、  
「CEOによる保証の要求（図表2の4）」を除い  
て削減することを提案している。

この他、ボルカー・ルールが定める報告の要求  
や記録保持等で、要求の簡素化が提案されてい

る。

## まとめ

本稿ではボルカー・ルールを取り上げ、米国内の活動をみた。指摘したように、同規則は多くの問題を抱えており、資本市場の機能を考えるうえで改善すべき点も多い。これらに対応して、連邦議会ではすでに小規模の地域金融機関を規則の対象から外す連邦法が超党派で成立している。また、米財務省の報告書の提案や五つの連邦監督機関が公開した修正提案も問題意識を共有しているようにみえる。

本年一一月の連邦議会の間選挙の結果、連邦議会下院は民主党が多数党となり、共和党が多数党を維持した上院とのねじれ現象が懸念されている。しかしながら、米国内の金融規制に対して

は、今後も現実的な見直し活動が続くのではない。最後に、このような立法府や行政府の活動は、豊富で堅実な学術的分析を踏まえている点を付け加えておく。

(注)

- (1) SEC [2017]. Access to Capital and Market Liquidity. August.
- (2) Bao, J., O'Hara, M. and Zhu, X. [2018]. "The Volcker Rule and Corporate Bond Market-Making in Times of Stress." *Journal of Financial Economics*. Vol.130, Issue 1, pp.95-113. なす。
- (3) FRBの監督対象となるノンバンク金融会社はノンバンク SIFIs と呼ばれるが、本年一〇月にブルーデンシャル・フィナンシャル・グループが指定を解除されたことにより、該当するノンバンク金融会社は無くなった。

## 参考文献

若園智明 [2018a] 「米国内で観察されるマクロブルーデンス間連規制の見直し活動」『証券レビュー』日本証券経済研究

所、第五八巻、第六号

若園智明〔S199〕「トランプ時代の米国金融規制―ボルカー・

ルールの再評価―」『証券経済研究』日本証券経済研究所、

第一〇四号、一二月

(わかその ちあき・当研究所主任研究員)