

トランプ時代の米国金融規制

——ボルカー・ルールの再評価——

若 園 智 明

要 旨

本稿は、通称ボルカー・ルールを考察対象とする。米国内で進む金融規制の見直し活動の一環として整理するとともに、特に自己勘定取引を原則的に禁止する事項に焦点を当てて同規則の再評価を試みる。米国では、17年1月に発足したトランプ政権が発した大統領令および大統領覚書が契機となり、財務省等の行政府が金融規制を含めた規制全般の見直しに着手している。一方で現在の第115回連邦議会では、超党派での支持を受けてDF法の柱の1つであるマクロプルーデンス関連規制を修正する法律が通過しており、金融規制の協調的かつ現実的な見直しが進められている。

ボルカー・ルールを担当する5つの連邦監督機関が18年6月に公開した同規則の修正提案を見ると、その中核には過去に拙稿で指摘した複数の問題への対応がある。最終規則の段階でこれらの問題が放置されていたことは米国の金融規制の制定過程の不備と言え、最終規則の適用が資本市場に外部不経済をもたらしていた可能性も指摘される。最終規則の全面的な適用は15年7月であり、僅か3年程度で公式に修正が表明された点は注目すべきである。

本稿は、第2節で最終規則の主な構成とともに、先行研究を引用しボルカー・ルールが資本市場に与えた影響を整理する。第3節では連邦議会および現政権（行政府）の対応。第4節は、5つの連邦監督機関が公開した修正提案を分析する。

目 次

- | | |
|--------------------|------------------------|
| I. はじめに | 2. 財務省報告書の提案 |
| II. ボルカー・ルールの構造と評価 | IV. 連邦監督機関が提示する規則修正 |
| 1. 最終規則の構成と要点 | 1. 規則担当機関の意見 |
| 2. 最終規則の評価 | 2. 5つの連邦監督機関が公開した規則制定案 |
| III. 連邦議会および財務省報告書 | V. まとめ |
| 1. 議会に提案された主な法案 | |

I. はじめに

本稿は、Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act（以下DF法）のSec.619が要求し2013年12月に5つの連邦監督機関（FRB, FDIC, OCC, SEC, CFTC）が最終規則を公布した通称ボルカー・ルールを考察対象とする。同規則の再評価を米国内で進む金融規制の見直し活動の一環に位置づけて整理し、特に自己勘定取引を原則的に禁止する事項に焦点を当てて当該規則の再評価を試みる。最終規則の全面的な適用は15年7月であり、僅か3年程度で公式に修正が表明された点は注目すべきである。

米国では、17年1月に発足したDonald Trump政権が発した大統領令および大統領覚書が契機となり、財務省等の行政府が金融規制を含めた国内規制全般の見直しに着手している。一方で連邦議会においては、下院の共和党議員が中心となりDF法の大規模な修正や廃止を目的とした法案が提出されていたが、現在の第115回連邦議会では、超党派での支持を受けてDF法の柱の1つであるマクロプルーデンス関連規制を修正する法律が通過しており、協調的かつ現実的な対応へと変化が見られる（若園 [2018b]）。

ボルカー・ルールを扱った拙稿（若園 [2014], 若園 [2015]）はDF法のSec.619ならびに最終規則を分析し、成立過程の不備および最終規則が抱える根本的な問題を挙げた。上記の5つの連邦監督機関が18年6月に公開した同規則の修正提案を見ると、その中核には拙稿で指摘した複数の問題への対応がある。最終規則の段階でこれらの問題が放置されていたこと

は米国の金融規制の制定過程に問題があったことを意味し、最終規則の適用が資本市場に外部不経済をもたらしていた可能性も指摘される。

本稿は、続く第2節で最終規則の主な構成とともに、先行研究を引用してボルカー・ルールが資本市場に与えた影響を整理する。第3節では連邦議会および現政権（行政府）の対応。第4節は、5つの連邦監督機関が公開した修正提案を分析する。

II. ボルカー・ルールの構造と評価

DF法のSec.619はBank Holding Company Act (BHC Act) にSec.13を追加し、銀行事業体 (banking entity, DF法で定義) の自己勘定取引 (proprietary trading) を原則として禁止するとともに、ヘッジファンドやプライベートエクイティ・ファンドとの関係を制限している。Sec.619はMarkley-Levin Amendmentを基礎とするが、この議員修正案の背景には銀行の自己勘定取引を金融危機の要因とする考えがある¹⁾。しかしながら、この修正案を説明したMarkley and Levin [2011] は経済的な分析や根拠に乏しく（若園 [2015]）、ボルカー・ルールの合理的根拠（正当性）には疑問が残る。

本節は①5つの連邦監督機関が作成した最終規則の要点を整理し、②拙稿（若園 [2015]）等で指摘される最終規則の問題点（評価軸）を確認するとともに、③最終規則の適用後にこれら問題点を検証した先行研究を援用してボルカー・ルールの評価を試みる。これらを踏まえて、ボルカー・ルールの修正を議論する第3節および第4節へと繋げる。

1. 最終規則の構成と要点

2013年12月に5つの連邦機関が公開した最終規則は、4つのSubpartと2つのAppendixから構成されている(図表1)²⁾。これらの中から、Subpart BとSubpart DおよびAppendix Bを中心に最終規則の要点をまとめる。次節以降で述べるように、これらは現在進められているボルカー・ルール³⁾の修正議論の中核に位置する。

最終規則はDF法のSec.619に加えて、内部コンプライアンスのプログラムや体制整備、定期報告の要求を追加する構成となっている。

(1) 自己勘定取引の禁止 (Subpart B)

Subpart 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 (Sec.3)³⁾。許容される行為と

して、①引受業務とマーケット・メイキング関連業務 (Sec.4)、②リスクヘッジ活動 (Sec.5)、③その他 (Sec.6)を列挙しながら、これらが許容される条件を付与している。

後述するように、ボルカー・ルールに指摘される問題の第1は、規則が禁止し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にある。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。

Subpart BはDF法のSec.619の記述をほぼ踏襲しながら、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、商品先物の売り、その他監督機関が規則によって定める金融商品 (financial instrument) 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⁴⁾。この定義は規則の基盤であり重要であるにもかかわらず、

図表1 最終規則の主な構成

Subpart A	権限と定義
Sec.1	権限、目的、範囲および他の権限との関連
Sec.2	定義
Subpart B	自己勘定取引
Sec.3	自己勘定取引の禁止
Sec.4	許容される引受およびマーケットメイキング関連業務
Sec.5	リスク軽減のために許容されるヘッジ活動
Sec.6	その他の許容される自己勘定取引行為
Sec.7	許容される自己勘定取引活動の制約
Subpart C	対象ファンド活動および投資
Sec.10	対象ファンドの取得、持分の保持および一定の関係を持つことを禁止
Sec.11	対象ファンドに関連して許容される組成、売出、引受およびマーケットメイキング
Sec.12	許容される対象ファンドへの投資
Sec.13	その他の許容される対象ファンド活動および投資
Sec.14	対象ファンドとの関係の制約
Sec.15	許容される対象ファンド活動および投資に関するその他の制約
Subpart D	コンプライアンス・プログラム、違反
Sec.20	コンプライアンス・プログラム、報告
Sec.21	活動もしくは投資の終結、違反に対する懲罰
Appendix A	対象取引活動に対する報告および記録保持の要求
Appendix 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

この定義に照らして個々の業務を区分けすることは容易ではない⁵⁾。

若園 [2015] でも論じたが、Merkley and Levin [2011] が問題視したような狭義の自己勘定取引を定義とした場合、主要な銀行事業体はすでに該当する業務部門を組織から切り離しているため、現時点での規則の主たる意義は喪失する（将来的な防止の効果はある）。一方で、広義の定義での自己勘定取引は他の業務との親和性が高く、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容易ではない。また、当局による外部からの監視も困難となる。さらに、市場の流動性に与える影響など、規制が及ぼす影響を事前に予測することも難しい。

このため最終規則は、後述する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ながら、禁止対象となる自己勘定取引を直接的に監視することを避けて、組織内のコンプライアンス・プログラムおよび同体制の監視や定期報告を活用して管理する方式を採用している。このため若園 [2015] では、特定行為の禁止であった DF 法に対して、最終規則の本質はガバナンス・ルールへと軸足を変化させていると結論づけている。

(2) 許容される行為の条件 (Subpart B)

Subpart B が列挙する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 1 に引受業務には、DF 法の Sec.619 (d) が示す 2 つの条件に加えて⁶⁾、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銀行事業体に要求されている⁷⁾。またトレーディング・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。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 (Reasonably Expected Near Term Demand, RENTD) (注 6) は実務上の大きな負担と捉えられ、次節の財務省報告書や第 4 節の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。

第 2 にマーケット・メイキング関連業務には、トレーディング・デスクに関する 3 つの条件と、引受業務と同様な内部コンプライアンス・プログラムが要求されている。このうち当該デスクに関する条件は、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っていること、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。

2 つの業務に共通して要求されているトレーディング・デスクに関連する条件は、最終規則の段階で追加された。上述した自己勘定取引の原則禁止と合わせて、最終規則は銀行事業体自身による管理体制の監督を前提する規制の仕組

みを採用したと言えよう。行為の禁止を命じた DF 法の Sec. 619 と比較して、このようなガバナンス・ルールを遵守するコストは高い。さらに、自己勘定取引やトレーディング勘定と同様に、最終規則が記述するトレーディング・デスクの定義も明確ではない⁸⁾。このため、トレーディング・デスクを経由した管理にも実務上の困難さが伴う。

第3に許容されるリスクヘッジ活動についても、引受業務やマーケット・メイキング関連業務と同様に、①リスクを軽減させるヘッジ行為に関する文書化された方針、②その手法や内部コンプライアンスが要求されている。ヘッジ行為自体には、市場リスク等の各種リスクを削減ないし顕著に軽減させ新規にリスクを生じさせないことを基礎条件としながら、文書化された方針等に基づき、銀行事業体による継続的な調査、監視、管理に服することが求められる。

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 Subpart D および Appendix 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 (Subpart D, Appendix B)

Subpart D は、自己勘定取引や対象ファンドとの関係がある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6つの項目(①方針や手段の文書化、②内部統制システム、③管理フレームワーク、④独立した検定や監査、⑤教育、⑥記録の提出と保持)を提示している。

また Subpart D は、①自己勘定取引において許容される行為 (Subpart B) を執行、②前

年末時点での連結資産規模が500億ドル以上(外国銀行は米国内での資産)、③監督機関が必要と認めた銀行事業体、の条件に該当する場合、さらに最終規則の Appendix 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、下記の Appendix 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。

Appendix B では追加的要件(図表2)が列挙されている。これらは当該プログラムの全体に関与する要件であるが、特に4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(第4節参照)。また、引受業務とマーケット・メイキング業務が許容される条件に共通するトレーディング・デスクに関連して、Appendix B では12の要件を追加的に挙げて、銀行事業体が個々のトレーディング・デスクを管理するための文書化された方針と手段に、これら12の要件が記述として含まれていることを求めている⁹⁾。この12の要件はトレーディング・デスクの厳格な管理を銀行事業体に求めたものであるが、ボルカー・ルールにおける銀行事業体の自己勘定取引を考える上で中核であると言えよう。さらに Appendix B は、このような基準を含めた内部コンプライアンス・プログラムの履行において、適切な人材による責任と説明責任を含めた管理フレームワークも銀行事業体に求めている。

2. 最終規則の評価

(1) 評価軸の提示

15年7月から全面的に適用されたボルカー・ルールは、どのように評価すべきか。後述する先行研究も参照しその評価軸を整理すれば、第

図表2 Appendix B がコンプライアンス・プログラムに求める追加的要件

<ol style="list-style-type: none">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 (Identify)、証明 (Document)、監視 (Monitor) 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。 BHC Act の Sec.13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 BHC Act の Sec.13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・プログラムが有効的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。
--

1に規則の正当性、第2に規則遵守の容易さ、第3に市場および市場参加者に与えた影響を挙げることが出来る。このうち第3の軸に関しては、次項で複数の実証研究による分析結果を提示する。

第1の評価軸について。前節で拙稿を引用したように Markley-Levin Amendment の背景にある考えに経済的な合理性は乏しい。例えば、「Volcker Rule」の名称 (通称) は Paul Volcker (第12代 FRB 議長) の持論が由来となるが、Paul Volcker は商業銀行の投機的活動を批判していたものの金融危機の中心に自己勘定取引があったとは考えていない¹⁰⁾。

同規則を DF 法に含めるよう連邦議会に要請した Barack Obama 政権内でも、Timothy Geithner (第75代財務長官) は商業銀行の自己勘定取引が危機の主因とはみなしておらず、追加的な資本要求等で投機的行為を制約すべきと主張していた¹¹⁾。当時の国家経済会議委員長であった Lawrence Summers も同様の考えを述

べている¹²⁾。

最終規則後でも Raghuram Rajan (現シカゴ大学経営大学院教授) は、同規則は金融危機で発生した問題への対応ではなく、銀行のトレーディング業務を縮小させる方策、ないしは銀行の無分別な活動に対する政治的報復であった可能性を指摘している (ラジャン [2018])¹³⁾。さらに Erkki Liikanen (銀行規制に関する EU ハイレベル専門家グループ議長、当時) は同規則を、排他的な (exclusively) 取引を対象とする狭量な (narrow) 規則であり、問題に対処するには過激な (radical) アプローチであると批判する¹⁴⁾。このように、根幹で規則の正当性に関連する批判は多い。

同規則の目的を銀行事業体の過剰な投機的活動の抑制とするのであれば、①他の規制による代替可能性と②規則の適用範囲の適切性の2点で再評価が求められよう。第3節で紹介する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が提案されていた他、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。また第4節で議論するように、銀行事業体のトレーディングの規模に合わせて規則の適用を修正する試みも見られる。

第2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（最終規則で強化）が主な要因となる¹⁵⁾。次の第3の軸と区別するために、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¹⁶⁾の施行以前に狭義の自己勘定取引を切り離しており、このため同規則の直接的なベネフィットは（将来的な）投機的活動の抑制となる¹⁶⁾。一方で、同規則は自己勘定取引での米国債等の売買を容認しているため（注3）、このベネフィットは限定的と言えよう。コスト・ベネフィットの観点から、同規則はその遵守が過剰コストとなり易い性質を持っている。第4節で扱う連邦監督機関が公開した修正提案では、同規則の直接的コストの軽減がはかられている。

ボルカー・ルールに内在する定義の問題は、公的な報告書であるFSOC [2011]でも認識されていた。FSOC [2011]は、DF法のSec.619が禁止する行為と許容する行為を区別することは容易ではなく、規則を管轄する連邦監督機関がデータを基盤としてアプローチすることにも限界があると記している。先行研究でもRichardson et al. [2010]やChatterjee [2011]などで、定義の不明瞭さが規則の遵守を難しくすると指摘されている。許容される行為に関しても、実際の業務において許容されたマーケッ

ト・メイキングと禁止行為とを区別することは容易ではなく（Thakor [2012]）、そもそも連邦監督機関がリスクヘッジ活動やマーケット・メイキング業務において禁止業務を区別することが困難との指摘もある（Chow and Surti [2011]）。最終規則の適用後もこのような指摘は続いている¹⁷⁾。

第2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。第4節の修正提案では、定義の見直し等とともに、コスト・ベネフィット分析の結果も提示されている¹⁸⁾。

第3の評価軸について。すでに若園 [2015]でボルカー・ルールが市場に及ぼす影響について若干の考察を披露し、市場の流動性の減少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を間接的な規制コストと位置づけている¹⁹⁾。特に、社債やABS等の証券化商品の市場流動性の低下が懸念されていた。

同規則が市場に与える影響の指摘はDuffie [2012]が代表的であろう。Duffie [2012]では、銀行（事業体）のマーケット・メイキング業務は本質的に自己勘定取引であると指摘し、規制が効果的であるほど、①顧客に対するサービスが減少し、②市場流動性の低下と価格発見機能が障害され、③市場取引の諸コストを増加させると指摘している。また、Duffie [2012]は銀行が提供するマーケット・メイキング機能の低下はヘッジファンドなどの規制が緩やかな業態によってある程度の代替が期待される一方で、金融市場全体のシステミック・リスクが増加することを懸念している²⁰⁾。このような市場機能の低下が投資活動の資本コストを増加させ、短期的かつ危険度が高い投資を促すとの指摘もある（Thakor [2012]）²¹⁾。

次項では、第3の評価軸に関して指摘される①市場流動性、②取引コスト、③市場参加者の行動を対象とした実証研究の結果を整理する。

(2) 先行研究の分析と評価

ここでは、主に第3の軸で示した規制コストを対象とする実証研究を観察したい。下記の先行研究はボルカー・ルール適用後の期間を対象とし、主に社債市場における①市場流動性、②市場の取引コスト (bid-ask spread 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)、等を検証している。

第1に市場流動性に関して。公的な機関であるSEC [2017] とIOSCO [2017] は、共に規則適用後の社債市場の流動性には特に変化がないことを報告している。特にSECは、14年1月に公表したガイダンスで、プライマリー・ディーラーが保有する社債在庫の減少を報告するとともに、マーケット・メイキング機能の低下と債券市場のボラティリティ増加を懸念していたが、SEC [2017] では市場流動性と取引コストを検証し、ボルカー・ルールとの関連性を概ね否定している。

対してAnderson and Stulz [2017] やBao et al. [2018], Choi and Huh [2017] は、同規則後に社債市場の流動性が低下していると報告する²²⁾。特にストレス時に焦点を当てたBao et al. [2018] の指摘は注目すべきであろう。Bao et al. [2018] によれば、規則の適用後に格付けが引き下げられた社債の市場流動性は低下している。同様の指摘はAnderson and Stulz [2017] でも見られる。平時の流動性に問題がなくとも (SEC [2017] 等)、規制がストレス時に市場流動性を悪化させているのであれば規制の間接コストとなり、資本市場に外部

不経済をもたらしていると言える。

Choi and Huh [2017] は社債市場の流動性が低下している要因として、規制によるディーラーのリスク許容度の低下を挙げる。これは「市場参加者」を対象とした分析でも指摘されている。規制が市場機能の阻害要因 (Duffie [2012]) であるならば、早期に見直しが必要となろう。

第2に市場の取引コストに関して。社債市場で観察される取引コスト (bid-ask spread) について、Bessembinder et al. [2016] やAnderson and Stulz [2017] の推計では最終規則後も平均的な取引コストは増加していない。むしろBessembinder et al. [2016] では、取引コストが改善している。しかしながら同報告によれば、取引の電子化や社債ETFの増加などの市場構造の変化がコスト低下を促している可能性も指摘している。対して、顧客が供給する流動性のバイアスを除去して計測したChoi and Huh [2017] では、商業銀行を対象とした諸規制の導入後に取引コストは大幅に増加している²³⁾。

第3に市場参加者に関して。Bessembinder et al. [2016] やDick-Nielsen and Rossi [2016] のように、新規則により銀行ディーラーの行動が変化したことを指摘する先行研究は多い²⁴⁾。Bessembinder et al. [2016] によれば、金融危機後に銀行に課せられた規制により、銀行ディーラーは顧客から債券を買い在庫として保有 (capital commitment) することを避けており、彼らの流動性供給能力は低下 (市場の質が悪化) している。特にボルカー・ルール適用後は、銀行ディーラーは伝統的なマーケット・メイカーとしての役割を果たせなくなってきていると指摘する。一方で、ノンバンク・ディーラ

の債券在庫は増えているが、小規模のため、銀行ディーラーの流動性供給の減少を十分に相殺できていない。

銀行ディーラーが在庫保有リスクを避ける傾向は、上記のSEC [2017] (プライマリー・ディーラー) や Anderson and Stulz [2017], Schultz [2017], Bao et al. [2018] でも報告されている。このうち Schultz [2017] では、ボルカー・ルール最終規則化以降、社債を在庫として保有した場合でも以前と比べて短期に在庫を解消していると述べている。

Anderson and Stulz [2017] は、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ことを報告し、結果として流動性の供給低下をもたらしている。ただし、市場構造の変化と取引テクノロジーの進展がこれらを相殺している。Anderson and Stulz [2017] によれば、社債市場の取引数は増加しているが、回転数 (turnover ratio) は減少している。これは投資家の取引が小規模化していることを示している。

この他、Adrian et al. [2017] はディーラーのバランスシートの減少を報告し、規則のアナウンスメント効果を検証した Keppo and Korte [2018] では、規則の対象となる銀行持株会社はトレーディング勘定を減少させた一方で、リスクヘッジを減少させることによりトレーディングリスクを増加させ、ボルカー・ルールが総体的なリスクを減少させてはいないと論じている²⁵⁾。

前FRB副議長の Stanley Fischer によれば²⁶⁾、ストレス時の流動性の蒸発には注視すべきであるが、ボルカー・ルールにより社債市場等の流動性に顕著な低下は見られない (取引コストも低い)。ただし、プライマリー・ディー

ラーが保有する債券 (fixed income securities) の在庫は減少しており、社債市場の回転率も低下している。特にディーラーが保有する在庫の減少は、同規則や追加的レバレッジ比率規制の影響を受けていることを認めている。

Ⅲ. 連邦議会および財務省報告書

マクロプルーデンス政策を扱った若園 [2018b] で論じたように、特に第114回連邦議会以降、DF法の修正を意図した法案が主に下院共和党議員により議会へ提案されてきた。Financial CHOICE Act (下記のH.R.10) が象徴的であるが、共和党法案の多くはDF法の根本的な見直しや廃止を意図したため、民主党議員との間で政治的な対立となっていた。しかしながら本年に入り、後述のS.2155やH.R.4790のように規制の効率性を重んじて超党派による規制の再検討を試みる動きが顕著となっている。また財務省を中心とする行政府においても、ボルカー・ルールを含めた国内金融規制全般の再評価が進められている。本節では、連邦議会に提案されたボルカー・ルールに関連する法案とともに財務省が公開した報告書が提案する同規則の修正案を概観する。

1. 議会に提案された主な法案

下記の行政府による表明に呼応し、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、2017年3月29日に下院金融サービス委員会 (小委員会) が開催したヒアリング「Examining the impact of the Volcker rule on the markets, businesses, investors, and job creators」では、特に社債市場に与えた影響を踏まえながら (前節参照) 同規則の効果が検討

図表 3 連邦議会に提案された主な法案

第113回連邦議会	
S.1912	A bill to clarify that certain banking entities are not required~
○ H.R.4167	Restoring Proven Financing for American Employers Act
○ H.R.5461	To clarify the application of certain leverage and risk-based requirements~
第114回連邦議会	
○ H.R.37	Promoting Job Creation and Reducing Small Business Burdens Act
S.1484	Financial Regulatory Improvement Act
H.R.1841	Restoring Proven Financing for American Employers Act
H.R.4049	Volcker Rule Relief Act
○ H.R.4096	Investor Clarity and Bank Parity Act
H.R.5983	Financial CHOICE Act
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。
同名の法案は再提出されたもの。

された²⁷⁾。図表 3 はボルカー・ルールに関連する主な法案を挙げている。これらの中から、直近の第115回連邦議会（17年1月から19年1月）に提案された法案の内容を見てみよう。

第1に H.R.10（第114回連邦議会では H.R.5983）は、下院共和党議員が提案したカウンターDF法として知られるが、同法案はDF法の Sec.619を単純な廃止（repeal）を明記する。詳細は若園 [2018a] を参照願いたい。H.R.10は下院本会議を通過したものの、上院では審議の対象として扱われていない。

第2に S.2155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に大統領署名により成立している（18年5月）²⁸⁾。S.2155はボルカー・ルールに関して、同法の Sec.203は BHC Act の Sec.13(h)(1) を修正し、①連結総資産が100億ドル未満であり、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。S.2155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。

第3に、H.R.4790も S.2155と同じく超党派による提案であるが²⁹⁾、同法案は Sec.2において、ボルカー・ルール（BHC Act の Sec.13）が定める規則制定の権限をFRBに集中するとともに、Sec.4では、S.2155と同条件を用いて小規模な銀行事業体をボルカー・ルールの対象外と定めている。この他 H.R.5659でも、連結総資産およびトレーディング資産・負債の比率（S.2155と同条件）を用いて、一部の銀行事業体を同規則から除外している。

このように、現在の連邦議会では超党派での合意により連邦法を修正し、ボルカー・ルールの対象を限定する試みが見られている。同規則の担当をFRBに絞る案と合わせて、コスト・ベネフィットの観点からの規制の合理化が進められていると言えよう。

2. 財務省報告書の提案

大統領令13772「Core Principles for Regulating the United States Financial System (17年2月)」の命に従い、財務省は金融規制に関連する6本の報告書を公表している³⁰⁾。

このうち、17年6月に公表された報告書「Banks and Credit Unions」において、ボルカー・ルールの対象範囲の見直しおよび規則の複雑さへの対処が提案されている。本稿の目的に沿って同規則の自己勘定取引に関連する提案を図表4でまとめた。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³¹⁾。

第1に規則からの除外として、①連結総資産が100億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100億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10億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(カバードファンド関連の規制は従来通り)³²⁾。これらは連邦法(DF法)

の修正が必要となるが、前述のS.2155により類似した施策は実現している。

第2に禁止対象となる自己勘定取引に関して、①「60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3つの検定方法からPurpose Testを除外すべきであるかを検討する³³⁾。その他、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。これらは、前節で見たように複数の先行研究が指摘する問題(ディーラーの在庫や流動性供給能力の減少)への対処であろう。

第3に、①現在の連結総資産が500億ドル以上の銀行事業体に適用されるEnhanced Compliance Programを連結ベースでトレーディング資産・負債が100億ドル以上の銀行事業体に限定する。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

図表4 財務省報告書の主な提案

	連邦議会 (連邦法の修正)	連邦監督機関 (規則の修正)
1. 総資産規模が小さな銀行事業体を規則の対象から除外	○	
2. Market Risk Capital Rule に該当しない銀行事業体を自己勘定取引の禁止から除外	○	
3. 自己資本が潤沢な銀行事業体に規制からの出口(Off-Ramp)を設定	○	
4. 自己勘定取引の定義から「60日未満」を除外		○
5. 自己勘定取引の定義からPurpose Testを除外	○	
6. マーケットメイキング活動に柔軟性を追加		○
7. RENTD 手法の再考	○	
8. Enhanced Compliance Program の適用を限定		○

(注) 「Banks and Credit Unions」のAppendix Bから作成。

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よう。

これらの財務省報告書の提案を、次節の連邦監督機関が公開した修正案と照らしていただきたい。

IV. 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5つの連邦機関は、2018年6月に「規制制定案の通知 (Notice of proposed rulemaking) (以下、修正提案)」を公開し (連邦官報への掲載は7月17日)、Bank Holding Company Act の Sec.13 (DF法の Sec.619で追加) 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。

このような行政府による規則の再評価活動は、前述の大統領令13772以降に明確となったように見える³⁴⁾。例えば Financial Stability Oversight Council (FSOC) は³⁵⁾、17年5月の会合において、大統領令13772のコア・プリンシプルに準拠してボルカー・ルールを検討している。この会合では、当局間の協調促進とともに当該規則の実効性と有効性への懸念が提示されている。特に規則の主要な定義等に関して議論された点を注目すべきであろう。合わせて、下記の同規則を担当するFRBの要人の意見も参照願いたい。

修正提案は、その最初において「13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。この修正提案の公表時に Steven Mnuchin (財務長官兼 FSOC 議長) は³⁶⁾、規則の修正案

は①ストレス時の流動性維持、②意図しないコンプライアンスの負担軽減、③資本形成の促進の目的に基づいており、上記の財務省報告書の提案や連邦法として成立した S.2155 (ともに第3節) に則する案であることが述べているが、これまで本稿で見た一連の活動とも整合的であることわかる。

1. 規制担当機関の意見

ボルカー・ルールを担当する5つの連邦監督機関の内、中核にあるFRBの要人のスピーチを図表5でまとめた³⁷⁾。

Jerome Powell (FRB 議長) と Randal Quarles (FRB 規制担当副議長) はボルカー・ルールを修正する必要性を述べてきた。彼らが求める修正内容は、先行研究の指摘 (第2節) や財務省報告書の提案 (第3節) とも整合的である。また連邦議会が超党派で成立させた S.2155 による同規則の修正 (連結総資産が100億ドル未満であり、なおかつ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) は、彼ら規則担当者の意見にも沿っている。

最後に、修正提案の要点を整理する。

2. 5つの連邦監督機関が公開した規制制定案

この案は規則の全般を見直しの対象とし、約340の質問項目を併記した修正の提案であり、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許容される行為の条件、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。

図表5 ボルカー・ルールに関するFRB 要人のスピーチ

<p>1. Jerome Powell (現FRB議長) (下記の発言は理事時代のもの)</p> <p>①同規則は地域金融機関がリスクマネジメントを目的とするデリバティブの利用を妨げるべきではない。 (Conference of State Bank Supervisors Community Banking Research Conference, 13年10月3日)</p> <p>②比較的小規模の地域金融機関に同規則を適用すべきではない。 同規則が適用される銀行資産の境界を100億ドルまで引き上げるべき。 (Annual Bankers Conference, NY連銀, 15年5月14日)</p> <p>③同規則は、企業が発行した負債を銀行が保有ないしマーケット・メイクすることを妨げている。 (77th Annual Meeting of the American Finance Association, 17年1月7日)</p> <p>④FRBは同規則の効率性を再評価している。(規則には改善する余地がある)。 小規模の銀行組織への規則の適用やトレーディングブックの規模が小さな機関に対する規則の適用を連邦議会や連邦監督機関は考慮すべき。 (上院銀行・住宅・都市問題委員会のヒアリング, 17年6月22日)</p>
<p>2. Randal Quarles (現規制担当副議長)</p> <p>①金融危機後の規制に効率性や透明性、簡易さの点で改善を考慮すべき。 ボルカー・ルールには単純化が必要。その見直しはFRBの優先事項である。 (American Bar Association Banking Law Committee Annual Meeting, 18年1月19日)</p> <p>②十分に稼働していない複雑な規制の例がボルカー・ルール。 同規則のマーケット・メイキングの定義は余りに多くの複雑な要求をもたらし、銀行が規則に従うだけで高いコストがかかる。 (Institute of International Bankers Annual Washington Conference, 18年3月5日) (下院金融サービス委員会における半期毎の議会証言, 18年4月17日)</p> <p>③各連邦監督機関で、比較的小規模の小さい(総資産が100億ドル以下)の銀行に対する報告要求を免除することを検討中。(ただし、連邦法の修正が必要。) (Utah Bankers Association 110th Annual Convention, 18年6月27日)</p>

第1にトレーディング勘定の定義に関して。最終規則は「トレーディング勘定」において(注5を参照)、①金融商品の売買の期間(60日未満の保有、もしくは購入から60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)、②Market Capital Rule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³⁸⁾、の3つの区分(prong)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1つであった³⁹⁾。

修正提案は①の「期間の区分(short term intent prong)」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(applicable accounting standards)

に照らして判断するとともに、90営業日以内に実現損益か含み損益が2,500万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)⁴⁰⁾。

第2に規則の適用対象について。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⁴¹⁾、第2節で述べたコンプライアンス・プログラム等が要求される。既述したS.2155により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3つのカテゴリーに分類し、特にカテゴリー3の銀行事業体への要求を大幅に軽減する(図表6)。修正提案によればカテゴリー1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95%を占めている⁴²⁾。

図表 6 修正提案が提示する 3 つのカテゴリ

カテゴリ 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 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 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 Subpart B, C, D を原則免除。 （Subpart 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。

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。

第 3 に、引受やマーケット・メイキング等の許容される行為に求められる条件について。最終規則が定める、これらの行為が自己勘定取引の禁止行為から除外される条件の 1 つが、RENTD（顧客の需要予測）を超えないことであった（第 2 節）。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定可能とし⁴³⁾、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。この提案は、RENTD の予測手法の柔軟化と言える。

第 4 にコンプライアンス・プログラムの要求に関して。修正提案はすべての銀行事業体を対象に最終規則の Subpart 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 6 で記したように、カテゴリ 3 の銀行事業体は原則として最終規則の各 Subpart が要求するプログラムを免除されるが、カテゴリ 2

の銀行事業体に関しても BHC Act の Sec.13 の要求（コンプライアンス方針、手段等）まで軽減される。さらに最終規則の Appendix B の追加的要件（第 2 節）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⁴⁴⁾。

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。

V. まとめ

本稿は、DF 法の象徴の 1 つに挙げられるボルカー・ルールの再評価活動を分析対象とした。金融危機から 10 年が経過し、米国経済は堅調な成長路線を取り戻したように見える。同国経済の強さを説明する要因は様々考えられるが、資本市場の多様性と深度の貢献は大きい。では、米国資本市場の競争力の源泉を何に求めるべきであろうか。

本文や拙稿で指摘するように、DF 法の Sec.619 はその根拠（正当性）に疑義があり、同条から作られたボルカー・ルールは規制のコスト・ベネフィットの観点からも疑問が残る規

則である。それ故に、同規則を巡る一連の評価活動の観察は、米国資本市場を司る金融規制の分析にとって不可欠となる。同国資本市場の強さは、高度かつ豊富な学術的分析を基盤とする行政府および立法府の活動の迅速さと柔軟性が支えているのではないか。

特に金融危機において導入された多くの施策は、市場および参加者の行動に重大な影響を与えている⁴⁵⁾。これらを適切な分析に基づいて再評価し、必要な修正を加える重要性を指摘する。米国では大統領令および大統領覚書に基づいて、総合的に金融規制を見直す6本の報告書がすでに公開されている（本稿で引用した財務省報告書「Banks and Credit Unions」はその第一弾）。

本稿執筆時点は第4節の修正提案に対するパブリックコメントの締め切り（10月15日）直後であり、2019年1月に公開が予想される正式な規則修正案（proposed rule）をもって、改めて同規則の修正に対する評価を行う必要がある。

注

- 1) この修正条項の背景はMerkley and Levin [2011]を参照。
- 2) この最終規則の正式名称は「Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds」。
- 3) ①米国債、②ジニー・メイおよび政府支援企業（GSEs）が発行するエージェンシー債、③州および地方行政機関の債務、④外国国債（外国銀行の在米拠点における取引）等の証券は、自己勘定取引の禁止行為から除外されている。
- 4) BHC Act of the Sec.13 (h) (4)で定義。
- 5) トレーディング勘定の定義は、「（銀行事業体が）主体となり、短期で売却する（短期の値動きによる利益を得る）目的で金融商品を取得もしくは保有する勘定、および監督当局が規則によって定める勘定」（BHC Act of the Sec.13 (h) (6)）。
- 6) 第1の条件は、証券の割当てのためのアンダライターとして活動し、そのトレーディング・デスクの引受けポジションが割当てに関連していること。第2の条件は、トレーディング・デスクのポジションは顧客や取引相手による合理的な期待における短期的な需要を超えない範囲と定められ、そのポジションは証券の流動性や市場の状況などを鑑みて、合理的に売却ないし減少させることが求められる。
- 7) このプログラムには、①文書化された方針と手段、②内部統制、③分析や独立した検定が要求されている。
- 8) トレーディング・デスクは、「銀行事業体のトレーディング勘定を通じて金融商品を売買する最小の個別単位」と定義されているのみである。
- 9) 詳細は若園 [2015] の図表5-7を参照願いたい。
- 10) 「Volcker: Proprietary Trading not Central to Crisis」(Reuter, 2010年3月30日)。
- 11) 連邦議会「Congressional Oversight Panel」におけるヒアリング（2009年9月10日, S. Hrg. 111-146）。
- 12) 「The Volcker Rule: Obama's Economic Adviser and His Battles over the Financial-Reform Bill」(The New Yorker, 2010年7月26日)。
- 13) 日本銀行金融研究所主催の国際コンファランスでの講演（2018年5月30日）。
- 14) 「Chair of E.U. Expert Group Calls Volcker Rule the Most Narrow and Radical Approach」(Hedge Funds & Priv. Equity 3, CCH, 2013年5月17日)。
- 15) 若園 [2015] の図表5-8で、OCCが試算した銀行事業体のコンプライアンス関連コストを掲載している。OCCによれば、ボルカー・ルール下で生じる7大銀行事業体のコンプライアンス関連コストの88%（2014年）は最終規則がトレーディング・デスクに要求する顧客や取引相手の需要予測から生じる。
- 16) 例えばChow and Surti [2011] でも、明らかに禁止に該当する業務はすでに影の銀行（Shadow Banking）部門などへスピノフされていることが指摘されている。またWhitehead [2011] では、規則の対象となる業務が影の銀行部門によって代替されると予想している。
- 17) 例えば「Drop the Volcker rule and keep what works」(Financial Times, 2017年2月12日)。この社説でも、自己勘定取引とマーケット・メイキングの違いをわけることは困難であり、ボルカー・ルールは効果が疑わしい厄介な規則であると述べている。
- 18) ボルカー・ルールにかかる遵守コストのみを切り離れた計測は不可能であるが、例えば「How Much Did Dodd-Frank Cost? Don't Ask Banks」(Bloomberg, 2017年2月2日)のように、DF法以降に大手金融機関のコンプライアンス要員が著しく増えているとの報道もある。過剰なコンプライアンス・コストは、コスト負担に優れる大手銀行事業体と他の銀行事業体との間の競争阻害要因となる。
- 19) 若園 [2015] では、米証券取引委員会（SEC）や財務省内に新設した金融調査局（OFR）が社債市場などの流動性低下を懸念していることを紹介している。
- 20) Duffie [2012] は、マーケット・メイカーに対する追加的な資本要求の方が金融市場に与える悪影響は少ないと結論づけている。
- 21) Whitehead [2011] のように、ボルカー・ルールは金融市場の変化に対応できないことで市場全体のリスク総

- 量が増加し、結果として同規則は単に銀行等にコストを課すだけと結論する研究もある。
- 22) Trebbi and Xiao [2015] や Dick-Nielsen and Rossi [2016] でも、金融危機後の社債市場の流動性が低下していることを報告している。ただし、ボルカー・ルールの影響とは結論づけられていない。これら先行研究では、同規制後に市場参加者の変化（ノンバンクの増加）やディーラー行動の変化も報告されている。
- 23) Loon and Zhong [2014] は、DF 法が導入した OTC デリバティブ取引の Central Counterparty Clearing (CCP) 決済に焦点を当て、同法以降のクレジット・デフォルト・スワップ (CDS) 市場での取引コストや流動性を分析している。DF 法により、CDS 市場の取引コストは下がり、同市場の流動性は改善している。
- 24) この他 Manasfi [2013] などは、銀行がボルカー・ルールに応じて代替的な取引を模索したため市場が更に複雑化し、その結果効率的な規制が困難になると指摘している。
- 25) この他 Avci et al. [2018] のように、銀行が投資アドバイザーとして雇用された場合の自己勘定取引に伴う利益相反問題を取り上げて、ボルカー・ルールに一定の効果をも認める研究もある。Avci et al. [2018] は、Financial CHOICE Act のような同規則の廃止ではなく、改善を支持している。
- 26) 「Is There a Liquidity Problem Post-Crisis?」(Brookings Institution, 2016年11月15日)
- 27) このヒアリングでは、① Investment Company Institute, ② Center for American Progress, ③ Stifel Financial Corp, ④ U.S. Chamber of Commerce, ⑤ Myron Taylor (Cornell University) が証言し、②以外はボルカー・ルールの修正を求めている。
- 28) この Economic Growth, Regulatory Relief, and Consumer Protection Act (S.2155) は、DF 法が導入したマクロブルーデンス政策を修正する連邦法として注目された。同法については若園 [2018b] も参照願いたい。
- 29) この Volcker Rule Regulatory Harmonization Act は下院金融サービス委員会で50対10の賛成をもって承認された後、18年4月に下院本会議を300対104で通過している。
- 30) この大統領令13772を含めた国内規制に関連する3つの大統領令および2つの大統領覚書、大統領13772のコア・プリンシプル、さらには6本の財務省報告書に関しては若園 [2018b] を参照されたい。
- 31) この他、カバードファンドとの関係にかかる制約の単純化や、連邦監督機関間の協調の促進などが提案されている。
- 32) これらの除外条件は、FRB 等の Market Risk Capital Rule により適用されており、実際の規制執行をボルカー・ルールに援用したものと言える。
- 33) 他の2つのテストは、Market Risk Capital Rule Test と Status Test。
- 34) 米通貨庁 (OCC) が17年8月に公表したボルカー・ルールに対する「Notice for Comment」には8,400のコメントが寄せられている。現政権下での大統領令の影響とともに、実務において当該規則に関する問題は広く認識されていたと言えよう。
- 35) DF 法の Title I が設置した会議体。投票権を有するメンバーは、財務長官 (議長)、FRB 議長、OCC 長官、CFPB 局長、SEC 委員長、FDIC 総裁、CFTC 委員長、FHFA 長官、NCUA 理事会議長および大統領が指名する独立した保険の専門家から構成される。また、投票権を有しないメンバーとして、OFR 局長、FIO 局長、州の保険監督者、州の銀行監督者、州の証券委員会が参加する。FSOC の機能および役割の詳細は若園 [2015] 第3章を参照願いたい。
- 36) 2018年6月5日「Statement by Secretary Mnuchin on Regulatory Efforts to Improve the Volcker Rule」。
- 37) 第115回連邦議会で超党派により提案された法案 H.R.4790 のように、ボルカー・ルールを FRB の専管とすべきとの考えは米国でも広く見られる。
- 38) 免許もしくは登録が求められる security dealer, swap dealer, security-based swap dealer が対象。
- 39) この他、自己勘定取引の定義に関しては、取引が許容される金融商品の範囲の拡大や自己勘定取引の定義から除外される取引を追加する案等を示している。また、トレーディング・デスクの定義についても見直す意思を示し、パブリックコメントを求めている。
- 40) 各トレーディング・デスク単位で、営業日毎にトレーディング勘定を用いる金融商品の売買の正味の損益を算出する。
- 41) 銀行事業体は、①預金保険対象行、②預金保険対象行を支配する会社、③ International Banking Act の Sec.8 が定める銀行持株会社等が該当する。一方で、ノンバンク金融会社は DF 法が定めたノンバンク SIFIs であるが、FSOC が2018年10月17日 に Prudential Financial Group の SIFIs 指定を解除したことにより、ノンバンク SIFIs に該当する金融会社は無くなった。ノンバンク SIFIs の指定に関しては若園 [2018b] を参照願いたい。
- 42) カテゴリー2までを含めると全体の98%を占める。
- 43) この内部リスク上限は、①金額や保有ポジションのリスク等、②関連するリスク要因に対するエクスポージャー、③証券の保有期間について、顧客や取引相手の合理的に予測される短期需要 (RENTD) を超えないことが求められる。
- 44) この CEO による保証の要求は、カテゴリー1とカテゴリー2の銀行事業体に対してのみ存続する。
- 45) 例えば Duchin and Sosyura [2014] は、2008年10月の緊急経済安定化法 (Emergency Economic Stabilization Act) に基づく Troubled Asset Relief Program (TARP) の Capital Purchase Program を分析対象とし、同プログラムの対象となった銀行は総体的なリスクを増加させ、倒産確率等が高まっていたことを報告している。政府の保護を受けたことによるモラルハザードが要因であると結論づけている。

参 考 文 献

- ラジャン, R. [2018] 「銀行規制の行方：議論の現状と当面の課題」『IMES DISCUSSION PAPER SERIES』日本銀行金融研究所, No.2018-J-13
- 若園智明 [2014] 「いわゆるボルカー・ルールに関する一考察」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第88号, 83-96頁
- 若園智明 [2015] 「ボルカー・ルールの本質と評価」『米国の金融規制変革』第5章, 日本経済評論社
- 若園智明 [2016] 「米国証券規制の経済的評価：現状と検証」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第96号, 1-20頁
- 若園智明 [2018a] 「アメリカ共和党の金融規制政策」『変貌する金融と証券業』第5章, 日本証券経済研究所
- 若園智明 [2018b] 「トランプ時代の米国金融規制—マクロプルーデンスを巡る議論—」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第103号, 1-20頁
- Adrian, T., Fleming, M., Shachar and Vogt, E. [2017], "Market liquidity after the financial crisis," *Federal Bank of New York Staff Reports*, No.796.
- Anderson, M. and Stulz, R. [2017], "Is post-crisis bond liquidity lower?," *NBER Working Paper*, No.23317.
- Avci, S.B., Schipani, C.A. and Seyhun, H.N. [2018], "Eliminating Conflicts of Interest in Banks: The Significance of the Volcker Rule," *Yale Journal on Regulation*, Vol.35, No. 2, pp.343-381.
- Bao, J., O' Hara, M. and Zho, 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.
- Bessembinder, H., Jacobson, S., Maxwell, W. and Venkataraman, K. [2018], "Capital Commitment and Illiquidity in Corporate Bonds," *Journal of Finance*, Vol.73, Issue 4, pp.1615-1661.
- Chatterjee, R. Rex [2011] "Dictionaries Fail: the Volcker Rule's Reliance on Definitions Renders it Ineffective and a New Solution is Needed to Adequately Regulate Proprietary Trading," *BYU International Law and Management Review*, Vol. 8, Issue 1, pp.33-62.
- Choi, J. and Huh, Y. [2017], "Customer Liquidity Provision: Implications for Corporate Bond Transaction Cost," *Finance and Economics Discussion Series*, Board of Governors of the Federal Reserve System, No.2017-116.
- Chow, Julian and Jay Surti [2011] "Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It?," *IMF Working Paper*, October.
- Dick-Nielsen, J. and Rossi, M. [2016], "The Cost of Immediacy for Corporate Bonds," *Copenhagen Business School Working Paper*.
- Duchin, R., and Sosyura, D. [2014], "Safer ratios, riskier portfolios: Banks' response to government aid," *Journal of Financial Economics*, Vol.113, No. 1, pp 1-28.
- Duffie, D. [2012] "Market Making Under the Proposed Volcker Rule," *Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper*, No.106.
- FSOC [2011] *Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds*, January.
- IOSCO [2017], *Examination of Liquidity of the Secondary Corporate Bond Markets, Final Report*, February.
- Keppo, J., and Korte, J. [2018], "Risk Targeting and Policy Illusions—Evidence from the Announcement of the Volcker Rule," *Management Science*, Vol.64, No. 1, pp.215-234.
- Loon, Y.C. and Zhong, Z.K. [2014], "The impact of central clearing on counterparty risk, liquidity, and trading: Evidence from the credit default

- swap market,” *Journal of Financial Economics*, Vol.112, pp.91-115.
- Manasfi, J. [2013],” Systemic Risk and Dodd-Frank’s Volcker Rule,” *William & Mary Business Law Review*, Vol. 4, Issue 3, pp.181-212.
- Merkley, J. and Levin, C. [2011],” The Dodd-Frank Act Restrictions on Proprietary Trading and Conflicts of Interest: New Tools to Address Evolving Threats,” *Harvard Journal of Legislation*, Vol.48, No. 2, pp.515-553.
- Richardson, M. et al. [2010] *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Acharya et al. edit, Chapter 7, John Wiley & Sons, Inc.
- SEC [2017], *Access to Capital and Market Liquidity*, August.
- Shultz, P. [2017],” Inventory Management by Corporate Bond Dealers,” University of Notre Dame Working Paper.
- Thakor, A. [2012] *The Economic Consequences of the Volcker Rule*, Center for Capital Markets Competitiveness.
- Trebbi, F. and Xia, K. [2015],” Regulation and Market Liquidity,” *NBER Working Paper Series*, No.21739.
- Whitehead, C. [2011]” The Volcker Rule and Evolving Financial Markets,” *Harvard Business Law Review*, Vol.1, Issue 1, pp.39-73.

(当研究所主任研究員)