

# いわゆるボルカー・ルールに関する一考察

若園智明

## 要 旨

本稿では、2010年7月に成立したドッド・フランク法の Sec.619（いわゆるボルカー・ルール）について、その成立過程と要点を概観し、公的な調査や学術先行研究を引用して問題点の整理を行なう。その結果、ボルカー・ルールに関する複数の疑問を提示する。

当該ルールの本質を外部不経済への対処と捉えるならば、立法を通じて大手金融会社の業行為を是正する試みは正統であろう。その規制的な選択肢としては、①資本や流動性の追加的要求による内部化と、②該当する行為自体を禁止ないし制約する、が考えられる。さらに英国で提唱された、いわゆる Bank Ring-fencing を米国に適用するのであれば、③ Glass-Steagall Act (Banking Act of 1933) の再検討も選択肢に含まれよう。しかしながら、連邦議会における Sec. 619の審議は、2010年1月の Obama 大統領による要請を踏まえて行なわれている。つまりは、ボルカー・ルールに代替する規制は公式に検討されてはいない。当該ルールが外部不経済への対処として最適な選択であったのかとの疑問が生じる。

この他、ボルカー・ルールの基礎となった Merkley-Levin Amendment に関して、規制対象とされた業務とシステミック・リスクとの関係が証明されているとは言えない。さらにルールの適用において、業務における禁止と許容の区分けは容易ではなく、監督機関の直接的な監視手法も不明である。また、相当の業務が shadow banking 部門により代替されることが予想され、その結果、当該ルールは形骸化し、社会的なコストを課すだけとなる恐れがある。

## 目 次

- |                           |                            |
|---------------------------|----------------------------|
| I. はじめに                   | 2. ドッド・フランク法 Sec.619の構造と内容 |
| II. ドッド・フランク法が定めるボルカー・ルール | 3. Sec.619の評価軸             |
| 1. ボルカー・ルールの成立過程          |                            |

Ⅲ. 先行研究を用いた評価の補填

1. ボルカー・ルールの問題意識
2. ルール適用の困難性

3. 市場機能への影響

Ⅳ. まとめ

## I. はじめに

2010年7月に成立した the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (ドッド・フランク法) は、米国金融規制の包括的な改革を意図した法律である。米国資本市場を対象とする研究にとって、同法がもたらす制度改正やその影響は欠くことができない分析要因であると言えよう。ドッド・フランク法の成立過程や全体像は若園 [2013b] や若園 [2013c] などで検討している、本稿と合わせて参照願いたい。同法に基づいて各連邦監督機関が作成する規則数は膨大であるが、その中でも本稿が考察する同法の Sec.619が記すいわゆる Volcker Rule (ボルカー・ルール) は、細則化にあたり、その審議過程が最も注目された1つであろう。次節以降で説明するように、ボルカー・ルールは銀行事業体 (banking entity) および別途指定されたノンバンク金融会社の自己勘定取引 (proprietary trading) やヘッジ・ファンド等との関係を新たな規制の対象に加えている。

自己勘定を用いたトレーディング業務やプリンシパル・インベストメント業務は、金融市場の技術革新を背景に、特に投資銀行においてビジネスモデルの中核に位置づけられてきた (例えば Skeel [2010])。また小林 [2014] によれば、このような業務は80年代末ごろから大手商業銀行による投資銀行の買収が進むにつれて大手金融機関の主要な収益源へと変貌していっ

た。預金保険の対象となる商業銀行が本体で危険度の高い業務を行なうことは現行法でも禁じられているが、CRS [2010]が指摘するように、1999年の Financial Services Modernization Act (Gramm-Leach-Bliley Act)により解禁された金融持株会社を通じて自己勘定取引が容易となったことも、当該業務が普及した要因に加えることができる。金融危機を公的に調査した FCIC [2011]においても、自己勘定取引を用いた業務は、商業銀行を中心とする金融コングロマリットにとって、危機が発生するまでは成長性をともなった収益源に位置づけられていたと認められている。

本研究はボルカー・ルールの総合的な評価を目的としている。しかしながら紙幅の都合により、本稿ではボルカー・ルールの成立およびその法文の整理と、ドッド・フランク法段階での評価までを対象とする。FRB等の連邦監督機関が作成する規則およびその評価は別稿で行なう。本稿の構成は、第2節において第111回連邦議会における法案の審議と成立までの過程、およびの成立したボルカー・ルールの概要を概観する。続く第3節において、関連する先行研究を分類することで、その問題点の整理を試みる。

## II. ドッド・フランク法が定める ボルカー・ルール

### 1. ボルカー・ルールの成立過程

第111回連邦議会（2009年1月から2011年1月）で行なわれたボルカー・ルールに該当する法案の審議は、2010年1月に Barack Obama 大統領が当該ルールの検討を連邦議会へ要請した以降に始まったと言えよう。前年12月に下院を通過した改革法案である Wall Street Reform and Consumer Protection Act (H.R. 4173) には、下記のボルカー・ルールの内容を明示する法文は含まれてはいない<sup>1)</sup>。

この大統領による要請は、2010年1月21日の President's Economic Recovery Advisory Board のメンバーとの会合後に行なわれた<sup>2)</sup>。当日の大統領声明文を読むと、Obama 政権は、預金保険などの公的なセイフティ・ネットの恩恵（安価な資本調達など）を受けている商業銀行が、組織内部に抱えたヘッジ・ファンドやプライベートエクイティ・ファンドのような機能を通じて巨額で危険な賭け事 (huge, risky bets) を行なっていることを問題視している。Obama 大統領はこのような商業銀行の行為に対して規制の抜け穴があることを指摘し、大統領自らがボルカー・ルールと呼称する改革法の追加検討を連邦議会に対して要請した。具体的な内容として、商業銀行が自己利益のみのために①ヘッジ・ファンドやプライベートエクイティ・ファンドの所有と投資、スポンサーとなることや、②自己勘定取引業務を許容しないことが指定されている。これらは後述するドッド・フランク法の Sec.619および Sec.619に基

づいて FRB 等の連邦監督機関が作成した新規規則として成立している（2013年12月）。

大統領声明文では、ボルカー・ルールを提示した背景として、Too Big To Fail（大きすぎて潰せない）な金融会社の失敗が米国納税者の負担となり、これら金融会社と米国納税者の間の利益相反関係への懸念があることが挙げられているが、これらはドッド・フランク法全体の問題意識とも共通である。しかしながら、連邦議会におけるドッド・フランク法の審議に先立ち、2009年6月に公開された Obama 政権の包括的金融規制改革の原案（米財務省ホワイト・ペーパー）では、ボルカー・ルールに該当する提言にはほとんど触れられていない<sup>3)</sup>。また、投資銀行を含めた銀行と傘下のヘッジ・ファンドやプライベートエクイティ・ファンドとの関係が不明瞭である問題は指摘されていたが、これらヘッジ・ファンド等が直接に金融危機を引き起こしたとはみなされていなかったこともあり、Obama 大統領によるボルカー・ルールの要請は唐突感を持って受け止められた。

Obama 大統領が連邦議会に要請した追加法案は、第111回連邦議会の上院で審議された Restoring American Financial Stability Act (S.3217) の Sec.619に盛り込まれた<sup>4)</sup>。しかしながら2010年5月20日に上院委員会を通過した時点で、S.3217の Sec.619は上記の大統領が求める内容を含んでいるものの、後述するドッド・フランク法の Sec.619と比較して緩やかな記述に留まっており、詳細な部分は後日 FRB 等によって作成される規則に依存している。つまりは上院案（S.3217）が商業銀行等の自己勘定取引やヘッジ・ファンド等との関係に求めた制約では、金融業界へのコンサルティング等を踏まえて、より実務的な面を考慮したアプロー

図表1 BHC Act に追加された Sec.13

|   |
|---|
| (a) 総則                                  |
| (b) 調査および規則作成                           |
| (c) 施行期日                                |
| (d) 容認される業務                             |
| (e) 脱法行為の監督 (Anti-Evasion)              |
| (f) ヘッジ・ファンドならびにプライベートエクイティ・ファンドとの関係の制限 |
| (g) 解釈準則 (Rules of Construction)        |
| (h) 定義                                  |

チが可能であったと言えよう。

Wilson [2011]によれば、最終的なドッド・フランク法の Sec.619は、上院と下院が法案の一本化をはかった両院協議会において、上院審議で提案されていた Merkley-Levin Amendment (S.3217の修正条項)を基本として書き換えられた<sup>5)</sup>。当該修正条項に関する上院および両院協議会での審議過程については Merkley & Levin [2011]が詳しい。また、下院および上院で審議された法案における自己勘定取引の扱いについては、CRS [2010]を参照願いたい。

## 2. ドッド・フランク法 Sec.619の構造と内容

ドッド・フランク法の Sec.619は、Bank Holding Company Act (BHC Act) に新たな Sec.13を追加するとともに、5つの連邦監督機関 (FRB, FDIC, OCC, SEC, CFTC) に対して共同で規則の作成を求めている。これらFRB等の連邦監督機関は、2011年10月のプロポーゼド・ルールの提示を経て、2013年12月にファイナル・ルールを公開している。この新規規則の検討は別稿とするが、比較するために本節では Sec.619の重要項目の要点を確認したい。まず、Sec.619が記述する BHC Act の Sec.13の

項目を図表1で挙げた。この BHC Act に追加された主要な項目について、以下で内容を整理する。

### (1) (a)総則

Sec.619が加える BHC Act の Sec.13が総則で記すのは、第1に、銀行事業体に課する業行為の禁止 (禁止事項の設定) である。銀行事業体は、原則として自己勘定取引が禁止され、ヘッジ・ファンドやプライベートエクイティ・ファンドの株式 (equity) やパートナーシップなどを所有する行為や、これらファンドのスポンサーとなる行為も禁止対象とされた。第2に、FRBによって監督されるノンバンク金融会社 (nonbank financial company) に対しては、上記で銀行事業体に対しては禁止とされた業行為を営む場合に、別途連邦監督機関によって定められる規則により、追加的な資本が要求され、同行為に制限が設けられる<sup>6)</sup>。

この総則から明らかなように、ドッド・フランク法が定めるボルカー・ルールの大枠は極めて単純であり、米国の金融システムへの影響度が大きな金融機関や金融会社に対して、一部業務の禁止や制約を課す法文自体は明確でもある。しかしながら、第111回連邦議会の上院および両院協議会における審議の議事録を読む限

図表2 銀行事業体によるヘッジ・ファンド等の組成や募集を容認する条件

- |   |
|---|
| <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 信義誠実 (bona fide) な管理, 受託者としての業務, 投資アドバイスを提供する</li> <li>2. 上記をとらない, 銀行事業体の顧客に対して当該ファンドが組成・募集される</li> <li>3. 些細な投資 (De Minimis Investment) を除いて, 当該ファンドの株式持分, パートナーシップ持分やその他所有持分を獲得・保持しない</li> <li>4. Sec.619 (BHC Act の Sec.3(f)(1)・(2)) が定める制約に従う (本文(f)ヘッジ・ファンドおよびプライベートエクイティ・ファンドとの関係の制限)</li> <li>5. 直接あるいは間接に, 当該ヘッジ・ファンド等, もしくは当該ヘッジ・ファンド等が投資をするファンドの負債やパフォーマンスに対して, 直接的・間接的に保証, (負債の) 引受け, その他保険を行なわない</li> <li>6. 当該ファンド等と法人組織, マーケティング, プロモーションや名称 (もしくはそのバリエーション) を共有しない</li> <li>7. 当該ヘッジ・ファンド等に直接投資アドバイス等を提供する者を除き, 銀行事業体の取締役や従業員は当該ヘッジ・ファンド等の株式持分等を取得・保持しない</li> <li>8. 当該ファンドの見込まれる (prospective) 投資家や現投資家に対して, 文書により, 銀行事業ではなく投資家のみが被る損失を開示する (その他, FRB 等の連邦監督機関の追加的規則に従う)</li> </ol> |
|---|

りにおいて, 同項が及ぼす影響についての十分な議論は見あたらない。Sec.619がFSOCに要求した調査・分析 (「(b)調査および規則作成」) (下記FSOC [2011]を参照) を見ると, ボルカー・ルールの実務への適用は容易ではないことが懸念されている。これはこの総則が, 実際の業務における影響分析を欠いたままで, 特定の業行為の禁止や抑制を明記していることが理由の1つである。適用の柔軟さの観点から述べても, 上述した上院案の法文の方が優れていると言えよう。さらに, 次に述べる「(d)容認される業務」にも, 総則と同様な問題が見られる。

## (2) (d)容認される業務

「(a)総則」が銀行事業体やノンバンク金融会社に対して禁止・制約する上記の業務には, 別途「(d)容認される業務」(除外規定)が設けられている<sup>7)</sup>。

自己勘定取引に関してSec.619が規定する許容される業務は, ①取引の対象となる証券と②取引の性質の2つの条件で分けられている。第1に自己勘定で取引が許容される証券は, ①米国(合衆国)の債務(米国债), ②ジニー・メ

イおよびGovernment Sponsored Enterprises (GSEs)が発行する証券(エージェンシー債)<sup>8)</sup>, ③州および地方行政機関(political subdivision)の債務, が対象とされた。第2に自己勘定で取引が容認されるための条件として, ①顧客(client, customer)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での引受けやマーケット・メイキング, ②保有するポジションや契約に関連するリスク・ヘッジ, ③顧客(customer)の代理として行なう取引, が挙げられている。

銀行事業体によるヘッジ・ファンド等の組成(organizing)ないし募集(offering)も, 図表2の条件を満たす限りにおいて容認されている<sup>9)</sup>。この中の「些細な投資(De Minimis Investment)」については, 若園[2013c]の図表8などを合わせて参照願いたい。

この他の許容される業務として, ①Small Business Investment Actの定義に従う中小企業投資会社(small business investment company)への投資, ②規制対象の保険会社が発行する証券, ③米国(合衆国)や州の法律によって組織された銀行事業体によって直接的・

間接的にコントロールされていない銀行事業体が国外で行なう取引、④ FRB 等の連邦監督機関が規則によって定める取引、が認められている<sup>10)</sup>。また、BHC Act の Sec.13(g)(2)・(3)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が行なうローンの売却および証券化（別途法律で定める）に対して、ボルカー・ルールが影響を及ぼさないことを明記している。

次項および次節で詳しく述べるが、このような総則が記す禁止・制約に対する除外規定は、ボルカー・ルールを適用する際に混乱を生じさせる原因ともなっている。例えば、許容される業務として記されるマーケット・メイキング等は、実際の業務上は禁止行為と区別するのが困難でもある。この問題は、後述する「(h)定義」が混乱の原因ともなっている。それ以外でも、若園 [2014] が問題視するように、ドッド・フランク法は GSEs への直接的な規制の明記を回避しているが、ボルカー・ルールにおいても GSEs が発行する証券の取扱いを無条件で容認される業務に含めている。一方で、FRB 等の連邦監督機関が作成した規則では回避されているものの、ドッド・フランク法の段階では米国以外の国債等が除外規定には含まれてはいないことは、例えば米系商業銀行による日本国債などの取引に多大な影響が及ぶことが懸念されていた。

(3) (f)ヘッジ・ファンド等との関係の制限  
銀行事業体とヘッジ・ファンドおよびプライベートエクイティ・ファンドとの関係については、(f)項によっても定められている。(これらファンドは、FRB 等の連邦監督機関が作成する規則では covered fund と呼称されている。)

直接的ないし間接的に、ヘッジ・ファンド等に対して投資運用や投資アドバイスを提供し、スポンサーを務める、もしくは、(当該銀行事業体の)顧客に対してヘッジ・ファンド等の組成や募集を行なう銀行事業体および関係会社は、当該ファンド、ないしは当該ファンドによってコントロールされる他のヘッジ・ファンド等との間で、Federal Reserve Act の Sec. 23A が定義する「カバー取引」(covered transaction)が禁止される。また、上記の銀行事業体および関連会社は、同法 Sec.23B の適用対象となる<sup>11)</sup>。一方で所定の条件を満たす場合、FRB は銀行事業体がプライム・ブローカレッジ業務を提供することを容認できる<sup>12)</sup>。

また FRB の監督対象となるノンバンク金融会社に対しても、銀行事業体に関する同様な内容について、FRB 等の連邦監督機関が追加的資本要求や他の制約に関する規則を作成する。

#### (4) (h)定義

Sec.619は、本文で用いられる7つの用語に定義を与えている<sup>13)</sup>。後述する FRB 等の連邦監督機関がボルカー・ルールの規則化を検討する際に障害となったのは、銀行事業体等の実際の業務と照らし合わせて、制限や制約の対象となる業務の範囲を特定・区別する困難さである。その一因は、Sec.619の定義にも求めることができる。特に、「自己勘定取引」と「トレーディング勘定 (trading account)」に関しては、連邦監督機関が公開した最終規則によってもこの問題が解消されているとは言い難い。

Sec.619によれば、銀行事業体や FRB の監督対象となるノンバンク金融機関にとっての自己勘定取引とは、銀行事業体等が取引の主体 (principal) となり、そのトレーディング勘定

を通じて売買や取得 (acquire), 処分 (dispose) に関与することと定義されている。また当該行為は, 証券 (security) やデリバティブ, 商品先物, オプション, その他 FRB 等の連邦監督機関が規則によって定める証券や金融商品などが対象となる。

自己勘定取引の定義で用いられるトレーディング勘定とは, 自己勘定取引が対象とする証券や金融商品を原則として短期的に売却する目的で取得, あるいはポジションを形成する勘定であり, また FRB 等の連邦監督機関が規則によって定める勘定も含まれる。

この他の用語について注意を要するのは, ヘッジ・ファンドならびにプライベートエクイティ・ファンドの定義であろう。これらは従来から一般的な用語として使用されていた。Sec. 619 は公式に, Investment Company Act of 1940 および FRB 等の連邦監督機関が定める規制が定義する発行体 (issuer) をヘッジ・ファンド等とした<sup>14)</sup>。

### 3. Sec.619の評価軸

そもそもボルカー・ルールの概念は, Paul Volcker 元 FRB 議長の持論である。例えば, Obama 政権が発足する直前に, Paul Volcker 等が中心となる Group of Thirty は金融規制改革の提言書を公表している<sup>15)</sup>。この Group of Thirty [2009] を読むと, 巨大でシステム上重要な金融機関 (banking institution) の自己勘定取引には高いリスクと利益相反の懸念があり, より厳格な資本や流動性の要求によって制約すべきとの考えが示されている。また, 金融機関が資本を保有するヘッジ・ファンド等に対しては, これら金融機関による運営やスポンサーとなることを原則的に禁止すべきとの提言

も含まれている。上述したように, 第111回連邦議会上院で審議された S.3217 の Sec.619 はむしろ Group of Thirty [2009] の提言に近く, 両院協議会を通じてドッド・フランク法の Sec. 619 に導入された Merkley-Levin Amendment は行為禁止が基礎であり, これらよりも厳格な内容となっている。

当該修正条項の提案者が執筆する Merkley & Levin [2011] によると, この条項は米国納税者を保護することが目的であり, 自己勘定取引等から生じるリスクや顧客との利益相反を制限する効果が期待されている。ここからは Paul Volcker の問題意識を共有した条項であると言える。その一方で, Merkley & Levin [2011] はその冒頭で, 自己勘定取引が近年の世界的な金融危機やその後のリセッションにとって重大な役割を果たしたと述べており<sup>16)</sup>, Group of Thirty [2009] よりも自己勘定取引等をより危険視している。つまりは, ドッド・フランク法の Sec.619 を評価するにあたり, 金融危機において自己勘定取引等が果たした役割の分析は評価軸の1つとなろう。

Senate Report No.111-176 を通じて, ボルカー・ルールが導入された上院における S. 3217 の審議をみると, 自己勘定取引やヘッジ・ファンド等との関係は, ①公的なセーフティ・ネットを享受する銀行が行っていた, ②顧客の利益ではなく専ら自らの利益のための行為, ③顧客との利益相反, ④金融危機時における損失計上, などが同ルールを求める共通認識であったようである。しかしながら, これらは関係者による議会証言が根拠であり, 連邦議会による経済的な分析が行なわれたわけではない<sup>17)</sup>。この点に対して, いずれも実施はドッド・フランク法の成立後となるが, 同法は Sec.

111で新設した Financial Stability Oversight Council (FSOC) (Sec.619) および Government Accountability Office (GAO) (Sec.989 (b)) に、ボルカー・ルールに関する調査分析を命じている。

FSOC [2011]は、FRB 等の連邦監督機関がボルカー・ルールを規則化する際の手引き書的な存在であり、ドッド・フランク法 Sec.619の詳細な解説と、銀行事業体に要求すべき事項などの提示に留まっている。対して GAO [2011]は、6つの大規模銀行持株会社に関して、自己勘定取引やヘッジ・ファンド等に関連する収益を分析している<sup>18)</sup>。その分析は、2006年6月から2010年12年までの各四半期の収益データ等を用いて行なわれた。

GAO [2011]の分析によると、これら6つの銀行持株会社において、自己勘定取引等から得られた収益は相対的に小さく、金融危機時に同業務からは大きな損失が生じていた。例えば上記期間において、stand-aloneでの自己勘定取引は2007年第4四半期や2008年第4四半期など5四半期で損失が生じており、ヘッジ・ファンド等への投資業務では2008年第4四半期など4四半期で損失を計上している。しかしながら、これら銀行持株会社の収益全体で見た場合、これらの業務から生じた損失は銀行持株会社の安定性を著しく損ねている大きさであるとは言えない。また金融危機時には、むしろ貸付業務や引受け業務 (underwriting) がより大きな損失を計上している。ドッド・フランク法における GSEs 問題を取り上げた若園 [2014]でも指摘しているが、政権や連邦議会による金融危機への対処において、自己勘定による取引を特別に危険視する考えには経済的分析を欠いていると言わざるを得ない。GAO [2011]は、その結論

において、これら自己勘定取引等に関する包括的情報の収集の必要性を指摘しながら、自己勘定取引等が小規模であれば安定的な収益をもたらしていると述べ、また、大規模な金融機関のトレーディングや投資業務を監督するにあたり、連邦監督機関は難問 (challenge) に面していると述べている。

### Ⅲ. 先行研究を用いた評価の補填

いわゆる Too Big To Fail 問題は、個別の金融機関の経営破綻が金融システム不安 (外部不経済) をもたらす可能性への対応である。当該問題への規制対応としては①規制資本の追加的要求と、②破綻要因となることが危惧される業務の直接的な規制が考えられる。ドッド・フランク法の Sec.619が示すボルカー・ルールは、銀行事業体や指定されたノンバンク金融会社の自己勘定取引やヘッジ・ファンド等との関係を原則的に禁止ないしは抑制することにより、この外部不経済への対処を試みていると言えよう。

Richardson [2012]などが指摘するように、新たな資本要求による対応は、通常時に過剰資本を保有することで資本の効率性が低下する問題があり、また Duffie [2012]が述べるように、資本や流動性の要求による対応が機能するためには、当該業務に対する適切な監督やモニタリングを備えなければならない。その一方で、特定の業行為を規制により禁止・抑制する場合には、適用される金融機関の収益性の他にも市場機能に及ぼす影響など、特に規制を導入する以前には、慎重な分析が求められる (いわゆるコスト・ベネフィット分析)。

前節で述べたように、第111回連邦議会にお



いて十分な影響分析が行なわれたとは言い難い。本節では、ボルカー・ルールに関連する先行研究をサーベイすることにより当該ルールの評価の補填を試みるが、GAO [2011]でも問題視されたように、対象とした自己勘定取引やヘッジ・ファンド等との関係に関して、当該分野のデータを収集することは容易ではない。そのため、実証的な分析を試みた先行研究は少なく、ドッド・フランク法の Sec.619を受けてFRB等の連邦監督機関が公開したプロポーゼド・ルール(2011年11月)やファイナル・ルール(2013年12月)についての解釈を行った研究が中心となっている。

### 1. ボルカー・ルールの問題意識

上述した GAO [2011] の報告を見ると、Merkley-Levin Amendment の経済的な根拠 (Merkley & Levin [2011]) には疑問が生じる。当該修正条項が導入されたのは、連邦議会における審議で、銀行等の自己勘定取引やヘッジ・ファンド等との関係が米国の金融システムにとって脅威であると判断されたためと推測される<sup>19)</sup>。しかしながら、Paul Volcker 自身も商業銀行が自己利益のために投機的活動を行なうことを問題視するものの、Merkley & Levin [2011] のように金融危機の中心に自己勘定取引があったとは考えてはいない<sup>20)</sup>。また、Whitehead [2011] でも引用されているが、当時の財務長官であった Timothy Geithner も金融機関の損失の主な要因として不動産に関連した貸付を挙げ、自己勘定取引を主因とする説を否定している<sup>21)</sup>。むしろ Geithner は、新たな規制によって自己勘定取引などの業務を禁止するよりも、追加的な資本要求などで過剰な行為を抑制すべきと考えており、当時の National

Economic Council の委員長であった Lawrence Summers も同様の考えであった<sup>22)</sup>。ルールの検討を連邦議会に求めた Obama 政権側においても、ボルカー・ルールに関して意見の違いがあったことは興味深い。

金融危機時における銀行の行為を分析した先行研究には、例えば Richardson et al. [2010] のように、GSEs を含めた大規模な金融機関の主な損失原因は、保有する mortgage backed securities (MBS) などから生じていたことを指摘する文献は多い。しかしながら、この MBS は subprime loan を証券化した private label が多く、確かにリスク管理に不備は認められるものの、ボルカー・ルールが対象とする短期的な売買が主な保有目的ではなく、通常は満期までの持ちきりが多かったようである<sup>23)</sup>。また、Barth & McCarthy [2012] と Barth & McCarthy [2013] は金融機関を含めた法人の自己勘定取引を分析対象とし、歴史的に見て自己勘定取引により大きな損失を出しているのは、銀行以外の法人が多かったことを指摘している。わが国でも、例えば1996年の住友商事や1993年の昭和シェル石油、1994年の鹿島石油などが挙げられている。図表3は、近年の金融機関で生じた主な自己勘定取引(トレーディング業務)からの損失ケースをまとめているが、Morgan Stanleyなどで損失が経営の安定性を損ねる可能性は認められるものの、当該業務からの損失は同業態の固有かつ経営を揺るがすような問題であったとは言えない。

金融危機時に銀行の自己勘定取引がもたらすリスクが増大していたとの報告もあるが<sup>24)</sup>、Merkley & Levin [2011] が主張する危機と自己勘定取引の関係を明確に証明した先行研究は見あたらない。

図表3 近年に金融機関で発生した主なトレーディング損失

|                  | 発成年   | 損失額 (\$mio) 注1) | 対資産比率 | 対自己資本比率 | 対 Tier1比率 |
|------------------|-------|-----------------|-------|---------|-----------|
| Morgan Stanley   | 2007年 | 9,605           | 0.9%  | 28.8%   | 26.2%     |
| Societe Generale | 2008年 | 7,546           | 0.4%  | 12.0%   | 15.4%     |
| JP Morgan Chase  | 2012年 | 7,500           | 0.5%  | 6.1%    | 8.5%      |
| UBS              | 2011年 | 2,300           | 0.1%  | 3.8%    | 5.3%      |
| Deutsche Bank    | 2008年 | 1,879           | 0.1%  | 4.0%    | 3.9%      |

注1) 2011年の為替レート。

〔出所〕 Barth & McCarthy [2013] table 2。

## 2. ルール適用の困難性

上記の FSOC [2011] は、ドッド・フランク法の Sec.619が禁止する行為と容認する行為を区別することは容易ではなく、ルール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をすることにも限界があることを懸念している。FSOC [2011]はこのような規制の困難性に対して、内部監査などのプログラム化された管理や CEO によるコンプライアンス宣言などを銀行等にリコメンドするが、これらは監督機関が自らによる直接的な規制の運用を回避しているようにも見える。先行研究においても Richardson et al. [2010] や Chatterjee [2011] のように、Sec.619が与えた定義の不明瞭さがボルカー・ルールの適用を困難とするとの指摘は多い。例えば、マーケット・メイキングの機能について言及した Thakor [2012]でも、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、禁止行為との間を区別することは困難であると述べている。Chow & Surti [2011]は、Sec.619が許容するリスク・ヘッジやマーケット・メイキング業務を挙げて、実務上において規制機関がこれらの業務と禁止業務との区別を行なうことが困難であると指摘している<sup>25)</sup>。

## 3. 市場機能への影響

ボルカー・ルールの効果自体を疑問視する先行研究も多い<sup>26)</sup>。Chow & Surti [2011]が指摘するように、明らかに禁止に該当する業務はすでに shadow banking 部門などへスピンオフされている。一方で、ボルカー・ルールが対象とする社債や private-label ABS などの証券に関しては、その市場流動性が低下することを懸念している。同様に Duffie [2012]でも、銀行にとってマーケット・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阻害され、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、銀行のマーケット・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・リスクは増加することも予想する。さらに 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。この他にも、ボルカー・ルールはむしろ銀行の倒産確率を増加させるとの研究報告もある<sup>27)</sup>。

ボルカー・ルールが対象とする業務が shad-

ow banking 部門によって代替されるとの予測は Whitehead [2011] でも同様であるが、Whitehead [2011] はボルカー・ルールが金融市場の変化に対応できない可能性も挙げ、金融市場全体のリスク総量は増加すると予測し、単に銀行等にコストを課すだけの規制であると結論している。さらには Thakor [2012] のように、ボルカー・ルールは市場の流動性や価格発見機能を低下させるだけではなく、投資活動の資本コストを増加させることで、短期的かつ危険度が高い投資を促すことを指摘する研究もある。

#### IV. まとめ

本稿では、ドッド・フランク法 Sec.619の成立過程とその要点を概観するとともに、公的な調査や学術先行研究を引用して問題点の整理を行なった。その結果生じた疑問を以下に記す。

ボルカー・ルールの本質を、大手金融会社が引き起こした外部不経済への対処と捉えるならば、立法を通じて業行為を是正する試みは正統であろう。その規制的な選択肢としては、①資本や流動性の追加的要求による内部化と、②該当する行為自体を禁止ないし制約する、が考えられる。前者には平常時の過剰資本による非効率性の問題が付随する一方で、後者には多様化する金融サービスへの適応性と追随性の問題が生じる。さらに、例えば2011年に英国の Vickers Report で提唱された、いわゆる Bank Ring-Fencing (ユニバーサル・バンクを商業銀行部門と投資銀行部門とに隔離) を米国に適用するのであれば、③ Glass-Steagall Act (Banking Act of 1933) の再検討も選択肢に含まれよう。しかしながら本稿でみたように、第

111回連邦議会における法案の審議は2010年1月の大統領によるルールの概要の提示と議会への審議の要請を踏まえて行なわれている。つまりは、ボルカー・ルールに代替する規制は公式に検討されてはいない。銀行事業体等の業務の多様性を認める寛容さは評価されるものの、ボルカー・ルールが上記の外部不経済への対処として最適な選択であったのかとの第1の疑問が生じる。

第2に、ボルカー・ルールの基礎となった Merkley-Levin Amendment を考えると、セイフティ・ネット下でのモラルハザードの防止とシステムミック・リスクの管理が当該修正条項の基本的な理念となろう。しかしながら、禁止・制約の対象とされた業務とシステムミック・リスクとの関係が証明されているとは言えない。これはボルカー・ルールの基本的な評価を揺るがす。

最後に、ルールの適用に関して。現実の業務への適用には複数の困難が指摘されている。特に、禁止される業務と許容される業務の区分けは容易ではなく、監督機関の直接的な監視手法も不明である。また、相当の業務が規制の対象外である shadow banking 部門により代替されることが予想され、結果としてボルカー・ルールは形骸化し、社会的なコストを課すだけとなる恐れがある。

これらの疑問を評価軸として、別稿では2013年12月に5つの連邦監督機関によって公開された最終規則とその影響についての評価を行ないたい。

#### 注

- 1) 第111回連邦議会におけるドッド・フランク法の審議過程については、若園 [2013b] を参照願いたい。ただしこの下院法案の Sec.1117では、個々の金融持株会社の自己勘定取引について、米国の金融安定等に鑑みて脅

- 威であると判断される場合について、FRBに当該会社の自己勘定取引を禁止させる権限を与えている。
- 2) 当該アドバイザー・ボードは、Federal Advisory Committee Act および Obama 大統領の権限に基づき設立された。米国経済の強化と競争力の促進を目的とし、大統領に対して助言を行なう。議長を含めて大統領が指名したメンバーで構成され、米財務省が運営および資金的助成を行なう。2014年9月時点でメンバーは17名であり、議長である Paul Volcker (元 FRB 議長) の他に、William Donaldson (元 SEC 委員長) や Martin Feldstein (ハーバード大学) など、金融・経済や企業経営の専門家が含まれる。2010年1月21日に Obama 大統領と会合したのは、Paul Volcker と William Donaldson の2名である。当該アドバイザー・ボードは、2009年6月に Obama 政権に対して銀行の自己勘定取引に関する事項を含むドキュメントを提出している。また Paul Volcker は、2010年2月2日に上院銀行・住宅・都市問題委員会 (Senate Committee on Banking, Housing and Urban Affairs) で議会証言 (testimony) を行なっている。
  - 3) 米財務省が2009年6月17日に公表したホワイト・ペーパー「Financial Regulatory Reform a New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation」の概要については、若園 [2013b] の図表8を参照願いたい。ただし、当該ホワイト・ペーパーでは、銀行等の傘下にある proprietary trading unit やヘッジ・ファンドによって引き起こされる潜在的な利益相反に関して、FRB等の銀行監督機関が監督や規制を強化することが提言されている。しかしながら、同年8月に米財務省が議会に提出した金融制度改革法の草案には、ボルカー・ルールに該当する法文は含まれてはいない。
  - 4) 該当する法文は、法律として成立したドッド・フランク法と上院案 (S.3217) とともに同じ条番号であることに注意願いたい。この S.3217は、上院銀行・住宅・都市問題委員会の委員長 (当時) であった Christopher Dodd が提出した法案であり、後に下院法案である上記 H.R.4173と統合され、ドッド・フランク法として成立している。当初の S.3217の Sec.619は、2010年3月4日に米財務省が提出した草稿を基本として作成された。
  - 5) Merkley-Levin Amendment は、2010年3月10日に民主党の Jeff Merkley 上院議員等が委員会に提案した Protect our Recovery through Oversight of Proprietary Trading Act (S.3098) を基本としているが、上院における S.3217の審議では採用が見送られた。最終的に成立したドッド・フランク法の Sec.619において、銀行事業体や FRB の監督対象となる金融会社の業行為を禁止・制約する項目や容認される業務は、基本的に Merkley-Levin Amendment の該当部分が用いられている。ただしドッド・フランク法 Sec.619の「(d)容認される業務」において、(1)(G)の銀行事業体がヘッジ・ファンド等を組成ないし募集を容認する項目や(1)(J)(4)の些細な投資 (De Minimis Investment) の項目は Merkley-Levin Amendment には含まれておらず、両院協議会で新たに追加されている。また、ヘッジ・ファンド等との関係の制限を規定する(f)において、銀行事業体のプライム・ブローカー業務を可能とした(3)項も両院協議会で追加されている。
  - 6) 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については、若園 [2013c] を参照願いたい。
  - 7) ただし、これらの許容される業務に対しても、①銀行事業体と顧客や取引相手との間で重大な利益相反とはならない、②銀行事業体にとってハイリスクな資産や取引とはならない、③銀行事業体の安全や安定にとって脅威とはならない、④米国の金融安定にとって脅威とはならない、などの制約がある。また、主要な連邦銀行監督機関 (FRB, OCC, FDIC) ならびに SEC や CFTC が定める規制に従う。
  - 8) 対象となる GSEs には、Federal Home Loan Mortgage Corporation, Federal Home Loan Bank, Federal Agricultural Mortgage Corporation, Farm Credit System が含まれている。ドッド・フランク法と GSEs に関しては、若園 [2014] を参照願いたい。
  - 9) この組成や募集には、ファンドのゼネラル・パートナーや業務執行社員 (managing partner), 受託者 (trustee) となることも含まれている。また、ファンドの取締役の過半や受託者、運用担当者 (management) を選出することや、そのコントロールなども含まれる。
  - 10) 3つの appropriate federal banking agencies (FRB, OCC, FDIC) および、SEC と CFTC。
  - 11) Federal Reserve Act の Sec.23A は、連邦準備制度などの加盟銀行 (member bank) が関連会社に対して行なう信用の制限を規定している。Sec.23A が定義するカバー取引には、関連会社への貸付、関連会社の発行する証券の購入、関連会社の代理としての保証など7つの取引が列挙されている。また Sec.23B は、関連会社の取引が非関連会社 (市場取引) と同じ条件で行なわれることを義務づけている。
  - 12) この条件とは、①銀行事業体が「(d)容認される業務」の(d)(1)(G) (図表2を参照) を遵守する、②銀行事業体の CEO 等が毎年文書によって同じく(d)(1)(G)(v) (図表2の5) が満たされていることを証明する、③ FRB がこのような取引が銀行事業体の安全で健全な業務等と一致していると判定する。
  - 13) Sec.619が定義を与えているのは、①銀行事業体 (banking entity)、②ヘッジ・ファンド等 (hedge fund, private equity fund)、③ FRB の監督対象となるノンバンク金融会社 (nonbank financial company supervised by the board)、④自己勘定取引 (proprietary trading)、⑤スポンサー (sponsor)、⑥トレーディング勘定 (trading account)、⑦非流動性ファンド (illiquid fund) の7つ。
  - 14) ドッド・フランク法におけるヘッジ・ファンドに関連する規制については、若園 [2011] を参照願いたい。
  - 15) Group of Thirty は1978年に Rockefeller 財団によって設立され、世界的な金融市場の問題分析や提言などを行なっている。そのメンバーは、各国の中央銀行総裁経験者や経済学者などから構成されている。2009年当時の議長は Paul Volcker が務めており、この金融規制改革の提言書は2009年1月15日に公表された (Obama 政権は同年1月21日に発足)。

- 16) Merkley & Levin [2011]は、例えば、自己勘定取引が世界的な金融危機と経済後退にとって重大な役割を果たしているとして述べ、その注において米財務省要人のコメントや報道などの3つのリソースを示しているが、これらのリソースでは、金融危機と銀行等の自己勘定取引についての関係は触れられていない。また、Graph1では2002年から2007年までの6つの大手金融機関のトレーディング勘定の資産残高が増加していることを示しているが、これら金融機関の合併等の影響が考慮されていない。つまりは、Merkley & Levin [2011]では、当該修正条項を正当化する経済的な分析や合理的な説明が提示されているとは言えない。
- 17) Senate Report No.111-176では、Neal Wolin (当時の米財務省 Deputy Secretary) および Paul Volcker (上記注2を参照)の議会証言を引用している。
- 18) この6つの銀行持株会社は、Bank of America Corp., Citigroup Inc., the Goldman Sachs Group, Inc., JP Morgan Chase & Co, Morgan Stanley, Wells Fargo & Company。これら持株会社はいずれもドッド・フランク法が新設した Systemically Important Financial Institutions (SIFIs) に指定されている。SIFIsについては若園 [2013c]を参照ねがいたい。
- 19) 例えば、2010年7月15日の上院における Jeff Merkley 上院議員の発言など (Congressional Record Volume 156, Number 105)。
- 20) 2010年3月30日の Reuter 社の報道「Volcker: Proprietary trading not central to crisis」を参照。
- 21) 2009年9月10日に第111回連邦議会で開催された Congressional Oversight Panel におけるヒアリング (S. Hrg. 111-146)。
- 22) 2010年7月26日の The New Yorker 紙の報道「The Volcker Rule: Obama's economic adviser and his battles over the financial-reform bill」を参照。
- 23) private label MBS の発行等については若園 [2014]を参照されたい。
- 24) 例えば、2013年の第26回 Australasian Finance and Banking Conference で報告された Michael King, Nadia Massound と Kete Song の推計 (Does Bank Trading Activity Deliver Alpha or Just Higher Pay?) によると、特に金融危機時において、銀行のトレーディング業務はリスクを高めており、逆に収益性を低下させていた。
- 25) 例えば、当時の Office of the Comptroller of the Currency (OCC) の Acting Comptroller of the Currency であった John Walsh は、ボルカー・ルールが許容する取引は自己勘定取引と類似しており、規制当局が許容される取引と禁止される取引に明確な線引きすることは不可能であると述べている。2011年6月21日にロンドンで開催された Centre for the Study of Financial Innovation におけるスピーチ。また Walsh は、Group of Thirty のメンバーでもあったが、当該スピーチにおいて、過剰な資本要求や規制が経済成長にとって脅威であるとも述べている。
- 26) 例えば、Jussi Keppo と Josef Korte の推計 (Risk Targeting and Policy Illusions - Evidence from the Volcker Rule) によると、主要銀行の総資産に対する trading book の比率はボルカー・ルールの通過前が10%であったのに対して、その通過後は3%に減少している。その一方で、トレーディング業務のリターンとボラティリティには変化が見られない。さらに許容された自己勘定取引では、そのトレーディングはより投機的となっている傾向が見られる。この推計を掲載したワーキング・ペーパーは、SSRN ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2466477](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2466477)) からダウンロードが可能。
- 27) 例えば、Sohhyun Chung と Jussi Keppo の推計 (The Impact of Volcker Rule on Banking Profits and Default Probabilities) では、ボルカー・ルールは銀行の時価総額 (equity value) を平均で4.1%減少させ、その倒産確率は平均で8.6%上昇させるとの結果が提示されている。この推計を掲載したワーキング・ペーパーは、SSRN ([http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2167773](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2167773)) からダウンロードが可能。

## 引用文献

- 小林襄治 [2014] 「投資銀行とトレーディング業務」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第85号, pp.109-132。
- 若園智明 [2011] 「米国におけるヘッジファンド関連規制: ドッド・フランク法がもたらす変化」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第74号, 23-44頁
- 若園智明 [2013a] 「米国におけるマクロ・ブルーデンス体制の構築」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第83号, 19-35頁
- 若園智明 [2013b] 「米国における規制改革議論と包括的金融改革法の成立」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第84号, 1-17頁
- 若園智明 [2013c] 「米国における包括的金融規制改革法の全体像」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第84号, 19-41頁
- 若園智明 [2014] 「GSEs を通じて考える米国金融規制の問題点」『証券経済研究』日本証券経済研究所, 第87号, 1-21頁
- Barth, J.R., and D. McCarthy [2012] “Trading Losses: A Little Perspective on a Large Problem,” Milken Institute, October.

- Barth, J.R., and D. McCarthy [2013] "What is the Likely Impact of the Volcker Rule on Markets, Businesses, Investors, and Job Creation?," *the Journal of Private Enterprise*, Vol.28, No.2, pp.63-74.
- 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, Issue1, pp.33-62.
- Chow, Julian and Jay Surti [2011] "Making Banks Safer: Can Volcker and Vickers Do It?," *IMF Working Paper*, WP/11/236, October.
- CRS [2010] "The "Volcker Rule": Proposals to Limit "Speculative" Proprietary Trading by Banks," June 22.
- Duffie Darrell [2012] "Market Making Under the Proposed Volcker Rule," Rock Center for Corporate Governance, *Stanford University Working Paper Series*, No.106.
- FCIC [2011] "The Financial Crisis Inquiry Report," Public Affairs New York.
- FSOC [2011] "Study & Recommendations on Prohibitions on Proprietary Trading & Certain Relationships with Hedge Funds & Private Equity Funds," January.
- Group of Thirty [2009] "Financial Reform: A Framework for Financial Stability". January 15.
- GAO [2011] "Proprietary Trading, Regulators Will Need More Comprehensive Information to Fully Monitor Compliance with New Restrictions When Implemented," July, GAO-11-529.
- Merkley, J. and Carl Levin [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, Matthew et al. [2010] *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance*, Acharya Et al. ed, Chapter7, John Wiley and Sons, Inc.
- Richardson, Matthew [2012] "Why the Volcker Rule is a Useful Tool for Managing Systemic Risk," Comments on Proposed Rule: Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests in, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds, U.S. Securities and Exchange Commission, Feb 13 2012, [www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-316.pdf](http://www.sec.gov/comments/s7-41-11/s74111-316.pdf).
- Skeel, David [2010] *New Financial Deal*, Wiley and Sons, Inc.
- Thakor, Anjan [2012] "The Economic Consequences of the Volcker Rule," Center for Capital Markets Competitiveness.
- Whitehead, Charles [2011] "The Volcker Rule and Evolving Financial Markets," *Harvard Business Law Review*, Vol.1, Issue 1, pp.39-73.
- Wilson, Gregory [2011] *Managing to the New Regulatory Reality*, John Wiley and Sons, Inc.

(当研究所主任研究員)