

ボルカー・ルールの最終規則化における本質変化

若 園 智 明

I. はじめに

ク金融会社の自己勘定取引や、これら金融機関や金融会社とヘッジ・ファンド等との関係を新たな規制対象とすることを目的としている。

米国で二〇一〇年七月に成立したドッド・フランク法は、国内金融規制の包括的な改革を意図した法律である。ドッド・フランク法に基づいて作成される規則数は膨大であるが、その中でも同法の Sec619が記すいわゆるボルカー・ルールは、細則化の過程が最も注目された規則の一つである。このボルカー・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

本稿はボルカー・ルールを、①ドッド・フランク法の Sec619と、②同法の定めに基づきFRB等の五つの連邦監督機関が作成したファイナル・ルールの二つの段階で整理し、その要点をまとめるとともに、これらの評価を行なう。本稿は複数の拙稿の簡約であるため、内容の詳細な部分は若園「二〇一四」などを参照願いたい。

下記で述べるように、ドッド・フランク法段階

でのボルカー・ルールは、銀行事業体等の行為の禁止・抑制を基本としながら、許容される業務を指定することを本質とする。その一方で二〇一三年一二月に発布されたファイナル・ルールは、ドッド・フランク法の法文に基づくものの、その重心は銀行事業体のガバナンス体制の整備であり、いわばガバナンス・ルールへと軸足を移している。

II. ボルカー・ルールの

成立過程と基本構造

II-1. ボルカー・ルールの成立過程

ドッド・フランク法を審議した第一一回連邦議会において、ボルカー・ルールに該当する法案の審議は、バラク・オバマ大統領が二〇一〇年一月に連邦議会へ法案の検討を要請した後に始まっ

たとと言える。前年の一二月に下院議会が通過させた金融規制の改革法案(H.R.173)でも、金融持株会社の自己勘定取引に言及する規定は含まれていた。しかしながらその内容は、米国の金融安定にとって脅威と判断される場合に、個別の金融持株会社の自己勘定取引を禁止する権限をFRBに与えるものであり、ボルカー・ルールのような行為を直接的に禁止・抑制するものではない。

大統領がこのような要請を行なった背景には、預金保険などの恩恵を受けている商業銀行が、その組織内にヘッジ・ファンドのような機能を抱えて巨額で危険な投機を行なっていることへの批判があった。オバマ大統領は、商業銀行のこのような行為に対して規制の抜け穴があることを指摘し、商業銀行が自己利益のみのために①ヘッジ・ファンドなどの所有・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を含

んだ、自らがボルカー・ルールと呼ぶ新たな法案の検討を連邦議会に求めた。

確かにドッド・フランク法の問題意識の一つは、Too Big To Fail（大きすぎて潰せない）な金融会社の失敗が米国税務者の負担となり、これら金融会社と米国税務者にみられる利益相反の關係への懸念にあり、このようなオバマ政権の懸念は同法とも相反はしない。しかしながら、二〇〇九年六月に政権が公開した包括的な金融規制改革案（米財務省ホワイト・ペーパー）では、ボルカー・ルールに該当するような提言がほとんど含まれてはいなかったこともあり、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。

オバマ大統領の要請は、上院議会に提出された法案（S3217）に盛り込まれた。しかしながら二〇一〇年五月二〇日に上院委員会を通過した時点

で、この上院案は大統領が求める内容を含んでいないものの、後述するドッド・フランク法のSec.619と比較して記述は緩やかであり、詳細な部分はFRB等が作成する規則に依存する内容であった。

最終的に成立したドッド・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ものの採用が見送られたマークリー・レビン修正案を基本として書き換えられた条項である。

II-2. ドッド・フランク法Sec.619の基本構造

ドッド・フランク法のSec.619とは、既存の銀行持株会社法に新たに追加するSec.13を規定する法文である。図表1で、Sec.13の主要な項目を挙げた。以下で、この追加された項目について内容

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) 許容される業務
- (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

を整理する。

(1) (a) 総則

総則で記すのは、第一に、銀行事業体に課す行為の禁止（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、また、ヘッジ・ファンド等の株式 (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ている。第二に、FRBによって監督されるノンバンク金融会社に対しては、上記で銀行事業体に対して禁止とされた行為を営む場合に、別途連邦監督機関によって定められる規則によって追加的な資本が要求され、同行為に制限が設けられる。

このように、ドッド・フランク法段階でのボルカー・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、この総則は実際の業務における影響分析等を踏まえずに作成されており、また連邦議会における審議でも同項が及ぼす影響についての議論は十分に行なわれてはいない。このため、ドッド・フランク法の成立後に公表された公的な調査報告や学術的な先行研究では、同法の Sec.619の内容をそのまま実務へ適用することは容易ではないことや、適用時に事前に想定されていない影響が資本市場で発生することが懸念されていた。

(2) (d) 許容される業務

「(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) 許容される業務 (除外規定)」が設けられている。⁽¹⁾

原則として禁止・制約の対象となる自己勘定取引に関して Sec.619は許容される業務を規定しているが、この規定は①取引が許容される証券と②取引の性質の二つの条件で分類することが出来る。第一に自己勘定での取引に許容される証券は、①米国 (合衆国) の債務 (米国債)、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)、③州および地方行政機関 (political subdivision) の債務、が対象とされた。第二に自己勘定で取引が許容されるための条件として、①顧客や取引相手からの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顧客の代理として行なう取引、が挙げられている。また、銀行事業体によるヘッジ・ファンド等の組成ないし募集も、

条件を満たす限りにおいて許容されている。

この他にも複数の業務が許容されており、例えば、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・ルールは影響を及ぼさない。

これらの除外規定に対しては、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、実際の業務において禁止行為と区別して取り扱うことが容易ではないなどの問題が指摘されている。これは前述した実務への適用上の問題ではあるが、その原因の一つとして、後述する「(h)定義」が不明確であることも挙げられる。

(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・ファンドとの関係の制限は、

(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カバード・ファンドと呼称されている。)

主な内容として、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、連邦準備法の *Securities* が定義する「カバー取引」が禁止されることなどが規定されている。その一方で、所定の条件を満たす場合には、FRBは銀行事業体がプライム・ブローカーレッジ業務を提供することを容認することができる。またFRBの監督対象となるノンバンク金融会社に対しては、銀行事業体と同様な内容について

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

Sec619は、本文で用いられる七つの用語に定義を与えているが、FRB等の連邦監督機関がボルカー・ルールの細則化を検討する際に障害となつたのは、銀行事業体等の実際の業務と照らし合わせて、禁止や制約の対象となる業務の範囲を特定・区別することが困難である点である。その一因は、Sec619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」に関しては、二〇一三年一二月に連邦監督機関が発表したファイナル・ルールにおいても定義は明確にされず、この問題が解消されているとは言い難い。

Sec619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つての自己勘定取引とは、銀行事業体等が取引の主体となり、そのトレーディング勘定を通じて売買や取得、処分に関与することと定義されている。また当該行為は、証券やデリバティブ、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される。

また、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。

II-c. Sec619の評価

そもそもボルカー・ルールの概念自体は、ポール・ボルカー元FRB議長の見解である。例えば

ば、ボルカー元議長が中心となるグループ・オブ・サテーター（G30）が公表した金融規制改革の提言書では、巨大でシステム上重要な金融機関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記されている。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。

連邦議会の両院協議会でドッド・フランク法のSec619に導入されたマークリー・レビン修正条項を提案した連邦議会議員は、学術雑誌への寄稿で、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、G30よりも自己勘定取引等を危険視している。ボルカー元議長の原案との違いは主に銀行事業体の自己勘定取引の取扱いにあり、

資本や流動性などによる抑制を考えたボルカー元議長に対して、マークリー・レビン修正条項は原則的な禁止をうたっている。このような違いは、金融危機において自己勘定取引等が果たした役割に対する認識から生じているように見える。⁽²⁾ 果たして、銀行事業体の自己勘定取引は金融機関の要因となっていたであろうか？この点に関して、実施はドッド・フランク法の成立後ではあるが、同法のSec936aが政府説明責任局（GAO）に命じた調査分析の結果を援用してみよう。

この調査分析の報告書であるGAO「二〇一―」は、六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。その分析は、二〇〇六年六月から二〇一〇年一二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「二〇一―」の分析によると、これら六

つの銀行持株会社において、平常時に自己勘定取引等から得られていた収益は相対的に小さいものの、金融危機時に同業務からは大きな損失が生じている。分析対象の期間において、例えば *stand-alone* の自己勘定取引は二〇〇七年第四四半期や二〇〇八年第四四半期など五つの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二〇〇八年第四四半期など四つの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から見た場合、このような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た大きさであるとは言えないと指摘されている。また金融危機時には、むしろ貸付業務や引受け業務がより大きな損失を計上していたとの結論は、重要であろう。

ここから判断するに、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「二〇一一」は、その結論において、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に面しているとも述べている。

Ⅲ. ファイナル・ルールの本質

ドッド・フランク法のSec619自体は、すでに規定に従って二〇一二年七月から施行されている。一方でSec619は、五つの連邦監督機関（FRB、FDIC、OCC、SEC、CFTC）に對してSec619に基づいた新規則の作成を命じている。この命に従い、五つの連邦監督機関は二〇一一年末から二〇一二年初めにかけてプロポー

ド・ルールを提示し広くコメントを求めた後、二〇一三年一二月にファイナル・ルールを發布している。

本節では銀行事業体の自己勘定取引（ファイナル・ルールの Subpart B）に焦点を絞って、その内容を検討する^③。さらにプロポーズド・ルールと比較しながら、ファイナル・ルールで銀行事業体の内部コンプライアンス・プログラムを規定する Subpart D および当該プログラムに対する追加基準を示した Appendix B を取り上げ、その要点をまとめる。

Ⅲ―1. 銀行事業体による自己勘定取引の禁止

ファイナル・ルールは共通規則において、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、一つ以上の金融商品の売買に主体として従事すること」と定めて、これを原則的に禁止し

ている。この定義はドッド・フラנק法の Sec.619 とほとんど変わらず、明確な定義は与えられていない。この禁止事項にも、ドッド・フラーク法の本則と同様に別途許容される業務（除外要件、下記参照）が設けられている。

ファイナル・ルールの前文では、プロポーズド・ルールに対して寄せられたコメントを整理しているが、その中には、注意を欠いて自己勘定取引を定義した場合に、市場の流動性や資本の形成など、ドッド・フラーク法の審議段階では考慮されていなかった経済への影響が起さる懸念が含まれている。その一方で、銀行事業体の法令遵守に現実性が増すことや禁止事項の実務への適用が容易となることから、自己勘定取引の定義を明確にすることへの要望もあった。

これらプロポーズド・ルールに寄せられたコメントを踏まえて、FRB等の連邦監督機関は、共

通規則における定義をドッド・フランク法の法文を踏襲するに留めている。自己勘定取引への禁止事項の適用は規則の有効性にとって中核となるため、その定義の取扱いには相当の注意が払われたようである。

この理由を推測すると、第一に、明確に定義することが比較的容易な狭義の自己勘定取引については、独立した自己勘定部門自体による収益は相対的に小さく、また、すでに主要な銀行事業体は当該部門を組織内に持つていないことから、現時点では、規制の効果が期待できないこと挙げられる。第二の理由としては、より広い概念で定義した自己勘定取引は他の業務との密接性や親和性が高く、明確な定義の導入は禁止行為以外の業務への影響が予想されるが、その影響を事前に予測することは困難であることが挙げられる。

この結果、ボルカー・ルールの運用を担う連邦

監督機関は、自己勘定取引を原則として禁止対象としながらも、この禁止行為自体を自らが直接的に監視・監督することを避けて、後述する許容される業務や禁止事項から除外される行為の提示と、新たに銀行事業体に課すコンプライアンス体制や定期報告の監視と管理に依存する方式を選択したものと思われる。

Ⅲ-2. 銀行事業体に許容される業務について

ファイナル・ルールの Subpart B は、銀行事業体の自己勘定取引に許容される業務として①引受け業務、②マーケット・メイキング関連業務、③リスクを軽減させるヘッジ行為、④その他、を定めて列挙している。規則化にあたって追加された項目はあるものの、これら許容される業務は、ドッド・フランク法の Sec 619 を基本的に踏襲している。

(1) 許容される引受け業務について

銀行事業体の引受け業務は、大きく以下の三つの条件を満たす場合に許容されている。その第一の条件は、証券の割当てのためのアンダー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である。第二に、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。これら二つの条件は、ドッド・フラック法の法文の範囲内と言えるが、ファイナル・ルールは、さらに三つめの条件として、上記二つの条件の遵守を担保すべく、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、および維持と執行を銀行事業体に要求する事

項を加えている。当該内部コンプライアンス・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分析や独立した検査が求められるとともに、トレーディング・デスクにかかる四つの要件が別途明記されている。

このトレーディング・デスクに関する規定は、下記のマーケット・メイキング関連業務に関する規定とほぼ同様な記述となっている。

(2) 許容されるマーケット・メイキング関連業務について

銀行事業体のマーケット・メイキング業務は、以下の大きく四つの条件を満たすことよって許容される。この内三つの条件はトレーディング・デスクに関するものである。第一の条件は、トレーディング・デスクが関連金融商品の流動性、満期および市場の厚みから基本として妥当であ

り、営利上正統な数量かつ市場サイクルを通じ、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である。第二の条件は、トレーディング・デスクのマーケット・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が定められている。また第三の条件として、定められた制限を超えた場合に、トレーディング・デスクには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が求められる。これら、銀行事業体のトレーディング・デスクに関する規定に加えて、第四の条件として、上記の引受け業務と同様に内部コンプライアンス・プログラムが課せられている。

このように、ファイナル・ルールを読むと、銀

行事業体の引受け業務およびマーケット・メイキング関連業務は、ともにトレーディング・デスクに関する規定を条件として付随させて許容されていることがわかる。ファイナル・ルールでは、トレーディング・デスクに対して特定の機能を要求しながら、銀行事業体の内部コンプライアンスによりトレーディング・デスクを管理する仕組みを新たに提示したと言える。しかしながら上で指摘したように、トレーディング勘定自体の定義は必ずしも明確ではない。

(3) 許容されるリスクを軽減するヘッジ行為について

銀行事業体のポジションや契約、その他の保有に関連するリスクを軽減するヘッジ行為や、これらポジション等に関連する当該銀行事業体にとって特定のリスクを減少させるよう計画されたヘッ

ジ行為は、自己勘定取引の禁止事項に適用されない。このようなリスクを軽減するヘッジ行為が許容される条件として、銀行事業体には、引受け業務やマーケット・メイキング関連業務と同様に、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、その手法や内部コンプライアンスが要求されている。

ヘッジ行為自体に関しては、当該ヘッジは各種リスクを削減ないし顕著に軽減させる行為であることが求められ、当該ヘッジ行為が新たな、ないしは追加的なリスクを生じさせないことが求められている。また、この許容されるヘッジ行為は、文書化された方針等に基づいて、銀行事業体による継続的な調査、監視、管理に服する。

プロポーзд・ルールからの主な修正点として、ファイナル・ルールは銀行事業体に要求される内部コンプライアンスのプログラムに関して、

含むべき三つの項目を新たに追加していることが注目される。第一に、トレーディング・デスクを含めて、ヘッジ行為に利用可能なポジション（その上限や期限を含む）、テクニクや方法について、合理的に立案した文書による方針と手段が求められている。第二に、内部統制、継続的な監視と管理、承認手続き等が含まれており、第三は、当該ヘッジ行為による対象リスクの軽減に関して、相関分析を含んだ分析および独立した検定の実施である。

このように、銀行事業体を持つべき内部コンプライアンス・プログラムへの要求は、プロポーзд・ルールの段階よりも詳細かつ厳格なものとなった。つまるところ銀行事業体は、特定の機能に絞った内部コンプライアンス・プログラムを維持することを条件にヘッジ行為が認められたと言える。

Ⅲ―3. 銀行事業体に要求されるプログラムと報告

(1) ファイナル・ルールによる厳格化

ファイナル・ルールは、共通規則の Subpart D で銀行事業体の内部コンプライアンス・プログラムの内容と報告について規定しており、その内容はプロポーズド・ルールと比較してより厳格となっている。ファイナル・ルールの Subpart D は、活動やビジネス構造の特徴（タイプ、規模、範囲、複雑さ）に応じたコンプライアンス・プログラムの設定を銀行事業体に求めており、合わせて当該プログラムに最低限含まれるべき六つの項目を提示している。

ファイナル・ルールではこの六つの事項に加えて、新たに三つの事項の「追加基準」を内部コンプライアンス・プログラムに求めている。コンプライアンス・プログラムに対するこのような追加

基準は、自己勘定取引において許容される業務 (Subpart B) を行ない、前年末時点での連結資産規模が US\$50billion 以上となる銀行事業体（外国銀行は米国内での資産）を対象に要求されるが、これに該当する銀行事業体には連邦監督機関が文書によってファイナル・ルールの Appendix B（許容される業務の判断基準）を満たすことも求められる。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許容される。これはつまるところ、ファイナル・ルールが提示するボルカー・ルールとは、銀行事業体の一部の業務を禁止する規則と言うよりも、実質的にはこれら業務に対する管理体制の見直しを銀行事業体に求めるガバナンス・ルールであることを意味している。

図表2 Appendix B の構成

1. 概観
2. 高度なコンプライアンス・プログラム
 - a. 自己勘定取引活動
 - b. カバード・ファンドの活動もしくは投資
3. コンプライアンス・プログラムに対する責任と説明責任
4. 独立した検定 (independent testing)
5. 訓練
6. 記録の保管

(2) Appendix B の概観

このファイナル・ルールの Appendix B は、「コンプライアンス・プログラムに対する高度な最小基準」を記述しており、プロポーザド・ルールで提示された内容と比べて大幅に加筆・修正されている。つまりは Appendix B の内容をもって、ファイナル・ルールがガバナンス・ルールとしての性格を確立していると言える。

図表2は Appendix B の全体の構成であるが、高度なコンプライアンス・プログラムとして、自己勘定取引やカバード・ファンドに関連して求められる詳細な基準を列挙している他、当該プログラムの管理や責任についても、共通規則の本文よりも踏み込んだ内容となっている。

また Appendix B はその概観で、対象となる銀行事業体の内部コンプライアンス・プログラムに関して要求される五つの要件も列挙している。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、下記のCEO等による立証(attestation)や証明が求められている点は注目されよう。Appendix Bの本文は、自己勘定取引およびカバード・ファンドに関する高度なコンプライアンス・プログラムを初めとした六つの分野において、それぞれに基準を定めている。これらの内、本項では自己勘定取引に関する記述を取り上げるが、その基準は①トレーディング・デスクが備えるべき機能と②ヘッジ行為の方針と手段から構成されている。

すでに銀行事業体の自己勘定業務において、その引受け業務とマーケット・メイキング業務が許容される条件の一つがトレーディング・デスクに関する規定の付随となっていることを指摘した。このトレーディング・デスクに関して、Appendix Bでは一二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、これら一二の要件が記述として含まれていることを求めている。この一二の要件は、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ついて、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を銀行事業体に求めている。ファイナル・ルールでは、上級管理者による定期的な調査を銀行事業体に要求するとともに、銀行事業体のCEOに対して、定められたコンプライアンス・プログラムの制定、維持、実施、調査、検査、修正に関して、文書での年次の立証を要求(監督当局への提出)することが、新たに追加さ

れた。

このように、自己勘定取引 (Subpart B) を業務として持つ一定規模の銀行事業体には、ファイナル・ルールの Subpart D に加えて Appendix B の基準を満たした内部コンプライアンス・プログラムを保持するとともに、当該プログラムに対する CEO の立証責任が課せられた。これらをもつて、ファイナル・ルールはガバナンス・ルールとしての要件を満たしていると言える。しかしながらファイナル・ルールは、内部コンプライアンス・プログラムに関して含むべき要件を列挙しているに過ぎず、コンプライアンス・プログラムの効含めた銀行事業体のガバナンス・プログラムの効率性などが考慮されていない。また、ファイナル・ルールが追加した CEO に課す立証責任についても、具体的に証明すべき事項が含まれているわけではない。これらの問題は、今後在具体例が

示されることも期待されるが、ファイナル・ルールの段階では銀行事業体に丸投げされていると言え、ガバナンス・ルールの欠落している部分として指摘される。

V. まとめにかえて

ボルカー・ルールを發布した連邦監督機関の一つである OCC は、自らが監督対象とする四六の銀行事業体に生じるコストを試算している。OCC によれば、マーケット・メイキングを行なう七大銀行事業体に予測される二〇一四年のコンプライアンス関連コストの八八％は、ボルカー・ルールが各トレーディング・デスクに要求する、顧客や取引相手の合理的な期待における短期的な需要の予測に関連する。このコストには範囲の経済による低下効果はあまり期待できず、また前節でみ

たように、その業務には、銀行事業体の内部コンプライアンス・プログラムによって制限が加えられているため規模の経済も働かない。このため銀行事業体にとっては固定費用に近く、個々のトレーディング・デスクの収益性に従い該当する業務の選別が行なわれる可能性がある。

BIS「二〇一四」は、米国を含めた諸市場におけるマーケット・メイキング活動について報告しているが、①相対的に流動性が低い社債市場の取引が不活発になっている、②多くの市場で銀行はマーケット・メイキング業務への資本割当を減らし、流動性の低い資産の在庫を減少させていることなどが報告されており、これらは資本市場におけるマーケット・メイキング機能が低下していることを意味している。米国市場でも、例えばSECは、プライマリー・ディーラーが保有する社債の在庫が低下しており、市場でのマーケット・メ

イキング機能の低下と、fixed income 市場のボラティリティの増大を懸念している。

個別の規制と資本市場で観察される事象との関連性を証明することは困難ではあるが、ボーカー・ルールの本格的な適用によって市場における取引コストの上昇などが見られる場合、コスト・ベネフィットの観点から当該ルールの抜本的な見直しが求められるかもしれない。

(注)

- (1) ただし、これらの許容される業務に対しても制約が別途規定されている。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。
- (2) ただし、ポール・ボルカー元議長は、FRB等の連邦監督機関が作成した規則について、その膨大さと複雑さを批判しているものの、ドッド・フランク法のSec619は支持している。
- (3) カバード・ファンドについては、Subpart Cで記載されている。

(参考文献)

若園 「二〇一四」 「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、第八八号、83 - 96頁

BIS[2014] "Market-making and proprietary trading: industry trends, drivers and policy implications," *CGFS Papers*, No.52, November.

GAO[2011] "Proprietary Trading, Regulators Will Need More Comprehensive Information to Fully Monitor Compliance with New Restrictions When Implemented," July, GAO-11-529.

(わかぞの ちあき・当研究所主任研究員)