

2011 年 11 月 2 日 全 17 頁

ボルカー・ルール of 細則案

(自己勘定取引の禁止編)

資本市場調査部 制度調査課
横山 淳

[要約]

- 2011 年 10 月 11 日、米国の金融規制当局（OCC、FRB、FDIC、SEC）は、共同で Dodd-Frank 法のボルカー・ルールに関する細目を定める新規則案を公表した。
- 新規則案は、ボルカー・ルールの下で、銀行等に対して禁止される自己勘定取引を、短期の転売などを目的とする「取引勘定」における証券、デリバティブなどの売買に、当事者（principal）として関与することと定義している。また、保有期間が 60 日以下の証券、デリバティブなどの買付け等に利用される勘定は、その銀行等が反証できない限り、「取引勘定」と推定するものとしている。
- 外国会社（例えば、日本の銀行など）による専ら米国外での活動は、原則、自己勘定取引禁止規制の対象とはならない。ただし、米国の銀行等の支配下でない、業務の大部分を米国外で行っている、売買の当事者に米国居住者が含まれない、売買の担当者が米国内に存在しない、売買の執行は米国外で行われているなどの要件を満たす必要がある。
- そのほか、ボルカー・ルール遵守等のため、当局への報告、記録作成などの義務も課されている。

【目次】

はじめに	2
1. 自己勘定取引の原則禁止	3
(1) 概要	3
(2) 禁止の対象（「銀行等」）	3
(3) 自己勘定取引とは？	4
2. 自己勘定取引禁止の例外	7
(1) 「許容される活動」	7
(2) 「許容される活動」であっても禁止される場合	14
3. 報告・記録作成義務	16
4. 施行時期	16
5. まとめ	17

はじめに

○2011年10月11日、米国通貨監督局（Office of the Comptroller of the Currency, Treasury (OCC)）、米国連邦準備制度理事会（Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB)）、米国連邦預金保険公社（Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)）、米国証券取引委員会（Securities and Exchange Commission (SEC)）は、共同で「自己勘定取引及びヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドに対する一定の投資・関係の禁止及び規制（“Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds”）」を公表した¹。これは、いわゆるボルカー・ルール²の細目を定める規則案を示したものである（以下、各当局の共通規則案（Proposed Common Rules）に係わる部分を「新規則案」と呼ぶ）。

○ボルカー・ルールとは²、2010年7月21日に成立した米国の金融規制改革に関する「ドッド・フランク ウォール街改革及び投資者保護法（“Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”）」（ドッド・フランク法）に盛り込まれた規制の一つである。具体的には、銀行等（banking entity）に対して、次の行為を、原則、禁止している³（ドッド・フランク法 619 条による 1956 年銀行持株会社法（The Bank Holding Company Act of 1956）13 条(a)(1)）。

(A) 自己勘定取引（proprietary trading）

(B)ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンドの株式、パートナーシップその他の所有権の取得若しくは保有、又はこれら（ヘッジ・ファンド又はプライベート・エクイティ・ファンド）のスポンサーとなること（注）

（注）以下、「ヘッジ・ファンド投資等」と呼ぶ。

○今回の新規則案は、ドッド・フランク法（厳密には、ドッド・フランク法に基づいて改正された銀行持株会社法）の定めるボルカー・ルールに則して、次のような構成となっている。

(A)権限及び定義（Authority and Definitions）……1～2 条

◇規則（案）全体についての範囲（scope）、目的、用語の定義などに関する規定

(B)自己勘定取引（Proprietary Trading）……3～9 条

◇禁止される自己勘定取引の範囲や、その適用除外に関する規定

◇一定の取引に関する記録作成及び報告義務

(C)対象ファンド活動及び投資（Covered Fund Activities and Investments）……10～19 条

◇ヘッジ・ファンド投資等の禁止が課される範囲や、その適用除外に関する規定

¹ 原文は FRB のウェブサイト（<http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/bcreg/20111011a.htm>）、FDIC のウェブサイト（<http://www.fdic.gov/news/news/press/2011/pr11160.html>）などに掲載されている。

² ボルカー・ルールに関しては、拙稿「ボルカールール」（2010 年 9 月 2 日付レポート）参照。

³ ドッド・フランク法成立の経緯を踏まえれば、本来、「自己勘定取引の禁止」と「ヘッジ・ファンド等投資の禁止」に加えて「金融機関の負債の市場シェアの上限規制」（ドッド・フランク法 622 条による 1956 年銀行持株会社法 14 条(b)項）も含めて（広義の）ボルカー・ルールと呼ぶのが適切であると考えられるが、本稿では、便宜上、「自己勘定取引の禁止」と「ヘッジ・ファンド等投資の禁止」のみの（狭義の）ボルカー・ルールを取り扱うこととする。

(D)コンプライアンス・プログラム整備義務、違反 (Compliance Program Requirement; Violation) …
…20～21 条

◇ボルカー・ルール遵守等のため、銀行等に義務付けられる体制整備義務（内部統制システムなど）に関する規定

（注）これらのほか、補遺（Appendix）として、次のものも示されている。

Appendix A：（ボルカー・ルール遵守等のため）銀行等に報告が義務付けられる取引等の範囲に関する判断基準、報告事項など

Appendix B：銀行等に許容されるマーケット・メイク関連活動（market making-related activities）の判断基準など

Appendix C：銀行等が整備するコンプライアンス・プログラムが満たすべき最低限の要件・基準（minimum requirements and standards）など

○本稿では、このうち「(B)自己勘定取引」の概要を紹介する。

1. 自己勘定取引の原則禁止

(1) 概要

○ドッド・フランク法は、銀行等（banking entity）に対して、別段の定めのある場合を除き、自己勘定取引（proprietary trading）を行うことを禁止している（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(a)(1)(A)）。

(2) 禁止の対象（「銀行等」）

○自己勘定取引が原則禁止される「銀行等（banking entity）」とは、法律上、具体的に次のものと定められている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h)(1)）。

- ①預金保険の対象となる預金の取扱金融機関（insured depository institution）
- ②上記①を支配する会社
- ③1978 年国際銀行法（International Banking Act of 1978）8 条によって「銀行持株会社」として取り扱われる会社（注）
- ④これらの会社の子会社・関連会社(affiliate or subsidiary)

（注）具体的には、米国内に支店や代理店を有する（米国から見た）外国銀行やその親会社などが規定されている。

○つまり、自己勘定取引が原則禁止されるのは、あくまでも預金保険制度によって保護された預金取扱業務を行ういわゆる商業銀行（及びそのグループ会社等）ということになる。他方、いわゆる投資銀行や保険会社など商業銀行以外の金融機関については、預金取扱業務を行う子会社等を有しない限り、自己勘定取引は禁止されていない。ただし、後述する資本規制などが課されることとなる。

○今回の新規則案は、前記④から次のものを除外することとしている⁴（新規則案 2 条(e)(4)）。

⁴ 厳密には、新規則案における個々の禁止規定などの中では、“banking entity”とは別に、“covered banking entity”という用語が用いられている。これは新しい規則を最終的に各当局の規則に組み込むに当たって、各々の所轄する範囲（例えば、OCC であれば国法銀行（national bank）など、FRB であれば銀行持株会社（bank holding company）や州法加盟銀行（state member bank）など）と整合させるためと考えられる。なお、本稿では、便宜上、すべて「銀行等」の表記で統一する。

(i) 本規則 11 条及びその関連する Subpart C に従って (注)、銀行等 (banking entity) によって組織 (organized)、提供 (offered) 又は保持 (held) された対象ファンド (covered fund)

(ii) 前記(i)の対象ファンドが支配するもの

(注) 対象ファンドと銀行等の関係を規律する規定を含む。

○ボルカー・ルールのもう一つの柱として「銀行等によるヘッジ・ファンド投資等の原則禁止」を定めているが、一定のヘッジ・ファンドやプライベート・エクイティ・ファンドについては、例外的に銀行等による投資等を認めている。こうした例外的に銀行等による投資等が認められるファンド（及びこれらのファンドが支配するもの）については、自己勘定取引も許容するというのは、この規定の趣旨ということになるだろう。

○これらのファンドについて自己勘定取引が禁止されれば、実質的にファンドとしての活動が困難になり、法令が例外として特に銀行等による投資等を認めた趣旨を没却するため、こうした規定が設けられたものと考えられる⁵。

(3) 自己勘定取引とは？

○原則禁止される「自己勘定取引 (proprietary trading)」とは、法律上、「取引勘定 (trading account)」において、次の商品の売買その他の取得及び処分を行う取引に当事者 (principal) として関与することと定められている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h)(4)）。

- ①有価証券
- ②デリバティブ
- ③商品の先渡しによる売却契約（商品先物）
- ④これらの有価証券、デリバティブ、契約についてのオプション
- ⑤その他の有価証券又は金融商品であって当局が定めるものの

○これを踏まえて、新規則案では、「自己勘定取引 (proprietary trading)」を改めて次のように定義し直している（新規則案 3 条(b)(1)）。

「自己勘定取引 (proprietary trading)」とは、銀行等の「取引勘定 (trading account)」において、1 又は複数の「対象金融ポジション (covered financial positions)」の売買に、当事者 (principal) として関与することをいう。ただし、関係を有さない第三者のために代理 (agent)、ブローカー (broker)、又はカストディアン (custodian) としてのみ活動している場合は、「自己勘定取引 (proprietary trading)」には含まれない。

⁵ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.24。

○つまり、新規則案は、「自己勘定取引 (proprietary trading)」について、法律上の規定を受けて、「取引勘定 (trading account)」における「対象金融ポジション (covered financial positions)」の売買と定義し直している。その上で、関係を有さない第三者のために行う「代理 (agent)、ブローカー (broker)、又はカストディアン (custodian)」については、適用除外としている。

○「取引勘定」、「対象金融ポジション」の定義は、以下のように定められている。

(イ)「取引勘定 (trading account)」

○「取引勘定 (trading account)」は、法律上、次のように定義されている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(h)(6)）。

◇短期間 (near term) において売却する目的、その他短期間における価格変動により利益を上げるために転売する意図において、上記①～⑤の有価証券及び金融商品を当事者 (principal) として買付け、又はそのポジションの取得に利用される勘定

◇上記のほか、所轄する連邦銀行当局、証券取引委員会 (SEC)、商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission (CFTC)) が規則によって定める勘定

○これを踏まえて、新規則案では、「取引勘定 (trading account)」を、銀行等が用いる次の(A)～(C)のいずれかに該当する勘定と定めている（新規則案 3 条(b)(2)(i)）。

(A)次のいずれかの目的のために、1 又は複数の「対象金融ポジション (covered financial positions)」を買付け又は取得するための勘定

①短期の転売 (short-term resale)

②現実の又は期待される短期の価格変動により利益を得ること (Benefitting from actual or expected short-term price movements)

③短期の裁定利益の現実化 (Realizing short-term arbitrage profits)

④ 1 又は複数の前記①～③のポジションのヘッジ

(B) 1 又は複数の「対象金融ポジション (covered financial positions)」(外国為替デリバティブ、商品デリバティブ、将来において受け渡す商品の売付け契約を除く) であって、「市場リスク資本ルール (market risk capital rule)」が適用されるポジションを買付け又は取得するための勘定。ただし、銀行等又は持株会社である銀行等の子会社等が市場リスク資本ルールに基づいてリスク・ベース資本比率 (risk-based capital ratio) を算定している場合に限る。

(C)銀行等が次のいずれかに該当する場合における 1 又は複数の「対象金融ポジション (covered financial positions)」を、どのような目的であれ、買付け又は取得するための勘定

①1934 年証券取引所法に基づき SEC に登録されたディーラー又は地方証券ディーラー (municipal securities dealer) であって、そのポジションが、同法に基づく登録が義務付けられるディーラー又は地方証券ディーラーとしての活動に関連付けられて、買付け又は取得される場合

②1934 年証券取引所法に基づき所掌する当局に登録 (registered) 又は届出 (has filed notice) された政府証券ディーラー (government securities dealer) であって、そのポジションが、同法に基づく登録又は届出が義務付けられる政府証券ディーラーとしての活動に関連付けられて、買付け又は取得される場合

③商品取引所法に基づき商品先物取引委員会 (CFTC) に登録されたスワップ・ディーラー (swap dealer) であって、そのポジションが、同法に基づく登録が義務付けられるスワップ・ディーラーとしての活動に関連付けられて、買付け又は取得される場合

④1934年証券取引所法に基づき SEC に登録された証券スワップ・ディーラー (security-based swap dealer) であって、そのポジションが、同法に基づく登録が義務付けられる証券スワップ・ディーラーとしての活動に関連付けられて、買い付け又は取得される場合

⑤米国外においてディーラー、スワップ・ディーラー、証券スワップ・ディーラーの業務に従事し、そのポジションが、これらの業務の活動に関連付けられて、買い付け又は取得される場合

○(A)は短期売買等、(B)は「市場リスク資本ルール」の適用対象となる銀行等の取引、(C)はディーラーの取引を「自己勘定取引」として規定している。

○なお、(A)①が定める「短期の転売」に関して、「短期 (short-term)」の具体的な定義は定められていない。ただし、新規則案では、銀行等による保有期間が 60 日以下の売買等については、これを「取引勘定」と推定する規定が、別途、設けられている。

○具体的には、銀行等が保有する期間が 60 日以下の「対象金融ポジション」(前記(B)又は(C)に該当するものを除く)の買い付け又は取得に利用される勘定は、当該銀行が、すべての事実と状況に基づいて、当該ポジションが、単独でもカテゴリーとしても、主として前記(A)の目的のために買い付け又は取得されたものではないことを証明しない限り、「取引勘定」と推定 (presume) することと定められている (新規則案 3 条(b)(2)(ii))。

○そのため、60 日以下の売買は、原則、いわゆる短期売買として「取引勘定」に該当する (すなわち、自己勘定取引禁止の対象となる) と、一般に受けとめられているようである⁶。

○他方、次のポジションを買い付け又は取得するために用いられる勘定は「取引勘定 (trading account)」に該当せず、自己勘定取引禁止の対象とはならないとされている (新規則案 3 条(b)(2)(iii))。

◇銀行等が、文書に基づき、定められた資産を定められた価格において、定められた時期又は相手方の請求に応じて行う買い付けと売付けの双方を同時に合意した買戻し又は売戻し契約に基づくポジション (いわゆる買戻条件付契約に基づくポジション)

◇銀行等が、文書に基づき、貸し手が貸し付けた証券の所有者としての経済的な利益を保持し、かつ、取引を解除して、合意された条件により貸し付けた証券の返還を受ける権利を有する内容の証券貸借契約 (securities lending agreement) に従って、証券を一時的に他の者に貸し付け又は借り入れる取引に基づくポジション (いわゆる証券貸借取引に基づくポジション)

◇真正な (bona fide) 流動性マネジメント目的 (短期のキャッシュ需要への対応など) による文書化された流動性マネジメントプラン (documented liquidity management plan) に従った一定のポジション

◇商品取引所法に基づくデリバティブ清算機関 (derivative clearing organization) 又は 1934 年証券取引所法に基づく清算機関 (clearing agency) として登録した銀行等が、当該業務に関連して買い付け又は取得したポジション

(d) 「対象金融ポジション (covered financial positions)」

○「対象金融ポジション (covered financial positions)」とは、次のものをいうとされている (新規

⁶ 2011 年 10 月 12 日付 “The Wall Street Journal” など参照。

則案 3 条(b)(3)(i)) 。

- ①証券（証券に関するオプションを含む）
- ②デリバティブ（デリバティブに関するオプションを含む）
- ③将来において受け渡す商品の売付け契約（当該契約に関するオプションを含む）

○基本的には、前述の法律（ドッド・フランク法に基づく銀行持株会社法）が定める商品を踏まえた内容となっている。

○なお、新規制案は、次のものについて「対象金融ポジション（covered financial positions）」に該当せず、自己勘定取引禁止の対象とはならないものとしている（新規則案 3 条(b)(3)(ii)）。

- ◇ローン（loan）
- ◇商品（commodity）
- ◇外国為替又は貨幣

2. 自己勘定取引禁止の例外

(1) 「許容される活動」

○ドッド・フランク法の下では、自己勘定取引及びヘッジ・ファンド投資等の禁止（及び規制）の例外となる、「許容される活動（permitted activity）」が比較的広範囲に規定されている。これらの「許容される活動（permitted activity）」に該当する場合には、例外的に、銀行等による自己勘定取引やヘッジ・ファンド投資が許容されることとなる。

○「許容される活動（permitted activity）」としては、法律上、次のものが掲げられている（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(1)）。

- ①一定の政府機関債等の売買（具体的には次のもの）
 - ◇合衆国及びその関係機関（agency）の債券（obligations）の売買
 - ◇GNMA、FNMA など一定の機関の債券（obligations）、参加証券（participations）その他の証書等の売買
 - ◇州及びその関係組織（political subdivision）の債券（obligations）の売買
- ②引受け又はマーケット・メイク活動との関連で行われる取引であって、顧客、利用者又は取引相手が必要とする範囲を超えないことが合理的に想定されるように設定されたもの
- ③リスク軽減のためのヘッジ活動で個別又は全体のポジション、契約その他の保有と関連付けられたもの
- ④顧客のため（on behalf of customers）に行われる売買等
- ⑤一定の法令等に基づく小規模事業投資会社投資や公益（public welfare）促進投資など
- ⑥保険会社による法令等を遵守した一般勘定取引（general account）
- ⑦真正な管理、信託又は投資助言サービス（bona fide trust, fiduciary, or investment advisory services）の提供としてのヘッジ・ファンド等の組成・販売であって、一定の要件を満たすもの

- ⑧外国会社（米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く）による専ら合衆国外における自己勘定取引
- ⑨外国会社（米国会社により直接又は間接に支配されているものを除く）による専ら合衆国外におけるヘッジ・ファンド投資等（米国居住者に対して持分が募集又は販売されないものに限る）
- ⑩その他、所轄する連邦銀行当局、SEC、CFTC が、銀行等の安全性・健全性、合衆国の金融の安定性の促進・保護の観点から、規則によって定める活動

○これらのうち、自己勘定取引禁止との関連で、その適用の有無が問題となるのは、①（政府機関債等の売買）、②（引受け、マーケット・メイク）、③（ヘッジ）、④（顧客のための売買等）、⑥（保険会社の一般勘定取引）、⑧（外国会社）ということになるだろう。

○以下、銀行等の自己勘定取引に該当するものの、例外的に「許容される活動」として認められる行為の概要を紹介する。

(イ) 政府機関債等の売買

○銀行等による自己勘定取引が許容される政府機関債等の範囲は、新規則案でも、基本的に前記の法律が定めるものと同様のものを定めている（新規則 6 条(a)(1)）。

○なお、政府機関債等には、いわゆる一般債（general obligations）のほか、レベニュー・ボンド（revenue bonds）のような、いわゆる特定財源債（limited obligations）も含まれるものとしている（新規則 6 条(a)(2)）。

(ロ) 引受け

○銀行等が引受け活動との関連において行う「対象金融ポジション」の売買は、自己勘定取引禁止の対象とはならない（新規則案 4 条(a)(1)）。つまり、銀行等は自己勘定による売買が可能である。

○「対象金融ポジション」の売買が、引受け活動との関連において行われたと認められるためには、次の①～⑦のすべての要件を満たさなければならない（新規則案 4 条(a)(2)）。

- ①その銀行等が、Subpart D（注）に定める内部コンプライアンス・プログラム（internal compliance program）を整備している（合理的に設計され、文書化された方針及び手続（policies and procedures）、内部統制（internal controls）、独立性テスト（independent testing）を含む）。
- ②売買される「対象金融ポジション」が「証券」である。
- ③その売買は、専ら、その銀行等が引受人を務める証券の分売（distribution）に関連して行われる。
- ④その銀行等が、次の(A)～(C)のいずれかに該当する。
 - (A)一つ又は複数の証券（適用除外証券（exempted securities）、証券スワップ（security-based swap）、コマーシャル・ペーパー、銀行引受手形（bankers' acceptances）、商業手形（commercial bills）を除く）の分売との関連において行われる売買に関して、次のいずれかに該当する。
 - 1934 年証券取引所法に基づき SEC にディーラーとして登録している、又は、同法に基づき登録の免除・適用除外を認められている。
 - 合衆国外において、ディーラーとしての業務に従事しており、現地において当該業務に適用される規制に服している。
 - (B)一つ又は複数の地方証券（municipal securities）の分売の一部として行われる売買に関して、1934 年証券取引所法に基づき地方証券ディーラー（municipal securities dealer）として登録している、

又は、同法に基づき登録の免除を認められている。

(C)一つ又は複数の政府証券 (government securities) の分売の一部として行われる売買に関して、1934 年証券取引所法に基づき政府証券ディーラー (government securities dealer) として登録・届出している、又は、同法に基づき登録の免除を認められている。

⑤その「対象金融ポジション」についてのその銀行等の引受け活動は、合理的に期待される顧客 (clients)、利用者 (customers)、取引相手 (counterparties) の短期間 (near term) の需要を超えることのないように計画 (design) されている。

⑥その銀行等の引受け活動は、その収益を主として、フィー (fees)、手数料 (commissions)、引受けスプレッド (underwriting spreads)、その他、次の(A)又は(B)に起因しない収入によるように計画 (design) されている。

(A)当該活動に係わる「対象金融ポジション」の価値の騰貴 (appreciation)

(B)当該活動に係わる「対象金融ポジション」のヘッジ

⑦引受け活動に従事する者の報酬の取決め (compensation arrangements) が、自己勘定によるリスク・テイク (proprietary risk-taking) に対する報奨とならないように設計されている。

(注) 具体的には、文書化された方針・手続の整備、内部統制システムの整備、マネジメント・フレームワークの整備、独立性テスト、トレーディング担当者やマネージャーの訓練、記録の作成保存などが定められている (新規則案 20 条 (b))。

○これらの要件は、売買が真正に (bona fide) 引受けに関連して行われたことを担保するためのものと説明されている⁷。

(ハ) マーケット・メイク

○銀行等が行う「マーケット・メイク関連活動 (market making-related activities)」の売買は、自己勘定取引禁止の対象とはならない (新規則案 4 条(b)(1))。つまり、銀行等は自己勘定による売買が可能である。

○「対象金融ポジション」の売買が、「マーケット・メイク関連活動」との関連において行われたと認められるためには、次の①～⑦のすべての要件を満たさなければならない (新規則案 4 条(b)(2))。

①その銀行等が、Subpart D (注1) に定める内部コンプライアンス・プログラム (internal compliance program) を整備している (合理的に設計され、文書化された方針及び手続 (policies and procedures)、内部統制 (internal controls)、独立性テスト (independent testing) を含む)。

②トレーディング・デスクその他の売買を行う組織上のユニットは、常時 (regular)、継続的に (continuous)、自己の計算で当該「対象金融ポジション」の売買 (ロング及びショート・ポジション) の形成を通じて行う場合を含む) を行う意思をもつ存在であることが明らかとなっている。

③その「対象金融ポジション」についての (その銀行等の) トレーディング・デスクその他の売買を行う組織上のユニットによる「マーケット・メイク関連活動」は、合理的に期待される顧客 (clients)、利用者 (customers)、取引相手 (counterparties) の短期間 (near term) の需要を超えることのないように計画 (design) されている。

④その銀行等が、次の(A)～(E)のいずれかに該当する。

⁷ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.47。

(A)一つ又は複数の証券（適用除外証券（**exempted securities**）、証券スワップ（**security-based swap**）、コマーシャル・ペーパー、銀行引受手形（**bankers' acceptances**）、商業手形（**commercial bills**）を除く）の売買に関して、次のいずれかに該当する。

—1934 年証券取引所法に基づき SEC にディーラーとして登録している、又は、同法に基づき登録の免除・適用除外を認められている。

—合衆国外において、ディーラーとしての業務に従事しており、現地において当該業務に適用される規制に服している。

(B)一つ又は複数のスワップの売買に関して、次のいずれかに該当する。

—商品取引所法に基づき CTFC にスワップ・ディーラーとして登録している、又は、同法に基づき登録の免除を認められている。

—合衆国外において、スワップ・ディーラーとしての業務に従事しており、現地において当該業務に適用される規制に服している。

(C)一つ又は複数の証券スワップの売買に関して、次のいずれかに該当する。

—1934 年証券取引所法に基づき SEC に証券スワップ・ディーラーとして登録している、又は、同法に基づき登録の免除を認められている。

—合衆国外において、証券スワップ・ディーラーとしての業務に従事しており、現地において当該業務に適用される規制に服している。

(D)一つ又は複数の地方証券（**municipal securities**）の売買に関して、1934 年証券取引所法に基づき地方証券ディーラー（**municipal securities dealer**）として登録している、又は、同法に基づき登録の免除を認められている。

(E)一つ又は複数の政府証券（**government securities**）の売買に関して、1934 年証券取引所法に基づき政府証券ディーラー（**government securities dealer**）として登録・届出している、又は、同法に基づき登録の免除を認められている。

⑤（その銀行等の）トレーディング・デスクその他の売買を行う組織上のユニットによる「マーケット・メイク関連活動」は、その収益を主として、フィー（**fees**）、手数料（**commissions**）、気配スプレッド（**bid/ask spreads**）、その他、次の(A)又は(B)に起因しない収入によるように計画（**design**）されている。

(A)「取引勘定（**trading account**）」において保有する「対象金融ポジション」の価値の騰貴（**appreciation**）

(B)「取引勘定（**trading account**）」において保有する「対象金融ポジション」のヘッジ

⑥（その銀行等の）トレーディング・デスクその他の売買を行う組織上のユニットによる「マーケット・メイク関連活動」は、Appendix B（注2）に定める事項に従って行われる。

⑦「マーケット・メイク関連活動」に従事する者の報酬の取決め（**compensation arrangements**）が、自己勘定によるリスク・テイク（**proprietary risk-taking**）に対する報奨とならないように設計されている。

（注1）具体的には、文書化された方針・手続の整備、内部統制システムの整備、マネジメント・フレームワークの整備、独立性テスト、トレーディング担当者やマネージャーの訓練、記録の作成保存などが定められている（新規則案 20 条(b)）。

（注2）具体的には、リスクマネジメント、収益の源泉（**source of revenues**）、利用者に対する活動（**customer-facing activity**）、報酬インセンティブ（**compensation incentives**）などに関する判断基準等が定められている（Appendix B）。

○これらの要件は、売買が真正に（**bona fide**）マーケット・メイクに関連して行われたことを担保するためのものと説明されている⁸。

⁸ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships

○なお、マーケット・メイクに伴うヘッジについても、「マーケット・メイク関連活動」との関連において行われる売買と推定されるが、後述(ニ)の要件などを満たすことが要件となる（新規則案 4 条案(b)(3)）。

(ニ) ヘッジ

○銀行等による「対象金融ポジション」の売買のうち、個別又は全体のポジション、契約その他の保有と関連付けて行われるものであり、かつ、これらのポジション等と関連付けて特定のリスクを軽減するように計画されたもの（「許容されたリスク減少のヘッジ活動（permitted risk-mitigating hedging activities）」）については、自己勘定取引禁止の対象とはならない（新規則案 5 条(a)）。つまり、銀行等は自己勘定による売買が可能である。

○「対象金融ポジション」の売買が、「許容されたリスク減少のヘッジ活動（permitted risk-mitigating hedging activities）」と認められるためには、次の①～⑦の要件をすべて満たさなければならない（新規則案 5 条(b)）。

- ①その銀行等が、Subpart D（注）に定める内部コンプライアンス・プログラム（internal compliance program）を整備している（合理的に設計され、文書化された方針及び手続（policies and procedures）、内部統制（internal controls）、独立性テスト（independent testing）を含む）。
- ②その売買が、その銀行等によって Subpart D に基づき整備された文書化された方針、手続、内部統制に従って行われている。
- ③その売買が、その銀行等の個別又は全体のポジション、契約その他の保有と関連付けて生じる、一つ又は複数の特定のリスク（市場リスク、カウンターパーティーその他の信用リスク、貨幣・外国為替リスク、金利リスク、ベースス・リスク（basis risk）、その他これに類するリスクを含む）をヘッジその他の方法により軽減している。
- ④その売買等が、対象となるポジション、そのリスクや流動性に関する事実と状況に基づいて、ヘッジ又は軽減しようと意図するリスクとの間で、合理的に相関関係が証明される。
- ⑤その売買が、その銀行等の個別又は全体のポジション、契約その他の保有において顕在化しておらず、かつ、同時にヘッジされることのない顕著なエクスポージャーを（ヘッジ活動の開始に伴って）生じるものではない。
- ⑥その売買等が、その銀行等による、次の(A)～(C)の要件を満たす、継続的な検証（review）、監視（monitoring）、管理（management）に服する。
 - (A)前記①の文書化されたヘッジ方針・手続に従ったものである。
 - (B)対象となるポジション、そのリスクや流動性に関する事実と状況に基づいて、ヘッジ又は軽減しようと意図するリスクとの間で、合理的なレベルの相関関係を維持するものである。
 - (C)開始後、そのヘッジ以外で生じる顕著なエクスポージャーを減少するものである。
- ⑦「リスク減少のヘッジ活動」に従事する者の報酬の取決め（compensation arrangements）が、自己勘定によるリスク・テイク（proprietary risk-taking）に対する報奨とならないように設計されている。

（注）具体的には、文書化された方針・手続の整備、内部統制システムの整備、マネジメント・フレームワークの整備、独立性テスト、トレーディング担当者やマネージャーの訓練、記録の作成保存などが定められている（新規則案 20 条(b)）。

○なお、実際にポジション等を所掌し、責任をもつ組織とは、異なるレベルの組織においてヘッジ活動を行う場合には、その銀行等は、最低限、リスク軽減の目的や対象となるリスクなどについて証拠を作成すること（documentation）が求められている（新規則案 5 条(c)）。

(ホ) 顧客のための売買等

○顧客のため（on behalf of customers）に行われる売買等であれば、銀行等は自己勘定取引を行うことが認められる（新規則案 6 条(b)(1)）。

○「顧客のための売買等」とであると認められるためには、次の①～③の要件のいずれかを満たす必要がある（新規則案 6 条(b)(2)）。

- ①その売買が、次の(A)～(C)の要件をすべて満たす場合
- (A)その銀行等が、投資助言業者（investment advisor）、商品取引助言業者（commodity trading advisor）、信託（trustee）、又はこれに類する顧客のための受託者の資格（fiduciary capacity）に基づいて行っている。
 - (B)顧客の計算（the account of the customer）において行われている。
 - (C)対象となる「対象金融ポジション」が、専ら、（その銀行等、その子会社、関係会社等ではなく）顧客が実質的な所有者（beneficial owner）となるもののみである（当該「対象金融ポジション」について、ロング又はショートのパポジションをとった結果、生じるものを含む）。
- ②その銀行等が、「対象金融ポジション」の買い（又は売り）注文をある顧客から受託した後、当該「対象金融ポジション」を、同時に行われる当該顧客への売却（又は当該顧客からの取得）をオフセットするために、自己勘定で買い付ける（又は売り付ける）取引において、リスクのない自己勘定取引を行っている場合
- ③その銀行等が、「対象金融ポジション」の売買を個別勘定（separate account）で行う保険会社であって、次の(A)～(D)の要件をすべて満たす場合
- (A)その保険会社が、直接、保険業務に従事しており、州の保険当局又は外国の保険当局の規制に服している。
 - (B)その保険会社による「対象金融ポジション」の売買が、専ら、その保険会社により策定された一つ又は複数の保険契約（insurance policies）との関係において設けられた個別勘定でのみ行われている。
 - (C)「対象金融ポジション」の売買から生じるすべての損益は、個別勘定に割り当てられ、（保険会社自身ではなく）その個別勘定にかかわる保険契約の所有者に利益又は損失の効力を生じさせる。
 - (D)その売買が、その保険会社が拠点を置く州又は法域における保険会社の運用その他に関する法令、文書化されたガイダンス（written guidance）を遵守し、かつ、それに服して実施される。

○前記③は、保険会社による個別勘定を通じた保険契約者のための売買等を「顧客のための売買等」として規定している。保険会社による一般勘定（general account）の売買については、別途、定めが設けられている（後述(ハ)）。

(ハ) 保険会社の一般勘定取引

○保険会社又はその関係会社による「対象金融ポジション」の売買は、次の①～④の要件をすべて満たす場合、自己勘定取引禁止の対象とはならない（新規則案 6 条(c)）。つまり、保険会社（又はその関係会社）に該当する銀行等は、これらの要件を満たす限り、自己勘定取引が可能である。

- ①その保険会社が、直接、保険業務に従事しており、州の保険当局又は外国の保険当局の規制に服している。
- ②その保険会社又はその関係会社による「対象金融ポジション」の売買が、専ら、保険会社の一般勘定 (**general account**) としてのみ行われる。
- ③その売買が、その保険会社が拠点を置く州又は法域における保険会社の運用その他に関する法令、文書化されたガイダンス (**written guidance**) を遵守し、かつ、それに服して実施される。
- ④管轄権を有する連邦銀行当局が、金融安定監視協議会 (**Financial Stability Oversight Council**、**FSOC**) 及び関係を有する州の保険局長 (**insurance commissioners**) との協議を経て、前記③の特定の法令、文書化されたガイダンスが、その銀行等の安全性・健全性、及び合衆国の金融の安定性を保護するために不十分であるとは判断していない。

(ト) 外国会社

○外国会社（例えば、日本の銀行）については、専ら米国外で活動する限り、ボルカー・ルールに基づく自己勘定取引禁止の対象とはならないこととされている。つまり、外国会社である銀行等は、専ら米国外で活動する限り、自己勘定取引が可能である。

○新規則案では、外国会社による自己勘定取引が許容される要件を、より具体的に、次の①～③をすべて満たす場合と定めている（新規則案 6 条(d)(1)）。

- ①その銀行等は、直接的又は間接的に、合衆国又はその州の法律に基づいて組織された銀行等による支配を受けていない。
- ②その売買は、銀行持株会社法 4 条(c)(9)又は(13)の規定に基づいて行われている。
- ③その売買は、専ら、合衆国外でのみ行われている。

○前記②の「銀行持株会社法 4 条(c)(9)又は(13)」とは、銀行持株会社に対して、非銀行会社の株式等を保有することを原則禁止する規定（銀行持株会社法 4 条(a)）の適用を、外国会社が免除されるための要件に関する規定のことである。

○新規則案は、自己勘定取引を行っているのが米国の銀行等か、外国の銀行等かを判断する基準として、この銀行持株会社法の規定を活用しようとしているものと考えられる⁹。

○なお、法律（銀行持株会社法）上は、「外国法に基づいて設立され、その大部分（**the greater part**）の業務を合衆国外で行っている」（同法 4 条(c)(9)）、「その国際業務又は外国業務に関連して偶発的に行われる場合を除き、合衆国内で事業を行っていない」（同法 4 条(c)(13)）といった抽象的な要件しか規定されておらず、具体的な要件は、FRB 規則（**Regulation K**）によって定められている。

○これを踏まえて新規則案でも、外国の銀行等が、銀行持株会社法や FRB 規則の適用を受ける「外国銀行（**foreign banking organization**）」である場合、その銀行等及びその売買が、FRB 規則（**Regulation K**）を遵守していることも要求している（新規則案 6 条(d)(2)(i)）。

⁹ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.78 参照。

○なお、その外国の銀行等が、銀行持株会社法や FRB 規則の適用を受けない（つまり、法令上の「外国銀行」に該当しない）場合には、次の(A)～(C)の要件のうち少なくとも2つを満たすことを要求している（新規則案 6 条(d)(2)(ii)）。

- (A)その銀行等が合衆国外で保有する資産総額が、合衆国内で保有する資産総額を超えていること。
- (B)その銀行等が合衆国外での事業によって上げる収益（revenue）総額が、合衆国内の事業によって上げる収益総額を超えていること。
- (C)その銀行等が合衆国外での事業によって上げる純利益（net income）総額が、合衆国内の事業によって上げる純利益総額を超えていること。

○また、前記③の「その売買は、専ら、合衆国外でのみ行われている」と認められるためには、次の(i)～(iv)の要件をすべて満たす必要がある（新規則案 6 条(d)(3)）。

- (i)売買を実行している銀行等は、合衆国又はその州の法律に基づいて組織された団体ではない。
- (ii)その売買の当事者に、合衆国の居住者が含まれていない。
- (iii)その売買に直接、関与している銀行等の担当者は、物理的に（physically）、合衆国内に存在していない。
- (iv)その売買の執行は、すべて（wholly）合衆国外で実行されている。

○これに基づけば、外国会社（例えば、日本の銀行）が、相手方、担当者、執行地などを、すべて米国外とする取引を行っている限り、ボルカー・ルールに基づき自己勘定取引を禁止されることはないものと思われる。しかし、外国会社が、米国内に現地法人や支店を有しており、これら米国内の拠点が取引に関与している場合、「専ら、合衆国外」とは必ずしも言い切れないため、規制の影響を受ける可能性があるものと考えられる。

(2)「許容される活動」であっても禁止される場合

○前記(1)の「許容される活動」に該当するものであっても、次のいずれかに当たる場合は、適用除外は認められない（ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(d)(2)）。つまり、銀行等による自己勘定取引は禁止される。

- ①銀行等とその顧客（clients）、利用者（customers）、取引相手（counterparties）との間で、重要な利益相反を生じる場合
- ②直接又は間接に、ハイリスク資産、ハイリスク取引戦略への重要なエクスポージャーが生じる場合
- ③その銀行等の安全性・健全性、又は合衆国の金融の安定性に脅威をもたらす場合

○新規則案では、これらを確認した上で（新規則案 8 条(a)）、「重要な利益相反」、「ハイリスク資産」、「ハイリスク取引戦略」についての定義を定めている。

(イ)「重要な利益相反」

○新規則案は、次のような場合には、その銀行等が適切な利益相反への対応・軽減のための方策（後述）をとっていない限り、「重要な利益相反」が存在すると定めている（新規則案 8 条(b)）。

銀行等が、その取引、一連の取引又は活動に関して、その銀行等の利益が、その顧客、利用者、取引相手の利益と大きく相反する（materially adverse）ものとなる、又はそのような結果を招くような取引、一連の取引又は活動を行う場合

○利益相反の有無は、最終的には「個別の事実と状況（specific facts and circumstances）」に依拠すると考えられることから¹⁰、かなり広い範囲の「利益相反」が対象とされているといえるだろう。

○その意味では、実務上、利益相反の有無そのものよりも、（自己勘定取引を行う）銀行等が適切に利益相反への対応・軽減のための方策をとっているか否かの方が重要だとも考えられるだろう。

○新規則案は、利益相反への対応・軽減のための方策として、次の(A)又は(B)を求めている（同前）。

(A)適時かつ適切な（timely and effective）開示、及び無効化（negate）又は十分に軽減（substantial mitigate）する機会の提供

- ◇利益相反を生じ得る取引等が有効となる前に、銀行等が次の(i)かつ(ii)の対応を行っていること
- (i)利益相反及びその他の必要な情報について、合理的な範囲で詳細に、かつ、合理的な顧客、利用者、取引相手が、その利益相反について適切に理解するのに有効な方法により、明確、適時、適切な開示を行う
 - (ii)前記の開示が、明示的（explicitly）、効果的（effective）に行われ、かつ、その利益相反によって生じる利益に大きく相反する効果を、無効化又は十分に軽減する機会を、顧客、利用者、取引相手に提供する方法で行う

(B)情報隔壁（information barriers）

- ◇銀行等が、利益相反によって顧客、利用者、取引相手に大きな相反する効果を与える（又は結果として生じる）ことを防止するために、その銀行等の業務の性質を考慮して合理的に設計され、文書化された方針・手続によって証跡化（memorialize）された情報隔壁を設置、維持、実行していること（例えば、担当者や機能を物理的に分離すること、活動の種類に制限を設けること）

○なお、「(B)情報隔壁」の方策に関しては、特定の取引等について、情報隔壁の設置にもかかわらず、顧客、利用者、取引相手に大きな相反する効果を与え得る（又は結果として生じ得る）ことを、その銀行等が知っている（又は合理的に知るべき立場にある）場合には、適切な利益相反への対応・軽減のための方策とは認められないこととされている（同前）。

(D)「ハイリスク資産」

○新規則案は、前記②の「ハイリスク資産（high-risk asset）」を「銀行等が保有した場合、その銀行等が重大な財務上の損失（substantial financial loss）を被る又は破綻する可能性が顕著に増加するような資産又は一群の関連する資産」と定義している（新規則案 8 条(c)(1)）。

○これに該当する具体的な資産の種類などについては、特に定められていない。

¹⁰ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.105 参照。

(ハ) 「ハイリスク取引戦略」

○新規則案は、前記②の「ハイリスク取引戦略 (high-risk trading strategy)」を「銀行等が行った場合、その銀行等が重大な財務上の損失 (substantial financial loss) を被る又は破綻する可能性が顕著に増加するような取引戦略」と定義している (新規則案 8 条(c)(2))。

○前記(ロ)と同様、これに該当する具体的な取引戦略の種類などについては、特に定められていない。

3. 報告・記録作成義務

○前記 2. の適用除外規定に基づいて自己勘定取引を行う銀行等に対して、新規則案は、一定の報告・記録作成義務を課すこととしている (新規則案 7 条)。これは、ボルカー・ルールを適用する上で問題となる、許容される自己勘定取引と禁止される自己勘定取引との区別や、銀行等の健全性や金融システムの安定性に重要な影響を及ぼし得る取引活動の監視を、当局や銀行等が行う上でポイントとなる規制であるとされている¹¹。

○新規則案に基づく報告・記録作成義務は、大きく次の 3 つに分類されている。

- ①特に顕著な取引活動を行う銀行等 (注 1) に対する当局への定期的な報告義務等 (注 2) (Appendix A)
- ②体制整備の一環として要求される記録作成義務 (新規則案 20 条、Appendix C)
- ③その他、当局が銀行等の遵守状況を評価する上で必要な報告・記録作成義務

(注 1) 具体的には、その銀行等及びその子会社・関連会社の連結ベースのトレーディング資産・負債の平均総計額 (average gross sum) が 10 億ドル以上のものとされている。

(注 2) 報告頻度は「1 ヶ月ごと」が原則とされている。

4. 施行時期

○ボルカー・ルールの施行時期は、次のように定められている (ドッド・フランク法 619 条による銀行持株会社法 13 条(c)(1))。

- 次の(a)(b)のうち、いずれか早い時期
- (a)当局による規則制定から 12 ヶ月
 - (b)ドッド・フランク法制定から 2 年 (2012 年 7 月 21 日)

○米国の各金融規制当局は、今回、公表した新規則案について、2012 年 1 月 13 日まで意見募集を行うものとしている。その結果、最終的な規則が制定されるのは、当然、それ以降となることから、ボルカー・ルールの施行時期は、2012 年 7 月 21 日に事実上、確定したといえるだろう。

○なお、自己勘定取引の禁止を実際に適用するに当たっては「規定の施行」から更に 2 年間の猶予措置が講じられている (同 13 条(c)(2))。

¹¹ OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” pp.82-83。

- 更に、FRB は、規定の目的に合致し、公益を損なわない限り、（1 回につき）1 年を超えない範囲で猶予措置の延長を行うことができる（同前）。再延長を何回か行うことは可能だが、その場合でも延長期間の合計が 3 年（当初の猶予措置を合わせれば 5 年）を超えることは認められない（同前）。
- ただし、前記 3. の報告・記録作成義務や、ボルカー・ルール遵守のためのコンプライアンス・プログラム整備義務（新規則案 20 条など）については、（猶予措置の適用はなく）「規定の施行」（2012 年 7 月 21 日）から適用する方針が示されている¹²。

まとめ

- 今回、米国の金融規制当局がとりまとめたボルカー・ルールの細則案に対する評価は、論者の立場によって分かれているようだ。例えば、「米国市場の流動性を損なう」として、規制が行き過ぎているとの見方がある一方で、「例外を幅広く認めすぎている」と、「抜け穴」により規制の実効性が失われることを懸念する見解もある¹³。
- もっとも、こうした見解の対立は、今に始まったことではなく、既に法案の審議の段階から議論されていたことを思い出すべきだろう。その意味では、規制反対派からの「過剰規制」、規制推進派からの「改革の後退」というコメントは、必ずしも法律の細則（案）を定めたに過ぎない今回の規則案に対するものというよりは、ドッド・フランク法そのものに向けられた批判と見ることができるように思われる。
- 今回の規則案に対する筆者の個人的な感想を述べると次のようになる。銀行等による自己勘定取引の禁止というテクニカルな規制の細則（案）である以上、ある程度、大規模で複雑なものになることは予想されたことであつた。しかし、個々の規定（及びその解説）を見ると、法律の文言を敷衍したに過ぎない箇所、抽象的な箇所、基本的な考え方を示すに留まった箇所なども多く、今後の実務運用に委ねられた部分が大きいという印象を持った。
- 例えば、新規則案では、銀行等による保有期間が 60 日以内の売買等については、これを「取引勘定」と推定する規定が設けられているものの、自己勘定取引として禁止される「短期（short-term）」の転売に関する具体的な定義は定められていない（前記 1 (3)(i)）。従って、当面は「60 日以内」が一つの目安となるものと思われるが、実際の運用はケース・バイ・ケースとなることも考えられるだろう。
- また、新規則案の中で、外国会社（例えば、日本の銀行）が、ボルカー・ルール（自己勘定取引の禁止）の適用を受けないためのガイドラインは示されている（前記 2 (1)(b)）。しかし、その外国会社が、実際に米国内に現地法人や支店などを有している場合などの取扱いは、個別ケースに応じた判断が必要となるものと思われる。

¹² OCC・FRB・FDIC・SEC “Prohibitions and Restrictions on Proprietary Trading and Certain Interests In, and Relationships With, Hedge Funds and Private Equity Funds” p.22。各当局の個別規則案なども参照。

¹³ 2011 年 10 月 12 日付 “The Wall Street Journal” など参照。