

CDS と OTC デリバティブを巡る 米国の規制改革・市場改革の進展

関 雄太

■ 要 約 ■

1. クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を含む OTC デリバティブ規制の樹立を目指していた米国財務省は、下院金融サービス委員会・農業委員会など連邦議会での公聴会や審議の進展を受けて、「2009 年 OTC デリバティブ市場法案」を発表した（8月11日）。
2. 本法案では、標準化された OTC デリバティブの取引所取引を義務化する、標準化されていない OTC デリバティブ取引に対し資本・証拠金基準の引き上げを求める、他の市場に顕著な価格発見機能を引き起こす OTC デリバティブ取引に対して建玉制限（ポジションリミット）を課すなどの方向性が打ち出された。
3. 連邦議会では下院金融サービス委員会、同農業委員会などがデリバティブ法案の審議を進めており、事業法人など「エンド・ユーザー」がヘッジ目的で行うデリバティブ取引に関する取引所取引義務の適用除外などの、修正が提案されている。CFTC=SEC=プルーデンス規制当局間の規制の協調、新たな定義として導入された「主要市場参加者（Major Participant）」に対する規制監督の具体化などは、今後も課題となろう。
4. 一方、欧州 CDS 市場で複数の CCP（中央清算機関）が業務をスタートしたり、ISDA などのワーキンググループが顧客ポジション・証拠金の分別管理に関する提言を行うなど、実務レベルの CDS 市場改革は着々と進んでいる。金融業界では、金融危機の教訓に学びながら、CDS 市場を健全な形で成長トレンドに復帰させたいという意識が強いようだが、米国政府・議会の議論はディーラーが取引所外で行うカスタマイズ化した CDS 取引を制約する方向に進んでいるようにも見える。ディーラーレベルでの規制強化が、CDS 市場の構造に意図せざる影響を与え、かえって信用リスクの偏在を生んだり、クレジット市場全体の流動性を低下させるようなことにはならないのか、関連法案審議の展開と金融市場への影響に注目していく必要がある。

米国財務省が提案し、連邦議会が審議を進める金融規制改革の中でも、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）を含む OTC デリバティブに係る規制の改革は、大きな位置づけを占めている。オバマ政権下での一連の金融規制改革提案の出発点は、3月26日に発表された「システミックリスク規制のフレームワーク」であったが、その中で、OTC デリバティブ市場は、決済システムに重大な影響を持つ金融市場であり、規制強化の対象のひとつとして明記されている¹。政府、議会関係者はともに、規制当局に CDS や OTC デリバティブ市場に潜むリスクを把握する手段がなかったこと、そもそも OTC デリバティブ取引が規制の網から抜けていたことが、金融危機の発生防止と対応における大きな課題という認識を抱いていると見られる。

I 財務省の提案（2009年5月13日）

財務省は、上記の「フレームワーク」に続く一手として、まず5月13日に、議会に対する提案の形で OTC デリバティブ規制改革案を示した²。この中で財務省はまず、OTC デリバティブ規制の主要な目的として、金融システムに対してリスクとなるような OTC デリバティブ市場の活動を防ぐこと、市場の効率性と透明性を高めること、市場操作、詐欺的行為その他の不正行為を防ぐこと、OTC デリバティブ商品が洗練されていない投資家に販売されないようにすることの4点を挙げた。提案は2ページほどの短いものであったが、具体的な規制内容として、下記のような点が注目された。

- ① 商品取引法（CEA）と証券法の改正によって新たな OTC デリバティブ規制を確立すること、
- ② 標準化された OTC デリバティブ取引について、規制下にある中央清算機関（Central Counterparties：CCP）を通じた清算を義務づけること、
- ③ 大量のカウンターパーティリスクを有する OTC デリバティブディーラーをプルーデンス規制・監督下におくこと、
- ④ CCP を通じない取引を含めた全ての取引の報告・記録保管義務、電子システムを使った価格情報の収集、取引所取引の活用などについて、商品先物取引委員会（CFTC）と証券取引委員会（SEC）に規制の権限を与えること（CCP と取引情報を登録・保管する預託機関（Trade Repositories）に対して取引・ポジション情報の集計・提供義務を科すことも検討する）、
- ⑤ 先物市場との関連で価格発見機能に大きな影響を与える OTC デリバティブに対し、ポジションリミット（建玉制限）を課す権限を CFTC・SEC に与えること。

¹ 関雄太「米国財務省が公表した金融規制改革のフレームワーク」『資本市場クォーターリー』2009年春号参照。

² <http://www.ustreas.gov/press/releases/tg129.htm> 参照。

上記の規制アイデアは、いくつかの論点を浮かび上がらせた。例えば、CCP を通じた清算を義務付けられる「標準化された」取引とは何なのかという点である。このプロポーザルでは標準化の判断基準の例として「一ヶ所以上の規制 CCP (Fully Regulated CCP) で清算される OTC デリバティブ取引は、標準化されたコントラクトとの前提を得る」としたが、特に CDS など CCP がまだ確立していない市場のルールとしては、やや曖昧な定義といわざるを得ない。また、CFTC と SEC の規制上の権限について、どのような役割分担となるのか、重複あるいは隙間は生まれないのか。その後、6 月 17 日に公表された包括的な金融規制改革案（通称ホワイトペーパー）においても、CFTC と SEC の統合が示されなかったため、規制の有効性は課題とみられた³。さらに、CCP や預託機関に対しては具体的にどのような規制を敷くのか、ポジションリミットは導入すべきなのか、導入するとしたらどのように行うのか、といった論点も出てきた。

II 事業法人の取引ニーズも表面化した議会公聴会

財務省からの提案を受け、連邦議会では 6 月 4 日に上院農業委員会が「規制改革とデリバティブ市場」と題して、次に 6 月 9 日に下院金融サービス委員会資本市場小委員会が「OTC デリバティブ市場の効果的な規制」と題して、それぞれ公聴会を開催した。

上院農業委員会の公聴会には、5 月 20 日に承認を受けたばかりのゲイリー・ゲンスラー CFTC 委員長が証言に立った⁴。ゴールドマン・サックス出身で、2000 年商品先物近代化法成立時に財務次官（国内金融担当）であったことから、承認過程では規制強化に対する考えを議会から追及されていたゲンスラー委員長は、財務省提案に沿いながらも、CFTC にポジションリミットの設定など広範な権限を与え、米国外の商品取引所を通じて建玉制限などを回避する、いわゆる「ロンドン・ループホール」を防ぐ措置をとるよう議会に要請し、かなり断固とした規制強化路線を示した。また、ディーラー規制と取引所・CCP・預託機関規制を OTC デリバティブ規制の 2 本柱にするよう求め、「標準化」取引については、出来高・契約の共通性・経済的効果の違いなどを判断材料とすべきなどと主張した。

Lynn Stout カリフォルニア大学ロスアンゼルス校教授、Mark Lenczowski 氏（JP モルガン・チェース法律顧問）、David Dine カーギルリスクマネジメント社長の 3 氏は、上院下院の公聴会両方で証言した。彼らの主張からは、システミックリスク規制との関連で OTC デリバティブ市場における規制体系を過度なものにすべきではない（OTC デリバティブが危機の原因だったのかははっきりしない面がある）という意見がある一方、単なる監督の強化、単なる CCP の整備では十分ではなく、上場取引義務化の基準、マージン（証拠金）・担保規制、ポジションの報告・記録などを総合的にルール化して初めて OTC デリバティブ規制が機能するとの考えが専門家の間にあることがわかってきた。そういう意味で

³ 小立敬「オバマ政権が提示した米国の金融制度改革案」『資本市場クォーターリー』2009 年夏号参照。

⁴ <http://www.cftc.gov/stellent/groups/public/@newsroom/documents/speechandtestimony/opagensler-3.pdf> 参照。

は、CPPだけでなく、預託機関の重要性なども徐々に認識されてきたといえる。

2009年7月10日には、下院の金融サービス委員会・農業委員会が共同で開催した公聴会において、ティモシー・ガイトナー財務長官が証言した⁵。ガイトナー長官は、この証言の中で、OTCデリバティブ規制の重要性を確認し、規制改革に対する決意を改めて表明したと同時に、デリバティブ取引では影響力の大きい欧州が、米国とは別に、欧州版のソリューションを作ってしまうことを牽制した。

また、この前後に表面化したやや興味深い動きは、ボーイング、キャタピラー、3Mといった米国の事業法人が、OTCデリバティブ規制に対してロビー活動を展開しはじめたことである⁶。原材料費などの価格変動リスクをヘッジするためのOTCデリバティブ取引は、想像以上に米国企業に浸透しており、AIGのような金融機関や投機家を抑制したいからといって、一方的な規制強化はしにくいということが明らかになってきた。7月10日の下院公聴会でも、議員の一部から事業法人の立場を考慮したと思われる質問が出され、ガイトナー長官も、事業法人のヘッジ取引を規制するつもりはないとコメントせざるを得なかった⁷。

III ネイキッドなプロテクション購入制限を視野に入れたフランク委員長の提案

連邦議会が夏季休会に入る直前の2009年7月30日、下院のコリン・ピーターソン農業委員長（民主、ミネソタ州選出）とバーニー・フランク金融サービス委員長（民主、マサチューセッツ州選出）は、OTCデリバティブ規制法案の原則的な部分で合意できたとして「コンセプトペーパー」を公表した（図表1）⁸。

この中で注目されるのは、CDS契約を活用した一定のクレジットプロテクション購入取引を「投機的行為」と断じ、場合によっては取引禁止というかなり強硬なルールを導入することも視野に入れた点であろう。空売り規制の議論でよく用いられる「ネイキッド」取引、すなわちCDS契約の参照主体の証券（社債など）を保有せずにクレジットプロテクションを購入する取引について、公聴会における政府首脳や有識者の発言の範囲では強い制限を求める声は少なかったものの、特にゼネラル・モーターズのチャプター11手続き申請（6月1日）の前後に、メディアでネイキッドCDS取引が大きく取り上げられたことなどに配慮したものと思われる⁹。また、標準化されていないOTCデリバティブに対して、資本・証拠金を高めに課すという形で取引所取引へのシフトを促すというアイデアが登場したことが注目される。

⁵ <http://www.treas.gov/press/releases/tg204.htm> 参照。

⁶ “Big Companies Go to Washington to Fight Regulations on Fancy Derivatives”, *The Wall Street Journal*, 7/10/2009

⁷ “Geithner: Business Hedging Isn’t Target”, *The Wall Street Journal*, 7/11/2009

⁸ http://www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/pressbfder_073009.shtml および http://www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/otc_principles_final_7-30.pdf 参照。

⁹ 吉川浩史「GMによるチャプター・イレブンを活用した再建の行方」『資本市場クォーターリー』2009年夏号など参照。

図表 1 下院農業委員長・金融サービス委員長が合意した OTC デリバティブ規制の概要

SEC もしくは CFTC によるディーラー及び市場に対する強固な監督	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 清算機関の規制：ICE トラストの監督を連邦準備制度から SEC もしくは CFTC に移管 ❖ 取引記録の登録：全ての OTC デリバティブ取引を Trade Repository に登録 ❖ 規制上の認可：清算機関、取引所、電子取引プラットフォームは 180 日以内に関係機関に認可される ❖ 規制の調和：SEC と CFTC の立法上・規制上の権限を調和させる
清算を義務化される OTC デリバティブ取引	<ul style="list-style-type: none"> ❖ ①規制当局により、標準化されていない、適切な清算メカニズムがないと認められた取引、②取引相手の一方が「主要市場参加者 Major Market Participant」でないと認められる場合を除き、デリバティブ取引は清算機関を通じて清算されなくてはならない。
資本・証拠金規制の強化	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 取引所で取引されない、もしくは中央清算機関で清算されない非標準化取引に対して高い資本・マージンを科す
投機的行為に対する特定の措置（少なくとも右の 2 つのオプションを検討）	<ol style="list-style-type: none"> 1) 投機的取引の制限 <ul style="list-style-type: none"> ❖ 参照証券もしくはインデックスを構成する証券を保有しない、善意の (Bona Fide) 経済的利益を有さない、もしくは善意のマーケットメイカーでない場合には CDS 契約によるクレジットプロテクションを購入することを禁止する 2) 投機的ポジションの監督強化 <ul style="list-style-type: none"> ❖ 一定の投資家・ディーラーが有する CDS 契約のショートポジションについて当局にコンフィデンシャルな報告を義務付ける ❖ 不正行為の防止のため、規制当局は建玉制限を課すことができ、リスクヘッジ目的でない非ディーラーの CDS プロテクション購入を禁じることができる
他国の緩い規制から米国金融機関を保護する	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 米国規制当局は、清算機関に関する基準を含む OTC デリバティブ規制の調和について、海外の規制機関と協力する ❖ 米国財務省は、米国よりも緩い資本規制や無謀な取引を助長する規制の下にある国・地域の金融機関のアクセスを制限することを認められる
金融サービス監督カウンシルの役割	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 新たなプロダクトの権限、共管をめぐって SEC と CFTC の間で紛争が起きたときには 180 日以内に解決
執行 (Enforcement)	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 規制機関は管轄下、共同管轄下にあるプロダクトに関して、執行権限を有する

(出所) 下院金融サービス委員会プレスリリースより野村資本市場研究所作成

IV 財務省による「2009 年 OTC デリバティブ市場法案」の発表 (2009 年 8 月 11 日)

フランク・ピーターソン声明の後、8 月 11 日には米国財務省から 2009 年 OTC デリバティブ市場法案 (Over-the-Counter Derivatives Markets Act of 2009) が公表された¹⁰。財務省はすでに、①投資家保護法案 (Investor Protection Act of 2009、7 月 10 日公表)、②私募ファンド投資アドバイザー登録法案 (Private Fund Investment Advisers Registration Act of 2009、7 月 15 日)、③連邦預金取扱金融機関監督規制改革法案 (Federal Depository Institutions Supervision and Regulation Improvements Act of 2009、7 月 23 日)、④支払・清算・決済監督法案 (Payment, Clearing, and Settlement Supervision Act of 2009、7 月 23 日)、⑤大型複合金融機関破綻処理制度法案 (Resolution Authority for Large, Interconnected Financial Companies Act of 2009、7 月 23 日) を発表しており、実は OTC デリバティブ規

¹⁰ <http://www.treas.gov/press/releases/tg261.htm> 参照。

制関連法案の提示だけが遅れていたのである¹¹。財務省は、OTC デリバティブ市場法案によって「6月17日に公表したホワイトペーパーにおける提案はすべて法案の形態 (Legislative Language) に編纂された」としており、今後、2009年内に関連法案パッケージを成立させるよう議会に求めていく構えと見られる。

115 ページに及ぶ OTC デリバティブ市場法案でまず注目されたのは、その構成で、商品取引法 (CEA) と 1934 年証券取引所法の改正案が一編の法案になっていることである。CEA の改正案部分 (Subtitle A) は「スワップ市場の規制」と題され、現行 CEA に大量の条文を改廃あるいは挿入しようとしている。証券取引所法の改正に対応した章 (Subtitle B) は「証券派生スワップ (Security-Based Swap) 市場の規制」と呼ばれており、セントラル・クリアリングが義務化されるスワップ取引の定義、クリアリングに関わる機関の要件など多くの条文は Subtitle A とほぼ同一となっている。同じ法案を 2 本策定したかのような構成は、SEC と CFTC の統合が見送られたことが影響していると思われるが、結果として、依然として SEC・CFTC の役割分担は課題として残されている。例えば、CDS 市場の管轄について、財務省のマイケル・バー次官補 (金融機関担当) はメディアに対して「基本的には、ブロードベースのインデックスを参照する CDS は CFTC の管轄、個別株やナローベースのインデックスを参照する CDS は SEC の管轄となる」と説明したが、この点をめぐって、さまざまな議論や修正提案が出てくる可能性はある¹²。また、規制の対象・管轄については、非ディーラーの規制対象を大口のポジションを有する投資家・機関に限定するために新たな定義として導入した「主要市場参加者 (Major Participant)」や、連邦銀行規制当局 (OCC と OTS の統合が予定される) やプルーデンス規制当局の役割なども注目されよう。

図表 2 に示した骨子の中で注目されるのは、ピーターソン・フランク両委員長が求めたネイキッド CDS 取引に対する規制で、法案では他の市場で顕著な価格発見機能を引き起こす (あるいは影響を与える) スワップ取引に対し CFTC・SEC が建玉制限を課すことができるというアイデアを採用した (法案 723 条、同 753 条(b)項 (証券取引所法改正案 10B 条))。「顕著な価格発見機能 (Significant Price Discovery Function)」の例としては、価格連動 (Price Linkage)、裁定 (Arbitrage)、重要な価格参照 (Material Price Reference)、重要な流動性 (Material Liquidity) などが挙げられた。取引禁止規定までは導入されなかったものの、今後の CDS 取引には相当の影響が出てくる可能性もあり、市場参加者の反応が注目される。

さらに、本法案がピーターソン・フランク提案を踏襲し、標準化されていない OTC デリバティブについても取引所取引を促進するとしたこと、また電子取引プラットフォームを想定したと思われる「代替スワップ執行ファシリティ (Alternative Derivatives Execution

¹¹ 投資家保護法案には、7月16日に企業の報酬委員会に関する規定、7月21日には格付け機関に関する規定が追加されている。

¹² “Obama Unveils Plan to Oversee Derivatives Market”, *The Wall Street Journal*, 8/11/2009, “White House devises CDS regulatory jurisdiction”, *Reuters*, 8/11/2009 など参照。ただし、OTC デリバティブ市場法案には CFTC と SEC の共同の規則設定 (Joint Rule Setting) に関する規定が数多く盛り込まれている。

Facility)」というコンセプトが導入され、取引所と同じくデリバティブ取引の場として期待されていることなども注目される。

図表 2 2009 年 OTC デリバティブ市場法案の概要

OTC デリバティブ市場の規制	標準化された OTC デリバティブ取引にセントラル・クリアリングと取引所取引を求める	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 金融安定性へのリスクを低減するため、標準化された OTC デリバティブが、CFTC に規制される Derivatives Clearing Organization もしくは SEC に規制される Securities Clearing Agency によって清算されるよう求める ❖ 透明性と価格発見機能向上のため、標準化された OTC デリバティブが CFTC もしくは SEC に規制される取引所または Alternative Swap Execution Facility によって取引されるよう求める
	より多くの OTC デリバティブ取引をセントラル・クリアリング、取引所取引に移行する	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 標準化されていない OTC デリバティブに対する資本・証拠金の水準を引き上げることによって、セントラル・クリアリング及び取引所取引を促進する ❖ CFTC 及び SEC は、セントラル・クリアリング及び取引所取引を回避すべく見せかけの (Spurious) カスタマイゼーションを利用しようとする市場参加者の行為を禁じる権限を有する
	すべての OTC デリバティブ市場に透明性を求める	<ul style="list-style-type: none"> ❖ すべての関連規制当局は、OTC デリバティブの取引や個別市場参加者の建玉残高などの情報にコンフィデンシャルにアクセスすることができる ❖ 合計ベースの建玉残高や出来高に関する情報は一般に公開される
すべての OTC デリバティブディーラー及びその他の主要市場参加者の規制	規制の範囲をすべての OTC デリバティブディーラー及びその他の主要市場参加者に拡大する	<ul style="list-style-type: none"> ❖ OTC デリバティブ取引に関わる、あるいは大きなポジションを有するすべての金融機関は連邦レベルの監督・規制に服する
	すべての OTC デリバティブディーラー及びその他の主要市場参加者に対して、強固で包括的なブルーデンス規制を導入する	<ul style="list-style-type: none"> ❖ OTC デリバティブディーラー及び主要市場参加者となっている銀行は連邦銀行規制当局に規制される ❖ 連邦銀行規制当局、CFTC、SEC はブルーデンス規制・監督を行う ❖ CFTC と SEC は、事業行為・報告・記録などに関する規則を示し執行する
市場操作・詐欺その他の不正行為の防止	CFTC と SEC に市場操作・詐欺その他の不正行為を防止するのに必要なツールと情報を提供する	<ul style="list-style-type: none"> ❖ CFTC と SEC は、規制市場との関連で顕著な価格発見機能を引き起こす（もしくは影響する）OTC デリバティブ取引に建玉制限と大口取引報告要求を課す権限を有する
洗練されていない投資家の保護	洗練されていない投資家を不正行為から保護する	<ul style="list-style-type: none"> ❖ 個人・小口投資家保護のために、OTC デリバティブ取引における適格投資家の定義を強化する

(出所) 財務省プレスリリースより野村資本市場研究所作成

V 連邦議会審議の動向—下院金融サービス委員会の修正案など

9月に再開した連邦議会では、OTCデリバティブ市場法案の成立に向けた審議が活発化している。審議の鍵を握るといわれる下院金融サービス委員会では、10月2日にフランク委員長が委員会としての法案となる「ディスクッション・ドラフト」を発表し、同7日にはゲンスラーCFTC委員長、ヘンリー・フーSECリスク・戦略・金融イノベーション局長などを招いた公聴会を開催した¹³。

ここで注目されたのは、フランク委員長が自身の7月時点における姿勢を変え、8月の政府のOTCデリバティブ規制提案より「ビジネス寄り」と見られる案を示したことである。特に、事業法人などを「エンド・ユーザー」と定義し、エンド・ユーザーがリスクヘッジ目的で行うOTCデリバティブについては、清算機関を通じてクリアリングする義務を適用除外とする案は、法人における担保・証拠金の負担を軽減する意図があったとされるが、10月7日の公聴会では規制当局などからエンド・ユーザーの定義が曖昧で、規制を避ける動きが出かねないとの懸念が表明された。また、SECのフー局長は、ブロードベースの指数を対象とするスワップ取引も、SECの規制管轄下に置くことを明確化すべきとした。

下院金融サービス委員会は10月14日から15日に討議を行い、ディスクッション・ドラフトに20件を超える修正を加えた上で採択した（賛成43、反対26）¹⁴。採択された法案では、まず主要市場参加者（Major Swap Participants）について、ディーラーではないが、スワップで相当のネットポジションを持つ、もしくは他の機関との間でモニタリングを要するようなエクスポージャーを有するものと定義し、ただし、商業リスクのヘッジ目的でスワップを行うものを除外するとしている。そして、取引主体のそれぞれがディーラーもしくは主要市場参加者であるデリバティブ取引は、クリアリングが義務化されるが、カウンターパーティのどちらかがエンド・ユーザーである取引にはクリアリング義務はない（預託機関への取引報告義務は発生）とした。

また、清算機関でクリアリングされないデリバティブ取引には、清算される取引以上の資本が要求されること、またCFTCおよびSECが、ノンバンクのディーラー・主要市場参加者に対して、銀行（プルーデンス規制当局が資本規制を設定）と同等以上の資本規制を設定することが示されたが、取引カウンターパーティのどちらかがエンド・ユーザーの場合には、規制上のマージンは求められないこと、実務上必要な担保の設定についても現金以外の担保が認められることが明示された。

採択されたOTCデリバティブ市場法案は、下院本会議の審議に送られ、11月中の可決を目指すと思われるが、一方で、下院農業委員会も独自の修正案を10月下旬に採択する予定、

¹³ フランク委員長のディスクッション・ドラフトは http://www.house.gov/apps/list/press/financialsvcs_dem/discussion_draft_otc.pdf 参照。SECのリスク・戦略・金融イノベーション局（Division of Risk, Strategy, and Financial Innovation）は金融市場における新たなリスクやトレンドを分析し、SECの規制対応などについて研究することを目的に2009年9月に新設された部局。 <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-199.htm> 参照。

¹⁴ http://www.house.gov/apps/list/speech/financialsvcs_dem/markup_100809.shtml 参照。

さらには上院の銀行委員会でも修正案が提案される可能性もあるなど、最終的な OTC デリバティブ規制の姿がどのようなものになるか、当面は議会の動向が注目されよう。

VI CDS 清算機関整備の動向—ISDA/SIFMA/MFA ワーキンググループによる報告書など

一方、実際の CDS 市場では、複数の CCP が業務をスタートし、CCP を通じた清算が徐々に普及するなど、市場改革が着々と進んでいる¹⁵。例えば、すでに米国で CDS 清算業務に参入しているインターコンチネンタル取引所 (ICE) は 2009 年 7 月 29 日に、関係会社の ICE クリア・ヨーロッパを通じて欧州における CDS 清算業務を開始した。また、ドイツ取引所傘下のユーレックスも、ユーレックス・クレジット・クリアを通じて 7 月 30 日に欧州で CDS 清算業務を開始した¹⁶。

米国市場では、引き続きニューヨーク連銀が音頭をとる形で、実際には民間セクターが主体となって CDS・OTC デリバティブ市場の決済・清算インフラの整備・改善を進めている。その一環で、ニューヨーク連銀は 6 月 2 日に声明を発表し、次の市場改革の目標として①すべての OTC デリバティブ取引を CCP もしくは預託機関に記録する、②CDS のセントラル・クリアリングを 2009 年 12 月 15 日までに全市場参加者レベルに拡大する、③セントラル・クリアリングをより広範囲の OTC デリバティブ商品に拡大する、④大手ディーラーレベルでカウンターパーティリスク管理を強化する、⑤広範で透明なガバナンスを確立する、⑥自動化・標準化・未決済残高の縮小などオペレーショナルな効率性改善を継続する、の 6 点を挙げた¹⁷。

上記の②に関連して、ニューヨーク連銀は 2009 年 12 月までに「CDS 取引における顧客資産の分別管理とポータビリティ」を実現するという目標をたて、デリバティブ取引業者の団体である ISDA (International Swaps and Derivatives Association) や主要ディーラーに検討を要請した。ISDA はこれを受けて、証券業・資産運用業の団体である SIFMA (Securities Industry and Financial Markets Association) のアセットマネジメントグループ、ヘッジファンド運用会社の団体である MFA (Managed Funds Association) とともにワーキンググループを結成し、報告書「顧客の CDS ポジション及び証拠金の分別管理とポータビリティのための CDS 集中清算システムに関する提案」を 2009 年 6 月 30 日に発表した¹⁸。

ニューヨーク連銀は、ガイトナー前総裁 (現財務長官) 時代から、CDS 市場にセント

¹⁵ 金融危機前後に行われた CDS 市場改革に関する議論や取組みについて、関雄太「CDS の決済リスクを巡る議論と米国金融業界の取組み」『資本市場クォーターリー』2009 年春号参照。

¹⁶ 欧州における主要ディーラーはもともと、欧州委員会からの市場改革要請に対し、2009 年 7 月 31 日までに CCP を創設すると表明しており、この期限に間に合わせる形で 2 社の CCP が業務を開始したものである。
http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/derivatives/2009_02_17_isda_letter_en.pdf 参照。

¹⁷ <http://www.ny.frb.org/newsevents/news/markets/2009/ma090602.html> 参照。

¹⁸ “Report to the Supervisors of the Major OTC Derivatives Dealers on the Proposals of Centralized CDS Clearing Solutions for the Segregation and Portability of Customer CDS Positions and Related Margin”, 06/30/2009 (<http://www.isda.org/credit/buy-side-access.html>). 同報告書は、7 月 13 日にダドリーニューヨーク連銀総裁宛に正式に提出され、同時に日本の金融庁を含む主要国の証券監督機関にも送付された。ワーキンググループには、8 社のディーラー (ゴールドマン・サックス、JP モルガンなど) と、8 社の投資家 (アライアンスパーンスタイン、DE ショーなど) が参加し、事務局は大手法律事務所のクリアリー・ゴットリーブが務めた。

ラルカウンターパーティ（CCP）を通じた清算メカニズムを整備し、市場の透明性・安定性を向上することを目指してきた。実際に CCP の動きは進展しているわけだが、まだ一部のディーラー金融機関同士の利用が中心であるため、ヘッジファンドなどバイサイド側の市場参加者からのアクセスを拡大することが、次の政策的な課題となった。そして、一連の検討の中で、クリアリングメンバー（ディーラーなど清算参加者）が破綻した時の顧客資産の取扱が不透明なのではないか、CDS 関連のポジションや証拠金などが十分に保護されないのではないかという問題が認識されたことが、本報告書の背景となっている。

報告書の検討項目には、倒産法手続とデリバティブ契約の扱いなどに関して、かなり技術的かつ詳細な事項が並んでいる。特に、クリアリングメンバーのデフォルトの際の顧客保護に焦点を当て、①証拠金の保持・分別管理（Segregation）、②顧客資産の移転手続きの有効性（Portability）という 2 つの観点から、現在の法制度や実務を分析している。その上で、クリアリングメンバー破綻の際の CDS 証拠金取扱ルールの明確化、カストディ資産の分別保管ルールなどによる顧客資産の喪失可能性の低減、クリアリングメンバー破綻時に CCP が顧客のポジション・証拠金を移転できる能力の向上など、主として各国の倒産法に関わる法制度改革を提言している。

興味深いのは、ワーキンググループが、米国・欧州において CDS の CCP を目指す取引所、具体的にはシカゴ・マーカンタイル取引所（CME）、ICE のクリアリング子会社（米国は ICE トラスト US、欧州は ICE クリア・ヨーロッパ）、NYSE ユーロネクストグループの LCH クリアネット、ドイツ取引所傘下のユーレックス・クリアリング、フランスの LCH クリアネット SA に対して、かなり細かいヒアリングを行ったことである。規制上の CCP は、今後の制度改革実現を経てようやく確立してくるわけだが、実務レベルでの競争は先行しており、主要 CCP の座はこの 5 グループにほぼ絞られた感もあり、彼らにルールとインフラを整備させられれば分別保管等の問題はかなり解決できるということなのであろう。一方で、複数の CCP が並立することで、「レース・トゥ・ザ・ボトム」（例えば投資家を誘引するために証拠金を引き下げるなど）が発生するのではないかと、トレーダーがかえってリスクの高いポジションをとるようになるのではないかと、あるいは業界が取り組んでいるネットィングの進展が限定されてしまうのではないかと（各 CCP は現在のところ主要インデックスなど限られた CDS しか清算しないとしているため）、などの問題点も指摘されはじめたことは注目される¹⁹。

こうした CCP を巡る環境の変化を反映し、CPSS（支払・決済システム委員会）と IOSCO（証券監督者国際機構）は、2004 年に策定した「清算機関のための勧告」を見直し、OTC デリバティブの清算メカニズムに CCP を適用する際の課題や新たに登場した CCP に関わる課題を議論すべく「『清算機関のための勧告』の見直しに関する CPSS と

¹⁹ “Clearing not the cure-all for financial system woes”, *Financial Times*, 6/25/2009, “Counter insurgency”, *The Economist*, 6/27/2009 など参照。なお、CDS 取引情報を登録・記録する預託機関として現在中心的な地位を占めている Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)は、預託機関が複数設立されることによるリスクを指摘している。“DTCC warns of need for single OTC database”, *Financial Times*, 7/21/2009 参照。

IOSCO の共同ワーキンググループ」を設置することを公表している（7月20日）²⁰。

最近の動きを総合すると、CCP などの市場インフラや、大手ディーラー破綻などのリスクに弾力的に対応できる自主ルールの整備は着実に進んでおり、業界レベルでは、金融危機を教訓として、CDS 市場を健全な形で成長トレンドに復帰させたいという意識が強いように見える。一方で、徐々に具体的な姿が見えてきた米国の OTC デリバティブ規制は、ディーラーが取引所外で行うカスタマイズ化した CDS 取引を、罪悪視するとまではいかなくとも、かなり制約する内容になっている。他にも、米国司法省がマークイット（Markit）社の CDS 価格情報サービスに関する調査に乗りだしたことなどは、政府が CDS 市場におけるディーラーの役割に疑念を抱いていることを示しているようにも見える²¹。このような、ディーラーレベルでの規制を強化する路線が、CDS 市場の構造に影響を与え、かえって信用リスクの偏在を招いたり、他のクレジット市場の流動性を低下させるようなことにはならないのか、今後の議論の展開と金融市場への影響に注目していく必要がある。

²⁰ <http://www.bis.org/press/p090720.htm>（日本語は <http://www.fsa.go.jp/inter/ios/20090724.html>）参照。

²¹ Markit は、CDS など複雑な金融商品の価格情報・評価・ポストトレーディング処理関連サービスを手がける金融情報会社である。Markit の株主の中にゴールドマン・サックスなどのディーラーが入っていること、Markit が販売している CDS 気配値・インデックス情報が、株主である数社のディーラーから集めた気配値によって計算されていることなどから、米国司法省の独占禁止部は Markit の価格情報が透明性に欠けるのではないかという問題意識で調査を行っていると言われている。“Credit Swaps Investigated by U.S. Justice Department”, *Bloomberg*, 7/14/2009, “U.S. Tightens Its Derivatives Vise”, *The Wall Street Journal*, 7/15/2009, “How Markit turned from a camera into an engine”, *Financial Times*, 7/16/2009 など参照。