

難航する米国の OTC デリバティブ規制改革

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 米国では、OTC デリバティブ規制改革の実施が難航しており、CFTC は、2011 年 12 月 19 日に、ドッド・フランク法の OTC デリバティブ規制の適用期限を事実上 2012 年 7 月 16 日まで再延長する指針を公表した。
2. 適用期限の再延長は、CFTC が 2011 年 9 月～11 月に開催したオープン・ミーティングが 2 回にとどまるなど、予定通りに規則策定が進んでいなかった中で決定された。
3. 他方、米国議会では、ドッド・フランク法の修正法案の一部が、11 月に入って下院金融サービス委員会で可決されるなど新たな動きが出ている。
4. 米国の OTC デリバティブ規制改革の動向は各国の市場関係者や当局から注視されており、その進捗は国際的に大きな影響を与える可能性がある。2012 年も、米国当局の動向を注意深く見ていく必要があるだろう。

I. 難航する OTC デリバティブ規制の規則策定

米国の OTC デリバティブ規制改革が難航している。2011 年 12 月 19 日、米国の商品先物取引委員会（CFTC）は、金融制度改革法（ドッド・フランク法）の OTC デリバティブ規制の適用期限を、事実上 2012 年 7 月 16 日まで再延長する指針を公表した¹。

CFTC と証券取引委員会（SEC）を中心とする当局は、OTC デリバティブ規制の実施に必要な規則策定を行っている²。特に、CFTC は、2011 年 9 月から 11 月にかけてほぼ 2 週間に 1 回のペースでオープン・ミーティングを開催し、一気に規則策定を進める方針を示していた。

ところが、実際には規則策定は難航し、CFTC は 9 月と 10 月にオープン・ミーティングをそれぞれ 1 回開催し、2 本の最終規則と 2 本の規則案、1 本の指針案を公表するにとどまり、11 月はオープン・ミーティングを開催しなかった。この背景としては、①ポジション

¹ <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@newsroom/documents/file/federalregister122011.pdf> を参照。

² ドッド・フランク法の OTC デリバティブ規制に関しては、磯部昌吾「米国の OTC デリバティブ規制改革 - 改革の全体像と課題 -」『野村資本市場クォーターリー』2012 年冬号を参照。

制限の最終規則の採択に必要な 3 名の委員の賛成を得るのに時間がかかった、②10 月 21 日に議会上院でウィージェン氏が CFTC の委員として承認され、委員の交代に対応する必要があった、③10 月 31 日に破綻した米国の金融会社 MF グローバルの顧客資産の不足に関する調査に注力せざるを得なかったことなどが考えられる。

CFTC は、2011 年 12 月 5 日になって、MF グローバルが破綻して以降初めてとなるオープン・ミーティングを開催し、OTC デリバティブ規制に関する 2 本の最終規則と 1 本の規則案を採択した³。採択された最終規則のうち 1 本は、清算機関及び商品取引員 (FCM) が分別管理する顧客資産の投資に関する規則であり、CFTC が MF グローバル事件を背景に、顧客資産の保護強化に乗り出したといえるだろう。

CFTC による OTC デリバティブ規制の適用期限の延長は、このように当初の方針通りに規則策定が進まない中で決定された。本稿では、CFTC が 12 月 5 日に採択した最終規則と規則案の内容を確認しつつ、OTC デリバティブ規制の適用期限と遵守に向けたポイントを見ていく。

II. CFTC が 12 月 5 日に採択した最終規則と規則案

CFTC は、12 月 5 日のオープン・ミーティングにおいて、①顧客資産の投資に関する最終規則、②外国取引所の登録に関する最終規則、③取引執行義務の判断プロセスに関する規則案を採択した。

1. MF グローバルの破綻と、顧客資産の投資に関する最終規則

上場デリバティブ及びコモディティのブローカー業務等を行う MF グローバルは、2011 年 10 月 31 日に連邦破産法第 11 章 (チャプター11) の適用を申請して破綻すると、同社が分別管理していたはずの顧客資産に不足が生じていることが明らかとなった。当局あるいは管財人から、顧客資産の不足の明確な原因は明らかにされていないが、管財人は不足額が 12 億ドルに上る可能性がある⁴と発表している。

米国では、もともと、商品取引所法の下で清算機関及び FCM が分別管理する先物 (futures)・オプションの顧客の資産に関しては、商品取引所法規則 1.25 (以下、規則 1.25) が定める基準を満たす限りにおいて、①米国債、②米政府保証債、③エージェンシー債、④地方債、⑤CD、⑥CP、⑦社債、⑧米国以外のソブリン、⑨MMF に投資することが認められていたほか、顧客資産をレポ及びリバース・レポ取引に使うことができた⁵。さらに、外国先物・オプションの顧客の資産に関しては、商品取引所法規則 30.7 (以下、規則 30.7)

³ 採択された最終規則・規則案に関しては、http://www.cftc.gov/PressRoom/Events/opaevent_cftcdoddfrank120511 を参照。

⁴ “Statement from the Office of the Trustee for the Liquidation of MF Global Inc., Trustee Distributing Virtually All Property Under His Control; “Shortfall” May Be Larger Than MF Global Management Had Reported Prior to Bankruptcy”, November 21, 2011

⁵ 証券の顧客の資産の保護方法に関しては、1934 年証券取引所法規則 15c-3-3 が別途定めている。

が分別管理方法を定めているが、当該顧客の資産の投資は、規則 1.25 による投資制限の対象となっていなかった。

CFTC は、ドッド・フランク法が定める規制の格付参照規定の修正義務に基づき⁶、分別管理された顧客資産を投資に回す際の格付参照義務を廃止する規則案を 2010 年 11 月に公表した⁷。この規則案において、CFTC は、信用リスクが集中する可能性があるとして、顧客資産を、①清算機関及び FCM の関係会社とのレポ及びリバース・レポ取引と、②ブローカー・ディーラーとしても登録する FCM 自身の現金あるいは特定の証券と交換するインハウス取引に使用することの禁止などを合わせて提案していた⁸。

これに対して、業界団体や FCM などは、上記の取引は適切な規制の下で行われているなどとして禁止に反対するコメントレターを出していたが、その中には MF グローバルも含まれていたことなどから、同社の顧客資産の不足が指摘されると、規則 1.25 及び規則 30.7 の改正が注目されるようになった⁹。なお、現時点では、規則 1.25 及び規則 30.7 と MF グローバルの顧客資産の不足が関連性を持っているのかは明らかではない。

顧客資産の投資に関する最終規則では、規則 1.25 を改正し、清算機関と FCM が分別管理する顧客資産を投資できる対象から、米国以外のソブリンを除外したほか¹⁰、CP と社債への投資に関しては連邦預金保険公社 (FDIC) の時限的流動性保証プログラム (TLGP) による保証を受けているなどの条件を付けて対象を限定した。エージェンシー債に関しては、ファニーメイ債とフレディマック債への投資を、連邦住宅金融局 (FHFA) がコンサーバターシップ (財産保全人制度) あるいはレシーバーシップ (破綻管財人制度) を適用している間に限って認めるとした。また、MMF を除く投資ポートフォリオの平均残存期間を 24 ヶ月以下とし、重大な損失を被ることなく 1 営業日以内にキャッシュに転換できる高い流動性を有している証券に投資しなければならない。

他方、顧客資産を投資する場合の格付参照要件を廃止し、投資集中制限を次のように変更した。すなわち、顧客資産全体に占める投資割合を、エージェンシー債は 50%以下、CD・CP・社債はそれぞれ 25%以下、地方債は 10%以下にしなければならない。米国債への投資には集中制限がかからない。MMF に関しては、米国債のみで構成される MMF への投資には集中制限がかからない一方で、それ以外の MMF への投資に対しては、顧客資産全体の 50%以下にしなければならない。

また、単一の発行体への投資集中制限として、顧客資産全体に占める投資割合を、エージェンシー債の単一の発行体は 25%以下、地方債・CD・CP・社債の単一の発行体はそれ

⁶ ドッド・フランク法 939A 条は、連邦規制当局に対して、同法成立から 1 年以内に、各種規制のうち格付を参照しているものなどを見直し、修正することを求めている。

⁷ <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-27657a.pdf> を参照。

⁸ FCM 及び清算機関の関係会社の債務への投資は既に禁止されていた。

⁹ MF グローバルはニューエッジとともに、2010 年 12 月 2 日にコメントレターを CFTC に提出している。
<http://comments.cftc.gov/PublicComments/ViewComment.aspx?id=26597&SearchText=>を参照。

¹⁰ ただし、顧客資産が外貨建てである場合などには、FCM 及び清算機関は、CFTC に対して米国以外のソブリンへの投資を認めるよう求めることができる。

ぞれ5%以下、MMFの単一のファミリーは25%以下、単一のMMFは10%以下にしなければならない。

顧客資産を使ったレポ及びリバース・レポ取引に関しては、顧客資産を使って投資することが認められる証券を売買する限りにおいて認められる。カウンターパーティは、①米国の銀行、②FDICに加盟する外国銀行の米国支店、③証券ブローカー・ディーラー、④政府証券ブローカー・ディーラーなどに限定される。清算機関及びFCMの関係会社とのレポ及びリバース・レポ取引と、インハウス取引は禁止される。また、契約期間を1営業日以内にするか、要求に応じて契約を解消できるようにしなければならない。なお、証拠金規制に応じるために、FCMが、清算機関あるいは外国取引所が受け入れることができない顧客の担保を、これらに受け入れられる担保と交換することは認められる。

レポ及びリバース・レポ取引による証券の売買に関しては、前述の投資集中制限の換算の対象となる。また、リバース・レポ取引では単一のカウンターパーティからの証券の買入れを、顧客資産全体の25%以下にしなければならない。

このほか、外国先物・オプションの顧客の資産の分別管理を定める規則30.7を改正し、外国先物・オプションの顧客の資産の投資に関しても、改正後の規則1.25を適用する。また、ドッド・フランク法では、CFTCが管轄するOTCデリバティブをスワップとして定義しているが、スワップの顧客の資産の投資に関しても、別の規則案において規則1.25による投資制限を適用することが提案されている¹¹。

顧客資産の投資に関する最終規則は、2012年2月17日より適用され、同年6月18日までに遵守することが求められる。分別管理によって保護されているはずの顧客資産の不足は、米国のデリバティブ市場の根幹を揺るがしかねない事態である。現在もMFグローバルの顧客資産の不足に関する調査が進められており、今後、顧客資産の保護の強化に向けてさらなる対応が図られるとみられる。

2. 外国取引所の登録に関する最終規則

これまで、CFTCは、外国取引所が米国の会員及びその他参加者に対して、電子取引またはマッチング・システムへのダイレクト・アクセスを提供する場合に、CFTCに取引所（Designated Contract Market、DCM）として登録しないことを理由にエンフォースメント活動を行わない旨のノーアクション・レターを出してきた。現在、大阪証券取引所と東京金融取引所を含む外国取引所20社が、ノーアクション・レターを取得している。

ドッド・フランク法では、OTCデリバティブ規制改革とともに、同法738条において、CFTCに対して、上記の場合に当該外国取引所にCFTCへの登録を義務付けることができる権限を与えた。CFTCは、一律の登録制度の導入が、米国からダイレクト・アクセスを提供するためのプロセスの透明性と公平性を向上させるとともに、英国・オーストラリア・

¹¹ <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2011-10737a.pdf> 及び <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2010-29831a.pdf> を参照。

シンガポール・日本・ドイツを含む他国の制度との整合性を高めると判断し、米国からのダイレクト・アクセスを提供する外国取引所の登録を義務付ける最終規則を採択した。

最終規則では、DCM で上場適格となるであろう先物 (futures) ・オプション・スワップの取引に関して、米国からのダイレクト・アクセスを提供する外国取引所は登録を義務付けられる。外国取引所は、CFTC に登録するために、①取引及び清算会員制度、②取引手法、③取扱商品、④決済・清算制度、⑤当該外国取引所及び清算機関に対する規制制度、⑥当該外国取引所及び清算機関の規則とエンフォースメント、⑦CFTC と母国当局の情報共有に関する要件を満たさなければならない。

外国取引所の登録に関する最終規則は、2012 年 2 月 21 日より適用される。ノーアクション・レターを取得してダイレクト・アクセスを提供している外国取引所は、適用後 180 日以内に登録を申請しなければならない。

3. 取引執行義務の判断プロセスに関する規則案

ドッド・フランク法では、OTC デリバティブ市場の透明性を高めるために、清算機関での清算を義務付けられたスワップに対して、取引所、あるいはドッド・フランク法の下でスワップ執行ファシリティとして規制される電子取引プラットフォームでの取引執行を義務付けている。

ただし、清算義務を免除されている場合、あるいはスワップを扱う取引所あるいはスワップ執行ファシリティがない場合には、取引執行義務は課せられない。ドッド・フランク法は後者に関して、具体的にどのような状態が該当するのか定めていなかった。

今回公表された規則案によれば、取引所あるいはスワップ執行ファシリティは、毎会計年度末に、必要に応じて次の 8 項目を考慮して、当該スワップを扱うことができるかを判断しなければならない。

- ①取引を希望・準備できている買い手と売り手が存在するか
- ②取引所、スワップ執行ファシリティ、相対での取引の頻度あるいはサイズ
- ③取引所、スワップ執行ファシリティ、相対での取引高
- ④市場参加者の数とタイプ
- ⑤ビット・アスク・スプレッド
- ⑥通常時の参加企業 (resting firm) と気配値の数
- ⑦取引所あるいはスワップ執行ファシリティでの取引が、スワップ取引を促進するか
- ⑧その他

取引所あるいはスワップ執行ファシリティは、スワップを扱えるかを判断した場合には、自社のウェブサイトに掲載した上で、会計年度末から 30 日以内に CFTC に報告しなければならない。CFTC は、報告された情報をウェブサイトに掲載する。

この判断プロセスに対しては、CFTC の 2 名の共和党系委員から批判が出されている。

ソマーズ委員は、取引所あるいはスワップ執行ファシリティが曖昧な分析を行った場合でも、CFTC は拒否できなくなるだろうと指摘し、判断権限を取引所とスワップ執行ファシリティに与えるのは、米国議会の意図したことはないとしている¹²。また、オマリア委員は、取引を自市場に取り込もうとするインセンティブがある取引所及びスワップ執行ファシリティには、利益相反があると指摘している¹³。CFTC は、取引執行義務の判断プロセスに関する規則案に関して 2012 年 2 月 13 日までコメントを募集している。

Ⅲ. CFTC による適用期限の再延長と段階的な規制の遵守

1. CFTC による適用期限の再延長

ドッド・フランク法は、OTC デリバティブ規制の大部分の適用期限を 2011 年 7 月 16 日に設定していたが、CFTC は多くの規則案を最終化できず、適用期限を事実上 2011 年末まで延長していた¹⁴。しかし、その後も規則策定は難航し、現時点においても完了できていない。

CFTC は、2011 年 12 月 19 日の指針において、「スワップ」など規則策定で定義できていない用語を含むドッド・フランク法の規定の適用を、①2012 年 7 月 16 日、②関連する最終規則の適用日のいずれか早い方にまで延期するとともに、OTC デリバティブ取引に対する商品取引所法の規定の適用免除を、①2012 年 7 月 16 日、②CFTC が免除を取り下げるなどの修正をする時点のいずれか早い方まで行うことを明らかにした。

このほか、CFTC は、ドッド・フランク法の一部の規定を遵守しなくとも、最長で 2011 年末までエンフォースメント活動を行わない旨のノーアクション・レターを出していたが、この有効期限も最長で 2012 年 7 月 16 日まで延長した¹⁵。

2. OTC デリバティブ規制の段階的遵守の規則案

ドッド・フランク法の OTC デリバティブ規制への対応を考える際には、規則の適用日 (effective date) とともに段階的な遵守 (compliance) のスケジュールを合わせて考えることが必要である。ドッド・フランク法は、OTC デリバティブ市場の構造を根本的に変えようとしているが、ディーラーからエンドユーザーまでその対応能力には差がある。それゆえ、CFTC は、市場参加者の性質に応じた段階的な遵守を求める規則案を 2011 年 9 月に公表した¹⁶。

¹² <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/sommersstatement120511> を参照。

¹³ <http://www.cftc.gov/PressRoom/SpeechesTestimony/omaliastatement120511> を参照。

¹⁴ 証券取引委員会 (SEC) も、2011 年 6 月～7 月に期限を定めずに適用期限を延期することを決定している。6 月～7 月の CFTC と SEC の適用期限の延期の動きに関しては、磯部昌吾「適用期限が延期された米国の OTC デリバティブ規制」『野村資本市場クォーターリー』2011 年夏号 (ウェブサイト版) を参照。

¹⁵ <http://www.cftc.gov/ucm/groups/public/@lrllettergeneral/documents/letter/11-09.pdf> を参照。

¹⁶ <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Dodd-FrankProposedRules/ssLINK/2011-24124a> 及び <http://www.cftc.gov/LawRegulation/DoddFrankAct/Dodd-FrankProposedRules/ssLINK/2011-24128a> を参照。

段階的な遵守の対象として提案されているのは、①清算機関での清算義務、②取引所あるいはスワップ執行ファシリティでの取引執行義務、③清算機関で清算されないスワップに対する証拠金規制、④契約文書（ドキュメンテーション）に関する規制である（図表1）。これらに関しては、市場参加者を3つのカテゴリーに分け、それぞれ起点日から90～270日以内に遵守を求めることが提案されている。

例えば、清算義務に関しては、CFTCがあるスワップに清算義務を課しかつ段階的な遵守が必要であると2012年5月に判断したと仮定すると、スワップ・ディーラー同士の当該スワップの取引は同年8月、スワップ・ディーラーと従業員年金基金の取引は同年11月、スワップ・ディーラーと事業会社の取引は翌年2月まで¹⁷に清算義務を遵守しなくてはならない。

図表1 CFTCの段階的な遵守の規則案の概要

	清算義務	取引執行義務	証拠金規制	契約文書(ドキュメンテーション)に関する規制
対象	清算機関での清算義務を課されたスワップ		銀行以外のスワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者による、清算機関で清算されないスワップ取引	スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者が、清算機関以外のカウンターパーティと行うスワップ取引
段階的な遵守の実施条件	次の条件をすべて満たすとき 1) CFTCが清算義務を課すと判断する 2) CFTCが段階的な遵守が必要であると判断する	次の条件をすべて満たすとき 1) CFTCが清算義務を課すと判断する 2) 取引できる取引所あるいはスワップ執行ファシリティが存在する(注1) 3) CFTCが段階的な遵守が必要であると判断する	特になし	
起点日	CFTCが清算義務を課すと判断した日		証拠金規制の最終規則の公表日	ドキュメンテーション規制の最終規則の公表日
起点日から90日以内に遵守(カテゴリー1)	次のいずれかの者同士が取引する場合 1) (証券派生)スワップ・ディーラー 2) 主要(証券派生)スワップ参加者 3) アクティブ・ファンド		スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者が、次のいずれかの者を取引する場合 1) (証券派生)スワップ・ディーラー 2) 主要(証券派生)スワップ参加者 3) アクティブ・ファンド	
起点日から180日以内に遵守(カテゴリー2)	第三者のサブアカウントではない、次のいずれかの者同士、あるいは次のいずれかの者とカテゴリー1の者が取引する場合 1) 商品ファンド 2) 私募ファンド(アクティブ・ファンド除く) 3) 従業員年金基金 4) 主に銀行業務あるいは金融業務に従事している者		スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者が、第三者のサブアカウントではない次のいずれかの者を取引する場合 1) 商品ファンド 2) 私募ファンド(アクティブ・ファンド除く) 3) 従業員年金基金 4) 主に銀行業務あるいは金融業務に従事している者	
起点日から270日以内に遵守(カテゴリー3)	第三者のサブアカウントを含む、①カテゴリー1、2以外の者同士、あるいは②カテゴリー1、2以外の者がカテゴリー1、2の者と取引する場合		スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者が、カテゴリー1、2以外のエンティティと取引する場合	

- (注) 1. 取引するスワップ執行ファシリティあるいは取引所がない場合には、①取引できるようになった日から30日以内、②段階的な遵守における遵守日、のうちのいずれか遅いほうまでに遵守すればよい。
2. アクティブ・ファンドは、第三者のサブアカウントでなく、かつ段階的遵守の内容に応じて、①CFTCが清算義務を課すと判断する時点、②証拠金規制の最終規則の公表時点、③ドキュメンテーションに関する規制の最終規則の公表時点のいずれかの前12カ月間の月間平均の取引が20回以上の私募ファンドを指す。
3. 第三者のサブアカウントは、スワップの執行、コンファメーション、証拠金預託、清算に必要な文書の締結に、実質的所有者の承認が必要な一任勘定口座(マネージド・アカウント)のことを指す。

(出所) CFTCより、野村資本市場研究所作成

¹⁷ 事業会社との取引が、CFTCが定める清算義務の適用免除要件を満たせば、清算義務の適用が免除される。

段階的な遵守の起点日がいつになるかは明らかではないが、CFTC は段階的な遵守を求める前に関連規則の最終化が必要であるとしていることから、最長で2012年7月16日というOTCデリバティブ規制の規則の適用期限が、起点日を考える際のポイントとなると考えられる。

なお、SECは、シャピロ委員長が、ドッド・フランク法のOTCデリバティブ規制に関するすべての規則案を公表した後に、適用計画に関してパブリックコメントを募集する意向を明らかにしており¹⁸、そこで何らかの適用スケジュールが示されるのではないかと考えられる。

IV. 米国議会におけるドッド・フランク法修正の動き

当局による規則策定が難航する中で、米国議会では、2011年半ばから共和党が主導して断続的に提出していたドッド・フランク法のOTCデリバティブ規制に対する修正法案の一部が、11月に入って下院金融サービス委員会で可決されるなど新たな動きが出ている（図表2）。

これらの修正法案には、一部の民主党議員が賛成する動きが見られる。下院金融サービス委員会で11月30日に行われた、関係会社間取引をスワップの定義から除外する修正法案（HR2779）の採決では、ドッド・フランク法の起草者である民主党のフランク議員が賛成に回った。

図表2 ドッド・フランク法の修正法案の概要（2012年1月23日までの動き）

法案名	主な内容	提出日	起草者	審議状況
HR1573	適用期限の事実上2012年9月30日までの延長など	2011/4/15	共和党 ルーカス下院議員など	2011/5/4 下院農業委員会が可決(25対20) 2011/5/24 下院金融サービス委員会が可決(30対24)
HR1838	プッシュアウト条項の廃止	2011/5/11	共和党 ヘイワース下院議員	2011/11/15 下院金融サービス委員会小委員会が可決(21対12) ※民主党2名賛成
HR1840	CFTCによる適切なコスト・ベネフィット分析の実施	2011/5/11	共和党 コナウェイ下院議員など	
HR2308	SECによる適切なコスト・ベネフィット分析の実施	2011/6/23	共和党 ギャレット下院議員など	2011/11/15 下院金融サービス委員会小委員会が可決(19対15)
HR2586	スワップ執行ファンリテイの定義変更	2011/7/19	共和党 ギャレット下院議員など	2011/11/15 下院金融サービス委員会小委員会が可決(ボイス投票) 2011/11/30 下院金融サービス委員会が可決(ボイス投票)
HR2682	エンドユーザーの適用免除	2011/7/28	共和党 グリム下院議員など	2011/11/30 下院金融サービス委員会が可決(ボイス投票)
HR2779	関係会社間取引をスワップの定義から除外	2011/8/1	共和党 ステイバース下院議員 民主党 ファッジ下院議員	2011/11/15 下院金融サービス委員会小委員会が可決(23対6) ※民主党6名賛成 2011/11/30 下院金融サービス委員会が可決(53対0) ※フランク下院議員含む民主党21名賛成
HR3045	スワップ・ディーラーの業務行為規制の修正	2011/9/23	共和党 カンセコ下院議員 共和党 ギャレット下院議員	2011/11/15 下院金融サービス委員会小委員会が可決(19対14)
HR3283	域外適用の範囲の明確化	2011/10/31	共和党 ギャレット下院議員 民主党 ハイムズ下院議員	
HR3336	小規模金融機関に対する清算義務をエンドユーザーと同様の扱いにする	2011/11/3	共和党 ハーツラー下院議員	
HR3527	エンドユーザーがスワップ・ディーラーに含まれないよう定義を変更	2011/11/30	共和党 ハルトグレン下院議員など	

(出所) 米国議会図書館より、野村資本市場研究所作成

¹⁸ <http://www.sec.gov/news/testimony/2011/ts120611mls.htm> を参照。

修正法案の内容は、①ドッド・フランク法の規定の変更・追加・削除、②域外適用や関係会社間取引といったドッド・フランク法が明らかにしていなかった分野の明確化、③当局の規則策定に対する要求に大きく分けられる。いずれも、市場関係者が懸念を示していた内容の修正を図るものである。米国議会における修正法案の審議の行方が注目される。

V. 今後の留意点

米国は、国際的に先行して OTC デリバティブ規制改革を実施しようとしていたが、G20 ピッツバーグ・サミットの合意事項の履行期限である 2012 年末まで、残すところ 1 年を切った。段階的な遵守にかかる日数を考えると、2012 年末まであまり時間的な余裕はないといえるだろう。

CFTC は、①スワップと証券派生スワップの定義、②スワップ・ディーラーと主要スワップ参加者の定義と規制、③スワップ執行ファシリティに関する規則、④ボルカールール、⑤段階的遵守のスケジュール、⑥域外適用など多くの重要な規則策定を残している。

国際的な OTC デリバティブ規制改革を見ると、EU では欧州委員会が 2010 年 9 月と 2011 年 10 月に、清算機関での清算義務と取引情報の報告・保存義務を定める OTC デリバティブ規制法案 (EMIR) と、取引執行義務などを定める金融商品市場指令 (MiFID) の改正法案を公表し、欧州議会と欧州連合理事会で議論が進められている (図表 3)。EMIR は 2012 年末までの適用が目標とされている一方、MiFID の改正による取引執行義務の適用は 2015 年初になる可能性があるとみられている。

他方、日本は、2010 年 5 月に金融商品取引法を改正し、清算義務での清算と取引情報の報告・保存義務を定めた。また、2011 年 12 月 26 日には、金融庁の店頭デリバティブ市場規制

図表 3 日米欧の OTC デリバティブ規制改革の進捗状況 (2012 年 1 月 23 日までの動き)

米国	EU	日本
▼ ドッド・フランク法が 2010 年 7 月に成立、当局が規則策定中 ・ ①清算機関での清算義務、②取引所あるいはスワップ執行ファシリティでの取引執行義務、③取引情報の報告・保存義務など ↓ ▼ CFTC は、事実上 2012 年 7 月 16 日まで適用期限を延期。段階的な遵守を提案中 ▼ SEC は、期限を定めずに適用期限を延期	▼ OTC デリバティブ規制法案 (EMIR) を 2010 年 9 月に公表し、審議中 ・ ①清算機関での清算義務、②取引情報の報告・保存義務など ▼ 金融商品市場指令 (MiFID) の改正法案を 2011 年 10 月に公表し、審議中 ・ 規制市場 (取引所当)、MTF、組織化された取引施設 (OTF) での取引執行義務など ↓ ▼ EMIR は、2012 年末までの適用が目標 ▼ MiFID の改正法案の取引執行義務の適用は、2015 年初になる可能性	▼ 改正金融商品取引法が 2010 年 5 月に成立 ・ ①清算機関での清算義務、②取引情報の報告・保存義務など ▼ 店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会が、議論の取りまとめを公表 ・ ①電子取引基盤での取引執行義務、②清算機関での清算義務と取引情報の報告・保存義務の具体化の方向性 ↓ ▼ 2010 年 5 月の改正金融商品取引法の事項を、2012 年 11 月以降段階的に数年かけて適用することを想定 ▼ 電子取引基盤での取引執行義務は、制度整備後最大 3 年程度の準備期間が必要

(注) 図表中の矢印より下の内容に関しては、米国は決定事項、EU は欧州委員会の目標及び報道ベースでの見通し、日本は店頭デリバティブ市場規制にかかる検討会が公表した議論の取りまとめの内容。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

にかかる検討会が、①2010年5月の改正金融商品取引法の事項に関しては2012年11月以降段階的に数年かけて適用することを想定し、②電子取引基盤での取引執行義務に関しては制度整備後最大3年程度の準備期間が必要である、との議論の取りまとめを公表した¹⁹。

OTCデリバティブ市場は、クロスボーダーでの取引が多く国際的な繋がりが強い。米国のOTCデリバティブ規制改革の動向は各国の市場関係者や当局から注視されており、その進捗は国際的に大きな影響を与える可能性がある。2012年も、米国当局の動向を注意深く見ていく必要があるだろう。

¹⁹ 日本のOTCデリバティブ規制改革に関しては、磯部昌吾「日本のOTCデリバティブ規制改革 - 改革の具体的な方向性を示した金融庁 - 」『野村資本市場クォーターリー』2012年冬号（ウェブサイト版）を参照。