

米国の OTC デリバティブ規制改革 — 改革の全体像と課題 —

磯部 昌吾

■ 要 約 ■

1. 米国では、OTC デリバティブ規制改革が佳境を迎えている。金融危機では、CDS 市場においてカウンターパーティ・リスクが高まり流動性収縮が発生したほか、市場の透明性の低さが問題視された。
2. 金融危機を教訓として 2010 年 7 月に成立したドッド・フランク法は、OTC デリバティブに対して様々な規制を課している。
3. 具体的には、取引におけるカウンターパーティ・リスクを低下させるために、OTC デリバティブ取引に清算機関を通じた清算を義務付ける一方、清算されない場合には、証拠金の差し入れを義務付けることで清算機関での清算を促している。
4. また、市場参加者と当局の双方にとっての透明性を高めるために、①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と、②取引情報蓄積機関への取引報告を義務付けている。
5. このほか、リスクの高い取引者に対しては、登録義務や資本規制、業務行為規制、ボルカー・ルール、スワップ・エンティティのプッシュアウトなどを課している。
6. ドッド・フランク法の実施に向けた当局の規則策定は、当初の期限を達成できておらず、当局間の足並みの乱れも目立つ。加えて、ドッド・フランク法は米国外にも適用される可能性があり、国際的な調整が必要な内容も多いことから、市場に与える影響は不透明である。
7. しかし、米国の OTC デリバティブ市場が従来の姿から大きく変わろうとしているのは確かである。域外適用の内容次第では、日本の金融機関や投資家に直接影響が及ぶ可能性もあり、今後も十分に注視していく必要があるだろう。

本格化する OTC デリバティブ規制改革

米国では、店頭（OTC）デリバティブ規制改革が佳境を迎えている。金融危機を教訓として 2010 年 7 月に成立した「ドッド＝フランク・ウォールストリート改革および消費者保護法」（以下、ドッド・フランク法）は、これまで規制の対象外とされてきた OTC デ

デリバティブ市場を根本的に変化させようとしている¹。

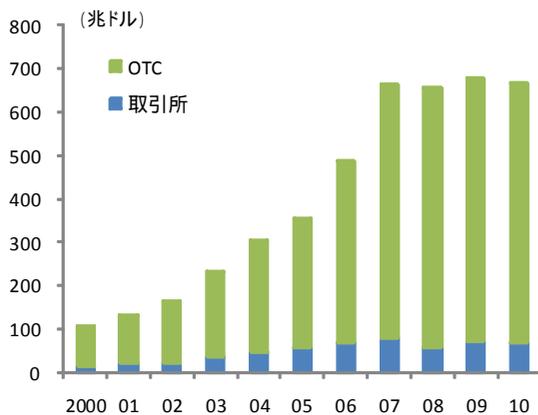
現在、商品先物取引委員会（CFTC）と証券取引委員会（SEC）を中心とする当局が、デリバティブ規制の実施に必要な詳細な規則の策定を行っている。金融機関や運用会社、年金基金、ヘッジファンド、事業会社、取引所や清算機関等の取引インフラまで幅広い市場関係者が、ビジネスモデルの変更や、リスク管理・コンプライアンス・IT システム等への対応に追われている。

デリバティブは、金融工学が著しく発展する中で拡大・変容し、金利・株式・為替・コモディティ等多様なアセットクラスにおけるリスクヘッジ手法として、金融機関から事業会社にまで幅広く利用されている。デリバティブ市場は、想定元本ベースの残高では取引所取引よりも OTC 取引のほうがはるかに大きく、2010 年末の世界の残高は 601 兆ドルに上る（図表 1、2）。

米国では、取引が金融機関等のプロ同士で行われているという理由から、2000 年商品先物近代化法によって OTC デリバティブ取引は規制の対象外とされてきた。しかし、金融危機では、クレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の OTC 取引が欧米を中心に急速に拡大する中で、リーマン・ブラザーズや AIG が経営危機に陥ると、市場参加者が互いの健全性に不信感を抱いたことでカウンターパーティ・リスクが高まり、市場流動性が急激に低下した。市場の拡大に伴い取引者と取引量が増えたことで取引関係が複雑化し、市場参加者がマーケットの状態を把握しづらくなっていたことも流動性収縮が広がる要因となった。また、当局は、誰がどの程度のエクスポージャーを持っているのが正確に把握できず対応に窮することとなった。

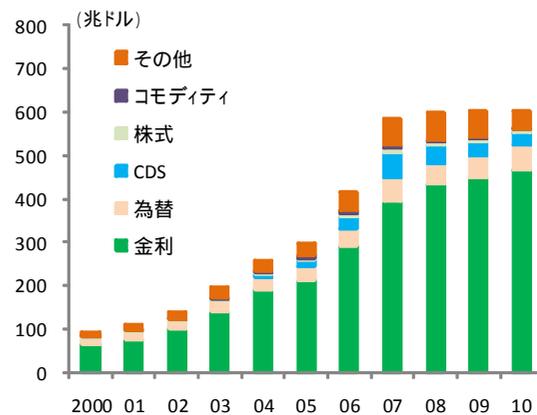
こうした背景から、ドッド・フランク法では、CFTC と SEC が OTC デリバティブに対して規制を課すこととした。具体的には、OTC デリバティブ取引の標準化を促し、清算機関を通じた清算を義務付けることによって、取引におけるカウンターパーティ・リスク

図表 1 世界のデリバティブの残高



(注) 想定元本ベースの数値。
(出所) BIS より、野村資本市場研究所作成

図表 2 世界の OTC デリバティブの残高



(注) 想定元本ベースでの数値。
(出所) BIS より、野村資本市場研究所作成

¹ ドッド・フランク法の概要については、小立敬「米国における金融制度改革法の成立 ドッド＝フランク法の概要」『野村資本市場クォーターリー』2010年夏号を参照。

を低下させる。清算機関で清算されない OTC デリバティブ取引に対しては、証拠金の差し入れを義務付けることで、清算機関での清算あるいは、清算機関での清算が可能な標準化された OTC デリバティブ取引への移行を促すインセンティブを与える。また、市場参加者と当局の双方にとっての透明性を高めるために、取引所あるいはスワップ執行ファシリティ（swap execution facility、後述）での取引執行と、取引情報蓄積機関（swap data repository、後述）への取引報告を義務付けている。

CFTC と SEC による規制の対象となる OTC デリバティブ

米国では、ドッド・フランク法以前は、適格契約参加者²（eligible contract participant）同士が、金利・外国為替・コモディティ等を原資産とするデリバティブを OTC で取引する際には、商品取引所法のほとんどの規定が適用されず、事実上規制の対象外であった。また、適格契約参加者同士が OTC で行う証券派生スワップ契約（security based swap agreement）も、1933 年証券法および 1934 年証券取引所法上の証券の定義に含まれず、証券諸法上のほとんどの規制の対象外であった。

これに対してドッド・フランク法では、OTC デリバティブは、CFTC と SEC による規制の対象となる。CFTC が、金利・外国為替・コモディティ・広範な証券インデックス（broad-based security index）等多くのアセットクラスを参照するスワップ（swap）を管轄する（図表 3）。他方、SEC は、単一の証券やローン、限定的な証券インデックス

図表 3 スワップ、証券派生スワップ、混合スワップの主な分類

スワップ(CFTCの管轄)	証券派生スワップ(SECの管轄)
<ul style="list-style-type: none"> ・金利スワップ ・外国為替スワップ(注) ・外国為替フォワード(注) ・ノンデリバブル・フォワード ・外国為替オプション ・カレンシー・スワップ ・コモディティ・スワップ ・国債を参照するスワップ ・天候スワップ ・エネルギー・スワップ ・排出量スワップ(emissions swaps) ・広範な証券インデックスを参照する配当スワップ(dividend swaps) ・広範な証券インデックスを参照するエクイティ・バリエーション・スワップ(Variance Swap) ・広範な証券インデックスを参照するCDS ・2以上のローンを参照するCDS ・ローン・インデックスを参照するCDS ・広範な証券インデックスを参照するトータル・リターン・スワップ ・2以上のローンを参照するトータル・リターン・スワップ ・上記のいずれかのスワップオプション 	<ul style="list-style-type: none"> ・シングル・ネームCDS ・限定的な証券インデックスを参照するCDS ・限定的な証券インデックスを参照するエクイティ・バリエーション・スワップ ・単一の証券を参照するエクイティ・バリエーション・スワップ ・限定的な証券インデックスを参照する配当スワップ ・単一の証券を参照する配当スワップ ・単一の証券を参照するトータル・リターン・スワップ ・単一のローンを参照するトータル・リターン・スワップ ・限定的な証券インデックスを参照するトータル・リターン・スワップ
	混合スワップ(CFTCとSECの共管)
	<ul style="list-style-type: none"> ・限定的な証券インデックスとコモディティ・インデックスを参照するコリレーション・スワップ ・外国為替ヘッジを組み込んだ単一の証券に関するトータル・リターン・スワップ

- (注) 1. 外国為替スワップ、外国為替フォワードについては、財務省がスワップの定義に含まないとの提案を公表している。
2. 限定的な証券インデックスとは、9 以下の証券で構成される等の条件を満たす証券インデックスのこと。一方、広範な証券インデックスとは、10 以上の証券で構成される等の条件を満たす証券インデックスのこと。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

² 適格契約参加者には、金融機関（銀行、保険会社、ブローカー・ディーラー）、投資信託（investment company）、総資産 500 万ドル以上の商品ファンド、総資産 500 万ドル以上の従業員年金基金、総資産 1,000 万ドル以上あるいは純資産 100 万ドル以上の企業・パートナーシップ・組織・信託・その他事業体、商品取引員（FCM）、2,500 万ドル<5,000 万ドル>以上の投資を行っている政府組織、総資産 1,000 万ドル以上の個人<1,000 万ドル以上の投資を行っている個人>等が含まれる。適格契約参加者の定義は、ドッド・フランク法によって改正されており、<>はドッド・フランク法による改正部分。

(narrow-based security index)等を参照する証券派生スワップ(security based swap)を管轄する。スワップと証券派生スワップの両方の性質を持つものに関しては、混合スワップ(mixed swap)として両当局が共同で管轄する。

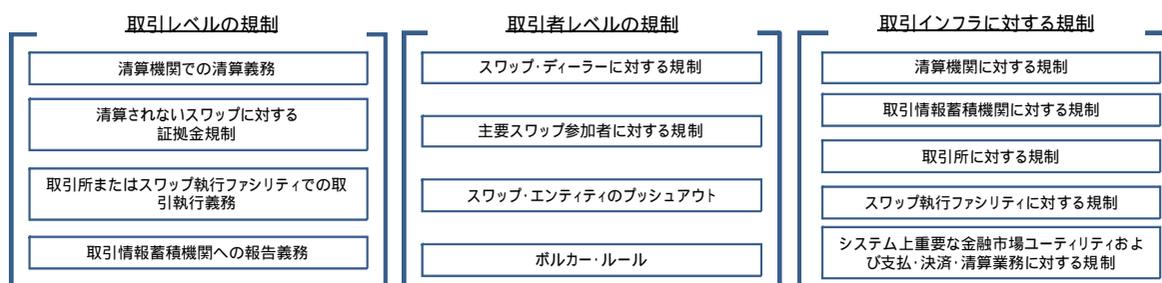
もっとも、CFTCとSECの規制内容は、完全に統一されているわけではなく、同じ内容でもそれぞれの当局で用語が異なっているものがある。例えば、清算機関は、CFTCではデリバティブ清算機関(derivatives clearing organization、以下、清算機関)である一方で、SECではクリアリング・エージェンシー(clearing agency)という用語が使用されている(用語の違いについては別表1を参照)。なお、本稿ではCFTCの規制において使用される用語を使う。

ドッド・フランク法の OTC デリバティブ規制の全体像

ドッド・フランク法による OTC デリバティブ規制は、取引レベルの規制と、取引者レベルの規制、取引インフラに対する規制に大きく分けることができる(図表4)。取引レベル及び取引者レベルの規制は、取引者の性質に応じて適用される規制が異なる。

まず、取引レベルの規制は、カウンターパーティ・リスクの低減と透明性の向上を主な狙いとし、スワップ取引を行う際には、清算機関や取引情報蓄積機関、取引所、スワップ執行ファシリティといった取引インフラの利用を義務付ける内容となっている。また、取引者レベルの規制は、リスクの高いスワップ取引を行う市場参加者の健全性を確保することを主な狙いとしている。具体的には、マーケット・メイク等の業務を行うスワップ・ディーラー、および相当規模のスワップのポジションを保有する主要スワップ参加者に対して、登録義務や、資本規制、業務行為規制等を課している。さらに、取引インフラに対しては、OTC デリバティブ市場を支える土台としての機能を損なわず健全な運営がなされるよう規制を課している。

図表4 ドッド・フランク法の OTC デリバティブ規制の概要



(出所) ドッド・フランク法より、野村資本市場研究所作成

1. 取引レベルの規制

取引レベルの規制は、清算機関での清算義務、清算されないスワップへの証拠金規制、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、取引情報蓄積機関への報告義務で構成されている（図表5）。

1) 清算機関での清算義務

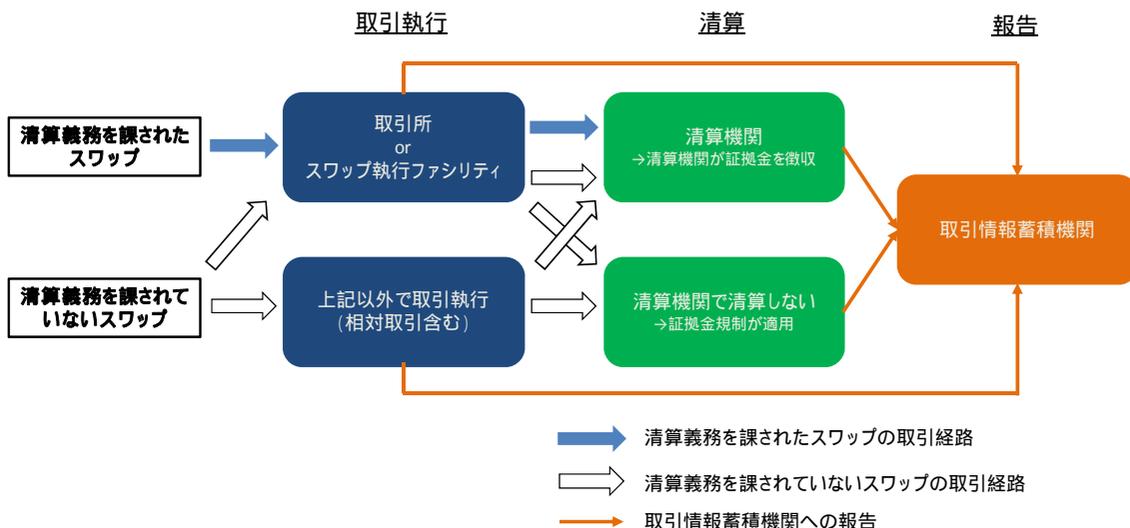
清算機関は、取引者の間に入って、売り手に対しては買い手となる一方で、買い手に対しては売り手となり、決済の保証を行う。これにより、取引者は取引相手のカウンターパーティ・リスクを気にすることなく取引できるようになる。

ドッド・フランク法では、標準化されたスワップに対して清算機関での清算が義務付けられる。もっとも、「標準化されたスワップ」の種類は明確にされておらず、具体的な清算義務の範囲は、スワップの清算サービスを提供する清算機関が提出する情報に基づいて、CFTCあるいはSECが原則90日以内に判断する（723、763条）。

つまり、あるスワップの清算義務の有無を判断するには、清算サービスを提供できる清算機関が存在するかが重要な要素となる。ドッド・フランク法の成立時（2010年7月21日）に既に清算機関で清算されているスワップに関しては、その情報がCFTCあるいはSECに対して提出されているとみなされる。また、CFTCあるいはSECが清算義務を判断する際には、市場参加者からの意見を募るため、少なくとも30日間のパブリック・コメントの期間が設定される。

なお、事業会社等の非金融事業体の取引は、リスクが低いと考えられており、次の

図表5 ドッド・フランク法の下での取引プロセス



- (注) 1.当該スワップを扱う清算機関・取引所・スワップ執行ファシリティ・取引情報蓄積機関がない場合、非金融事業体が取引する場合などはこの限りではない。
 2.スワップ契約締結後の取引情報蓄積機関への継続的な報告の際の経路は、この限りではない。
 (出所) ドッド・フランク法、CFTC 最終規則より、野村資本市場研究所作成

三つの条件をすべて満たせば清算義務の適用が免除される。すなわち、カウンターパーティの一方が、金融事業体³（financial entity）ではなく、取引を商業上のリスクヘッジ目的で行っており、スワップ契約によって発生する金融債務の履行方法を CFTC あるいは SEC に通知することである。

また、CFTC および SEC は、清算機関が扱っていないスワップに関して、清算義務を課すべきかを継続的にレビューする。脱法防止のために、清算義務を課すべきスワップを清算する清算機関がない場合には、調査の上、適切な証拠金あるいは資本規制を課すことを含む必要な措置を取ることが義務付けられている。ただし、CFTC 及び SEC には、清算機関の財務上の健全性（financial integrity）を脅かすスワップの清算を求める規則を策定する権限は与えられていない。

清算に利用する清算機関を決定する主体は、次のようになる。まず、清算義務を課されたスワップに関しては、スワップ・ディーラーあるいは主要スワップ参加者と、それ以外の主体との間で取引が行われる場合には、後者が利用する清算機関を選択する権利を持つ。一方、清算義務を課されていないスワップに関しては、後者が清算機関での清算を行うかを判断し、清算を行う場合には利用する清算機関を選択する権利を持つ。

2) 清算されないスワップへの証拠金規制

ドッド・フランク法は、清算機関の活用あるいは清算対象取引への移行を促すインセンティブを与えるため、スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者が清算機関で清算されないスワップを取引する場合には、より厳格な証拠金規制を課すこととした（731、764 条）。

ただし、証拠金規制は、取引主体の性質によって異なるものが適用される。すなわち、スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者である銀行等の証拠金規制の規則は、連邦準備制度（FRB）や、連邦預金保険公社（FDIC）、通貨監督庁（OCC）等の健全性規制当局が策定する一方で、スワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者であるノンバンクの証拠金規制の規則は CFTC あるいは SEC が策定する。OCC は、健全性規制当局の証拠金規制の規則の施行によって、年間で約 2 兆ドルの当初証拠金が必要となると推計しており⁴、銀行にとって大きなコスト要因となると見られている。また、当初証拠金として差し入れるキャッシュや米国債への需要が増加することから、国債市場やレポなどの短期金融市場に影響を与える可能性もある。

3) 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

OTC デリバティブ市場は、透明性が低い上に、大手ディーラーによって市場が寡

³ 金融事業体とは、スワップ・ディーラー、主要スワップ参加者、商品ファンド、私募ファンド（ヘッジファンド、PE ファンド等）、従業員年金基金、主に銀行業務あるいは金融業務に従事している者のいずれかのことを指す。

⁴ OCC, “Unfunded Mandates Reform Act Impact Analysis for Swaps Margin and Capital Rule”, April 15, 2011

占状態にあり十分に競争が行われていないと言われてきた。そこで、ドッド・フランク法では、取引所取引に近い取引手法の利用を促すことで価格透明性を向上させ、競争の促進と取引コストの低下につなげようとしている。

具体的には、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（723、763条）。ただし、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、あるいは清算義務を免除されている場合には取引執行義務は課せられない。

スワップ執行ファシリティは、複数の参加者によるビッド・オファーを受け入れ、スワップを取引執行する能力を有する取引システムまたはプラットフォームであり、当事者間のデリバティブの執行を促進するものであって、かつ取引所として指定されていない取引施設が含まれる（721、761条）。定義は曖昧であるが、スワップ執行ファシリティは、スワップ取引における多様な注文執行サービスの登場と電子取引システムの台頭を促進すると言われている。他方、主に大手金融機関が提供している、特定のディーラーとの取引を行うシングルディーラー・プラットフォームは、スワップ執行ファシリティとして認められない可能性が高いことから、OTC デリバティブの取引手法が今後大きく変わると言えるだろう。

4) 取引情報蓄積機関への報告義務

ドッド・フランク法は、取引執行義務に加え、取引情報蓄積機関への取引情報の報告を義務付けることによって、市場参加者と当局の双方にとっての透明性を高めようとしている。取引情報蓄積機関は、収集した取引情報を記録・保管し、当局が直接その情報にアクセスできるようにすることで、OTC デリバティブ市場の規制監督に必要な情報を提供する。また、取引情報蓄積機関は、市場参加者に対しても、市場流動性の低下を考慮しかつ取引者が特定されない形にする等の条件の下で、リアルタイムで価格と取引高を含む取引情報を公表する。

清算機関での清算の有無に関わらず、スワップ取引を行った場合には、原則、取引情報を取引情報蓄積機関に報告することが義務付けられる。取引情報蓄積機関への報告主体や内容に関しては、CFTC の最終規則では、スワップの取引に関するすべての情報を当局が把握できるよう、スワップ契約成立時と、その後の契約終了までの間の二段階に分けた報告が提案されている。

第一に、スワップ契約成立時の報告項目には、各アセットクラスに応じた基本的な契約条件やコンファメーション・データがあるほか、LEI (legal entity identifier) と、商品の ID (unique product identifier)、個々の取引の ID (unique swap identifier) も含まれている。LEI に関しては、SIFMA や AFME など世界の 13 の業界団体が共同で

2011 年 5 月に提言を行っているほか⁵、商品の ID に関しては ISDA が 2011 年 4 月に公表した標準的なデリバティブ商品の電子的な記述を行う構想の中で、商品に ID を振ることを提案している⁶。

第二に、スワップ契約成立後から契約終了までの期間には、バリュエーション・データを取引情報蓄積機関に報告するとともに、スワップ契約成立時に報告した基本的な契約条件に変更が生じた場合にも報告する。基本的な契約条件は変更が生じたときに報告するのではなく、変更の有無に関わらず定期的に報告することも認められる。

取引情報蓄積機関に集まった情報に対して、CFTC あるいは SEC は電子的に直接アクセスできるようになる（728、763 条）。金融安定監督カウンスル（FSOC）や健全性規制当局、司法省、外国の金融当局といった他の当局も、CFTC あるいは SEC に対して通知の上、取引情報蓄積機関に集まった情報を規制監督に利用できる。

また、取引情報蓄積機関は、価格と取引高を含む取引情報をリアルタイムで市場参加者に対して公表する役割も担う。CFTC の最終規則は、一部のブロック取引等を除いて、市場流動性の低下を考慮しかつ取引者が特定されない形にする等の条件の下で、スワップ執行ファシリティあるいは取引所から取引情報を送られた取引情報蓄積機関が、取引情報をリアルタイムで公表することを求めている。他方、スワップ執行ファシリティあるいは取引所で取引執行されないスワップに関しては、カウンターパーティが取引情報蓄積機関に取引情報を報告し、取引情報蓄積機関がリアルタイムでその情報を公表するとしている。

2 . 取引者レベルの規制

ドッド・フランク法は、リスクが高い取引者に対しては、取引レベルの規制に加えて、別途取引者レベルの規制を課している（図表 6）。

図表 6 取引者に対する主な規制

規制される主体		主な規制内容
金融事業体	スワップ・ディーラー	清算・取引執行・報告義務、証拠金規制 登録義務 資本規制、業務行為規制 スワップ・エンティティのプッシュアウト
	主要スワップ参加者	清算・取引執行・報告義務、証拠金規制 登録義務 資本規制、業務行為規制 スワップ・エンティティのプッシュアウト(注2)
	その他の金融事業体	清算・取引執行・報告義務
非金融事業体		清算・取引執行・報告義務 ただし、条件を満たせば、清算・取引執行義務が免除される

(注) 1 上記の規制以外に、銀行と FRB 監督下のノンバンク金融会社に対してはボルカー・ルールが適用される。

2. FDIC に加盟する銀行に対しては適用されない。

(出所) ドッド・フランク法より、野村資本市場研究所作成

⁵ LEI に関しては、小立敬・神山哲也「システミック・リスク把握を目的とする取引主体識別システム (LEI) の構想」『野村資本市場クォーターリー』2011 年夏号を参照。

⁶ ISDA, “Product Representation for Standardized Derivatives, White Paper”, April 14, 2011

金融事業体のうち、スワップ・ディーラーと、主要スワップ参加者は、リスクの高い活動をしているとみなされ、登録義務や資本規制、業務行為規制など様々な取引者レベルの規制が課される（図表7）。

スワップ・ディーラーは、自らスワップのディーラーと称する者、スワップのマーケット・メイクを行う者、通常の業務の一環として自己の勘定でカウンターパーティと定期的にスワップ取引を行う者、一般的にスワップのディーラーあるいはマーケット・メーカーの取引として知られている業務に従事している者、のいずれかとして定義される（721、761条）。ただし、FDICに加盟する銀行が、顧客のローンの組成に関連して顧客にスワップ取引のオファーを行う限りにおいては、スワップ・ディーラーであるとみなされない⁷。

他方、主要スワップ参加者は、スワップ・ディーラーではなく、かつ、相当のポジション（商業上のリスクヘッジ等を除く）を有している者、米国の金融の安定に深刻な悪影響を与えるであろうカウンターパーティ・エクスポージャーを生じるスワップを保有する者、連邦銀行監督当局による資本規制に従っておらずかつ自己資本に比して高いレバレッジを有し、相当のポジション（商業上のリスクヘッジ等を含む）を有する金融事業体、のいずれかとして定義される（721、761条）。誰が主要スワップ参加者となるかはあまり明らかになっていないが、ディーリング業務を行っておらずかつ大口のポジションを持っている銀行や、保険会社、ヘッジファンド、運用会社、年金基金、ソブリン・ウエルス・ファンドなどが該当する可能性があると考えられる。

図表7 スワップ・ディーラー及び主要スワップ参加者に対する主な規制

清算・取引執行・報告義務 清算機関で清算されないスワップに対する証拠金規制 ・銀行の場合は健全性規制当局、それ以外の場合はCFTCあるいはSECが規則を策定 CFTCあるいはSECへの登録義務 資本規制 ・銀行の場合は健全性規制当局、それ以外の場合はCFTCあるいはSECが規則を策定 取引・ポジション・財務状況の報告と、業務の記録保存 日次での取引の記録（メール、電話録音、インスタントメッセージを含む）、取引の復元を行えるオー ディット・トレイル（取引履歴の記録システム）の管理 業務行為規範の遵守 ・カウンターパーティが適格契約参加者の基準を満たしていることの証明義務 ・スワップの重大なリスクや利益相反などに関する情報をカウンターパーティに対して開示する義務 タイムリーかつ正確なコンファメーション、プロセッシング、ネットティング、ドキュメンテーション、バリュエー ションに関連してCFTCあるいはSECが定める規則等の遵守 取引の監視、適切なリスク管理体制の構築、取引や管理体制に関する情報の当局への開示 市場の調査・分析を行う者の業務が、トレーディング、プライシング、清算に関与する者の監督などから 分離されることを確保するための、利益相反防止制度の整備 独占禁止法上の観点から、不合理な取引制約や、取引あるいは清算に関して競争を阻害する賦課を かけることの禁止 チーフ・コンプライアンス・オフィサーの任命 スワップ・エンティティのプッシュアウト

（出所）ドッド・フランク法より、野村資本市場研究所作成

⁷ 証券派生スワップに関しては、この規定が設けられていない。

ボルカー・ルールとスワップ・エンティティのプッシュアウト条項

ドッド・フランク法は、銀行が政府の保護下にある預金等を使ってリスクの高い活動を行うことを制限するために、銀行、銀行持株会社及びその子会社がデリバティブを含む自己勘定取引を行うことを禁止するボルカー・ルールを定めている（619 条）。ただし、取引が、完全に（solely）米国外で行われ、かつ米国で設立された銀行等によって間接・直接に支配された銀行等によるものでなければ適用免除となる。また、FRB 監督下のノンバンク金融会社は、デリバティブを含む自己勘定トレーディングを行うことを禁止はされないものの、追加的な自己資本と量的な制限が課される。

また、ドッド・フランク法は、リスクの高いデリバティブ取引を行うスワップ・エンティティが、FDIC の預金保険や FRB のディスカウント・ウィンドウ等の連邦による支援（federal assistance）を受けることを禁止するプッシュアウト条項（あるいはリンカーン条項と呼ばれる）も定めている（716 条）。スワップ・エンティティとは、スワップ・ディーラーと主要スワップ参加者のことを指す。もっとも、プッシュアウト条項はややテクニカルな適用除外規定があることから、米国銀行と外国銀行でその影響が異なる可能性があると言われている。

主要スワップ参加者でありかつ FDIC に加盟する銀行に対しては、プッシュアウト条項は適用されない。すなわち、FDIC に加盟する銀行は、スワップ・ディーラーでない限り、スワップ・エンティティを分離する必要はない。また、プッシュアウト条項は、FDIC に加盟する銀行のスワップ業務が、銀行業務に直接関連するリスクヘッジ、金利や国法銀行に投資が認められる貸出・財務省証券・エージェンシー債・外国通貨・市場性のある投資適格な債務証券等の資産を参照するスワップ（清算機関で清算されない CDS は除く）に限定されているときにも適用されない。このことから、実際には多くの銀行がプッシュアウト条項の適用の対象外になるとみられる。

ただし、プッシュアウト条項の適用除外規定は、FDIC に加盟している銀行であることが条件となっていることから、FDIC に加盟していないことが多い外国銀行の米国支店は適用除外規定の条件を満たしていないことになると言われている。これについては、プッシュアウト条項の起草者であるリンカーン上院農業委員長（当時）が文言上の瑕疵であったことを認める証言を議会で行っているが⁸、現時点で修正等はなされておらず、プッシュアウト条項が外国銀行に与える影響は不透明である。

3 . 取引インフラに対する規制

ドッド・フランク法が描く新たなデリバティブ市場が機能するかは、取引インフラが健全に運営されるかに係っている。それゆえ、清算機関、取引情報蓄積機関、取引所、スワップ執行ファシリティといった取引インフラが健全に運営されるよう、これらに対して CFTC あるいは SEC への登録や基本原則（コア・プリンシプル）の遵守を義務付け

⁸ Congressional Record , Senate, July 15, 2010 , S5903-S5904

ている⁹。

米国と欧州市場において、現在 OTC デリバティブを扱う清算機関と取引情報蓄積機関をアセットクラス別にまとめると図表 8 のようになる。CFTC は、監督する清算機関の数が 17 社¹⁰から今後 20~21 社に増加すると予想している¹¹。

取引情報蓄積機関に関しては、米国の証券預託機関である DTCC が、複数のアセットクラスにおいて取引情報蓄積機関を設立する計画である。DTCC は、既にクレジット・デリバティブでは同社のトレード・インフォメーション・ウェアハウス (TIW) が世界の取引の 98% をカバーし、エクイティ・デリバティブにおいても 2010 年 8 月にエクイティ・デリバティブ・レポーティング・レポジトリ (EDRR) の運営を開始している。また、DTCC は、2011 年 5 月と 6 月に、ISDA が主導する金利デリバティブとコモディティ・デ

図表 8 OTC デリバティブの主な清算機関と取引情報蓄積機関

アセットクラス	清算機関	取引情報蓄積機関
金利	LCHクリアネット・スワップクリア (英) CMEクリアリング (米) IDCG (International Derivatives Clearing Group) (米) ユーレックス (独) アジアクリア (シンガポール) 日本証券クリアリング機構 (日本、計画) 香港証券取引所 (香港、計画) 韓国取引所 (韓国、計画) NYPC (米、計画) CMEクリアリング・ヨーロッパ (英、計画) ナスダックOMXスワップクリア・ノルディック (スウェーデン、計画) KDPW CCP (ポーランド、計画)	トライオプティマ (スウェーデン) REGIS-TR (ルクセンブルク) DTCC (英)
クレジット	ICEクリア・クレジット (米) ICEクリア・ヨーロッパ (英) CMEクリアリング (米) LCHクリアネットSA (仏) 日本証券クリアリング機構 (日本)	DTCC TIW (Trade Information Warehouse) (米) REGIS-TR (ルクセンブルク、計画)
エクイティ	ユーレックス (独) LCHクリアネット (英) NYSE Liffe (英) CDCC (カナダ) BM&F Bovespa (ブラジル) オプションズ・クリアリング・コーポレーション (米、計画)	DTCC EDRR (Equity Derivatives Reporting Repository) (英) REGIS-TR (ルクセンブルク、計画)
コモディティ	CMEクリアポート/CMEクリアリング・ヨーロッパ (米英) LCHクリアネット (英) NYSE Liffe (英) ICEクリア・ヨーロッパ (英) ナスダックOMXストックホルムAB (スウェーデン) アジアクリア (シンガポール)	DTCCとEFETnet (計画) ICE (計画) REGIS-TR (ルクセンブルク、計画)
為替	CMEクリアリング (米) BM&F Bovespa (ブラジル) クリアリング・コーポレーション・オブ・インド (印) 香港証券取引所 (香港、計画)	REGIS-TR (ルクセンブルク) DTCCとSWIFT (計画)

(注) “CME, Ice to launch repositories rivalling the DTCC”, Risk.net, August 15, 2011 によると、扱うアセットクラスは不明だが、CME も取引情報蓄積機関の設立を計画している。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

⁹ ドッド・フランク法は、SEC に登録する清算機関と取引所に対する基本原則は定めていない。

¹⁰ 2011 年 10 月現在で CFTC に登録している清算機関は、CME クリアリング、CME クリアリング・ヨーロッパ、ICE クリア US、ICE クリア・クレジット、ICE クリア・ヨーロッパ、クリアリング・コーポレーション、LCH クリアネット、インターナショナル・デリバティブズ・クリアリングハウス (IDCH)、ニューヨーク・ポートフォリオ・クリアリング (NYPC)、NYMEX クリアリング・ハウス、オプションズ・クリアリング・コーポレーション、シカゴ商品取引所 (CBOT)、北米デリバティブズ取引所、天然ガス取引所 (NGX)、カンザスシティ取引所クリアリング・コーポレーション、MGE クリアリング・ハウス、キャンター・クリアリングハウス。これらには取引所取引の清算を行っている清算機関も含まれる。

¹¹ “Testimony Before the House Committee on Appropriations, Subcommittee on Agriculture, Rural Development, Food and Drug Administration, and Related Agencies, Chairman Gary Gensler” March 17, 2011

リバティブの取引情報蓄積機関の設立に向けたパートナーとして選ばれている（コモディティは EFETnet と共同）。DTCC 以外には、ICE も 2011 年 8 月にコモディティ・デリバティブの取引情報蓄積機関を設立すると発表したほか、CME が取引情報蓄積機関を設立するとの報道も出ている¹²。

このほか、欧州ではスペイン証券取引所の証券決済機関である Iberclear とクリアストリームの合併会社で、EU のデリバティブ規制に対応する取引情報蓄積機関となることを目指す REGIS-TR が、金利デリバティブと為替デリバティブの取扱いをそれぞれ 2010 年 12 月と 2011 年 12 月から始めており、今後対象を他のアセットクラスにも拡大する方針を示している。Regis-TR は米国においても取引情報蓄積機関として登録する意思があると言われている¹³。

他方、スワップ執行ファシリティのなり手には、インター・ディーラー・ブローカー、情報ベンダー、取引所、その他新規参入業者が関心を示している。CFTC が 2011 年 3 月に開催したスワップ執行ファシリティのショーケース（展示会）と題するパブリック・ミーティングには、図表 9 に掲げた 17 社が参加し、これらがスワップ執行ファシリティの参入予備軍であると見られる。CFTC は、30～40 社がスワップ執行ファシリティの登録申請を行うと予想している¹⁴。

またドッド・フランク法では、金融市場が適切に機能するかは、清算および決済が効率的かつ安全に行われるか次第であると考えの下、特に、清算・決済機関と、金融機関が行う清算・決済業務に対する監督の強化を図っている。具体的には、FSOC が、支払・決済・清算機関としてのシステム上重要な金融市場ユーティリティ（financial market utility）と、システム上重要な支払・決済・清算機関を指定できる（804 条）。指定に向けたプロセスはまだ始まっていないが、LCH クリアネットは、2010 年 12 月に FRB と行った会合において、システム上重要な金融市場ユーティリティに指定される可能性があることを自ら認めている¹⁵。

図表 9 CFTC 主催のスワップ執行ファシリティのショーケースに参加した業者

・ BGCパートナーズ	・ ODEX
・ ICAP	・ パリティ・エナジー
・ タレット・プレボン	・ トレードウェブ
・ GFIグループ	・ ツールマークス
・ トラディッション・ノースアメリカ	・ ノーダル・エクスチェンジ
・ FX all	・ エリス・エクスチェンジ(注1)
・ ジャベリン・キャピタル・マーケッツ	・ CMEグループ
・ マーケットアクセス	・ インターコンチネンタル取引所
・ ブルームバーグ	

(注) エリス・エクスチェンジは CFTC に取引所としての登録を申請中。
(出所) CFTC より、野村資本市場研究所作成

¹² “CME, Ice to launch repositories rivalling the DTCC”, *Risk.net*, August 15, 2011

¹³ “Obstacles facing dealers' dream of a global OTC data repository”, *Risk*, Sep 5, 2011

¹⁴ 前掲注 11。

¹⁵ “Meeting between federal reserve staff and representatives of LCH.Clearnet and rich feuer group”, December 15, 2010

FSOC からシステム上重要であるとして指定された金融市場ユーティリティまたは支払・清算・決済業務に対しては、FRB のリスク管理に関する規則が適用される。ただし、CFTC あるいは SEC の管轄下にある清算機関あるいは金融機関の業務が指定された場合には、CFTC あるいは SEC がリスク管理基準等の追加的な規制を定めることができる。

このほか、ドッド・フランク法では、FSOC に指定された金融市場ユーティリティのシステム上の重要性を鑑み、緊急時には、FRB が、財務省と協議した後に在籍理事の過半数の賛成が得られれば、FRB のディスカウント・ウィンドウを通じて、FSOC に指定された金融市場ユーティリティに対して資金供給を行うことができるようになっている。

今後の課題

1. 適用期限の延期と当局間の足並みの乱れ

ドッド・フランク法は、OTC デリバティブ規制に関する規則策定の大半を 2011 年 7 月 16 日までに行うことを義務付けていた。しかし、当局の規則策定はこれに間に合わず、CFTC は事実上 2012 年 7 月 16 日まで適用期限を延長した一方、SEC も明確な日付を定めずに適用期限を延長している¹⁶。

規則策定を急ぐ中で、当局間の足並みの乱れも目立つ。例えば、CFTC は、2011 年 4 月と 5 月にスワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者であるノンバンクに対する証拠金規制と資本規制の規則案を公表したが、SEC はいずれも公表していない。加えて、健全性規制当局が 4 月に公表したスワップ・ディーラーおよび主要スワップ参加者である銀行等に対する証拠金規制と資本規制の規則案は、域外適用や、証拠金の算出方法、非金融事業体の扱い等多くの部分で CFTC の規則案と内容が異なっている。この上、SEC がさらに異なる規則案を公表するとすれば、かなりの混乱が生じる可能性がある。

また、規制の適用時期が当局間で一致するかも不透明である。CFTC は、清算義務、取引執行義務、証拠金規制、ドキュメンテーション規制に関して、市場参加者の性質に応じて規制の段階的遵守を提案している¹⁷一方で、SEC などの他の当局は段階的遵守に関する具体的な方針を現時点では示していない。

2. 域外適用の可能性

ドッド・フランク法のデリバティブ規制の影響を懸念する声は米国内に留まらない。クロスボーダー取引にも、米国の規制が適用される可能性があるからである。ドッド・フランク法 722 条(d)は、米国の商業活動に直接的あるいは重大な繋がり・影響がある場合、

¹⁶ 適用期限の延期に関しては、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）及び「難航する米国の OTC デリバティブ規制改革」『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。

¹⁷ 前掲注 16。

ドッド・フランク法の規定からの脱法を防ぐために CFTC が定める規則・規制に反する場合のいずれかを満たさない限りは、デリバティブ規制を米国外の活動には適用しないと規定しているが、具体的にどのような米国外での活動がこれらに該当するのか明確にされていない。

仮に、クロスボーダー取引にドッド・フランク法が適用されるとなると、米国内での取引と同様に、清算義務、取引執行義務、取引情報蓄積機関への報告義務、証拠金規制等を課される可能性がある。また、クロスボーダー取引においてディーリング活動を行っている、あるいは相当規模のポジションを保有している場合には、米国外の取引者がスワップ・ディーラーあるいは主要スワップ参加者とみなされる可能性がある。

域外適用に関しては、米国内からも懸念する声が上がっている。健全性規制当局の証拠金規制の規則案では、米銀の外国支店・子会社が外国のカウンターパーティと取引する際にも証拠金規制を適用するとしたからである。これに対しては米銀が強く反対しているほか、シューマー上院議員（民主党）ら超党派の議員 18 名が、米銀の国際競争力を低下させるとして、規則案の見直しを要求する書簡を関係当局に送付するなど議会でも反発が出ている¹⁸。なお、CFTC の証拠金規制の規則案には、域外適用に関して特に何も書かれていない。

CFTC と SEC は共同で、2011 年 8 月にドッド・フランク法の適用に関連する国際問題に関するラウンドテーブルを開催して業界関係者から意見を聞く機会を設けた。また、ゲンスラー CFTC 委員長は、デリバティブ規制の域外適用の鍵となるドッド・フランク法 722 条(d)の適用計画を作成し、2011 年秋にパブリック・コメントを求めると発言していたが¹⁹、2012 年 1 月 19 日時点ではまだ公表されていない。

3 . 把握するのが困難な規制の影響

ドッド・フランク法のデリバティブ規制が、デリバティブ市場に与える影響の全体像を現時点で分析するのは次の四つの理由から極めて困難になっている。

第一に、コスト発生要因が多数存在する。まず、清算義務が適用されるか否かでコスト発生要因が変わる。清算義務を課されたスワップを取引するには、清算機関に証拠金を差し入れる必要があるほか、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において取引コストがかかる。他方、清算機関で清算されないスワップには、清算機関での清算を促すために加重的な証拠金規制が課される。取引情報蓄積機関への報告に関しても、金融機関のシステム対応や取引情報蓄積機関の運営にコストがかかる。このほか、スワップ・ディーラーあるいは主要スワップ参加者の場合には、資本規制や業務行為規制等の遵守や、プッシュアウト条項とボルカー・ルールに関連する組織再編など取引者レベルの規制への対応にもコストがかかる。

¹⁸ “NY lawmakers urge regulators to reconsider derivatives rule that would hurt U.S. competitiveness”, May 18, 2011

¹⁹ “Testimony before the u.s. house committee on agriculture, Washington, DC, Chairman Gary Gensler”, June 21, 2011

もっとも、清算義務を課された場合には、清算機関での清算によってカウンターパーティ・リスクの低下が見込めるほか、取引所取引あるいはそれに近い取引形態に移行することで相対取引よりも価格競争が働くことが予想されるなどコスト低下要因もある。総じてコストが純増減のいずれとなるかは、今後確定される詳細な規則内容と各取引インフラの取り組み次第であろう。

第二に、不確定な要素が多い。例えば、清算義務の対象となる商品が明確ではないことが、清算・取引執行・報告義務に向けた準備を難しくしていると言われている。さらに当局間の規則策定の調和が不十分なために、同じ分野で複数の規制対応を迫られる懸念がある。

第三に、他国の規制との整合性が取れていない。国際的には、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 年末を目指して、各国がデリバティブ規制の整備を進めている。日本では、2010 年 5 月に金融商品取引法等の改正が行われ、2012 年 11 月 19 日までに清算機関での清算義務等が適用される予定である²⁰。また、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ところである。

仮に米国が日本や EU に先行してデリバティブ規制を適用するにしても、クロスボーダー取引等において国際的な調整を要する課題が多く生じる可能性がある。具体的には、清算義務を課される商品が国際的に一致するのか、複数の国で清算義務等を負った場合にどの国の規制に従えばよいのか、海外の規制当局に認められた取引インフラの利用は認められるのかといった点などに課題があるのではないと思われる。

第四に、他の分野の規制と合わせた複合的な影響がある。2013 年から適用が開始される予定のバーゼルでは、銀行は、適格清算機関に対するデフォルト時エクスポージャーに通常よりも低い 2% というリスクウェイトを適用することが提案されている²¹。それゆえ、利用する清算機関が、適格であるか否かでバーゼルの資本賦課の水準が変わってくる。

以上のように、様々な不確実性があり、国際的な調整が必要な内容も多いことから、ドッド・フランク法のデリバティブ規制が市場に与える影響は、現時点では極めて見えにくい。しかしながら、清算機関やスワップ執行ファシリティ、取引所、取引情報蓄積機関といった取引インフラの利用が義務化されることで、米国の OTC デリバティブ市場が従来から大きく変わろうとしているのは確かである。取引インフラの運営業者はそこに商機を見出そうと動いているほか、大手金融機関もデリバティブ関連ビジネスを今後も逃すまいと対応を進めている。米国の OTC デリバティブ規制改革の影響は、域外適用の内容次第では、日本の金融機関や投資家に直接影響が及ぶ可能性もあり、今後も十分に注視していく必要があるだろう。

²⁰ 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。

²¹ バーゼル に関しては、小立敬・磯部昌吾「バーゼル III: 包括的な銀行規制改革パッケージの概要」『野村資本市場クォーターリー』2011 年冬号を参照。

別表 1 ドッド・フランク法のデリバティブ規制の主な用語

分類	本稿での名称	説明	CFTC	SEC
商品	スワップ	CFTCが管轄(金利スワップ、外国為替スワップ、コモディティスワップ、広範な証券インデックスを参照するCDSなど)	swap	-
	証券派生スワップ	SECが管轄(シングルネームCDS、限定的な証券インデックスを参照するCDSなど)	-	security based swap
	混合スワップ	スワップと証券派生スワップの両方の性質を持つもの	mixed swap	
プレーヤー	スワップ・ディーラー	次のいずれかの者 自らスワップのディーラーと称する者 スワップのマーケット・メイクを行う者 通常の業務の一環として自己の勘定でカウンターパーティと定期的にスワップ取引を行う者 一般的にスワップのディーラーあるいはマーケット・メーカーの取引として知られている業務に従事している者	swap dealer (SD)	security based swap dealer (SBSD)
	主要スワップ参加者	次のいずれかの者 相当のポジション(商業上のリスクヘッジ等を除く)を有している者 米国の金融の安定に深刻な悪影響を与えるであろうカウンターパーティ・エクスポージャーを生じるスワップを保有する者 連邦銀行監督当局による資本規制に従っておらずかつ自己資本に比して高いレバレッジを有し、相当のポジション(商業上のリスクヘッジ等を含む)を有する金融事業体	major swap participant (MSP)	major security based swap participant (MSBSP)
	スワップ・エンティティ	次のいずれかの者 (証券派生)スワップ・ディーラー 主要(証券派生)スワップ参加者	swap entity	
	金融事業体	次のいずれかの者 (証券派生)スワップ・ディーラー 主要(証券派生)スワップ参加者 商品ファンド 私募ファンド(ヘッジファンド、PEファンド等) 従業員年金基金 主に銀行業務あるいは金融業務に従事している者	financial entity	
	適格契約参加者	次の者が含まれる 金融機関(銀行、保険会社、ブローカー・ディーラー) 投資信託(investment company) 総資産500万ドル以上の商品ファンド 総資産500万ドル以上の従業員年金基金 総資産1,000万ドル以上あるいは純資産100万ドル以上の企業・パートナーシップ・組織・信託・その他事業体 商品取引員(FCM) 2,500万ドル<5,000万ドル>以上の投資を行っている政府組織 総資産<投資額>1,000万ドル以上の個人 <>はドッド・フランク法による修正後の定義	eligible contract participant	
取引インフラ	清算機関	-	derivatives clearing organization (DCO)	clearing agency (CA)
	スワップ執行ファシリティ	ドッド・フランク法上規制される電子取引プラットフォーム	swap execution facility (SEF)	security based swap execution facility (SB SEF)
	取引所	-	designated contract market (DCM)	national securities exchange
	取引情報蓄積機関	デリバティブの取引情報を収集・記録保管する機関	swap data repository (SDR)	security based swap data repository
	金融市場ユーティリティ	金融機関間または金融機関と第三者との間の、資金・証券・その他金融取引の移動(transfer)・清算・決済することを目的としたマルチラテラルなシステムを管理または運営する者	financial market utility (FMU)	
当局	健全性規制当局	FRB、FDIC、OCC、農業信用庁(FCA)、FHFA	prudential regulator	
規制の名称	スワップ・エンティティのプッシュアウト条項(リンカーン条項)	スワップ・エンティティが、FDICの預金保険やFRBのディスカウント・ウィンドウ等の連邦による支援を受けることを禁止するドッド・フランク法の条項	swap pushout rule (Lincoln provision)	
	ボルカー・ルール	銀行等が、デリバティブを含む自己勘定取引を行うことを禁止する、ヘッジファンドとPEファンドに投資等を行うことを禁止するドッド・フランク法の条項	Volcker rule	

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成