

ドッド＝フランク（DF）法と OTC デリバティブ取引規制

佐賀卓雄

要 旨

2010年7月21日に成立したDF法は、サブプライム問題を発端とした今回の金融システム危機を受けて、その包括的な改革を目指した野心的なものである。特に特徴的なことは、これまで一貫して金融機関の業務規制が緩和されてきたのに対して、ボルカー・ルールに象徴される業務規制の強化を掲げていることである。

その目的は金融システム危機の再発防止にあるが、そうであれば金融機関の監督体制の効率化を高めるための組織の再編、シャドー・バンキング・システムの資金調達を中心とするレポ市場、そして今回の危機に関連した住宅金融の問題、特にファニメイ、フレディマックのGSEの改革問題がほとんど取り上げられていないのは片手落ちであり、奇異な感じがする。

それはともかく、DF法の最大の功績はOTCデリバティブに対して初めて本格的な規制を課したことにある。元々は今回の危機に関連してCDS取引の残高が膨大に積み上がり、そのデフォルトの危険性が金融システム全体を震撼させかねないことが直接の契機であったが、次第にOTCデリバティブ全体の規制へと拡大していった。規制はOTCデリバティブ全般にわたっているが、その眼目は透明性の向上とカウンターパーティ・リスクのコントロールにある。透明性の向上は取引についての報告義務を課すことによってエクスポジヤの把握を容易にすることである。それによって、監督機関が実態を把握し迅速に適切な対応を採ることが可能になる。また、カウンターパーティ・リスクのコントロールについては、CCPへの清算を集中させることによって、OTCの相対取引という性格からくる個別業者の破綻がシステムック・リスクに転嫁するのを防ぐとともに、担保や証拠金を縮減して効率性を高めることを意図している。

現状はそれには程遠い状態ではあるが、国際的にもOTCデリバティブ規制に

向けた取組みが進捗しており、今後の動向が注目される。

目 次

はじめに

1. DF 法の内容
2. DF 法の意義

3. OTC デリバティブ取引の規制

4. OTC デリバティブ取引規制の進捗状況

おわりに

はじめに

2010年7月21日に成立したドッド=フランク法(以下、DF法と略。正式名称は、The Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act)は、直接には2007年秋以降のアメリカのサブプライム問題を発端としその後世界的に拡大深化していった金融システム危機を背景に、全面的な金融システムの見直しによって危機の再発を防止することを目的としている。したがって、金融規制改革は単にアメリカだけに止まらず、G20やFSBなどの国際的機関や、EU、イギリスの主要先進国でも歩調を合わせて同時に取り組まれてきた。

先行して成立をみたDF法は、それまでの改革論議を踏まえながらも、広範かつ包括的な改革の実現を目指し、「1930年代の改革以来、最も野心的で広範囲にわたる金融規制の見直し」¹⁾と評価されている。確かに、システムミック・リスクの顕在化を防ぐことを目的とした「システムミック・リスク・レギュレーター」の創設、消費者・投資家保護の強化を目的とした「消費者金融保護局(Bureau of Consumer Financial Protection)」の創設、およびシステム上重要な金融会社に対するより厳しい規制の賦

課や「ボルカー・ルール」の導入などは、新たな金融規制改革の内容に相応しいものといえる。また、長年の懸案であった格付制度の見直しや経営者報酬に対する規制の強化も重要な点として評価できよう。さらに、今回の金融危機の深化にともない注目されたCDSに対する規制も特筆される。これに関連する議論は次第にOTC(店頭)デリバティブ全体に拡張され、DF法においてその透明性の向上、リスク管理の徹底が規定されるに至った。これまで、店頭デリバティブ取引はプロ同士の取引であり、市場の規律に任せるべきだという市場機能重視の立場からまったく規制の対象外になっていたから、この変化は重大であり、今後、市場構造や金融機関の経営に大きな影響を及ぼす可能性がある。

本稿では、DF法の背景、内容、およびその意義を評価し、その重要な柱の一つであるOTCデリバティブ取引規制の内容と意義について検討する。

1. DF法の内容

アメリカの2000年代は、ITバブルの崩壊を背景として、エンロンを始めとした企業の不正会計処理の露見にともなう資本市場に対する投資家の不信感の蔓延をもって幕を開けた。これ

に対して、会計監査人、格付会社、アナリストなどのフィナンシャル・ゲートキーパーの機能強化、企業の内部統制システムの構築を義務づけたサーベンス・オクスレー (SOX) 法が2002年7月に制定された。

その後、内部統制システムの構築にともなうコスト負担がアメリカ資本市場の国際競争力を低下させているのではないかという問題提起がなされ、財務省を始めとして、ニューヨーク市、米国商業会議所、および民間団体がこれらの問題について報告書を取りまとめた。しかし、2007年後半から住宅価格の低下にともないサブプライム住宅ローンの延滞率が上昇し始めると、それらを組み込んでいた証券化商品に大きな評価損が発生し始めた。そして、さらに事態が深刻化し、ついには大手金融機関の経営を直撃し、2008年9月にリーマン・ブラザーズが破綻することによって、独立系5大投資銀行はすべて姿を消すという歴史上稀にみる危機的状況を経験することになった。

このような深刻な事態を受けて、金融システムの改革をめぐる論議も、国際競争力強化を目的とした規制体系の見直しから、危機の再発防止を最優先する性格へと変化していった。具体的には、それまで銀行業の二元免許制、複雑に入り組んだ監督体制、またSECとCFTCの統合問題など、規制・監督体制の効率性が議論の中心であったものが、システムック・リスクの発現の防止、破綻計画の策定、大手金融機関の業務制限などへと関心が大きく変化したのである。

DF法は元々はオバマ政権の構想として財務省が2009年6月17日に公表した「金融規制改革—新たな基盤—」(*Financial Regulatory Reform -A New Foundation-*、以下、「ホワイ

ト・ペーパー」と略)を基に、上下院において金融システム改革の草案作りの議論が積み重ねられ、多くの修正が加えられた。そして、上院法案と下院法案の調整を図る両院協議会を経てDF法案に一本化され、2010年6月30日に下院、7月15日に上院を通過し、大統領署名に至ったのである。この間、議会における民主党と共和党の勢力分布のために当初の内容から変化した部分も多く、またボルカー・ルールのように後に付け加えられた条文もある。

DF法は草案の段階で全体で2,300ページを越える膨大なものであり、16編から構成されている(図表1を参照)。第1編において金融安定監督カウンシル(Financial Stability Oversight Council, FSOC)の創設が規定されているように、DF法はシステムック・リスクの監視を最優先の課題として掲げている。FSOCは財務長官を議長として各規制当局の長で構成されるが、「システム上重要な金融機関」(systemically important financial institutions, SIFI)を特定し、厳格なブルーデンス規制を課する権限を有する。また、システムック・リスクについての情報の共有を目的として財務省内に「金融調査局」(Office of Financial Research)が設置される。

その他、重要な規定をあげると、第7編でデリバティブの透明性とアカウンタビリティの向上が規定され、初めて今回の金融システム危機に多大の影響を及ぼしたCDSが規制の対象にされた。商品取引所法に規定する「スワップ」と1934年証券取引所法に規定する「証券派生スワップ」(securities-based swap)を新たに定義し、前者をCFTC、後者をSECの規制下に置くことにした。また、銀行からのデリバティブ部門の分離(元々は「リンカーン修正条項」

図表1 DF法の構成

- 第1編 金融安定
 - サブタイトルA 金融安定監督カウンスル (Financial Stability Oversight Council)
 - サブタイトルB 金融調査局 (Office of Financial Research)
 - サブタイトルC ノンバンク金融会社と銀行持株会社に対する監督権限
- 第2編 秩序だった清算の権限
- 第3編 通貨監督官、預金保険公社、および連邦準備理事会への権限の移譲
- 第4編 ヘッジ・ファンドなどのアドバイザーの規制
- 第5編 保険
- 第6編 銀行および貯蓄金融機関の規制の改善
- 第7編 ウォール街の透明性と説明責任
 - サブタイトルA OTC スワップ市場の規制
 - サブタイトルB 証券ベース・スワップ市場の規制
- 第8編 支払い、クリアリング、セトルメント
- 第9編 投資者保護と証券規制の改善
 - サブタイトルA 投資者保護の強化
 - サブタイトルB 規制と救済の強化
 - サブタイトルC 格付機関の規制の改善
 - サブタイトルD 資産証券化プロセスの改善
 - サブタイトルE 説明責任と経営者報酬
 - サブタイトルF SECの運営の改善
 - サブタイトルG コーポレート・ガバナンスの強化
 - サブタイトルH 地方債
 - サブタイトルI 公開会社会計監督委員会 (PCAOB)、ポートフォリオ・マーージニング
 - サブタイトルJ SECの予算
- 第10編 消費者金融保護局
 - サブタイトルA 消費者金融保護局
 - サブタイトルB 消費者金融保護局の一般的権限
 - サブタイトルC 消費者金融保護局の固有の権限
 - サブタイトルD 州法の保護
 - サブタイトルE エンフォースメントの権限
 - サブタイトルF 機能と人員の移動；経過措置
 - サブタイトルG 規制の改革
 - サブタイトルH 他の法律との調整
- 第11編 連邦準備システム
- 第12編 中心的な金融機関へのアクセスの改善
- 第13編 返済法 (Pay It back Act)
- 第14編 モーゲッジ改革および反略奪的貸付法
 - サブタイトルA 居住用モーゲッジ・ローン組成基準
 - サブタイトルB モーゲッジの最低基準
 - サブタイトルC 高コスト・モーゲッジ
 - サブタイトルD 住宅相談局 (Office of Housing Counseling)
 - サブタイトルE モーゲッジ・サービシング
 - サブタイトルF 評価業務
 - サブタイトルG モーゲッジの清算と修正
 - サブタイトルH その他
- 第15編 その他
- 第16編 内国歳入法1256条契約

と呼ばれていたが、DF 法では「スワップ・プッシュアウト条項」と呼んでいる)が規定されており、この条項は金融機関への影響が非常に大きいと予想されている。

また、監督機関の再編については、今回は大きな変更は行われなかった。連邦レベルでの貯蓄金融機関 (S&L) を監督する貯蓄金融機関監督庁 (OTS) を廃止した他、これまで州レベルでの規制しかなかった保険業界を監視する連邦保険庁 (Federal Insurance Office, FIO) を財務省内に設置したに止まり、従来から指摘されてきた銀行の連邦と州の二元監督体制の見直しは先送りされた。また、消費者保護および投資家保護の強化のために、新たに FRB 内に「消費者金融保護局」(Bureau of Consumer Financial Protection) が設置された。さらに、2009年6月の財務省の「ホワイト・ペーパー」においては SEC と CFTC に対してそれぞれの規則についての調整に関して9月30日までに議会に報告することを求めたが、この時点では、将来的には SEC と CFTC の統合の方向性が示されていた。しかし、その後、両者が取りまとめた報告書においては共同諮問委員会 (Joint Advisory Committee) を設けることが提案された²⁾。

さらに、重要な規定としては、「トゥー・ビッグ・トゥ・フェイル」の終焉があげられる。この中には、銀行および銀行持株会社に対してヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの投資・スポンサー、自己売買の禁止を定めた「ボルカー・ルール」も含まれるが、システム上重要な金融会社、総資産500億ドル以上の銀行持株会社に対して厳格なブルーデンス規制 (リスクベースの自己資本規制およびレバレッジの制限、統合的リスク管理の

構築、破綻処理計画の作成など)を課すること、秩序だった清算手続きの導入、FRB の危機時の対応に対する規定である連邦準備法13条(3)項の厳格化などが定められた。それ以外では、ヘッジ・ファンドに対する規制、証券化に対する規制、役員報酬、コーポレート・ガバナンスの改善についての規定がある。

このように、DF 法は極めて包括的な金融規制改革を目指したものであるが、その具体化は11の監督機関による約250に及ぶ規則制定に委ねられている。このうち、SEC は95、CFTC は61の規則の制定が必要といわれている。しかし、法案の各条文の運用細則を決める規則制定の過程で、関連業界の巻き返しも激しくなっており、オバマ政権が金融規制改革の所期の目的を達成できるかどうか注目される。

2. DF 法の意義

DF 法は極めて広範囲にわたる金融規制改革を目指した野心的なものであるが、その意義と限界を明らかにするためには、同法が取り上げなかった分野に注目することが有効である。

まず第一に、システミック・リスクについて発現の防止体制を構築したことは評価されるものの、金融システム全体の歴史的な変化についての分析が十分に踏まえていないのではないかという疑問が残る。個別にはヘッジ・ファンドなどに対する規制を設けたものの、シャドー・バンキング・システムと呼ばれる、FRB へのアクセスや預金保険制度というセーフティ・ネットの外部で成長してきた金融システム全体について新たな規制体系を構築する方向が明示されていないのである。

特にこのことが象徴的に現れているのが、レポ市場の規制についてまったく触れられていな

いことであろう。多くの分析が明らかにしているように、ベア・スターンズやリーマン・ブラザーズなど、大手投資銀行の経営破綻はレポ市場でのヘアカットの上昇や借換えの困難を直接の契機にしていた³⁾。したがって、危機の再発防止の観点からは、レポ市場や ABCP 市場などの大手金融機関の資金調達市場について金融規制体系上の位置づけの明確化が必要である。この問題については金融危機への対処を迫られた FRB が手探りでシャドー・バンキング・システムの評価を模索しているのが現実である⁴⁾。

第二に、DF 法が危機の再発防止を最優先の課題としているにもかかわらず、今回の危機の震源であり、実質的に国有化された、住宅金融に関連したファニメイ、フレディマックの政府保証機関 (government-sponsored enterprises, GSE) についてまったく俎上に載せられていないことである。この政府保証の拡大については、FRB の投資銀行保有資産の買い上げや信用供与の拡大にともなうモラルハザードの問題も十分には検討されていない。

第三に、システミック・リスク発現の予防という観点から、金融安定監督カウンシルを新たに設け、監督対象を預金保険取扱金融機関からシステム上重要な金融会社にまで広げ、より厳格なブルーデンス規制 (より高いリスクベースの自己資本規制、統合的リスク管理の構築、レゾリューション・プラン (破綻処理計画) の作成、与信制限など) またボルカー・ルール (ヘッジ・ファンド、プライベート・エクイティ・ファンドの投資・スポンサー、自己売買の禁止、および負債シェアで10%を越える大規模金融機関の統合の禁止) を課することにした。さらに、仮に大手金融機関が破綻した場合

でも、納税者の負担を避けるために、秩序だった清算手続きをあらかじめ定め、財務省内に清算ファンド (orderly liquidation fund) を設けた。

しかし、万が一これでも対応できない事態が発生した場合にはどうするのかについては言及されていない。おそらく今回のように、相対的に機動的に対応できる FRB の資金供与の拡大に頼らざるをえないことが予想される。ところが、DF 法においては FRB の緊急融資についての条件が厳格化されたため、今回のように FRB の資金を機動的に供給することが難しくなった⁵⁾。かくして、納税者の負担を回避するという最大目標は達成できないことになるどころか、危機防止じたいも危うくなりかねないことになる。

最後に、これにも関連するが、結局のところ、DF 法が既に施行されていれば今回の危機は防止できたのかどうかである。以上の検討から、これに対する判断は悲観的なものにならない。

3. OTC デリバティブ取引の規制

DF 法は極めて広範囲にわたる分野に規制を課しているが、その内の450ページを費やしているのが OTC デリバティブの規制であり、DF 法の最も成功した分野の一つであるといわれている⁶⁾。その主要な内容は図表2に整理されているが、最初にこれまでの OTC デリバティブの規制についての経緯をみよう。

1974年の商品先物取引所法の改正によって創設された商品先物取引委員会 (Commodity Futures Trading Commission, CFTC) は、すべての商品のみならず、将来の受渡しが行われている、または、行われることになるすべての

図表2 DF法におけるOTCデリバティブの規制

1. 初めて OTC デリバティブ市場に対して規制を拡大。ただし、FX デリバティブ (フォーワード、スワップ) は除外
2. デリバティブのデフォルトについては、依然、処理が不明確
3. クリアリングハウスの管理 クリアリングハウスは清算する商品について、契約条件、手数料、マージン・メソッド、日々の価格、数量、取組高、ガバナンス構造、利益相反等について一般に開示することを求められる。クリアリングハウスは最低限の市場、信用、流動性リスクに備えた担保となる資金を保持することが求められる。
4. 清算されないスワップ
5. 透明性 すべてのデリバティブ・ポジションを「スワップ取引情報機関 (swap data repository)」に報告することを求めている。
6. 倒産の摘要除外 (bankruptcy exemption) 証券派生スワップはカウンターパーティが破産した時には、レポ取引として取り扱われるため、倒産の摘要除外になる。
7. 担保の分別
8. デリバティブ市場におけるシステム上重要な金融機関 主要なスワップ参加者およびスワップ・ディーラーは CFTC、または SEC への登録が求められ、ポジション制限を含む業務行為規則が課せられる。
9. ポジション・リミット、ポジションの説明、大口取引の報告
10. 最低投資要件 デリバティブ取引はいわゆるボルカー・ルールという「自己勘定取引」(proprietary trading) ではないファンドの資本の 3% およびティア 1 資本の 3% 以下という制限の対象外である。
11. レバレッジの制限
12. リンカーン制限条項 (716 条)
13. 「最後の貸手」支援の禁止
14. 海外のプラットフォーム
15. 国際的協調

[出所] Acharya V. V., Shachar O., and Subrahmanyam, "Regulating OTC Derivatives", In Acharya V. V et al (ed.) [2011]

サービス、権利および利益を含む「商品」(commodity) について、市場と指定した取引所でその会員を通じて取引を行うことを義務づけている。この「商品」の定義は漠然としており曖昧であったが、当時は取引の対象となる商品も農産物などに限られていたため混乱が生じることはなかった。しかし、1970年代になると、先物取引のコンセプトが次々と金融商品に応用され始めると、金融先物取引の管轄権限をめぐって SEC と CFTC の間で調整が必要になってきた。

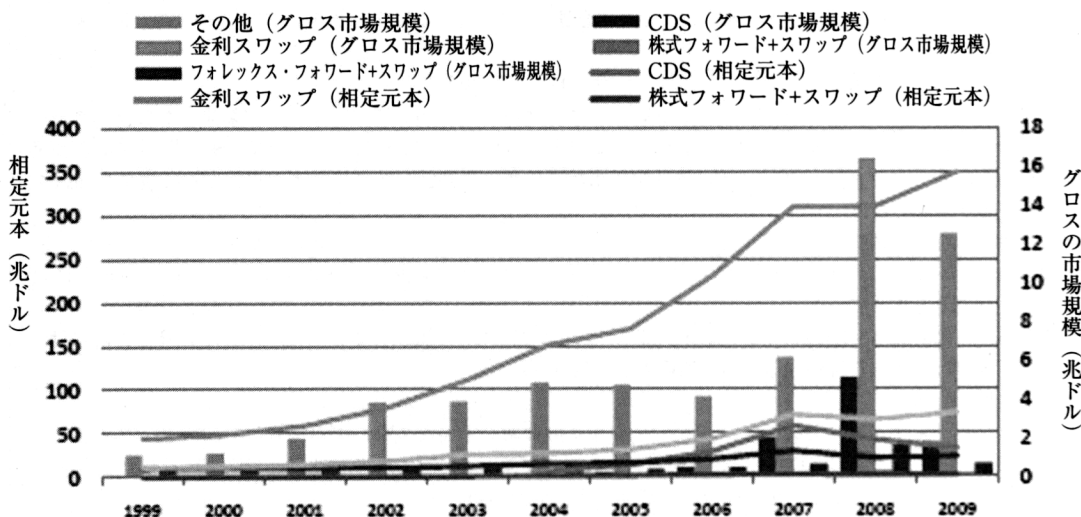
結局、1981年に両監督機関の間でシャドーションソン合意 (Shad-Johnson Accord) (各委員会の委員長の名前) が成立し、証券を原資産としたオプションについては SEC が、先物

については CFTC が管轄権限を持つことになった。

2000年代中頃からデリバティブ取引の残高が急増しているが、その大部分は金利スワップ取引であった (図表3, 図表4参照)。アメリカでは、1994年頃にカリフォルニア州オレンジ郡、P&G、ギブソン・グリーティングなどが大きな損失を計上し、OTC デリバティブの規制が問題になったが、この頃までは、特に規制問題は提起されなかった。

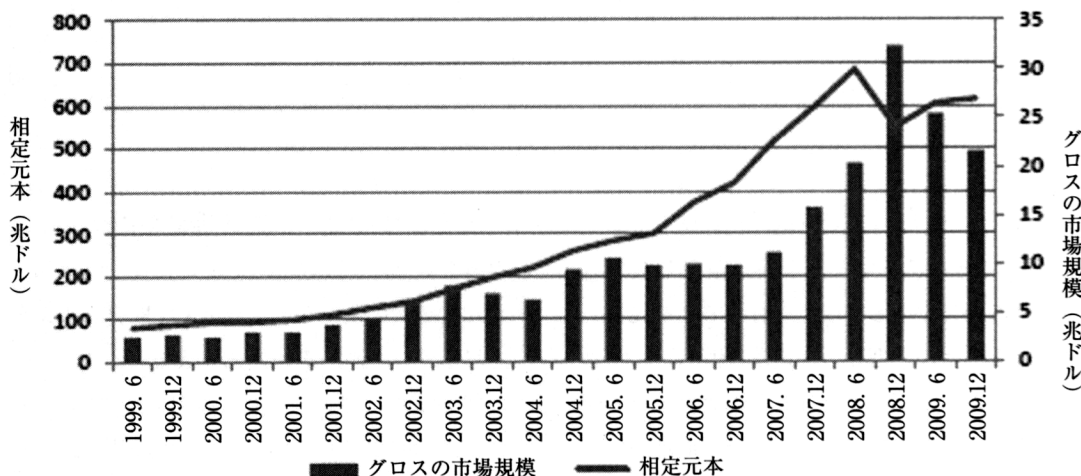
1998年に、当時の CFTC 委員長のブルックスリー・ボーン (Brooksley Born) は規制当局の目の届かないところでデリバティブのポジションが積み上がり、金融システム全体に危険が及ぶのを懸念して OTC デリバティブの規制

図表3 OTCデリバティブの想定元本残高と取引の内訳



[出所] BIS

図表4 国際デリバティブ市場の想定元本残高とグロスの市場規模



[出所] BIS

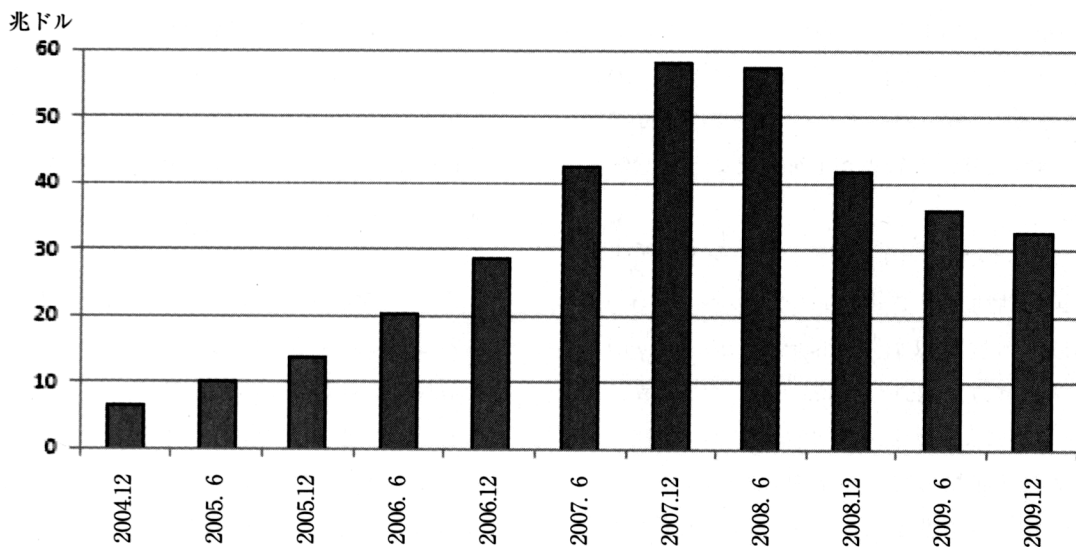
を検討することを求める。

これに対して、FRB議長アラン・グリーンズパン、財務長官ロバート・ルービン、同副長官ラリー・サマーズなど、熱烈な市場機能重視派で占められていた政府、規制当局は、プロ同士の市場を不必要な規制で縛りつけることは市

場の革新と効率性を損なうとして、規制停止法案を可決する⁷⁾。

結局、2000年商品先物現代化法 (Commodity Futures Modernization Act, CFMA) はプリンシプル・ベースでの規制を採用し、OTCデリバティブを規制の適用除外にした。個別株

図表 5 CDS の想定元本残高



〔出所〕 BIS

やナロー・ベースでのインデックスの先物取引について証券取引所や先物取引所での取引を認め、これらについては両者の所管とした。

ところで、1990年代に一部の自治体や企業がデリバティブ取引によって大きな損失を被ったことや、98年にヘッジ・ファンドのLTCMが過大なレバレッジにより破綻したことを受けて、デリバティブの規制が問題になっていたことは事実である。しかし、この時点では今回大きな問題となったCDS (credit default swap) の取引残高は微々たるもので、それが規制問題を提起した訳ではなかった。

CDSの原型は1994年にJPモルガン（・チェース）が開発した。最初はそれほど注目されなかったが、次第にBISの自己資本規制を回避する有効な手段として普及していった。また、そのカウンターパーティになれば、保証料を得ることができたから、滅多に起きないデフォルトの可能性を無視して、AIGのように

収益源としてCDSを大々的に取引する業者も現れた。

CDSの想定元本は2001年には8億ドルに過ぎなかったが、06年には26兆ドル、08年には62兆ドルに急増した。しかし、世界的な金融市場の混乱が深刻化するにつれ、取引参加者がカウンターパーティ・リスクに過敏になっているため、09年以降、取引額は減少している（図表5参照）。

2007年から09年にかけての金融システム危機はOTCデリバティブ市場が抱える二つの重要な問題を明らかにした⁸⁾。第一に、新しい商品、サービスなどの開発が主としてOTCデリバティブ市場で行われる一方で、それらのポジションがバランスシートに反映されないために、金融機関は果敢にレバレッジを高めリスクを取る傾向が強く、何らかの規制が必要との認識が強まった。

第二に、OTCデリバティブは定義上、業者

間での取引であるため、中央市場のようなものがなく、市場参加者も規制当局もエクスポジャについての正確な情報を持っていない。このことはカウンターパーティ・リスクの実態が把握できず、リスク管理が不可能なことを意味する。

CDS のポジション解消には、一方の当事者を第三者に交代させる「ノベーション」(novation), 「反対取引」(offsetting transaction), 「早期解約」(early termination) があるが、反対取引によるポジション解消はグロス・ベースの CDS 市場の規模を水増しさせることになる。グロスの想定元本から反対取引を差し引いた「ネット想定元本」(net notional amount) では市場全体のリスク量はグロス・ベースの 1 割程度に圧縮されるという分析がある⁹⁾。

いずれにしろ、リスクについての正確な情報が欠けているのが現状である。

ベア・スターンズ、リーマン・ブラザーズ、そして AIG の破綻に至る過程で問題になったのは、このような不透明さを原因として取引相手に対して疑心暗儀になり、市場じたいが機能不全の状態に陥ったことであった。

かくして、DF 法はこれらの問題に対処するために、広範囲にわたるデリバティブ取引規制を設けた(図表 2 を参照)。第一に、すべてのデリバティブ取引について、「取引情報蓄積機関」(trade repository, TR) に取引情報を報告することを求め、透明性の向上を図っている。

第二に、中央清算機関(Central Counterparty, CCP)での清算の集中を義務づけた。CCP での清算に適さないデリバティブ取引については自己資本規制における高い資本賦課を求めることにより、標準化されたデリバティブへの移行を促すことにしている。

OTC デリバティブは取引当事者間の相対取引であるため、外部からは個々の業者のエクスポジャは分からない。このため、いったん市場で信用不安が発生すると、市場参加者が取引相手を信用できず、市場じたいが円滑に機能しなくなる。いわゆるカウンターパーティ・リスクである。

CCP への清算の集中は CCP が取引の相手方になることによってカウンターパーティ・リスクを肩代わりする効果がある。しかし、これにともない CCP に対する信用度が問題になる。また、仮に取引種類ごとに CCP が併存するような状態であれば、担保の効率的な利用や十分なデイスクロージャーが実現できなくなる。したがって、CCP のガバナンス、財務基盤の強化など、整備すべき課題は多い。

第三に、FSOC が金融安定に重大な脅威となると判断した金融会社に対してレバレッジの上限を 15 対 1 に制限した。この規定は、被預金保険金融機関およびそれを傘下に置く持株会社に加え、システム上重要なノンバンク金融会社にも適用される。最後に、「スワップ・プッシュアウト条項」が採用された(716 条)。元々の「リンカーン修正条項」は被預金保険金融機関がデリバティブ取引を行う会社をスピノフすることを求めるものであったが、DF 法はそれをやや緩和し、「真正のヘッジ取引と伝統的な銀行業務」については引き続き銀行本体での取引を認めている。これには、単純な金利デリバティブ、FX、清算機関で清算される CDS が含まれる。

DF 法によって初めて OTC デリバティブに対して広範囲な規制が課せられ、透明性とリスク管理が格段に向上することになったことは高く評価される。しかし、その細目は CFTC、

図表6 デリバティブに関する中央清算機関 (CCP)

	中央清算機関 (CCP)	清算対象の OTC デリバティブ商品
金利	CME クリアリング	金利スワップ, TRA (金利先渡契約)
	インターナショナル・デリバティブ・クリアリング・グループ	金利スワップ
	LCH クリアネット Ttd スワップ・クリアー	ブレインバニラの金利スワップ, OIS
クレジット	CME クリアリング	アメリカの CDS インデックス
	ユーレックス	欧州の CDS インデックス, それにふくまれるいくつかの個別銘柄
	ICE クリアー・ヨーロッパ	欧州の CDS インデックス, それにふくまれるいくつかの個別銘柄 (現在, サブセットのみ)
	ICE トラスト US	アメリカの CDS インデックス, それにふくまれるいくつかの個別銘柄 (現在, サブセットのみ)
	LCH クリアネット SA	欧州の CDS インデックス, それにふくまれるいくつかの個別銘柄 (予定)
エクイティ	ユーレックス	OTC の交渉ベースのエクイティ・デリバティブ
	LCH クリアネット Ltd	
コモディティ	CME's クリアポート	OTC の農産物, エネルギー, 金属
	LCH クリアネット Ltd	OTC の鉄鉱石スワップ, 肥料スワップ, 農産物, 運輸先物
	ICE クリアー・ヨーロッパ	OTC のエネルギー, 排出権
外国為替	SGX アジアクリアー	エネルギー, 鉄鉱石, 運輸先物
	—	—

〔出所〕 Financial Stability Board (FSB) [2010]

SEC による規則制定を待たなければならないが, OTC デリバティブの大部分の規制権限を持つ CFTC は最初に予定されていた規則制定期限である2011年7月16日に間に合わず, 最長で同年末まで延長することを決定している。また, SEC も6月15日に期限を定めずに延期することを決定している¹⁰⁾。このため, 現時点では DF 法の規定の明確化や実務への影響を判断できないが, 改革の方向性などについて見直された訳ではなく, デリバティブ市場や大手金融機関の収益への影響が注目される。

4. OTC デリバティブ取引規制の進捗状況

DF 法制定以来, CFTC は31のデリバティブ規制分野について, 規則制定に向けた取組みを続けている。

一方, デリバティブ取引の規制は国際的な潮流でもある。2009年9月の G-20 (ピッツバーグ) において, 遅くとも2012年までに標準化された OTC デリバティブが取引所または電子取引プラットフォームで取引され, 中央清算機関 (CCP) で清算されること, OTC デリバティブ

図表7 主要デリバティブ商品の CCP 経由の割合

	想定元本 (兆ドル)	うち CCP 利用 (兆ドル)	CCP 利用の割合 (%)
金利デリバティブ	356.8	108.4	31
金利スワップ	231.6	108.0	47
ベースス・スワップ	12.5	0.4	3
CDS	25.0	3.3	13
マルチネーム	10.4	2.3	22
シングルネーム	14.7	1.1	8
エクイティ	6.6	0	0
コモディティ	2.9	—	20~30
外国為替	49.2	0	0

〔出所〕 Financial Stability Board (FSB) [2010]

図表8 デリバティブに関する取引情報蓄積機関 (TR)

	取引情報蓄積機関	場所/当局
金利	TriOptima	ストックホルム/スウェーデン金融当局
クレジット	Warehouse Trust	ニューヨーク/NY 連銀 (ロンドン子会社は FSA)
エクイティ	DTCC/MarkitSERV ジョイント・ベンチャー	ロンドン/FSA

〔出所〕 Financial Stability Board (FSB) [2010]

契約は取引情報蓄積機関 (TR) に報告されること、CCP を通じた清算が行われないデリバティブ契約についてはより高い資本規制を要求すべきという基本的な方針が確認された。

これを受けて、BIS 内に設置された金融安定理事会 (Financial Stability Board, FSB) は 2010年10月25日に「OTC デリバティブ市場改革の実施」(*Implementing OTC Derivatives Market Reforms*) と題する報告書を公表した。報告書は、デリバティブ取引の標準化、クリアリング、取引所および電子取引プラットフォームにおける取引、TR への報告について改革の方向性を確認し、勧告を行っているが、デリバ

ティブ市場の実態を踏まえ、拙速な改革を避け、漸進的で現実的な改革を目指している。

参考までに、報告書で明らかにされている CCP の現状 (図表6)、CCP 経由の清算の割合 (図表7) および取引情報蓄積機関 (TR) (図表8) についての資料を紹介しておく。国際的には、現状は極めて分散的な CCP、低い CCP 経由の清算割合であることが分かる。透明性、効率性、またリスク管理の面からは課題が山積しており、デリバティブ市場の改革は緒に就いたところというのが現実である。改革目標の達成には長い時間と多大なエネルギーが必要であろう。

なお、2011年4月には、FSBの加盟国における改革の進捗状況についての報告書が公表されている (*OTC Derivatives Market Reform -Progress Report on Implementation-*)。

おわりに

DF法は金融システムの包括的な改革を目指した野心的なものである。特に、これまでの金融機関の業務規制緩和の流れに対して、ボルカー・ルールに象徴される業務規制の強化を掲げていることは文字通り「1930年代のニューディール以来の大改革」といって間違いない。

その目的は金融システム危機の再発防止にあるが、それに関連して監督体制の効率化を高めるための組織の再編、シャドー・バンキング・システムの資金調達を中心とするレポ市場、そして今回の危機に関連した住宅金融の問題、特にファニメイ、フレディマックのGSEの改革問題がほとんど取り上げられていないのは片手落ちであり、奇異な感じがする。

それはともかく、DF法の最大の功績はOTCデリバティブに対して初めて本格的な規制を課したことにある。元々は今回の危機に関連してCDS取引の残高が膨大に積み上がり、そのデフォルトの危険性が金融システム全体を震撼させかねないことが直接の契機であったが、次第にOTCデリバティブ全体の規制へと拡大していった。規制はOTCデリバティブ全般にわたっているが、その眼目は透明性の向上とカウンターパーティ・リスクのコントロールにある。透明性の向上は取引についての報告義務を課すことによってエクスポジャの把握を容易にすることである。また、カウンターパーティ・リスクのコントロールについては、CCP

への清算を集中させることによって、OTCの相対取引という性格からくる個別業者の破綻がシステミック・リスクに転嫁するのを防ぐとともに、担保や証拠金を縮減して効率性を高めることを意図している。

現状はそれには程遠い状態ではあるが、国際的にもOTCデリバティブ規制に向けた取り組みが進捗しており、今後の動向が注目される。

注

- 1) Acharya et al., "A Bird's-Eye View -The Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act-", in Acharya et al. [2011]
- 2) SEC and CFTC [2009], *A Joint Report of SEC and the CFTC on Harmonization of Regulation*, Oct. 16. なお、その後、両者は2010年5月6日に発生した株価の乱高下の原因についての調査報告書 (Report of the Staff of the CFTC and SEC to The Joint Advisory Committee on Emerging Regulatory Issues, *Findings regarding the Market Event of May 6, 2010*, Sep. 30, 2011) を取りまとめている。
- 3) Duffie [2011]
- 4) 佐賀 [2011]
- 5) 現行の規定では、FRBの特別融資はFRBの理事会の単独の判断で実行可能である。しかし、新たな規定では、特別融資は個別、特定の会社を救済するためではなく、金融システムに流動性を供給する目的で実行することが求められる。また、特別融資に関する方針・手続きを策定することになっており、その中で流動性ファシリテティなどを利用する借り手はインソルベント (支払い不能) であってはならないとされた。特別融資には、事前に財務長官の承認が必要である。
- 6) Acharya et al., "A Bird's-Eye View -The Dodd-Frank Wall Street and Consumer Protection Act", in Acharya et al. [2011], p.31
- 7) この間の経緯については、McLean and Nocera [2010], chap. 7, を参照されたい。また、グリーンズバーン、サマーズらの主張は「金融市場に関する大統領作業グループ」の報告書 (*Over-the-Counter Derivatives Markets and Commodity Exchange Act*, Nov. 1999) に良く示されている。
- 8) Acharya, Shachar, and Subrahmanyam, "Regulating OTC Derivatives", in Acharya et al. [2011], pp.368-69
- 9) 中島 [2011]
- 10) 関、磯部 [2011]

【引用・参考文献】

- 小立 敬 [2010], 「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』 Summer
- 佐賀卓雄 [2011], 「シャドー・バンキング・システムと金融規制」, 日本証券経済研究所証券経営研究会編『金融規制の動向と証券業』所収
- 関 雄太, 磯部昌吾 [2011], 「包括的な OTC デリバティブ規制改革を目指す米国ドッド・フランク法」, 『月刊 資本市場』 8月
- 中島真志 [2011], 「OTC デリバティブ市場になぜ清算集中は必要か?」, 本誌, 次号掲載予定
- Acharya V.V., Cooly T.F., Richardson M.P., and Walter I. (ed.) [2011], *Regulating Wall Street*
- Baker C.M. [2010], "Regulating the Invisible: The Case of Over-the-Counter Derivatives", Notre Dame Law School, *Legal Studies Research Paper*, No.03-11
- Duffie D. [2011], *How Big Banks Fail and What It to Do about It*; 本田俊毅訳 [2011], 『巨大銀行はなぜ破綻したのか』 NTT 出版
- Financial Stability Board (FSB) [2010], *Implementing OTC Derivatives Reforms*, 25 Oct.
- Skeel D. [2011], *The New Financial Deal*
- McLean B., and Nocera J. [2010], *All the Devils Are Here*

(当研究所理事・主任研究員)